

ผลกระทบของการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล
ต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของ
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Moderating Environmental, Social, and Governance (ESG)
Performance in The Relationship between Profitability and
Firm Value of Listed Companies on The Stock Exchange of
Thailand

Article History

Received: December 10, 2024

Revised: June 20, 2025

Accepted: June 27, 2025

อรันพงษ์ หนันไชย¹

Aranphong Thananchai

จินตนา โสมโสตา²

Jintana Somsoda

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล ต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไร และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลสถิติระหว่างปี พ.ศ. 2564-2566 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้วิเคราะห์จำนวน 331 ข้อมูลรายปี รายบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลตามตัวแปรที่สนใจในฐานข้อมูลบลูมเบิร์ก การวิเคราะห์ข้อมูลใช้วิธีถดถอยเชิงพหุ เพื่อทดสอบสมมติฐาน ผลการวิจัยพบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกและมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดยปฏิสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับ

¹ คณะบริหารธุรกิจและศิลปศาสตร์ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลล้านนา ประเทศไทย

Faculty of Business Administration and Liberal Arts, Rajamangala University of Technology Lanna, Thailand

E-mail: aranphong@rmul.ac.th

² คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ ประเทศไทย

Faculty of Business Administration and Information Technology, Rajamangala University of Technology

Suvarnabhumi, Thailand

E-mail: jintana.s@rmutsb.ac.th

การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมส่งผลในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ปฏิสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับการดำเนินงานด้านสังคมและด้านการกำกับดูแล ส่งผลในทิศทางลบและมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ

คำสำคัญ: ความสามารถในการทำกำไร สิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล มูลค่ากิจการ

Abstract

This study aims to examine the impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) practices on the relationship between profitability and firm value of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. The study utilizes secondary data from 2021-2023, with a sample of 331 firm-year observations selected for analysis based on the availability of relevant variables disclosed in the Bloomberg database. Multiple regression analysis was employed to test the hypotheses. The findings reveal that profitability has a positive and statistically significant relationship with firm value. Furthermore, ESG practices significantly influence the relationship between profitability and firm value. Specifically, the interaction between profitability and environmental performance has a significantly positive effect on firm value. In contrast, the interactions between profitability and both social and governance performance show significantly negative effects on firm value.

Keywords: Profitability, Environmental Social and Governance (ESG), Firm Value

บทนำ

ในปัจจุบันแนวคิดด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ได้รับความสนใจอย่างแพร่หลายในภาคธุรกิจและแวดวงวิชาการ โดย ESG ไม่เพียงแต่ช่วยส่งเสริมความน่าเชื่อถือและการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนเท่านั้น แต่ยังมีบทบาทสำคัญต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยเฉพาะความสามารถในการทำกำไร (profitability) และมูลค่ากิจการ (firm value)

ตัวชี้วัดทางการเงิน เช่น อัตราส่วนคิวกของโทบินส์ (Tobin's Q) ซึ่งสะท้อนมูลค่ากิจการในมุมมองด้านการตลาด ได้ถูกนำมาใช้อย่างแพร่หลายในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และผลประกอบการทางการเงินขององค์กร (Friede et al., 2015; Yu & Xiao, 2022) การดำเนินงานด้าน ESG ที่มีคุณภาพสูงยังมีส่วนช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุน ลดความเสี่ยงทางการเงิน และสร้างผลตอบแทนในระยะยาว (Giannopoulos et al., 2022) จากมุมมองเชิงทฤษฎี ทั้งทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) (Freeman & Reed, 1983) และทฤษฎีฐานทรัพยากร (Resource-Based View) (Barney, 1991) ต่างชี้ให้เห็นว่าการตอบสนองต่อความต้องการของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและการใช้ทรัพยากรด้าน ESG อย่างมีประสิทธิภาพ สามารถเพิ่มมูลค่ากิจการและสร้างข้อได้เปรียบเชิงกลยุทธ์ให้กับองค์กรได้

ในบริบทของประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินงานตามหลัก ESG ผ่านรายงานความยั่งยืน (sustainability reporting) อย่างไรก็ตาม การศึกษาทางวิชาการที่ตรวจสอบผลกระทบของ ESG ต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการในบริบทไทยยังมีจำกัด การวิจัยครั้งนี้จึงมุ่งวิเคราะห์บทบาทของ ESG ในการสร้างมูลค่ากิจการ โดยอาศัยตัวแปร Tobin's Q เป็นตัวแทนของมูลค่ากิจการในตลาดทุนไทย

งานวิจัยที่ผ่านมาพบผลลัพธ์ที่ต่างกันเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ เช่น Poornima et al. (2015) พบว่าความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่ากิจการ ในขณะที่ Singh and Bansal (2016) กลับไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว การศึกษาของดาร์ตัน โพธิ์ประจักษ์ และคณะ (2566) และ Terdpaopong et al. (2024) ยืนยันว่าความสามารถในการทำกำไรยังคงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม ความแตกต่างของผลลัพธ์ในช่วงเวลาต่างๆ สะท้อนให้เห็นถึงความไม่แน่นอนและความซับซ้อนในความสัมพันธ์ดังกล่าว จึงจำเป็นต้องศึกษาตัวแปรนี้ในบริบทเพิ่มเติม

ในทำนองเดียวกัน ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และมูลค่ากิจการก็มีผลการศึกษาที่หลากหลาย Aydoğmuş et al. (2022) พบความสัมพันธ์ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ Shaikh (2022) รายงานผลในทิศทางลบ และ Abdi and Càmarà-Turull (2022) ไม่พบความสัมพันธ์ที่ชัดเจน การศึกษาในปี ค.ศ. 2023 และ ค.ศ. 2024 งานวิจัยโดย Delvina and Hidayah (2023) Perdana et al. (2023) Seok et al. (2024) และ Terdpaopong et al. (2024) พบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ แต่การศึกษาของ Bahadır and Akarsu (2024) และ Fernandes et al. (2024) กลับพบความสัมพันธ์เชิงลบหรือไม่พบความสัมพันธ์ ผลการศึกษาที่ไม่สอดคล้องกันเหล่านี้ สะท้อนถึงปัจจัยแวดล้อมและเงื่อนไขของแต่ละช่วงเวลาที่แตกต่างกัน จึงแสดงให้เห็นถึงความจำเป็นในการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวในบริบทของข้อมูลปัจจุบัน เพื่อสร้างความเข้าใจที่ชัดเจนยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ ESG ยังมีบทบาทสำคัญในการลดต้นทุนเงินทุนและส่งเสริมความสามารถในการทำกำไรในระยะยาว บริษัทที่มีการดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีประสิทธิภาพสามารถดึงดูดนักลงทุนที่ให้ความสำคัญกับการเติบโตอย่างยั่งยืน อันสะท้อนถึงศักยภาพในการสร้างรายได้ กำไร และการเติบโตขององค์กรในอนาคต

ในช่วงที่ผ่านมา บริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยเริ่มให้ความสำคัญกับการดำเนินงานตามหลัก ESG มากขึ้น และพบว่า ESG มีความสามารถในการสร้างผลตอบแทนที่ดีในระยะยาว การศึกษาครั้งนี้จึงมีจุดมุ่งหมายเพื่อวิเคราะห์บทบาทของ ESG ในการเชื่อมโยงระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษาคาดว่าจะเป็นประโยชน์ทั้งในเชิงทฤษฎีและเชิงปฏิบัติ กล่าวคือ ในเชิงทฤษฎี การศึกษานี้ช่วยเสริมสร้างองค์ความรู้ด้าน ESG โดยเฉพาะในบริบทของตลาดทุนไทยที่ยังมีข้อจำกัดด้านการศึกษาส่วนในเชิงปฏิบัติ ข้อมูลเชิงลึกจากการวิจัยสามารถนำไปใช้เป็นแนวทางในการกำหนดนโยบายและกลยุทธ์ทางธุรกิจที่เน้น ESG เพื่อเสริมสร้างความสามารถในการทำกำไรและเพิ่มมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารุ่นต่อไป ได้แก่ การขยายช่วงเวลาการวิจัย เพื่อให้เห็นแนวโน้มที่ชัดเจนยิ่งขึ้น การเปรียบเทียบข้อมูล ESG จากหลายแหล่ง ซึ่งมีมาตรฐานแตกต่างกันเพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือและความครอบคลุมของข้อมูล ตลอดจนการ

พิจารณาปัจจัยอื่นๆ ที่อาจมีผลต่อมูลค่ากิจการ เช่น โครงสร้างเงินทุน พฤติกรรมนักลงทุน และกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งอาจมีบทบาทสำคัญในการกำหนดทิศทางและการประเมินมูลค่าของกิจการได้อย่างรอบด้านมากยิ่งขึ้น

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของความสามารถในการทำกำไรต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การทบทวนวรรณกรรม หรือเอกสารที่เกี่ยวข้องและกรอบแนวคิดการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ ได้ทำการศึกษาผ่านการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ประกอบไปด้วยหลักการทฤษฎีที่เกี่ยวข้องจาก ตำรา เอกสาร วารสาร บทความวิชาการ รวมถึงงานวิจัย เพื่อใช้เป็นแนวทางในการวิจัย โดยมีรายละเอียดดังนี้

แนวคิด ESG

การดำเนินงานที่มุ่งเน้นการวัดและประเมินความเสี่ยงรวมถึงความยั่งยืนขององค์กรในสามมิติหลัก ได้แก่ สิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล โดยมีหน่วยงานสำคัญที่ใช้เกณฑ์การประเมินแตกต่างกัน เช่น เกณฑ์ของ Morgan Stanley Capital International (MSCI) เกณฑ์ของ Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) และเกณฑ์ของ Bloomberg ซึ่งคะแนน ESG ถูกนำมาใช้เป็นเครื่องมือในการประเมินการบริหารจัดการความเสี่ยงและความยั่งยืนขององค์กร (Bloomberg, 2024; KnowESG, 2023; S&P Global, n.d.) งานวิจัยนี้เลือกใช้คะแนน ESG Performance Score จากฐานข้อมูลบลูมเบิร์ก ซึ่งมีคะแนนในช่วง 0–10 โดยประเมินจากข้อมูลการเปิดเผย ESG ที่มีความโปร่งใสและครบถ้วนในเอกสารทางการเงิน เช่น รายงานประจำปี รายงานการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนของบริษัท และเอกสารที่เกี่ยวข้องอื่นๆ ทั้งนี้ การประเมินครอบคลุมประเด็นสำคัญใน 3 ด้าน คือด้านสิ่งแวดล้อม 10 ประเด็น ด้านสังคม 11 ประเด็น และด้านการกำกับดูแล 12 ประเด็น ซึ่งช่วยสะท้อนภาพรวมความยั่งยืนและการจัดการความเสี่ยงขององค์กรอย่างเป็นระบบและรอบด้าน

แนวคิดความสามารถในการทำกำไร

ความสามารถในการทำกำไรเป็นปัจจัยสำคัญที่สะท้อนประสิทธิภาพในการดำเนินงานและศักยภาพขององค์กรในการสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยทั่วไปนิยมวัดผ่านตัวชี้วัด เช่น อัตรากำไรสุทธิ (NPM) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) (Chairani & Siregar, 2021; Hanggraeni, 2023; Karina et al., 2023; Maharani & Yonnedi, 2023; Perdana et al., 2023; Zhang et al., 2020) ซึ่งตัวชี้วัดดังกล่าวแม้จะมีประโยชน์ในการประเมินประสิทธิภาพด้านต่างๆ ขององค์กร แต่อาจมีข้อจำกัดในการ

สะท้อนต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด ด้วยเหตุนี้ งานวิจัยฉบับนี้จึงเลือกใช้อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน (Return on Invested Capital: ROIC) เป็นตัวแทนของความสามารถในการทำกำไร เนื่องจาก ROIC พิจารณาทั้งหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น จึงสามารถสะท้อนผลตอบแทนที่แท้จริงจากการใช้เงินทุนทั้งหมดในการดำเนินธุรกิจได้อย่างครอบคลุม เพื่อนำมาวิเคราะห์แนวโน้มในการสร้างกำไรจากการลงทุนต่อไปในอนาคต ซึ่งช่วยให้บริษัททราบถึงความสามารถในการสร้างผลตอบแทนจากเงินลงทุนในระยะยาว โดยเฉพาะเมื่อเปรียบเทียบกับต้นทุนของเงินทุน (Baldwin, 2016)

แนวคิดมูลค่าของกิจการ

แนวคิดเรื่องมูลค่าของกิจการเป็นประเด็นสำคัญที่ได้รับความสนใจอย่างต่อเนื่องจากนักวิจัยและผู้ปฏิบัติงานด้านบัญชีและการเงิน โดยหนึ่งในเครื่องมือที่นิยมใช้ในการประเมินมูลค่ากิจการ คือ อัตราส่วนคิวของโทบินส์ (Tobin's Q) ซึ่งเสนอโดยศาสตราจารย์ James Tobin โดยมีแนวคิดพื้นฐานว่ามูลค่าตลาดของกิจการควรสัมพันธ์กับต้นทุนในการทดแทนสินทรัพย์ที่กิจการถืออยู่ กล่าวคือหากกิจการมีมูลค่าตลาดของสินทรัพย์สูงกว่าต้นทุนในการทดแทนสินทรัพย์เหล่านั้น จะสะท้อนว่ากิจการสามารถใช้ทรัพยากรที่มีอยู่ได้อย่างมีประสิทธิภาพและส่งผลให้เกิดมูลค่ากิจการในเชิงบวก ในทางตรงกันข้าม หากมูลค่าตลาดต่ำกว่าต้นทุนในการทดแทน หมายความว่ากิจการยังไม่สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างเต็มศักยภาพ

ในเชิงการวัดผลอัตราส่วนคิวของโทบินส์สามารถคำนวณได้จากการนำมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรวมกับมูลค่าตลาดของหนี้สิน แล้วหารด้วยมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ โดย Chung and Pruitt (1994) ได้พัฒนาสูตรดังกล่าวให้ง่ายต่อการใช้งานในเชิงปฏิบัติ ซึ่งทำให้ Tobin's Q กลายเป็นตัวชี้วัดที่ใช้กันอย่างแพร่หลายในงานวิจัยและการประเมินมูลค่ากิจการในหลากหลายอุตสาหกรรม

อย่างไรก็ตาม การสร้างมูลค่ากิจการไม่ได้จำกัดอยู่เพียงแค่ด้านการเงินหรือการดำเนินงานภายใน แต่ยังเกี่ยวข้องกับแนวทางการบริหารจัดการในระดับองค์กร โดยเฉพาะอย่างยิ่งในยุคที่แนวคิดด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลได้รับความสำคัญเพิ่มมากขึ้น การดำเนินงานด้าน ESG ที่มีประสิทธิภาพจึงมีบทบาทอย่างยิ่งในการสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้เสีย และสามารถส่งผลกระทบในทางบวกต่อมูลค่ากิจการในระยะยาว

การพิจารณาความเชื่อมโยงระหว่าง ESG และมูลค่ากิจการ สามารถอธิบายผ่านกรอบแนวคิดทางทฤษฎีต่างๆ ได้แก่ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นในฐานะเจ้าของกิจการ (principal) และผู้บริหารในฐานะตัวแทน (agent) อาจนำไปสู่การตัดสินใจที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น หากขาดระบบกำกับดูแลที่ดี การดำเนินงานด้าน ESG ที่โปร่งใสและมีประสิทธิภาพสามารถช่วยลดความขัดแย้งดังกล่าว และส่งเสริมให้เกิดการบริหารที่คำนึงถึงประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย

นอกจากนั้น ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) เน้นว่าผู้บริหารควรให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียหลายกลุ่ม ไม่เฉพาะเพียงผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ยังรวมถึงลูกค้า พนักงาน ชุมชน และภาครัฐ ซึ่งการสร้างสมดุลระหว่างผลประโยชน์ของแต่ละกลุ่มสามารถนำไปสู่ความยั่งยืนในการดำเนินธุรกิจ และเป็นรากฐานสำคัญของการสร้างมูลค่ากิจการในระยะยาว (Freeman & Reed, 1983)

ในอีกมุมหนึ่ง ความสามารถในการทำกำไรขององค์กรก็มีบทบาทอย่างยิ่งต่อการเพิ่มมูลค่ากิจการ ซึ่งสามารถอธิบายผ่านทฤษฎีฐานทรัพยากร (Resource-Based View: RBV) โดย Penrose (1959) ที่เสนอว่าการเติบโตขององค์กรขึ้นอยู่กับการใช้ทรัพยากรภายในอย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะทรัพยากรที่มีคุณค่า หายาก และยากต่อการลอกเลียนแบบ Barney (1991) ได้เสริมแนวคิดนี้ว่าทรัพยากรที่มีคุณลักษณะดังกล่าวสามารถสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันที่ยั่งยืน ซึ่งจะสะท้อนออกมาในรูปของกำไร และนำไปสู่การเพิ่มมูลค่ากิจการอย่างมั่นคง

การประเมินมูลค่ากิจการในปัจจุบันไม่อาจพิจารณาเฉพาะผลประกอบการทางการเงินเท่านั้น แต่จำเป็นต้องพิจารณาพร้อมกับปัจจัยเชิงกลยุทธ์ การบริหารความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสีย ตลอดจนการดำเนินงานที่สอดคล้องกับหลัก ESG ซึ่งเป็นแนวทางสำคัญในการสร้างมูลค่าและความยั่งยืนให้กับองค์กรในระยะยาว

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของการดำเนินงานด้าน ESG ต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ

ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ

ในบริบทของประเทศอินเดีย Poornima et al. (2015) พบว่าความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่ากิจการ อย่างไรก็ตาม Singh and Bansal (2016) ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าแม้จะศึกษาในบริบทของประเทศเดียวกัน แต่ลักษณะของผลิตภัณฑ์หรือระดับความสามารถในการทำกำไรที่ต่างกัน อาจนำไปสู่ข้อสรุปที่ต่างกันได้เช่นกัน สำหรับงานวิจัยในบริบทของประเทศไทย ผลการศึกษายืนยันถึงความสัมพันธ์ในทิศทางบวกนี้อย่างมีนัยสำคัญ (ดรรารัตน์ โพธิ์ประจักษ์ และคณะ, 2566; Terdpaopong et al., 2024)

ESG และมูลค่ากิจการ

งานวิจัยเกี่ยวกับการดำเนินงานด้าน ESG และมูลค่ากิจการ พบผลลัพธ์ที่หลากหลาย แม้จะเป็นการศึกษาวิจัยในช่วงเวลาใกล้เคียงกัน โดยมีทั้งผลที่แสดงความสัมพันธ์ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ (Aydoğmuş et al., 2022) ทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญ (Shaikh, 2022) และผลที่ไม่พบความสัมพันธ์ที่ชัดเจน (Abdi & Càmarat-Turull, 2022) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยในปีถัดมาระบุว่า ESG ที่มีคุณภาพสามารถส่งเสริมมูลค่ากิจการ พร้อมทั้งสร้างความเชื่อมั่นในกลุ่มนักลงทุนได้อย่างมีนัยสำคัญ (Delvina & Hidayah, 2023; Seok et al., 2024)

บทบาทของ ESG ในฐานะตัวแปรกำกับ

การศึกษาการจัดการความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อผลกำไร ต้นทุนหนี้ และมูลค่ากิจการ โดยใช้ ESG เป็นตัวแปรกำกับ พบว่ามีผลกระทบในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญในบางการศึกษา (Chairani & Siregar, 2021; Hanggraeni, 2023; Maharani & Yonnedi, 2023) ขณะที่งานวิจัยอื่นๆ กลับไม่พบผลกระทบที่ชัดเจน (Karina et al., 2023) ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่า ESG มีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมหรือจำกัดความสัมพันธ์ดังกล่าว นอกจากนี้ การดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีประสิทธิภาพ ไม่เพียงแต่ช่วยส่งเสริมความยั่งยืนขององค์กรเท่านั้น แต่ยังช่วยลดต้นทุนเงินทุน ซึ่งส่งผลโดยตรงต่อความสามารถในการทำกำไรขององค์กร แนวทางดังกล่าว

สอดคล้องกับทฤษฎีและแนวคิดที่กล่าวมา โดยชี้ให้เห็นว่า ESG มีบทบาทสำคัญในการเสริมสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันและเพิ่มผลตอบแทนในระยะยาวให้แก่องค์กร งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์บทบาทของ ESG ในการเชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ โดยมุ่งเน้นบริบทของตลาดทุนไทย เพื่อสร้างความเข้าใจเชิงลึกเกี่ยวกับผลกระทบของ ESG อีกทั้งการวิจัยยังช่วยเสนอแนะแนวทางให้ผู้บริหารองค์กรสามารถจัดสรรทรัพยากรด้าน ESG ได้อย่างเหมาะสม เพื่อเสริมสร้างความสามารถในการทำกำไรและเพิ่มมูลค่ากิจการในระยะยาว รวมถึงช่วยให้นักลงทุนตระหนักถึงผลกระทบของการดำเนินงานด้าน ESG ต่อการตัดสินใจลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากผลการศึกษาในอดีตสามารถกำหนดสมมติฐานได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

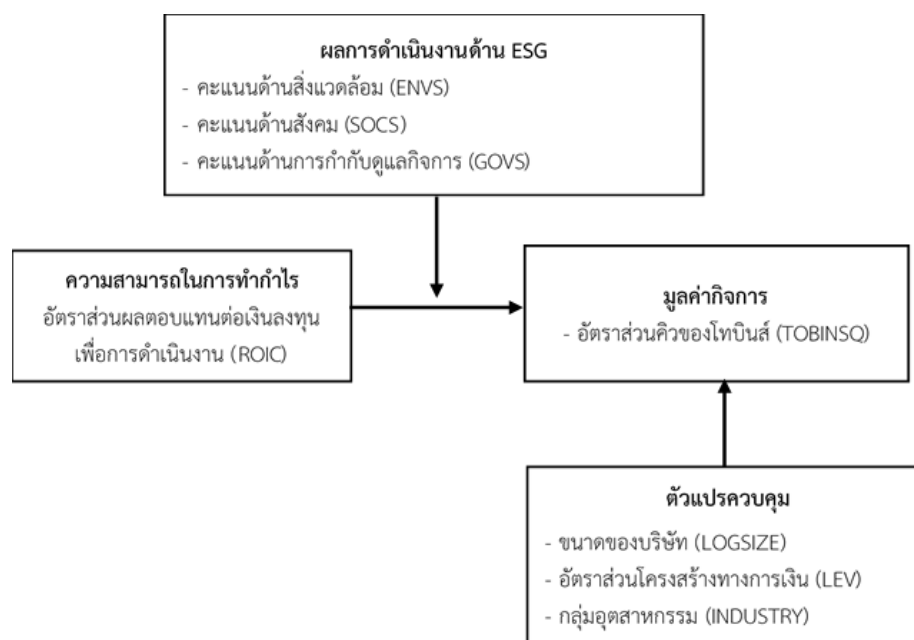
สมมติฐานที่ 2 การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 3 การดำเนินงานด้านสังคม มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 4 การดำเนินงานด้านการกำกับดูแล มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ

กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวน แนวคิด ทฤษฎี รวมถึงการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น ทำให้ผู้วิจัยสามารถกำหนดกรอบแนวคิดเพื่อศึกษาผลกระทบของการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 แสดงกรอบแนวคิดการวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัย

ผลกระทบของผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ออกแบบระเบียบวิธีวิจัยออกมาเป็นลำดับขั้นตอน ดังนี้

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยกำหนดประชากรเป็นกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG) ตามฐานข้อมูลบลูมเบิร์ก โดยรวบรวมข้อมูลจากห้องสมุดมารวย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 13 สิงหาคม พ.ศ. 2567 รวมทั้งสิ้นจำนวน 417 ข้อมูลรายปีรายบริษัท (firm-year observations) การเลือกกลุ่มตัวอย่างดำเนินการโดยใช้วิธีการแบบเจาะจง (purposive sampling) โดยบริษัทที่ผ่านเกณฑ์การคัดเลือกต้องมีคุณสมบัติดังต่อไปนี้ 1) เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ผ่านฐานข้อมูลบลูมเบิร์ก โดยครอบคลุมเฉพาะบริษัทที่ดำเนินธุรกิจในประเทศไทย ทั้งนี้ ปัจจุบันบริษัทจดทะเบียนจำนวนมากให้ความสำคัญกับ ESG โดยถือเป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์การดำเนินงานและการเปิดเผยข้อมูล ผ่านรายงานความยั่งยืนเพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน อีกทั้งยังช่วยให้สามารถระบุโอกาสทางธุรกิจที่สอดคล้องกับแนวทางการพัฒนาที่ยั่งยืน 2) ไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ได้แก่ ธนาคาร สถาบันการเงิน บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ รวมถึงบริษัทประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากลักษณะการดำเนินธุรกิจ กฎหมาย และเกณฑ์การรายงานแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่นๆ ซึ่งอาจส่งผลต่อความแม่นยำในการวิเคราะห์ 3) ไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน และ 4) ไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (outliers) โดยผู้วิจัยใช้กราฟ Boxplot ในการตรวจสอบค่าของตัวแปรทั้งหมด และคัดกรองข้อมูลที่มีลักษณะเบี่ยงเบนจากค่ากลางของกลุ่มอย่างชัดเจน ทั้งนี้ แนวทางดังกล่าวเป็นวิธีที่นิยมในงานวิจัยเชิงบัญชี และสอดคล้องกับแนวปฏิบัติของ Hair et al. (2019) และ Tukey (1977) จากเกณฑ์การคัดเลือกทั้งหมดข้างต้น ทำให้ได้ขนาดกลุ่มตัวอย่างสุดท้ายจำนวน 331 ข้อมูลรายปีรายบริษัท ดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนข้อมูลรายปีที่ใช้ในการวิจัย

บริษัท	ปี			
	2564	2565	2566	รวม
บริษัทที่มีข้อมูล ESG ตามฐานข้อมูลบลูมเบิร์ก	139	139	139	417
หัก ธุรกิจการเงิน	21	21	21	63
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	4	2	0	6
หัก ข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ	4	6	7	17
จำนวนข้อมูลรายปีรายบริษัท	110	110	111	331

2. ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ในการศึกษาผลกระทบของผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยทำการวัดค่าตัวแปร ดังนี้

ตารางที่ 2 การวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ชื่อย่อ	วิธีวัดค่าตัวแปร
ตัวแปรตาม (Dependent Variable)		
อัตราส่วนคิของโทบินส์	TOBINSQ	(มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ+หนี้สินรวม)/สินทรัพย์รวม (Chung & Pruitt, 1994)
ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)		
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงาน	ROIC	กำไรจากการดำเนินการหลังหักภาษี/เงินลงทุนสุทธิ × 100 (Baldwin, 2016)
ตัวแปรกำกับ (Moderator Variable)		
คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม	ENVS	คะแนน ESG Performance Score (0-10) ด้านสิ่งแวดล้อม (Bloomberg, 2024)
คะแนนด้านสังคม	SOCS	คะแนน ESG Performance Score (0-10) ด้านสังคม (Bloomberg, 2024)
คะแนนด้านการกำกับดูแล	GOVS	คะแนน ESG Performance Score (0-10) ด้านการกำกับดูแล (Bloomberg, 2024)
ตัวแปรควบคุม (Control Variable)		
ขนาดของบริษัท	LOGSIZE	ค่าลอการิทึม (Logarithm) ของสินทรัพย์รวมของบริษัท (Chairani & Siregar, 2021; Hanggraeni, 2023; Maharani & Yonnedi, 2023)
อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน	LEV	หนี้สินรวม/สินทรัพย์รวม (Chairani & Siregar, 2021; Hanggraeni, 2023; Maharani & Yonnedi, 2023)
ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม	INDUSTRY	เก็บข้อมูลแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม กำหนดเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy) (Chairani & Siregar, 2021)

ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรในการศึกษาวิจัยโดยแบ่งตามประเภทตัวแปรและสมการที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน ดังต่อไปนี้

สมการทดสอบสมมติฐานที่ใช้ในการวิจัย สำหรับทดสอบสมมติฐานที่ 1

$$TOBINSQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROIC_{it} + \beta_2 LOGSIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 INDUSTRY_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

สมการทดสอบสมมติฐานที่ใช้ในการวิจัย สำหรับทดสอบสมมติฐานที่ 2-4

$$\begin{aligned} \text{TOBINSQ}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ROIC}_{it} + \beta_2 \text{ENVS}_{it} + \beta_3 \text{SOCS}_{it} + \beta_4 \text{GOVS}_{it} + \beta_5 \text{ROIC}_{it} * \text{ENVS}_{it} + \beta_6 \text{ROIC}_{it} * \text{SOCS}_{it} \\ & + \beta_7 \text{ROIC}_{it} * \text{GOVS}_{it} + \beta_8 \text{LOGSIZE}_{it} + \beta_9 \text{LEV}_{it} + \beta_{10} \text{INDUSTRY}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

สมการ (1) และ (2) ได้พัฒนาขึ้นจากงานวิจัยของ Chairani and Siregar (2021) Yu and Xiao (2022) และ Zhang et al. (2020) ซึ่งได้ศึกษาผลกระทบของการดำเนินงานด้าน ESG ว่ามีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการอย่างไร

โดยที่

TOBINSQ_{it} = อัตราส่วนคิของโทบินส์ วัดมูลค่ากิจการในมุมมองการตลาดของบริษัท i ในปี t

ROIC_{it} = อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงานของบริษัท i ในปี t

ENVS_{it} = คะแนน ESG ด้านสิ่งแวดล้อม จากฐานข้อมูลบลูมเบิร์กของบริษัท i ในปี t

SOCS_{it} = คะแนน ESG ด้านสังคม จากฐานข้อมูลบลูมเบิร์กของบริษัท i ในปี t

GOVS_{it} = คะแนน ESG ด้านการกำกับดูแล จากฐานข้อมูลบลูมเบิร์กของบริษัท i ในปี t

LOGSIZE_{it} = ขนาดของบริษัท i ในปี t

LEV_{it} = อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินของบริษัท i ในปี t

INDUSTRY_{it} = เป็นตัวแปรหุ่นของกลุ่มอุตสาหกรรม ประกอบด้วยกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด 7 กลุ่ม

อุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มของเทคโนโลยี (TECH) กลุ่มทรัพยากร (RESOURC) กลุ่มบริการ (SERVICE) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) ซึ่งในที่นี้กำหนดให้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) เป็นกลุ่มฐาน (Base Group) โดยที่

$\text{INDUSTRY1} = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลกลุ่มข้อมูลของเทคโนโลยี (TECG) และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น

$\text{INDUSTRY2} = 1$ ถ้าเป็นกลุ่มข้อมูลของกลุ่มทรัพยากร (RESOURC) และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น

$\text{INDUSTRY3} = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มบริการ (SERVICE) และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น

$\text{INDUSTRY4} = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น

$\text{INDUSTRY5} = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น

$\text{INDUSTRY6} = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น

3. การเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูลบลูมเบิร์ก ซึ่งประกอบด้วยตัวแปรสำคัญ ได้แก่ อัตราส่วนคิของโทบินส์ (TOBINSQ) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงาน (ROIC) คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (ENVS) คะแนนด้านสังคม (SOCS) คะแนนด้านการกำกับดูแล (GOVS) ขนาดของบริษัท (LOGSIZE) อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน

(LEV) และข้อมูลกลุ่มอุตสาหกรรม (INDUSTRY) โดยข้อมูลที่เก็บรวบรวมครอบคลุมระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2564-2566 ทำให้ผู้วิจัยสามารถศึกษาผลกระทบของ ESG ต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ ได้ในบริบทของตลาดทุนไทยที่มีการฟื้นตัวจากวิกฤตเศรษฐกิจหลังจากช่วงโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-19) และการเปลี่ยนแปลงของมาตรฐาน ESG ที่มีแนวโน้มบังคับใช้มาตรฐาน ESG เช่น IFRS S1 และ S2 รวมถึงพฤติกรรมของนักลงทุนที่ให้ความสำคัญกับ ESG มากขึ้น ช่วยให้ผลการศึกษามีความทันสมัยและสามารถนำไปใช้ประโยชน์ได้จริงในเชิงนโยบายและการลงทุน

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลในงานวิจัยนี้ดำเนินการโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ แบ่งเป็น 2 ส่วน ดังนี้

4.1 สถิติเชิงพรรณนา (descriptive statics) วิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรต่างๆ ในรูปของค่าสถิติพื้นฐาน ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (mean) ค่ามัธยฐาน (median) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) ค่าต่ำสุด (minimum) ค่าสูงสุด (maximum) ค่าความเบ้ (skewness) และค่าความโด่ง (kurtosis)

4.2 สถิติเชิงอนุมาน (inferential statics) ใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (multiple regression) เพื่อทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับผลกระทบของผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ

ผลการวิจัย

1. ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	Mean	Median	S.D.	Minimum	Maximum	Skewness	Kurtosis
TOBINSQ (เท่า)	1.912	1.365	1.438	0.581	10.526	2.415	7.302
ROIC (ร้อยละ)	8.821	6.694	9.470	-21.735	58.043	1.433	5.710
ENVS (คะแนน)	2.830	2.270	1.999	0.000	8.640	0.895	0.319
SOCS (คะแนน)	3.687	3.470	1.967	0.000	8.930	0.579	-0.238
GOVS (คะแนน)	4.557	4.550	0.734	2.860	6.400	0.077	-0.449
LOGSIZE (เท่า)	4.681	4.671	0.639	2.924	6.539	0.114	-0.026
LEV (เท่า)	0.498	0.517	0.182	0.002	1.061	-0.170	-0.538

จากตารางที่ 3 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรหลักที่ใช้ในการวิเคราะห์พบว่า อัตราส่วนคิของโทบินส์มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.912 และค่ามัธยฐานเท่ากับ 1.365 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 1.438 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.581 ค่าสูงสุดเท่ากับ 10.526 ค่าความเบ้เท่ากับ 2.415 และค่าความโด่งเท่ากับ 7.302

ความสามารถในการทำกำไร มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.821 และค่ามัธยฐานเท่ากับ 6.694 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 9.470 ค่าต่ำสุดเท่ากับ -21.735 ค่าสูงสุดเท่ากับ 58.043 ค่าความเบ้เท่ากับ 1.433 และค่าความโด่งเท่ากับ 5.710

คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG Score) โดยได้แบ่งเป็นคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม คะแนนด้านสังคม และคะแนนด้านการกำกับดูแล มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.830 3.687 และ 4.557 ตามลำดับ และค่ามัธยฐานเท่ากับ 2.270 3.470 และ 4.550 ตามลำดับ โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 1.999 1.967 และ 0.734 ตามลำดับ ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 0.000 และ 2.860 ตามลำดับ ค่าสูงสุดเท่ากับ 8.640 8.930 และ 6.400 ตามลำดับ ค่าความเบ้เท่ากับ 0.895 0.579 และ 0.077 ตามลำดับ และค่าความโด่งเท่ากับ 0.319 -0.238 และ -0.449 ตามลำดับ

จากการวิเคราะห์ค่าความเบ้และค่าความโด่งของตัวแปรทั้งหมดอยู่ในเกณฑ์ปกติ ($\text{skewness} \leq \pm 3$ และ $\text{kurtosis} \leq \pm 10$) ตามแนวคิดของ West et al. (1995)

การวิจัยครั้งนี้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ เพื่อทดสอบสมมติฐานซึ่งก่อนการวิเคราะห์สมการถดถอย ผู้วิจัยได้ทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ในแบบจำลองมีความสัมพันธ์กันมากเกินไปหรือไม่ (multicollinearity) โดยพิจารณาจากค่า Tolerance ที่ไม่ต่ำกว่า 0.10 และ VIF ไม่เกิน 10 (Bowerman & O'Connell, 2000) พบว่า สมการที่ 1 แสดงค่า Tolerance ระหว่าง 0.854–0.985 และค่า VIF ระหว่าง 1.105–1.139 ดังในตารางที่ 5 และสมการที่ 2 แสดงค่า Tolerance ระหว่าง 0.160–0.940 และค่า VIF ระหว่าง 1.063–6.243 ดังในตารางที่ 6 สรุปได้ว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวไม่มีความสัมพันธ์กัน

นอกจากนี้ผู้วิจัยใช้สถิติสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) เพื่อยืนยันว่าไม่มีตัวแปรอิสระตัวแปรคู่ใดมีความสัมพันธ์กันสูงมาก อันจะก่อให้เกิดสหสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระมากกว่า 2 ตัวขึ้นไป ดังแสดงในตารางที่ 4

ตารางที่ 4 แสดงสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรกำกับและตัวแปรควบคุม

ตัวแปร	ROIC	ENVS	SOCS	GOVS	LOGSIZE	LEV	INDUSTRY
ROIC	—						
ENVS	0.071	—					
SOCS	-0.077	0.368***	—				
GOVS	-0.051	0.046	-0.015	—			
LOGSIZE	-0.224***	0.316***	0.379***	-0.010	—		
LEV	-0.308***	0.188***	0.229***	0.019	0.433***	—	
INDUSTRY	-0.088	-0.208***	0.279***	-0.189***	0.012	0.094	—

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

จากการวิเคราะห์ตารางที่ 4 ตารางสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรกำกับและตัวแปรควบคุม พบว่าไม่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรใดมีความสัมพันธ์เกิน 0.80 ซึ่งบ่งชี้ว่าไม่มีปัญหาของ Multicollinearity ระหว่างตัวแปร (Hair et al., 2019)

2. ผลการทดสอบสมมติฐานของสมการถดถอยเชิงพหุ

ตารางที่ 5 ผลการทดสอบการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไร
ต่อมูลค่ากิจการ

ตัวแปร	B	SE	β	t	p-value	Tolerance	VIF
Intercept ^a	4.026***	0.562		7.163	<0.001		
ROIC	0.033***	0.007	0.219	4.402	<0.001	0.932	1.073
LOGSIZE	-0.276*	0.118	-0.123	-2.328	0.021	0.878	1.139
LEV	-1.202**	0.428	-0.152	-2.806	0.005	0.854	1.171
INDUSTRY:						0.985	1.015
INDUSTRY1	0.345	0.317	0.239	1.087	0.278		
INDUSTRY2	-0.865**	0.272	-0.602	-3.182	0.002		
INDUSTRY3	-0.060	0.257	-0.041	-0.233	0.815		
INDUSTRY4	-1.309***	0.346	-0.910	-3.779	<0.001		
INDUSTRY5	-1.123*	0.547	-0.781	-2.050	0.041		
INDUSTRY6	-1.001***	0.268	-0.696	-3.725	<0.001		
R = 0.555 Adjusted R Square = 0.289 F = 15.930							
R Square = 0.308 Durbin-Watson = 2.050 p<0.001							

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

จากตารางที่ 5 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1 ได้ดังนี้

พบว่า ค่า $p < 0.001$ และมีค่า F-Statistic เท่ากับ 15.930 แสดงให้เห็นว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัว มีผลกระทบกับมูลค่ากิจการ ค่า Adjusted R Square = 0.289 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการ ได้ร้อยละ 28.90 ส่วนที่เหลือร้อยละ 71.10 เป็นการเปลี่ยนแปลงที่มาจากปัจจัยอื่น

ผลจากการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ พบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ โดยความสามารถในการทำกำไรมีค่าสัมประสิทธิ์ (B) เท่ากับ 0.033 ค่า $p < 0.001$ จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1

ตารางที่ 6 ผลการทดสอบการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุของผลกระทบของผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ

ตัวแปร	B	SE	β	t	p-value	Tolerance	VIF
Intercept ^a	2.877***	0.785		3.665	<0.001		
ROIC	0.077	0.042	0.179	1.842	0.066	0.160	6.243
ENVS	-0.139**	0.053	0.082	-2.617	0.009	0.602	1.661
SOCS	0.045	0.056	-0.032	0.805	0.421	0.572	1.745
GOVS	0.249*	0.113	0.043	2.200	0.028	0.768	1.302
ROIC * ENVS	0.022***	0.004	0.296	5.175	<0.001	0.408	2.451
ROIC * SOCS	-0.007*	0.003	-0.101	-1.986	0.048	0.406	2.462
ROIC * GOVS	-0.018*	0.009	-0.090	-2.074	0.039	0.167	5.976
LOGSIZE	-0.194	0.125	-0.086	-1.552	0.121	0.799	1.250
LEV	-1.466***	0.415	-0.185	-3.526	<0.001	0.843	1.186
INDUSTRY:						0.940	1.063
INDUSTRY1	0.250	0.307	0.173	0.812	0.417		
INDUSTRY2	-0.915***	0.271	-0.636	-3.370	<0.001		
INDUSTRY3	-0.069	0.257	-0.048	-0.269	0.788		
INDUSTRY4	-1.235***	0.346	-0.859	-3.565	<0.001		
INDUSTRY5	-0.604	0.538	-0.420	-1.124	0.262		
INDUSTRY6	-1.022***	0.284	-0.710	-3.597	<0.001		
R = 0.614 Adjusted R Square = 0.347 F = 10.060							
R Square = 0.377 Durbin-Watson = 2.160 p<0.001							

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

จากตารางที่ 6 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2-4 ได้ดังนี้

พบว่า ค่า $p < 0.001$ และมีค่า F-Statistic เท่ากับ 10.060 แสดงให้เห็นว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัว มีผลกระทบกับมูลค่ากิจการ ค่า Adjusted R Square = 0.347 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการได้ร้อยละ 34.70 ส่วนที่เหลือร้อยละ 65.30 เป็นการเปลี่ยนแปลงที่มาจากปัจจัยอื่น

ผลกระทบของการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับผลของปฏิสัมพันธ์ (interaction effects) พบว่า ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล ทุกตัวแปร มีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับและมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยปฏิสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม ส่งผลในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ ส่วนปฏิสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานด้านสังคมและปฏิสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแล ส่งผลในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ แสดงรายละเอียด ดังนี้

ความสามารถในการทำกำไรไม่มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการ แต่เมื่อมีปฏิสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมสูงขึ้นจะทำให้มูลค่ากิจการสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติโดย ROIC * ENVIS ค่า $B = 0.022$ $p < 0.001$ จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2

เมื่อมีปฏิสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานด้านสังคมสูงขึ้น จะทำให้มูลค่ากิจการลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติโดย ROIC * SOCS ค่า $B = -0.007$ $p = 0.048$ จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 3

เมื่อมีปฏิสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลสูงขึ้นจะทำให้มูลค่ากิจการลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติโดย ROIC * GOVS ค่า $B = -0.018$ $p = 0.039$ จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 4

โดยสรุปสำหรับผลการวิเคราะห์ปฏิสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลพบว่ามีความสำคัญทางสถิติ แสดงว่าผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลมีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับ โดยปฏิสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม มีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่ากิจการ แต่สำหรับปฏิสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและผลการดำเนินงานด้านสังคม รวมถึงปฏิสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแล มีผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งบ่งชี้ว่าความสามารถในการทำกำไรจะเพิ่มขึ้นเมื่อผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมอยู่ในระดับสูง มีแนวโน้มส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจน แต่สำหรับผลการดำเนินงานด้านสังคมและการกำกับดูแล หากอยู่ในระดับสูง มีแนวโน้มส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง

อภิปรายผลการวิจัย

จากการศึกษาผลกระทบของการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอภิปรายผลการวิจัยได้ดังนี้

ประการแรก ความสามารถในการทำกำไรมีบทบาทสำคัญในการเพิ่มมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดยผลการศึกษาพบว่าผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงาน (ROIC) ที่อยู่ในระดับสูงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดภายใต้ทฤษฎีฐานทรัพยากรของ Barney (1991) ที่เน้นให้ความสำคัญกับทรัพยากรภายในองค์กร โดยเฉพาะการบริหารจัดการทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ อันสามารถนำไปสู่ความได้เปรียบในการแข่งขันและสะท้อนผ่านมูลค่าตลาดของกิจการได้อย่างชัดเจน

ในขณะเดียวกัน ทฤษฎีตัวแทนก็ได้ให้คำอธิบายสนับสนุนว่า ความสามารถในการทำกำไรของกิจการสามารถเสริมสร้างความเชื่อมั่นของผู้ถือหุ้น ซึ่งนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการ ทั้งนี้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Poornima et al. (2015) ที่แสดงให้เห็นว่าองค์กรที่มีผลการดำเนินงานทางการเงินที่แข็งแกร่งสามารถดึงดูดนักลงทุนและสร้างมูลค่าตลาดได้อย่างมีนัยสำคัญ รวมถึงงานวิจัยของ ดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์ และคณะ (2566) ที่สนับสนุนว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยมีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

นอกจากนี้ การศึกษาของ Terdpaopong et al. (2024) ยังยืนยันถึงความเชื่อมโยงในทิศทางเดียวกัน โดยแสดงว่าบริษัทที่สามารถสร้างผลกำไรได้อย่างต่อเนื่องมีแนวโน้มที่จะเพิ่มมูลค่าตลาดในระยะยาว แสดงให้เห็นถึงบทบาทสำคัญของการบริหารจัดการที่เน้นประสิทธิภาพในการสร้างผลตอบแทนในการส่งเสริมมูลค่ากิจการ ทั้งในบริบทของประเทศไทยและในระดับสากล

สำหรับผลการวิเคราะห์ผลกระทบของ ESG ต่อความสัมพันธ์ระหว่าง ROIC กับมูลค่ากิจการ พบว่ามิติทั้งสามของ ESG ได้แก่ สิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล มีอิทธิพลที่แตกต่างกัน โดยสามารถสรุปได้ดังนี้

1. มิติด้านสิ่งแวดล้อม

การวิเคราะห์ผลปฏิสัมพันธ์ระหว่าง ROIC กับการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (ENVS) พบว่ามีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมของกิจการมีบทบาทสนับสนุนความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ โดยผลลัพธ์ดังกล่าวสามารถอธิบายผ่านแนวคิดของทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งเสนอว่าการตอบสนองต่อความคาดหวังของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียผ่านกิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อม เช่น การใช้พลังงานสะอาดหรือการลดการปล่อยมลพิษ สามารถเสริมสร้างความเชื่อมั่นและเพิ่มมูลค่าให้กับองค์กร ทั้งนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Delvina and Hidayah (2023) ซึ่งศึกษาพบว่าผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุนและมูลค่ากิจการในประเทศตลาดเกิดใหม่

2. มิติด้านสังคม

ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่าการปฏิสัมพันธ์ระหว่าง ROIC กับการดำเนินงานด้านสังคม (SOCS) ส่งผลในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสะท้อนว่าผลการดำเนินงานด้านสังคมที่เพิ่มขึ้นอาจลดทอนความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ ทั้งนี้อาจเกิดจากต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับกิจกรรมทางสังคมที่ไม่เชื่อมโยงโดยตรงกับประสิทธิภาพทางการเงิน เช่น โครงการเพื่อสังคมที่ไม่สอดคล้องกับยุทธศาสตร์ขององค์กร หรือภาระต้นทุนที่สูงเกินสมควร โดยสอดคล้องกับข้อเสนอของทฤษฎีตัวแทน ที่ชี้ว่าผู้บริหารอาจใช้ทรัพยากรไปกับกิจกรรมที่ไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นอย่างแท้จริง การศึกษาของ Bahadır and Akarsu (2024) และ Shaikh (2022) ต่างสนับสนุนข้อค้นพบนี้ โดยชี้ว่าในบางกรณีการดำเนินงานหรือการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมอาจไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทนในเชิงเศรษฐกิจอย่างชัดเจน โดยเฉพาะในบางอุตสาหกรรม

3. มิติด้านการกำกับดูแล

ผลการศึกษาพบว่าผลปฏิสัมพันธ์ระหว่าง ROIC กับการดำเนินงานด้านการกำกับดูแล (GOVS) ส่งผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งอาจสะท้อนมุมมองของนักลงทุนที่เชื่อว่ากระบวนการกำกับดูแลที่เข้มงวดอาจจำกัดเสรีภาพในการบริหารจัดการ และอาจสื่อถึงความไม่ไว้วางใจในเจตนาของผู้บริหาร โดยเฉพาะในกรณีที่ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทสูงอยู่แล้วตามแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน ทั้งนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Aydoğmuş et al. (2022) ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านการกำกับดูแลในบางสถานการณ์อาจส่งผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ อันเนื่องมาจากความซับซ้อนของข้อมูลหรือความโปร่งใสมากเกินไปที่อาจสร้างความกังวลต่อผู้ลงทุน

ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า การดำเนินงานด้าน ESG ไม่ได้ส่งผลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการในทุกมิติ โดยเฉพาะมิติด้านสังคมและการกำกับดูแลที่อาจสร้างภาระต้นทุนหรือความซับซ้อนในการบริหารงานมากกว่าประโยชน์ทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม มิติด้านสิ่งแวดล้อมกลับมีผลเชิงบวกชัดเจน ซึ่งบ่งชี้ว่าการดำเนินงานที่ให้ความสำคัญต่อสิ่งแวดล้อมสามารถส่งเสริมความยั่งยืนและสร้างมูลค่าในระยะยาว ผลลัพธ์เหล่านี้มีนัยสำคัญสำหรับฝ่ายบริหารขององค์กรในการออกแบบกลยุทธ์ ESG ที่เหมาะสม และสำหรับนักลงทุนที่ต้องการประเมินความคุ้มค่าในการลงทุนในบริษัทที่มีความซับซ้อนเพิ่มขึ้นตามแนวปฏิบัติด้านความยั่งยืนในปัจจุบัน

ข้อเสนอแนะ

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ โดยมีตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ (ESG) ทำหน้าที่เป็นตัวแปรกำกับ พบประเด็นสำคัญหลายประการที่สามารถนำไปใช้เป็นข้อเสนอแนะในเชิงปฏิบัติ เชิงวิชาการ และเชิงนโยบาย ดังนี้

1. ข้อเสนอแนะทางปฏิบัติ ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า ESG ในด้านสิ่งแวดล้อม มีบทบาทในการเสริมสร้างความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น บริษัทจดทะเบียนควรให้ความสำคัญกับการกำหนดนโยบายและกลยุทธ์ด้านสิ่งแวดล้อมอย่างเป็นระบบ โดยเฉพาะการลงทุนในโครงการที่ส่งผลเชิงบวกต่อสิ่งแวดล้อม เช่น การใช้พลังงานหมุนเวียน การลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และการบริหารจัดการทรัพยากรอย่างยั่งยืน ซึ่งไม่เพียงแต่ช่วยเสริมสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่บริษัท แต่ยังส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการในสายตาของนักลงทุนในระยะยาวอีกด้วย

2. ข้อเสนอแนะทางวิชาการ เพื่อเพิ่มพูนองค์ความรู้และต่อยอดจากผลการศึกษาครั้งนี้ ควรมีการวิจัยเพิ่มเติมในมิติที่ลึกและกว้างยิ่งขึ้น โดยเฉพาะการศึกษาผลกระทบของ ESG ต่อมูลค่ากิจการในระยะยาว ซึ่งอาจใช้วิธีวิเคราะห์อนุกรมเวลา (time-series analysis) เพื่อสำรวจแนวโน้มและการเปลี่ยนแปลงในเชิงโครงสร้างของผลกระทบดังกล่าว นอกจากนี้ ควรมีการศึกษาเชิงลึกในอุตสาหกรรมเฉพาะทาง เช่น อุตสาหกรรมพลังงาน เทคโนโลยี หรือธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม เนื่องจากอุตสาหกรรมเหล่านี้มีปัจจัยเฉพาะที่ส่งผลต่อประสิทธิภาพของ ESG แตกต่างจากภาคธุรกิจทั่วไป อีกทั้งการศึกษาเชิงคุณภาพผ่านการสัมภาษณ์เชิงลึกผู้บริหารระดับสูง หรือผู้เชี่ยวชาญด้าน ESG จะช่วยให้เข้าใจแนวปฏิบัติจริงในการดำเนินงานด้าน ESG ที่ประสบผลสำเร็จ รวมถึงควรมีการศึกษาทัศนคติของนักลงทุนเกี่ยวกับการประเมินมูลค่ากิจการจากข้อมูล ESG เพื่อวิเคราะห์ว่าปัจจัยใดในสามมิติของ ESG ที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนมากที่สุด

3. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย ในระดับหน่วยงานกำกับดูแล ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมถึงหน่วยงานภาครัฐที่เกี่ยวข้อง ควรมีบทบาทในการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างเป็นระบบ สม่าเสมอ และสามารถตรวจสอบได้ เพื่อยกระดับความโปร่งใสในการดำเนินธุรกิจ และสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ ในขณะเดียวกัน รัฐบาลและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรพิจารณากำหนดมาตรการจูงใจแก่บริษัทที่มีการ

ดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีประสิทธิภาพ เช่น การให้สิทธิประโยชน์ทางภาษี การสนับสนุนเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ หรือการจัดอันดับ ESG อย่างเป็นทางการ ซึ่งมาตรการเหล่านี้อาจมีส่วนช่วยกระตุ้นให้ภาคธุรกิจโดยรวมหันมาให้ความสำคัญกับ ESG มากยิ่งขึ้น อันจะนำไปสู่การพัฒนาเศรษฐกิจที่ยั่งยืนในภาพรวมของประเทศ

ข้อจำกัดของการวิจัย

แม้ว่างานวิจัยฉบับนี้จะมีการออกแบบการศึกษอย่างเป็นระบบ และใช้กระบวนการวิเคราะห์ข้อมูลอย่างเหมาะสม แต่ยังคงมีข้อจำกัดบางประการที่ควรพิจารณาเพื่อให้การตีความผลลัพธ์อย่างรอบด้านและครบถ้วน ประการแรก งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลในช่วงระยะเวลาเพียงสามปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2564 ถึง พ.ศ. 2566 ซึ่งอาจยังไม่เพียงพอในการสะท้อนพฤติกรรมหรือแนวโน้มของบริษัทในระยะยาว โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลมีการเปลี่ยนแปลงและพัฒนาอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ การตอบสนองและปรับตัวของบริษัทในด้าน ESG มักเกิดขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปและใช้ระยะเวลาในการสะท้อนผลลัพธ์ที่ชัดเจนต่อมูลค่ากิจการ ประการที่สอง การเลือกใช้อัตราส่วนคิวของโทบินส์เป็นตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ แม้จะเป็นตัวชี้วัดที่ได้รับความนิยมในงานวิจัยเชิงการเงินและบัญชี แต่ในบางกรณีอาจไม่สามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้อย่างครบถ้วน เช่น กรณีที่บริษัทมีทรัพย์สินไม่มีตัวตนเป็นสัดส่วนสูง หรือในสถานการณ์ที่ตลาดหุ้นมีความผันผวนสูงเกินไป ซึ่งอาจส่งผลให้ราคาหุ้นไม่สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานของกิจการ ประการที่สาม งานวิจัยนี้มีขอบเขตจำกัดเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแม้จะมีความหลากหลายในกลุ่มอุตสาหกรรม แต่ก็ยังไม่สามารถสะท้อนภาพรวมของบริษัทที่อยู่นอกตลาดหลักทรัพย์ หรือบริษัทในประเทศอื่นที่อยู่ในบริบทที่แตกต่างกันได้ อีกทั้งยังไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน เช่น ธนาคาร สถาบันการเงิน บริษัทหลักทรัพย์ รวมถึงบริษัทประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากลักษณะการดำเนินธุรกิจและกฎเกณฑ์ด้านการเปิดเผยข้อมูลมีความเฉพาะตัว ซึ่งอาจแตกต่างจากภาคอุตสาหกรรมทั่วไป และอาจส่งผลให้การวิเคราะห์ข้อมูลในภาพรวมเกิดความคลาดเคลื่อนได้ ประการที่สี่ ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มาจากฐานข้อมูลบลูมเบิร์ก ซึ่งเป็นฐานข้อมูลที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล อย่างไรก็ตามการที่ข้อมูล ESG ขึ้นอยู่กับการเปิดเผยโดยสมัครใจของบริษัท ทำให้มีความเป็นไปได้ที่บางบริษัทอาจเปิดเผยข้อมูลไม่ครบถ้วน หรือมีความแตกต่างในแนวทางการรายงาน ส่งผลต่อคุณภาพและความสมบูรณ์ของข้อมูลในบางกรณี ประการสุดท้าย แม้ว่าการวิเคราะห์จะได้ควบคุมตัวแปรที่เกี่ยวข้องหลายตัว แต่อาจยังมีตัวแปรสำคัญอื่นที่ไม่ได้รวมอยู่ในการศึกษา เช่น ตัวชี้วัดด้านประสิทธิภาพทางการเงินเพิ่มเติมอย่างอัตราส่วนสภาพคล่อง (current ratio) และอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (assets turnover) ซึ่งอาจมีผลต่อมูลค่ากิจการเช่นกัน การไม่รวมตัวแปรเหล่านี้ อาจทำให้ผลการวิเคราะห์ยังไม่สามารถสะท้อนภาพความสัมพันธ์ได้อย่างรอบด้านเท่าที่ควร ด้วยเหตุนี้ผู้วิจัยจึงเสนอให้การศึกษาครั้งต่อไปควรพิจารณาขยายระยะเวลาในการเก็บข้อมูล เพิ่มขอบเขตของกลุ่มตัวอย่างให้ครอบคลุมภาคธุรกิจที่หลากหลายยิ่งขึ้น และพิจารณารวมตัวแปรควบคุมทางการเงินอื่นๆ เพื่อเพิ่มความแม่นยำและความครอบคลุมของผลการวิเคราะห์ให้ดียิ่งขึ้น

บรรณานุกรม

- ดรรชนี โพธิ์ประจักษ์, ชนาเมธ น้อยอ่าง, และ อุภาวดี เนื่องวรรณ. (2566). การสังเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างการเปิดเผยข้อมูลการพัฒนาที่ยั่งยืนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการผ่านความเข้มแข็งทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มบริการ และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ภายใต้วิกฤตการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโคโรนา 2019. *วารสารนวัตกรรมธุรกิจ การจัดการ และ สังคมศาสตร์*, 4(1), 42-59.
- Abdi, Y., Li, X., & Càmarà-Turull, X. (2022). Exploring the impact of sustainability (ESG) disclosure on firm value and financial performance (FP) in airline industry: The moderating role of size and age. *Environment, Development and Sustainability*, 24(4), 5052–5079. <https://doi.org/10.1007/s10668-021-01649-w>
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22, S119-S127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Bahadır, O., & Akarsu, S. (2024). Does company information environment affect ESG–financial performance relationship? Evidence from European markets. *Sustainability*, 16(7), 2701. <https://doi.org/10.3390/su16072701>
- Baldwin, C. Y. (2016). Return on invested capital (ROIC). In *The Palgrave Encyclopedia of Strategic Management* (pp. 1-4). Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1057/978-1-349-94848-2_678-1
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Bloomberg. (2024). *Bloomberg for education: The environmental, social, and governance course*. <https://www.bloomberg.com/professional/products/bloomberg-terminal/education/certificate-courses/>
- Bowerman, B. L., & O’Connell, R. T. (2000). *Linear statistical models: An applied approach* (2nd ed.). Duxbury.
- Chairani, C., & Siregar, S. V. (2021). The effect of enterprise risk management on financial performance and firm value: The role of environmental, social and governance performance. *Meditari Accountancy Research*, 29(3), 647-670. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-09-2019-0549>
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin’s Q. *Financial Management*, 23(3), 70–74. <https://doi.org/10.2307/3665623>
- Delvina, E. M., & Hidayah, R. (2023). The effect of ESG (environmental, social and governance) performance on company value and company performance. *Management Studies and*

- Entrepreneurship Journal (MSEJ)*, 4(5), 5436-5444.
<https://journal.yrpioku.com/index.php/msej/article/view/2903>
- Fernandes, C. G., de Freitas Luna, M. S., Junior, E. M., & Maria, M. M. L. (2024). The impact of controversial ESG on the market value and financial constraints of brics companies. *Revista De Gestão Social E Ambiental*, 18(4), e04679. <https://doi.org/10.24857/rgsa.v18n4-042>
- Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California Management Review*, 25(3), 88–106. <https://doi.org/10.2307/41165018>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Giannopoulos, G., Fagernes, R. V. K., Elmarzouky, M., & Hossain, K. A. B. M. A. (2022). The ESG Disclosure and the financial performance of Norwegian listed firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(6), 1-16. <https://doi.org/10.3390/jrfm15060237>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate data analysis* (8th ed.). Cengage Learning.
- Hanggraeni, D. (2023). The influence of Enterprise Risk Management (ERM) on profitability, cost of debt, and company value: The role of moderation of Environmental, Social, Governance (ESG) In Asean-5 countries period 2017-2021. *International Journal of Economics Development Research (IJEDR)*, 4(2), 830-845. <https://journal.yrpioku.com/index.php/ijedr/article/view/2823>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Karina, R., Lestari, F., & Ivone, I. (2023). The effect of enterprise risk management on financial performance and firm value: The role of environmental, Social and Governance Performance. *Global Financial Accounting Journal*, 7(2), 213-229. <https://doi.org/10.37253/gfa.v7i2.8706>
- KnowESG. (2023, February 14). *ESG ratings: A benchmark for performance*.
<https://www.knowesg.com/featured-article/esg-ratings-a-benchmark-for-performance>
- Maharani, C., & Yonnedi, E. (2023). The influence of advanced enterprise risk management implementation analyses: The role of environmental, social and governance

- performances. *Ilomata International Journal of Management*, 4(3), 267-286.
<https://doi.org/10.52728/ijjm.v4i3.830>
- Penrose, E. T. (1959). *The theory of the growth of the firm*. Basil Blackwell.
- Perdana, M., Salim, U., Ratna, K., & Rofiq, A. (2023, July). The effect of Environmental Social Governance (ESG) performance and financial performance on firm value: Evidence from the banking sector in ASEAN. In *1st Brawijaya international conference on business and law* (BICoBL 2022) (pp. 183-193). Atlantis Press. https://doi.org/10.2991/978-94-6463-214-9_20
- Poornima, B. G., Narayan, P., & Reddy, Y. V. (2015). Economic value-added as an emerging tool of performance measurement: Evidence from Indian companies. *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 14(3), 38-48.
- S&P Global. (n.d.). *ESG scores and raw data*. <https://www.spglobal.com/esg/solutions/esg-scores-data>
- Seok, J., Kim, Y., & Oh, Y. K. (2024). How ESG shapes firm value: The mediating role of customer satisfaction. *Technological Forecasting and Social Change*, 208, 123714.
<https://doi.org/10.1016/j.techfore.2024.123714>
- Shaikh, I. (2022). Environmental, social, and governance (ESG) practice and firm performance: An international evidence. *Journal of Business Economics and Management*, 23(1) , 218- 237.
<https://doi.org/10.3846/jbem.2022.16202>
- Singh, A. K., & Bansal, P. (2016). Impact of financial leverage on firm's performance and valuation: A panel data analysis. *Indian Journal of Accounting*, 48(2), 73-80.
- Terdpaopong, K., Wegmann, G., Kraiwanit, T., Limna, P., & Rafiyya, A. (2024). Unveiling the influence of ESG disclosures on corporate profitability: Insights from Thailand's publicly listed companies. *Journal of Infrastructure, Policy and Development*, 8(7) , 4 7 8 7 . <https://doi.org/10.24294/jipd.v8i7.4787>
- Tukey, J. W. (1977). *Exploratory data analysis*. Addison-Wesley.
- West, S. G., Finch, J. F., & Curran, P. J. (1995). Structural equation models with nonnormal variables: Problems and remedies. In R. H. Hoyle (Ed.), *Structural equation modeling: Concepts, issues, and applications* (pp. 56-75). Sage.
- Yu, X., & Xiao, K. (2022). Does ESG performance affect firm value? Evidence from a new ESG-scoring approach for Chinese enterprises. *Sustainability*, 14(24), 16940.
<https://doi.org/10.3390/su142416940>

Zhang, F., Qin, X., & Liu, L. (2020). The interaction effect between ESG and green innovation and its impact on firm value from the perspective of information disclosure. *Sustainability*, 12(5), 1866. <https://doi.org/10.3390/su12051866>