

ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) กับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship Between of Environment, Social, Governance (ESG) and the Firm Value of Companies Listed on The Stock Exchange of Thailand

Received: October 2, 2023

Revised: December 15, 2023

Accepted: December 19, 2023

ชญาณดา ชวะวิทย์, ภาวัต บุญยธนาศิริ,
ศิริวรรณ จตุสัถถาพร, สุรัชนี วังศ์ประเสริฐ,
สุพรรณษา พิกุลทอง, และทาริกา แยมขะมัง
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

Chayanada Chawawit, Phawat Bunyathanasiri,
Siriwan Chatusatthaporn, Suranchana Wongprasert,
Suphansa Phikunthong, and Tarika Yaemkhamang
Kasetsart University

บทคัดย่อ

การวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2560-2564 โดยกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้มีจำนวนทั้งสิ้น 446 ตัวอย่าง ข้อมูลทั้งหมดได้นำมาวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) และการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน ได้แก่ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis) การวิเคราะห์ความถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ในการทดสอบสมมติฐาน ผลการวิจัยพบว่าตัวแปรอิสระ การกำกับดูแลกิจการ ความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรและอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการของบริษัทที่ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ใน Thailand Sustainability Investment การคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แสดงว่ากิจการที่มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลมีผลต่อมูลค่ากิจการในปัจจุบันเนื่องจากการที่บริษัทได้รับการจัดอันดับหรือได้รับรางวัลนั้นอาจส่งผลให้บริษัทต้องมีต้นทุนเพิ่มมากขึ้น

คำสำคัญ: สิ่งแวดล้อม, สังคม, บรรษัทภิบาล, มูลค่ากิจการ, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ABSTRACT

The purpose of this research was to investigate the relationship between of Environmental Responsibility, Social and Corporate Governance (ESG), and the Firm value of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand over the 2017 – 2021 period, the total number of samples in this study were 446 samples. The statistics used for analysis consist of Descriptive statistics (minimum, maximum, mean, and standard deviation) and inferential statistics which were Pearson correlation and Multiple regression analysis techniques to analyze the hypothesis. The results showed that independent variables: Corporate Governance, Environmental Responsibility, Social and Governance and Cash Flow to Asset Ratio had no relationship with the firm value of companies listed on the Stock Exchange of Thailand, listing in Dow Jones Sustainability Indexes, Receiving the Sustainability Report Award for ESG disclosure and size had a relationship with the firm value of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand. Therefore, The business had Environmental responsibility, social, and corporate governance responsibilities that affect the current business value because the company being ranked or receiving an award may result in additional costs for the company.

Keyword: Environment, Social, Governance, Firm value, The Stock Exchange of Thailand

บทนำ

ในอดีตได้เกิดวิกฤตและเหตุการณ์ฉ้อฉลขึ้นมากมายไม่ว่าจะเป็นวิกฤตฟองสบู่ดอทคอม (Dot Com Bubble) ในปี พ.ศ. 2543 ที่เป็นเหตุจูงใจให้เกิดความขัดแย้งระหว่างตัวการ (Principals) และตัวแทน (Agents) โดยในช่วงเวลาดังกล่าวเกิดเหตุการณ์ฉ้อฉลมากมาย เช่น กรณีของบริษัท Enron ในปี พ.ศ. 2544 บริษัท WorldCom ในปี พ.ศ. 2545 และบริษัท Lehman Brothers ในปี พ.ศ. 2551 หรือแม้แต่วิกฤตการณ์ทางการเงินของประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2540 ซึ่งทำให้เกิดผลกระทบเป็นวงกว้างล้วนมีสาเหตุมาจากปัญหาในเรื่องของจริยธรรมและความระมัดระวังในการบริหาร โดยในปัจจุบันแนวคิดเรื่อง “ความเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG)” ได้รับการพัฒนามาจากแนวคิดเรื่อง “การกำกับดูแลกิจการ” และเป็นประเด็นที่กำลังได้รับความสนใจจากนักลงทุนมากขึ้นโดยแนวคิดนี้เกี่ยวข้องกับการพัฒนาอย่างยั่งยืนมุ่งเน้นให้ธุรกิจมีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมมากขึ้น ไม่เพียงแต่การดำเนินธุรกิจที่มุ่งเน้นผลกำไรสูงสุดดังนั้น การตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนทั่วโลก นอกจากจะพิจารณาปัจจัยที่เกี่ยวกับผลตอบแทนของสินทรัพย์ เช่น ผลกำไรของบริษัทหรือเงินปันผลและปัจจัยที่เกี่ยวกับความเสี่ยงของบริษัทในด้านต่าง ๆ นักลงทุนในปัจจุบันจึงเริ่มมีการนำปัจจัยเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล

(Environment, Social and Governance : ESG) เข้ามาเป็นส่วนหนึ่งในการพิจารณาการลงทุนจนกลายเป็นเมกะเทรนด์ที่องค์กรขนาดใหญ่ทั่วโลกต่างให้ความสนใจกับเรื่องดังกล่าวเนื่องจากเชื่อว่าบริษัทใดที่มีการผนวกความสำคัญของความรับผิดชอบต่อสังคมในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลเข้ากับแผนกลยุทธ์ของบริษัทจะทำให้สามารถขยายขีดความสามารถในการแข่งขันสร้างภาพลักษณ์ที่ดีต่อองค์กร ลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นกับธุรกิจและนำไปสู่ความยั่งยืนของกิจการได้ (ชาญชัย ชัยประสิทธิ์, 2564) นอกจากนี้การลงทุนในบริษัทที่ทำธุรกิจอย่างมีคุณธรรมตามหลัก ESG ย่อมสามารถเพิ่มโอกาสในการสร้างผลตอบแทนที่ดีได้อย่างสม่ำเสมอในระยะยาว (สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย, 2563) โดยจากผลสำรวจของ PwC พบว่า 79% ของนักลงทุนที่ถูกสำรวจคำนึงถึง ESG ในการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินและการตัดสินใจลงทุน ในขณะที่ 49% ของนักลงทุนยังมีการวางแผนถอนการลงทุนในบริษัทที่ไม่มีมาตรการจัดการกับปัญหา ESG อย่างเพียงพอ (Chalmers, Cox and Picard, 2021)

จากวิกฤตปัญหาของบริษัทขนาดใหญ่ทั่วโลกสะท้อนให้เห็นถึงความล้มเหลวของระบบธรรมาภิบาลและการควบคุมภายในที่ดีส่งผลให้หน่วยงานรัฐเริ่มให้ความสนใจในการปฏิรูปโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการโดยกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนมีการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance หรือ ESG) ของบริษัทในรายงานประจำปีรายงานความยั่งยืนและอื่น ๆ (สุมินทร เบ้าธรรมและดวงฤดี อุ, 2559) ช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือของกิจการต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายเนื่องจากแสดงให้เห็นถึงการบริหารจัดการที่โปร่งใสและมีประสิทธิภาพ จากเหตุผลดังกล่าวทำให้นักลงทุนได้เริ่มให้ความสำคัญและสนใจลงทุนในบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมมากขึ้นเนื่องจากข้อมูลดังกล่าวสามารถชี้ให้เห็นถึงความเสี่ยงและความสามารถในการดำเนินธุรกิจของบริษัทในระยะยาวได้ (สถาบันไทยพัฒน์, 2561) โดยแนวคิดเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environment, Social and Governance : ESG) มีจุดเริ่มต้นมาจากการประชุมระดับโลกด้านสิ่งแวดล้อม (Earth Summit) ที่กรุงริโอเดอจาเนโร ประเทศบราซิล โดยเมื่อปี ค.ศ. 1992 มีการประกาศถึงทิศทางใหม่ของการพัฒนามุ่งเน้นเรื่องแนวคิดการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development) มีการเรียกร้องให้ภาคธุรกิจให้ความสำคัญถึงปัญหาเรื่องสังคมและสิ่งแวดล้อมนอกเหนือจากมุ่งเน้นประโยชน์ทางเศรษฐกิจเพียงด้านเดียวในปัจจุบันมีหลายหน่วยงานที่ให้ความสำคัญและดำเนินการเพื่อพัฒนาส่งเสริมแนวคิดเรื่องความเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ว่าจะเป็นการดำเนินงานของหน่วยงานเหล่านี้มีทั้งในรูปแบบที่เป็นผู้ประเมินให้คะแนนหรือประกาศรายชื่อบริษัทที่มีการดำเนินงานในประเด็นนี้ได้ดี ไม่ว่าจะเป็นสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ได้ก่อตั้งขึ้นโดยเป็นองค์กรที่มีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทยโดยใช้หลักเกณฑ์ในการประเมินที่พัฒนาจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของ Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) และหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี พ.ศ. 2555 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมมาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 เมื่อเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2545 ตลาด

หลักทรัพย์ยังได้จัดตั้งศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Center) ขึ้นเพื่อเป็นศูนย์กลางในการให้คำปรึกษาแก่กรรมการบริษัทหรือผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับการดูแลกิจการที่ดีอีกด้วย ต่อมาในปี พ.ศ. 2558 ตลาดหลักทรัพย์ได้จัดให้มีการประกาศรายชื่อ Thailand Sustainability Investment (THSI) หรือหุ้นยั่งยืนเป็นครั้งแรกซึ่งเป็นการตอบสนองต่อการพัฒนาในระดับสากลของแนวคิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) มาเป็นความเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์ยังผลักดันให้บริษัทจดทะเบียนแห่งประเทศไทยเข้าร่วมการประเมิน DJSI หรือ Dow Jones Sustainability Index ซึ่งเป็นดัชนีระดับสากลมีความน่าเชื่อถือเป็นอิสระและโปร่งใสโดย DJSI เน้นตามหลัก Environmental, Social and Governance หรือ ESG เช่นกัน สถาบันไทยพัฒน์เป็นอีกหนึ่งหน่วยงานที่เห็นถึงความสำคัญและความจำเป็นของแนวคิด ESG โดยหลังจากที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ลงนาม เข้าร่วม UN Sustainable Stock Exchanges Initiative ในปี พ.ศ. 2557 สถาบันไทยพัฒน์ได้จัดตั้งหน่วยงาน ESG Rating เพื่อประเมินความยั่งยืนของธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยอ้างอิงตามมาตรฐานโลกหรือ GISR Standard เพื่อสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลให้แก่นักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ (พิพัฒน์ ยอดพฤติการ, 2558) ในปี พ.ศ. 2558 สถาบันไทยพัฒน์ได้มีการจัดอันดับ ESG 100 เป็นปีแรกซึ่งเป็นอันดับของ 100 หลักทรัพย์จดทะเบียนที่มีความโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลเพื่อให้นักลงทุนสามารถใช้คัดเลือกหลักทรัพย์จดทะเบียนที่มีการดำเนินงานโดดเด่นในทั้ง 3 ด้านเพื่อตอบโจทย์การลงทุนที่ยั่งยืนพร้อมกับการสร้างผลตอบแทนการลงทุนที่ไม่ได้ด้อยไปกว่าการลงทุนในแบบทั่วไป นอกจากนี้ชมรม CSR ยังเป็นอีกหนึ่งสถาบันที่เห็นถึงความสำคัญของการส่งเสริมให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เผยแพร่ข้อมูลด้าน ESG ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อกลุ่มผู้ลงทุนในแวดวงตลาดทุนในรูปของรายงานความยั่งยืนเพิ่มมากขึ้นโดยได้ร่วมกับสถาบันไทยพัฒน์ริเริ่มโครงการประกาศรางวัลรายงานความยั่งยืน (Sustainability Report Award) ให้เป็นกิจกรรมหนึ่งในงานสัมมนา CSR Thailand Conference

ในปัจจุบันแม้ว่าบริษัทที่จดทะเบียนขนาดใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะพัฒนาการดำเนินกิจกรรมเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) อย่างต่อเนื่อง แม้ว่า ESG นั้นก่อให้เกิดต้นทุนผลประโยชน์ (Cost - Benefit) ทั้งในรูปแบบตัวเงินและไม่ใช้ตัวเงินโดยค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการดำเนินกิจกรรมจะส่งผลกระทบต่อผลประโยชน์ของบริษัทในอนาคตอีกทั้งยังมีหลายงานวิจัยสนับสนุนว่า ความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น เช่น งานวิจัยของ Jaggi and Freeman (1992) ที่พบว่า การป้องกันหรือการแก้ไขปัญหาเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลนั้นทำให้มีค่าใช้จ่ายและต้นทุนสูงขึ้นและส่งผลกระทบต่อกิจการสามารถทำกำไรได้ลดลง กล่าวคือ ESG สูญเสียทั้งต้นทุนและเวลาซึ่งอาจขัดต่อหลักการของบริษัทที่ว่ามุ่งเน้นจะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด จึงทำให้ผู้บริหารหลายคนเลือกที่จะไม่ให้ความสนใจและละทิ้งประเด็นนี้ด้วยสาเหตุดังกล่าว

คณะผู้วิจัยสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) กับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ ผลการศึกษาที่ได้จะทำให้ทราบถึงความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) และความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการหรือไม่ โดยผลจากการศึกษาสามารถนำไปใช้ประโยชน์เพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดกลยุทธ์การลงทุนสำหรับนักลงทุนหรือเพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดนโยบายความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) ตลอดจนการพัฒนาความยั่งยืนในระยะยาวให้แก่องค์กรต่อไป

วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม บรรษัทภิบาล (ESG) กับมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) กับมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐาน

1. ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการจากรายงาน Corporate Governance Report of Thai List Companies (CGR)

H_0 : ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการจากรายงาน Corporate Governance Report of Thai List Companies (CGR) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

H_1 : ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการจากรายงาน Corporate Governance Report of Thai List Companies (CGR) มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

2. การได้รับการจัดอันดับใน ESG 100 โดยสถาบันไทยพัฒน์

H_0 : การได้รับการจัดอันดับ ESG 100 ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

H_1 : การได้รับการจัดอันดับ ESG 100 มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

3. การได้รับเลือกให้มีรายชื่ออยู่ใน Thailand Sustainability Investment

H_0 : การได้รับเลือกให้มีรายชื่ออยู่ใน Thailand Sustainability Investment ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

H_1 : การได้รับเลือกให้มีรายชื่ออยู่ใน Thailand Sustainability Investment มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

4. การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ หรือ Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI)

H_0 : การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

H_1 : การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

5. การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG โดยสมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย (CSR Club)

H_0 : การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

H_1 : การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

ประโยชน์ที่ได้รับ

1. ผู้ลงทุนทราบถึงความสัมพันธ์และทิศทางระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการเพื่อใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจ
2. ผู้ประกอบการทราบถึงความสำคัญของปัจจัยหรือองค์ประกอบที่เกี่ยวข้องกับความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการเพราะปัจจุบันผู้ประกอบการไม่ได้มองแค่ผลประโยชน์ทางการเงินเท่านั้นแต่ยังคำนึงถึงการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัท
3. ผู้ลงทุนสามารถนำผลการวิจัยไปใช้เป็นข้อเสนอแนะหรือข้อควรพิจารณาสำหรับการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์โดยใช้ผลการวิจัยเป็นตัวช่วยในการกำหนดกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมเพื่อลดความเสี่ยงของพอร์ตและเพิ่มโอกาสการสร้างผลตอบแทนที่มากขึ้น
4. นักวิจัย นักวิชาการและผู้ลงทุนทั่วไปสามารถนำผลการวิจัยไปใช้เป็นพื้นฐานในการทำวิจัยหรือผลงานลักษณะนี้ต่อไป

บททวนวรรณกรรม

แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร

ในปัจจุบันแนวคิดเรื่องความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) กำลังได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้นจากทั้งนักลงทุนและตัวกิจการโดยนักลงทุนเริ่มให้ความสนใจในการนำความเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) มาเป็นหลักเกณฑ์หนึ่งในการตัดสินใจเลือกลงทุน ส่วนตัวกิจการก็นำแนวคิดนี้มาทำให้เกิดการพัฒนาองค์กรอย่างยั่งยืนโดยดำเนินธุรกิจที่คำนึงถึงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลไปพร้อม ๆ กับการมุ่งเน้นสร้างผลประโยชน์ให้เป็นที่น่าพึงพอใจ ESG ได้รับความสำคัญมากขึ้นก็มาจากเหตุผลที่ว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีนั้น มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งและยั่งยืนของบริษัท (Alva, 2021) โดยปัจจัยทั้งสามด้านของแนวคิด ESG ประกอบด้วยด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านบรรษัทภิบาล ดังรายละเอียดต่อไปนี้

1. ด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) ด้านสิ่งแวดล้อมในแนวคิด ESG นั้นใช้สำหรับการวัดผลกระทบของบริษัทที่มีต่อสิ่งแวดล้อมทางธรรมชาติหรือกายภาพ เนื่องจากบริษัทอาจมีการใช้ทรัพยากรธรรมชาติต่าง ๆ รวมถึงกระบวนการผลิตหรือการบริหารจัดการของบริษัทอาจสร้างผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม ซึ่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมดังกล่าวนี้อาจหน่วยงานเติบโตของเศรษฐกิจในอนาคตได้ (Global, 2020) นอกจากนี้แล้วการที่บริษัทสร้างผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมอาจเป็นการเพิ่มความเสี่ยงให้กับตัวบริษัทเองได้ในหลายด้านไม่ว่าจะเป็นบทลงโทษทางกฎหมาย ชื่อเสียงของบริษัท ฯลฯ

2. ด้านสังคม (Social) ด้านสังคมในแนวคิดของ ESG นั้นใช้สำหรับการประเมินการปฏิสัมพันธ์ที่บริษัทมีต่อสังคมโดยไม่ว่าจะเป็นปฏิสัมพันธ์กับพนักงานของตน ผู้ค้า (Supplier) หรือลูกค้าก็ตามจากการที่เศรษฐกิจมีการเชื่อมต่อกันและพึ่งพากันมากขึ้น ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียโดยรอบนั้นส่งผลต่อการดำเนินงานของบริษัททั้งในระยะสั้นและระยะยาว รวมทั้งโดยมากแล้วความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับสังคมโดยรอบมักจะสร้างผลกระทบต่อคุณค่าของบริษัท

3. ด้านบรรษัทภิบาล (Governance) ด้านบรรษัทภิบาลหรือธรรมาภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีในแนวคิดของ ESG นั้นคือการประเมินวิธีการกำกับดูแลกิจการของบริษัทไม่ว่าจะเป็นวิธีการตัดสินใจการแต่งตั้งคณะกรรมการ ฯลฯ บรรษัทภิบาลเป็นรากฐานที่สำคัญในการบริหารจัดการบริษัท ประเด็นที่มักถูกนำมาประเมินในด้านบรรษัทภิบาลนั้นคือการกำกับดูแลกิจการที่ดี การทุจริต การปฏิบัติตามกฎหมาย ความแข็งแกร่งขององค์กร และความโปร่งใส (The World Bank, 2018)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) Jensen and Meckling (1976) ได้อธิบายว่าโดยปกติแล้วเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารได้เพียงลำพังจึงทำให้จำเป็นต้องมีบุคคลที่เข้ามาเป็นตัวแทนในการบริหารงานแทนเจ้าของกิจการโดยทฤษฎีตัวแทนเป็นการอธิบายถึงความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นภายใต้สัญญาระหว่างบุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่เป็นตัวการ (Principal) มีความสัมพันธ์ระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย ได้แก่ ฝ่ายซึ่งเป็นผู้มอบอำนาจหรือตัวการ (Principle) และฝ่ายที่รับมอบอำนาจหรือตัวแทน (Agent) (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551) ในทางปฏิบัติของบริษัทขนาดใหญ่หากอธิบายอย่างง่ายแล้วตัวการนั้นหมายถึงผู้ถือหุ้นของบริษัท ส่วนตัวแทนนั้นคือผู้บริหารซึ่งได้รับมอบอำนาจจากผู้ถือหุ้นให้เข้ามาบริหารบริษัทแทน การที่ผู้ถือหุ้น (ตัวการ) มอบอำนาจให้ผู้บริหาร (ตัวแทน) เข้ามาบริหารบริษัทนั้นมีจุดประสงค์เพื่อให้ผู้บริหารสร้างผลประโยชน์สูงสุดที่สุดให้แก่บริษัท ซึ่งในการแสวงหาประโยชน์สูงสุดจากการลงทุนโดยการว่าจ้างตัวแทน (Agent) ให้ดำเนินการบริหารจัดการแทนตนเองและในขณะเดียวกันก็พยายามควบคุมไม่ให้ตัวแทนดำเนินการที่ไม่เหมาะสม ดังนั้นตัวการจึงต้องให้ผลตอบแทนที่สามารถจูงใจตัวแทนได้มิฉะนั้นอาจก่อให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) โดย Barnard and C. L. (1994) มีแนวคิดที่ว่าผู้บริหารไม่ควรใส่ใจเพียงผู้มีส่วนได้เสียภายในองค์กรเท่านั้นแต่ควรสนับสนุนความรับผิดชอบต่อสังคมด้วยและได้ขยายผู้มีส่วนได้เสียในมุมมองของบริษัทที่กว้างขึ้นว่าเป็นผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มอื่นที่ไม่ได้มีสิทธิหรือมีเสียงในการดำเนินกิจการหรือบุคคลที่มีอิทธิพลต่อผลลัพธ์ของบริษัททั้งพนักงาน ลูกค้า ผู้ขายปัจจัยการผลิต ชุมชนในท้องถิ่น และรัฐบาล Freeman (1983) สนับสนุนแนวคิดนี้เนื่องจากผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มอาจมีผลต่อ (หรือได้รับ) ผลกระทบจากการบรรลุเป้าหมายของบริษัทโดยเชื่อว่าบุคคลเหล่านี้มีผลกระทบ (หรือได้รับ) ผลกระทบจากความสำเร็จตามภารกิจขององค์กรทั้งจากการตัดสินใจในเชิงนโยบายและการปฏิบัติขององค์กร

แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับมูลค่ากิจการ

1. แนวคิดเรื่องมูลค่าของกิจการ (Firm Value)

มูลค่ากิจการ (Firm Value) คือ มูลค่าปัจจุบันสุทธิรวมของกระแสเงินสดในอนาคต (Future Cash Flow) สำหรับมูลค่าผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นมูลค่าสุทธิกิจการในอนาคตที่คิดจากกระแสเงินสดหักด้วยมูลค่าตลาด (ทั้งหนี้สินระยะสั้นและระยะยาว) (โกศล ดีศีลธรรม, 2552) โดยมูลค่าของกิจการ (Firm Value) เป็นสิ่งสำคัญที่ผู้บริหารควรให้ความสำคัญเป็นลำดับต้น ๆ เนื่องจากบริษัทมักต้องการเงินทุนจากนักลงทุนเพื่อขยายการเติบโตของบริษัทจึงเป็นหน้าที่ของผู้บริหารที่จะสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นและสร้างผลตอบแทนที่น่าดึงดูดให้แก่ นักลงทุนโดยเฉพาะอย่างยิ่งในยุคปัจจุบันที่นักลงทุนสามารถโยกย้ายการลงทุนไปยังบริษัทที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าได้ง่ายและรวดเร็ว ดังนั้นมูลค่าของบริษัทจึงเป็นปัจจัยที่ผู้บริหารต้องให้ความสำคัญเพิ่มมากขึ้น (มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548)

2. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added)

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added) นั้นถูกพัฒนาขึ้นโดยบริษัทที่ปรึกษา Stern Stewart ในช่วงปลายทศวรรษ 1980 เป็นแนวคิดในการวัดความสามารถของกิจการโดยตั้งอยู่บนพื้นฐานของแนวคิดกำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) ซึ่งแตกต่างจากกำไรทางบัญชีที่คำนวณจากรายได้หักด้วยต้นทุนของสินค้าและบริการกับค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานหักด้วยต้นทุนของเงินทุนจากส่วนของหนี้สินซึ่งก็คือดอกเบี้ย ดังนั้นมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added) จึงเป็นประโยชน์ในการประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการและการแสวงหาความมั่งคั่งขั้นสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้นสามัญ โดยสามารถคำนวณได้โดย

$$EVA = NOPAT - (WACC \times INVESTED CAPITAL) \text{ โดยที่}$$

NOPAT คือ กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ที่ผ่านการปรับปรุงรายการบัญชีแล้วและเป็นส่วนที่ต้องจัดสรรให้แก่เจ้าหนี้และผู้ถือหุ้น

WACC คือ ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยมีการคำนวณ 2 วิธี

กรณีที่เงินทุนส่วนของเจ้าของมาจากกำไรสะสม

$$1. WACC = Wd * kd * (1 - T) + Wp * kp + Ws * ks$$

กรณีที่เงินทุนส่วนของเจ้าของมาจากการระดมทุน โดยการออกจำหน่ายหุ้นสามัญใหม่

$$2. WACC = Wd * kd * (1 - T) + Wp * kp + Ws * ke$$

โดยกำหนดให้

Wd = สัดส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย

Wp = สัดส่วนของหุ้นบุริมสิทธิในโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย

Ws = สัดส่วนของส่วนของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย

kd = ต้นทุนก่อนภาษีของหนี้สินใหม่

k_p = ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิใหม่

k_s = ต้นทุนของกำไรสะสม

k_e = ต้นทุนของหุ้นสามัญใหม่

T = อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล

โดยที่

k_d คำนวณจาก Minimum loan rate * (1-tax)

นิยาม Minimum Loan Rate (MLR) คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ขั้นต่ำที่ธนาคารกำหนดเรียกเก็บลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีในที่นี่หมายถึงมีประวัติการเงินดี หลักทรัพย์ค้ำประกันเพียงพอโดยมักจะใช้กับเงินกู้ระยะยาวที่กำหนดระยะเวลาแน่นอนอย่างสิ้นเชิงเพื่อการประกอบธุรกิจ

$tax = 20\%$

k_p คำนวณจาก D_p / P_p

D_p = เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ

P_p = ราคาของหุ้นบุริมสิทธิ

k_s คำนวณจาก $(\text{เงินปันผลต่อหุ้น} / \text{ราคาตลาดต่อหุ้น}) + \text{อัตราการเจริญเติบโตจากรายได้ โดยรายได้มาจากรายได้ปัจจุบัน - รายได้ปีก่อน} / \text{ปีฐาน}$

k_e คำนวณจาก $[D_1 / (P_0 * (1 - f))] + g$

W_d คำนวณจาก $d / (d+p+s)$

W_p คำนวณจาก $p / (d+p+s)$

W_s คำนวณจาก $s / (d+p+s)$

ซึ่งในการคำนวณวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยเลือกวิธีการคำนวณ WACC วิธีที่ 1

จากการวิจัยในอดีตที่ศึกษาเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) กับราคาหุ้น ผลตอบแทนผู้บริหาร ประสิทธิภาพทางการเงิน ฯลฯ พบผลการวิจัยที่ค่อนข้างหลากหลายดังนี้ Paul Gompers, Joy Lshii and Andrew Metrick (2001) ได้ร่วมกันทำการศึกษาเรื่องบรรษัทภิบาลกับราคาหุ้น (Corporate Governance and Equity Price) พบว่า บริษัทที่มีระดับการให้ความสำคัญต่อสิทธิและความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้นสูงจะมีมูลค่ากิจการสูงกว่า มีอัตรากำไรดีกว่า มีอัตราการเติบโตของยอดขายสูงกว่า และมีการใช้ทุนน้อยกว่าบริษัทที่มีระดับการให้ความสำคัญต่อสิทธิและความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้นต่ำ จิตภา ยิบ (2564) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ผลตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินและผลตอบแทนผู้บริหารที่ไม่เป็นตัวเงินมีความสัมพันธ์กับระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลในเชิงบวก พิมพ์อม สดฺเจริญ (2564) ได้ศึกษาผลกระทบของระดับความรับผิดชอบต่อ

ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อผลการดำเนินงานผ่านความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ความรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อมส่งผลกระทบทางตรงในด้านบวกต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบความเสี่ยงด้านการเงินและส่งผลกระทบทางตรงในด้านลบต่อผลการดำเนินงานด้านตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) และส่งผลกระทบทางอ้อมในด้านลบผ่านความเสี่ยงต่อการเติบโตของรายได้ ความรับผิดชอบด้านสังคมส่งผลกระทบทางตรงในด้านลบต่อความเสี่ยงรวม ความเสี่ยงเฉพาะตัวและความเสี่ยงทางการเงิน และส่งผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อมในด้านบวกต่อ ROA, ROE และตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) รวมถึงส่งผลกระทบทางอ้อมในด้านลบผ่านความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนต่อหุ้นในส่วนของการเงินและอัตราผลตอบแทนต่อหุ้น แต่ส่งผลกระทบทางอ้อมในด้านลบผ่านความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนหุ้น

วิธีการดำเนินการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้เก็บรวบรวมข้อมูลจากข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งมีทั้งลักษณะของ Time-series data และ Cross-Sectional data โดยประกอบไปด้วยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ของบริษัทที่สามารถรวบรวมได้จากรายงานประจำปี และรายงานความยั่งยืนที่เปิดเผยบนเว็บไซต์ของบริษัทสำหรับข้อมูลตัวเลขทางบัญชีอื่น ๆ นั้นรวบรวมได้จากเว็บไซต์ SETSMART (SET Marketing Analysis and Reporting Tool) ผลิตโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตลอดช่วงระยะเวลาตั้งแต่ปีพ.ศ. 2560 – 2564 รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 5 ปี

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินการด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล เพื่อแสดงถึงความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลขององค์กรโดยศึกษาเฉพาะ พ.ศ. 2560 - 2564 รวมเป็นระยะเวลา 5 ปี มีจำนวน 879 บริษัท โดยการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่มีคุณสมบัติครบถ้วนตามเกณฑ์ที่คณะผู้วิจัยกำหนดไว้ ได้แก่ เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีวันปิดรอบระยะเวลาบัญชีสำหรับปีสิ้นสุด 31 ธันวาคม มีข้อมูลสำหรับการวิเคราะห์อย่างน้อย 1 ปี ไม่เป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินประเภทต่าง ๆ รวมไปถึงบริษัทกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กองทุนรวมอื่น ๆ ไม่เป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มที่กำลังอยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน ไม่เป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) และไม่เป็นบริษัทที่มีรายชื่ออยู่ในบริษัทที่ถูกเพิกถอนหรือเข้าข่ายถูกเพิกถอนในช่วง พ.ศ. 2560 – 2564 ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 446 บริษัท

เครื่องมือ

จากการทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ทำให้คณะผู้วิจัยได้ตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมรวม 8 ตัวแปร ประกอบด้วย ตัวแปรอิสระ ได้แก่ ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (CG) การได้รับการจัดอันดับใน ESG 100 (ESG) การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ใน Thailand

Sustainability Investment (THIS) การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG (CSR) ตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่ากิจการ ประกอบด้วย มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ (SIZE) อัตราส่วนระหว่างกระแสเงินสดของบริษัทต่อสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท (CF/TA)

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้คณะผู้วิจัยได้ใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ SPSS ที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูล โดยใช้สถิติเชิงพรรณนาในการสรุปข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ตัวแปรเชิงคุณภาพคือคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วย ความถี่ (Frequency) และ ร้อยละ (Percentage) สถิติเชิงอนุมานในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยใช้การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis) และการวิเคราะห์สมการเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ซึ่งคณะผู้วิจัยได้ทำการทดสอบข้อตกลงเบื้องต้นสำหรับการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ พบว่า (1) ตัวแปรทุกตัวไม่มีการกระจายแบบปกติ Norman Geoffrey (2010) ได้วิเคราะห์ข้อโต้แย้งและศึกษางานวิจัยที่ย้อนหลังไปในช่วงทศวรรษที่ 1930 แสดงให้เห็นว่าสถิติอ้างอิงแบบพารามิเตอร์นั้นสามารถนำไปวิเคราะห์ข้อมูลได้แม้ไม่มีการกระจายแบบปกติ โดยไม่ต้องกังวลว่าจะได้รับคำตอบที่ผิด (2) ค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนของแบบจำลองเท่ากับศูนย์ (3) ไม่มีตัวแปรอิสระใดมีค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันเกิน 0.80 ซึ่งไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity จากการวิจัยของ Stevens (1992) กล่าวว่าหากตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันมากเกินไปเกิน 0.80 จะทำให้ข้อมูลขาดความแม่นยำและไม่น่าเชื่อถือจนไม่สามารถนำมาวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (4) ทุกตัวแปรไม่เกิดปัญหา Heteroscedasticity (5) ไม่พบปัญหาสหสัมพันธ์ในตัวแปร (Autocorrelation)

สรุปผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

เมื่อนำข้อมูลของตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมมาวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ได้ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

(n=446)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ตัวแปรอิสระ				
CG	.0	3.0	1.680	1.089
ESG	.0	1.0	.131	.338
THSI	.0	1.0	.150	.358

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DJSI	.0	1.0	.036	.186
CSR	.0	4.0	.110	.563
ตัวแปรตาม				
EVA	-10339884786000.58	410145087284.30	-14538618014.08	285625742492.85
ตัวแปรควบคุม				
SIZE	265178184.00	12781426757000.00	41859536455.80	387025679890.35
CF/TA	-.326	4.272	.089	.20

จากผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาในตารางที่ 1 พบว่า

1. ตัวแปร การกำกับดูแลกิจการ (CG) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 ค่าสูงสุดเท่ากับ 3.0 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.680 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.089
2. ตัวแปร ความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 ค่าสูงสุดเท่ากับ 1.0 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.131 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.338
3. ตัวแปร การคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ใน Thailand Sustainability Investment (THSI) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 ค่าสูงสุดเท่ากับ 1.0 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.150 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.358
4. ตัวแปร การคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 ค่าสูงสุดเท่ากับ 1.0 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.036 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.186
5. ตัวแปร การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG (CSR) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 ค่าสูงสุดเท่ากับ 4.0 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.110 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.563
6. ตัวแปร มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -10,339,884,786,000.58 ค่าสูงสุดเท่ากับ 410,145,087,284.30 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ -14,538,618,014.084 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 285,625,742,492.85
7. ตัวแปร ขนาดของกิจการ (SIZE) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 265,178,184.00 ค่าสูงสุดเท่ากับ 1,278,142,675,000.00 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 41,859,536,455.80 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 387,025,679,890.35
8. ตัวแปร อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์ (CF/TA) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.326 ค่าสูงสุดเท่ากับ 4.272 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.089 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.20

ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ผลการทดสอบ Correlation โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis) ของตัวแปรอิสระมีค่าสถิติตั้งแต่ 0.233 ถึง 0.582 แสดงว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวไม่มีความสัมพันธ์กันเนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์เพียร์สันของตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่าไม่เกิน 0.80 ซึ่งไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity (Stevens, 1992)

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์การทดสอบสถิติโครโมโกรอฟ-สเมอรโนฟ (Kolmogorov-Smirnov) (n=446)

	Statistic	df	Sig.
CG	0.213	2280	0.000
CSR	0.532	2280	0.000
EVA	0.463	2280	0.000
CF/TA	0.194	2280	0.000
Log n	0.072	2280	0.000

จากผลการทดสอบสถิติโครโมโกรอฟ-สเมอรโนฟ (Kolmogorov-Smirnov) ในตารางที่ 2 เพื่อนำมาใช้พิจารณาถึงการแจกแจงข้อมูลเป็นปกติของตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา จากการวิเคราะห์พบว่า การกำกับดูแลกิจการ (CG) การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG (CSR) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA) อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์ (CF/TA) และลักษณะธรรมชาติของสินทรัพย์รวมไม่มีการแจกแจงแบบปกติ โดยข้อมูลที่ไม่กระจายตามปกติจึงไม่สามารถใช้สถิติอ้างอิงแบบมีพารามิเตอร์ได้ แต่ Norman แสดงให้เห็นอย่างต่อนื่องว่าสถิติอ้างอิงแบบมีพารามิเตอร์นั้นแข็งแกร่งเมื่อเทียบกับการละเมิดสมมติฐานเหล่านี้ ดังนั้นความท้าทายที่กล่าวมาข้างต้นจึงไม่มีมูลความจริงและสามารถใช้สถิติอ้างอิงแบบมีพารามิเตอร์ได้โดยไม่ต้องกังวลว่า “จะได้รับความตอบที่ผิด” (Norman Geoffrey, 2010)

ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ

ตารางที่ 3 Model Summary ของการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (n=446)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.291 ^a	.085	.082	273642779469.299	.963

a. Predictors: (Constant), CF/TA, CSR, SIZE, ESG, CG, THSI, DJSI

b. Dependent Variable : EVA

จากผลวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในตารางที่ 3 สรุปแต่ละตัวแปรได้ดังนี้ พบว่า มีค่าความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรกับมูลค่ากิจการโดยมีค่า R เท่ากับ 0.291 และมีค่า R Square หรือค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่แสดงถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระหรือคุณลักษณะของกิจการที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ 0.085 และมีค่าสัมประสิทธิ์ที่มีความสัมพันธ์ต่อการตัดสินใจที่มีการปรับแก้ให้เหมาะสมร้อยละ 8.20 (Adjusted R Square = 0.082) โดยผลการทดสอบการพยากรณ์มีค่า F-statistics เท่ากับ 0.491 และค่า Sig. เท่ากับ 0.612 > 0.05 กล่าวได้ว่าความรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างน้อย 1 ตัวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยมีค่า Durbin-Watson เท่ากับ 0.963 ซึ่งอยู่ระหว่าง 0.00 ถึง 4.00 แสดงว่ามีความคลาดเคลื่อนที่เป็นอิสระต่อกันในระดับสูงไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์ในตัวเอง (Autocorrelation) ระหว่างปัจจัยจึงสามารถสร้างสมการพยากรณ์เชิงเส้นตรงได้ โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้

ตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นและตัวแปรตามด้วยเทคนิคการวิเคราะห์แบบ Multiple Regressions (n=446)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	6.8543832802	1.0936089586		.627	.531
CG	-4.261130711	5.918440712	-.016	-.720	.472
ESG	-1.610536204	1.8215429505	-.019	-.884	.377
THSI	4.6487950868	2.0071578062	.058	2.316	.021**
DJSI	-2.826830061	3.9297093922	-.184	-7.193	.000**
CSR	-3.004955838	1.3126004356	-.059	-2.289	.022**
SIZE	-.124	.015	-.168	-8.204	.000**
CF/TA	-5.249477877	2.9359786822	-.004	-.179	.858

R = .291^a R Square = 0.085 Adjusted R Square = 0.082, Std. Error of the Estimate = 273642779469.299, F = 0.491 Sig. = 0.612^b,

** หมายถึง สหสัมพันธ์มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

จากผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ทดสอบคุณลักษณะของความรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในตารางที่ 4 พบว่า มีค่าคงที่เท่ากับ 6.854 ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรอิสระเท่ากับ 1.093 ผลจากการพยากรณ์สมการเชิงเส้นมีค่า t . เท่ากับ 0.627 และ Sig. เท่ากับ 0.531 จากผลการวิเคราะห์ถดถอย ได้นำเสนอตัวแปรอิสระหรือปัจจัยคุณลักษณะของกิจการที่มีค่า Sig. < 0.05 จำนวน 4 ด้าน ได้แก่ การคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ใน Thailand Sustainability Investment, การคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์, การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG และขนาดของกิจการ (SIZE) สรุปผลการวิเคราะห์เป็นรายด้าน ดังนี้

ด้านการกำกับดูแลกิจการ (CG) มีค่า Sig. = 0.472 ซึ่งไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ด้านความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) มีค่า Sig. = 0.377 ซึ่งไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ด้านการคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ใน Thailand Sustainability Investment (THSI) มีค่า Sig. = 0.021 ซึ่งมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ

ด้านการคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่า Sig. = 0.000 ซึ่งมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ

ด้านการได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG (CSR) มีค่า Sig. = 0.022 ซึ่งมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ

สรุปผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัยพบว่าคุณลักษณะของความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ การทดสอบความสัมพันธ์ของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการเพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 1 พบว่าการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ผลการศึกษาพบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่สูงจะช่วยดึงดูดความสนใจจากนักลงทุนแต่ไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของภัสสิริ ศรสงคราม (2560) และชมพูช สุขทรพงศาธร (2564) แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของสุกสิรา นามจันทรา (2564) การทดสอบความสัมพันธ์ของการได้รับการจัดอันดับใน ESG 100 กับมูลค่ากิจการเพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 2 พบว่าความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ผลการศึกษาพบว่าการได้รับ

การจัดอันดับใน ESG 100 แสดงให้เห็นถึง 100 อันดับแรกที่ได้รับการจัดอันดับ ซึ่งก็ไม่ได้หมายความว่าบริษัทอื่นจะไม่มีควมรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลและไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของจิตาภา ยิบ (2564) พชรียา บรรจสุขและเนตรดาว ชัยเขต (2564) และพิมพ์โพยม สุดเจริญ (2564) การทดสอบความสัมพันธ์ของการได้รับเลือกให้มีรายชื่ออยู่ใน Thailand Sustainability Investment กับมูลค่ากิจการเพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 3 พบว่าการได้รับเลือกให้มีรายชื่ออยู่ใน Thailand Sustainability Investment มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ผลการศึกษาพบว่า การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ใน Thailand Sustainability Investment เพื่อเป็นการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลไม่ได้รับความสนใจจากบริษัทจึงทำให้มูลค่ากิจการลดลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Thanyaorn Yordudom and Muttanachai Suttipun (2020) ศิรินันท์ ปิยะอักษรรัตน์ (2563) และกานต์ ปัญญวรณศิริ (2563) การทดสอบความสัมพันธ์ของการได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ หรือ Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI) กับมูลค่ากิจการเพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 4 พบว่าการได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ผลการศึกษาพบว่า การจัดกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์เพื่อเป็นการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ทำให้เกิดความยุ่งยากและในตอนแรก ๆ บริษัทไม่ได้ให้ความสำคัญแก่การได้รับคัดเลือกจึงทำให้มูลค่ากิจการลดลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของสุกิสรา นามจันทรา (2564) แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของชลลดา เลิฟและพัทธนันท์ เพชรเชิดชู (2562) และการทดสอบความสัมพันธ์ของการได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG กับมูลค่ากิจการเพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 5 พบว่าการได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ผลการศึกษาพบว่า การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ยังไม่ได้รับความสนใจมากนัก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของสุกิสรา นามจันทรา (2564) และณัฐกานต์ วุฒิสมนันท์ (2561)

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งนี้

1. ผู้ประกอบการสามารถใช้การประเมินผลเบื้องต้นของบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) เป็นอย่างดีและได้ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ได้อย่างถูกต้องและเป็นการเพิ่มมูลค่ากิจการ นอกจากนั้นในเชิงวิชาการที่เกี่ยวกับการศึกษาทางด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลมีตัววัดค่าการกำกับดูแลกิจการ (CG), การจัดอันดับใน ESG 100 (ESG), การคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ใน Thailand Sustainability Investment (THSI), การคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) และการ

ได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG (CSR) จะเป็นตัวชี้วัดหนึ่งที่จะเป็นข้อมูลสนับสนุนให้มีการวางแผนนโยบายในความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลให้เหมาะสมกับตลาดทุน

2. นักลงทุนสามารถนำตัวแปรทั้ง 5 ด้าน คือ การกำกับดูแลกิจการ (CG), การจัดอันดับใน ESG 100 (ESG), การคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ใน Thailand Sustainability Investment (THSI), การคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) และการได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG (CSR) มาพิจารณา ร่วมกับปัจจัยพื้นฐานอื่น ๆ เพื่อเพิ่มความแม่นยำในการลงทุนได้ และสามารถสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนระยะยาวได้ โดยอาจเริ่มต้นจากการได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) ซึ่งเป็นการสะท้อนถึงภาพลักษณ์ของกิจการที่มีความยั่งยืนและได้รับการยอมรับในระดับสากลอันเป็นการลดความเสี่ยงให้กับนักลงทุน โดยมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (CSR) ที่เป็นการช่วยสร้างการรับรู้ของลูกค้าเกี่ยวกับสินค้าและบริการ เพื่อรับรู้มุมมองของลูกค้าที่มองเข้ามาในสินค้าและบริการได้มากยิ่งขึ้น

3. การกำกับดูแลกิจการและความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม ด้านสิ่งแวดล้อม และบรรษัทภิบาลขององค์กรนั้น ไม่ส่งผลกระทบใด ๆ ต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นักลงทุนไม่ควรมุ่งเน้นไปที่มูลค่าของกิจการจนเกินไป เพราะการแสดงผลมูลค่าของกิจการที่มีอัตราสูงไม่ได้ยืนยันว่าการกำกับดูแลของกิจการนั้นมีประสิทธิภาพเสมอไป

4. การที่บริษัทได้รับเลือกให้มีรายชื่ออยู่ใน Thailand Sustainability Investment ส่งผลให้มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ภายใต้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นักลงทุนควรพิจารณาถึงหลักเกณฑ์ของ THSI เพื่อนำข้อมูลมาใช่วางแผนและตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุนในกิจการ

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งถัดไป

1. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการโดยใช้การวัดขนาดของกิจการได้ด้วยหลายวิธี เช่น การวัดจากรายได้ของกิจการและอาจจะมีการเพิ่ม ตัวแปร เช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (ROA) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นต้น เพื่อเป็นการเปรียบเทียบระหว่างบริษัทในการดูสภาพคล่องของกิจการ

2. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) กับมูลค่ากิจการ (EVA) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจใช้เป็นการเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจให้กับผู้ที่กำลังจะศึกษาหรือผู้ที่ต้องการจะลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้น ๆ

เอกสารอ้างอิง

- กานต์ ปัญญวรรณศิริ. (2563). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการบริหารจัดการห่วงโซ่อุปทานกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบัญชี และการบริหารการเงิน, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์). สืบค้น 15 กุมภาพันธ์ 2566, จาก http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2020/TU_2020_6202110307_13720_13713.pdf
- โกศล ดีศีลธรรม. (2552). การบริหารเพื่อผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์. *วารสารส่งเสริมเทคโนโลยี*, 36(20), 201-205.
- จิตภา ยิบ. (2564). ผลกระทบของผลตอบแทนผู้บริหารต่อระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบัญชีและการบริหารการเงิน, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์). สืบค้น 15 กุมภาพันธ์ 2566, จาก http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2021/TU_2021_6302110165_15230_18839.pdf
- ชาญชัย ชัยประสิทธิ์. (2564). ESG เมกะเทรนด์แห่งโลกการลงทุน. สืบค้น 15 กุมภาพันธ์ 2566, จาก <https://thestandard.co/esg-megatrend-of-investment-world/>
- ชมพูนุช สุนทรพงศาธ. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมกับคุณภาพกำไรของธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์). สืบค้น 15 กุมภาพันธ์ 2566, จาก http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2021/TU_2021_6302030249_14649_17073.pdf
- ชลลดา เลิฟและพัชรนันท์ เพชรเชิดชู. (2562). ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับคุณภาพกำไร (รายงานผลการวิจัย). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- ณัฐกานต์ วุฒิสมานันท์. (2561). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) กับผลตอบแทนหลักทรัพ์กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่ม ESG 100 (วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบัญชีและการบริหารการเงิน, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์). สืบค้น 15 กุมภาพันธ์ 2566, จาก http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2018/TU_2018_6002113139_10037_10572.pdf
- พัชรียา บรรจสุขมและเนตรดาว ชัยเขต. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมและธรรมาภิบาลต่อผลตอบแทนของผู้มีส่วนได้เสีย กรณีศึกษา: บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET). *วารสารมหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์*, 14(1), 92-112.
- พิพัฒน์ ยอดพฤติการ. (2558). ESG กับการประกันภัยที่ยั่งยืน. สืบค้น 15 กุมภาพันธ์ 2566, จาก <https://www.bangkokbiznews.com/blogs/columnist/109068>

- พิมพ์โพยม สุดเจริญ. (2564). *การศึกษาผลกระทบของระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อผลการดำเนินงานผ่านความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)* (วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบัญชีและการบริหารการเงิน, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์). สืบค้น 15 กุมภาพันธ์ 2566, จาก http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2021/TU_2021_6302110587_15242_19236.pdf
- ภัสนิรี ศรสงคราม. (2560). *การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ในหมวดธุรกิจพลังงานที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, สาขาการบริหารการเงิน, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์). สืบค้น 15 กุมภาพันธ์ 2566, จาก http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2017/TU_2017_5902112878_7825_7044.pdf
- มนวิกา ผดุงสิทธิ์. (2548). การกำหนดค่าตอบแทนของคณะกรรมการภายใต้การกำกับดูแลกิจการ. *วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, 169-181.
- ศิรินันท์ ปิยะอัษฎารัตน์. (2563). *การศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง ESG Performance กับประสิทธิภาพทางการเงินในกลุ่มบริษัทอุตสาหกรรมที่อ่อนไหว (Sensitive Industries) กรณีศึกษาในกลุ่มสมาชิกสหภาพยุโรป* (วิทยานิพนธ์การจัดการมหาบัณฑิต, วิทยาลัยการจัดการมหาวิทยาลัยมหิดล). สืบค้น 15 กุมภาพันธ์ 2566, จาก <https://archive.cm.mahidol.ac.th/handle/123456789/3488>
- ศิลปพร ศรีจันทเพร. (2551). ความรับผิดชอบต่อของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 4(10), 26-39.
- สถาบันไทยพัฒน์. (2561). *ไทยพัฒน์ เปิดรายชื่อ 100 บจ. ติดอันดับ ESG100 ปี 61*. สืบค้น 15 กุมภาพันธ์ 2566, จาก <https://mgronline.com/greeninnovation/detail/9610000051411>
- สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย. (2563). *ESG ปัจจัยสำคัญสู่แนวทางการประกอบธุรกิจตามหลักความยั่งยืน*. สืบค้น 15 กุมภาพันธ์ 2566, จาก https://www.asco.or.th/uploads/upfiles/files/ASCO%20article_ESG_ed.pdf,
- สุกิสรา นามจันทรา. (2564). *ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทฯในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) กับการจ่ายผลตอบแทนคืนให้กับเจ้าของ* (วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบัญชีและการบริหารการเงิน, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์). สืบค้น 15 กุมภาพันธ์ 2566, จาก http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2021/TU_2021_6302110439_15261_19040.pdf
- สุมินทร เป้าธรรมและดวงฤดี อุ. (2559). จรรยาบรรณวิชาชีพ มุมมองของผู้สอบบัญชีรับอนุญาตและผู้สอบบัญชีภาษีอากรในประเทศไทย. *วารสารการบัญชีและการจัดการมหาวิทยาลัยมหาสารคาม*, 8(2), 141-156.

- Alva (2021). *Exploring the G in ESG*. Retrieved February 15, 2023, from <https://www.alva-group.com/blog/exploring-the-g-in-esg/>
- Barnard and C.L. (1994). *Functions of Executive*. Retrieved February 15, 2023, from <https://www.hup.harvard.edu/catalog.php?isbn=9780674328037&content=toc>
- Chalmers, Cox and Picard. (2021). *The economic realities of ESG*. Retrieved February 15, 2023, from <https://www.pwc.com/gx/en/issues/reinventing-the-future/takeontomorrow/download/sbpwc-2021-10-28-Economic-realities-ESG.pdf>
- Freeman. (1983). The Politics of Stakeholder Theory. *Journal of Business Ethics Quarterly*, 4, 409-421.
- Global. (2020). *Global Sustainable Investment Review 2020*. Retrieved February 16, 2023, from <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>
- Jaggi and Freeman. (1992). *The Impact of Resource Commitment, Product Route Efficiency on Supply Chain Performance and Profitability: An Empirical Case Analysis*. Retrieved February 15, 2023, from <http://pubs.sciepub.com/jbms/1/5/4/index.html>
- Jensen and Meckling. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Norman Geoffrey. (2010). *Likert scales, levels of measurement and the “laws” of Statistics*. Retrieved March 2, 2023, from https://www.researchgate.net/publication/41420484_Likert_scales_levels_of_measurement_and_the_laws_of_statistics
- Paul Gompers, Joy Lshii and Andrew Metrick. (2001). *Corporate Governance and Equity Prices. National Bureau of Economic Research* (Research report). Cambridge: MA.
- Stevens. (1992). *Applied Multivariate Statistics for the Social Sciences*. Retrieved March 2, 2023, from https://digilibadmin.unismuh.ac.id/upload/26551-Full_Text.pdf
- Thanyaorn Yordudom and Muttanachai Suttipun. (2020). *Impact of Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosures on Firm Value: A Case Study from the Stock Exchange of Thailand*. Retrieved February 16, 2023, from www.sec.or.th/TH/Documents/Seminars/SECSymposium2020-04.pdf
- The World Bank. (2018). *Incorporating Environmental, Social and Governance (ESG) Factors into fixed income investment*. Retrieved February 18, 2023, from <https://documents1.worldbank.org/curated/en/913961524150628959/pdf/Incorporating-environmental-social-and-governance-factors-into-fixed-income-investment.pdf>