

ประเภทของรายงาน ESG ที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ ระหว่าง ESG Scores กับปฏิกิริยาตลาดของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Types of ESG reports influence the relationship
between ESG Scores and market reactions of
companies listed on the Stock Exchange of Thailand

วีระวรรณ ศิริพงษ์

นักศึกษาระดับปริญญาเอก

คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น

Email: weerawan.si@kkumail.com

ดร.ปิ่นประภา แสงจันทร์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี

คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น

Email: pinpsa@kku.ac.th

ดร.ปาริฉัตร ศิลปเทศ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการเงิน

คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น

Email: parichat@kku.ac.th

Weerawan Siripong

Ph.D. Candidate

Faculty of Business Administration and Accounting

Khon Kaen University

Email: weerawan.si@kkumail.com

Pinprapa Sangchan, Ph.D.

Assistant Professor of Department of Accountancy

Faculty of Business Administration and Accountancy

Email: pinpsa@kku.ac.th

Parichat Sinlapates, Ph.D.

Assistant Professor of Department of Finance

Faculty of Business Administration and Accountancy

Email: parichat@kku.ac.th

ประเภทของรายงาน ESG ที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่าง ESG Scores กับปฏิกิริยาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วีระวรรณ ศิริพงษ์

นักศึกษาระดับปริญญาเอก

คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น

Email: weerawan.si@kkumail.com

ดร.ปิ่นประภา แสงจันทร์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี

คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น

Email: pinpsa@kku.ac.th

ดร.ปาริฉัตร ศิลปะเทศ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการเงิน

คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น

Email: parichat@kku.ac.th

วันที่ได้รับบทความต้นฉบับ: 15 สิงหาคม 2567

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 4 พฤศจิกายน 2567

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 16 พฤศจิกายน 2567

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของประเภทของรายงาน ESG ที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่าง ESG Scores กับปฏิกิริยาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่างของการศึกษาคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2560 – 2566 และใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเป็นเครื่องมือในการทดสอบสมมติฐาน ผลการทดสอบอิทธิพลปฏิสัมพันธ์ระหว่างรายงาน ESG Scores กับประเภทของรายงาน พบความสัมพันธ์เชิงลบกับปฏิกิริยาตลาด แสดงให้เห็นว่ารายงาน ESG ที่นำเสนอในรายงานการพัฒนาสู่ความยั่งยืนช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูล ทำให้นักลงทุนมีข้อมูลที่ถูกต้องและเพียงพอที่จะนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุน จากผลการศึกษาดังกล่าวหน่วยงานกำกับดูแลจึงควรให้ความสำคัญกับนโยบายและแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการรายงานความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างชัดเจน เพื่อให้ข้อมูลประกอบการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจสำหรับนักลงทุนรวมถึงผู้ที่สนใจศึกษาข้อมูลเกี่ยวกับรายงาน ESG สามารถนำข้อมูลเหล่านั้นไปใช้ประโยชน์ได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ

คำสำคัญ: ESG Scores ประเภทของรายงาน ESG ปฏิกิริยาตลาด

Types of ESG reports influence the relationship between ESG Scores and market reactions of companies listed on the Stock Exchange of Thailand

Weerawan Siripong

Ph.D. Candidate

Faculty of Business Administration and Accounting

Khon Kaen University

Email: weerawan.si@kkumail.com

Pinprapa Sangchan, Ph.D.

Assistant Professor of Department of Accountancy

Faculty of Business Administration and Accountancy

Email: pinpsa@kku.ac.th

Parichat Sinlapates, Ph.D.

Assistant Professor of Department of Finance

Faculty of Business Administration and Accountancy

Email: parichat@kku.ac.th

Received: August 15, 2024

Revised: November 4, 2024

Accepted: November 16, 2024

ABSTRACT

This research's objective is to examine the influence of type of ESG reports on market reactions of listed companies from the Stock Exchange of Thailand (SET). Samples used in this research are listed companies from the SET during 2017 to 2023. Multiple regression is used to test the hypotheses. The results of the test of the interaction effect between ESG Scores and types show a negative relationship with market reactions, indicating that ESG reports presented in sustainability development reports reduce information asymmetry, providing investors with accurate and sufficient information to support their investment decisions. The results contribute to the corporations to improve their ESG reporting for sustainable development and investor's decision making.

Key word: ESG Scores, Type of Reports, Market Reactions

■ บทนำ

ข้อมูลด้านความยั่งยืน (Sustainability information) เป็นข้อมูลเกี่ยวกับแนวปฏิบัติที่ไม่ใช่ทางการเงินขององค์กร ที่แสดงถึงนโยบาย ผลกระทบ และผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมของธุรกิจ ภายใต้เสาหลักสามประการ ได้แก่ เสาหลักด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social and Governance) หรือที่เรียกว่า ข้อมูล ESG ซึ่งจะช่วยให้ผู้ลงทุนและผู้ใช้อื่นเห็นถึงมุมมองการดำเนินธุรกิจในอนาคตที่กว้างกว่าข้อมูลทางการเงิน ส่งผลต่อความเชื่อมั่นสำหรับองค์กรทั้งด้านความสามารถในการจัดการธุรกิจอย่างมีประสิทธิภาพ โปร่งใส มีศักยภาพในการแข่งขัน และการสร้างผลตอบแทนในระยะยาว (Khatib et al., 2022) บริษัทที่มีประสิทธิภาพการดำเนินงาน ESG สามารถวัดได้โดยใช้คะแนน ESG ซึ่งถือเป็นตัวแทนสำหรับผลลัพธ์ของบริษัทเกี่ยวกับแนวทางปฏิบัติ ESG เนื่องจากการวัดผลด้วยคะแนน ESG มีวัตถุประสงค์เพื่อประเมินผลการดำเนินงาน ESG อย่างเป็นกลางและชัดเจน โดยพิจารณาจากกลุ่มกิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมร่วมกับกิจกรรมการกำกับดูแลกิจการ (Shakil et al., 2020) สำหรับข้อมูลรายงาน ESG ถือเป็นส่วนหนึ่งของการรายงานของ บริษัท การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความยั่งยืนองค์กรและความรับผิดชอบขององค์กร มีหลากหลายรูปแบบ ทั้งเป็นข้อมูลในส่วนหนึ่งของรายงานประจำปี การเปิดเผยข้อมูลโดยจัดทำรายงานความยั่งยืนแบบแยกเล่ม หรือเปิดเผยข้อมูลทางหน้าเว็บไซต์ของบริษัท ซึ่งอาจจะมีย่อเรียกที่ต่างกันไป เช่น รายงานการพัฒนาที่ยั่งยืน รายงานความรับผิดชอบต่อสังคม หรือรายงาน ESG เป็นต้น

การศึกษาค้นคว้าที่จะศึกษาผลกระทบของคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Scores) ต่อปฏิกริยาตลาดหุ้นในบริบทของประเทศไทย เนื่องจากประเทศไทยเป็นประเทศที่ให้ความสำคัญกับการรายงาน ESG ยืนยันได้จากการได้รับการจัดอันดับให้เป็น อันดับ 1 ติดต่อกัน 4 ปี ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2562 - พ.ศ. 2565 ในฐานะประเทศที่มีการพัฒนาอย่างยั่งยืนประจำปีพ.ศ. 2565 ใน Sustainable Development Report 2022 เมื่อเทียบกับประเทศสมาชิกอาเซียน และเป็นอันดับ 3 ในเอเชีย เป็นอันดับ 44 จาก 163 ประเทศทั่วโลก (SDR, 2022) ดังนั้น เพื่อประเมินสถานการณ์ในบริบทของประเทศไทยว่า การรายงานข้อมูลด้านความยั่งยืนเชิงปริมาณที่มีคุณภาพสูง โดยมีคะแนนการเปิดเผยในระดับที่ดีสามารถช่วยให้บุคคลภายนอกประเมินผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่แท้จริงของบริษัทได้

รายงาน ESG เป็นรายงานที่ให้ข้อมูลของธุรกิจด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ซึ่งเป็นกลไกสำคัญที่ใช้ตัดสินใจเพื่อการลงทุน โดยธุรกิจที่มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส ถูกต้อง และครบถ้วนก็必将ยิ่งสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียและดึงดูดให้ผู้ลงทุนเกิดความสนใจ อย่างไรก็ตาม การเปิดเผยข้อมูลของธุรกิจควรแสดงให้เห็นถึงการดำเนินธุรกิจและการบริหารความเสี่ยงที่ครอบคลุมประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อให้ผู้ลงทุนมีข้อมูลเพียงพอสำหรับการพิจารณาลงทุน สอดคล้องกับรายงานของ KPMG เรื่อง Impact of ESG Disclosure ที่อธิบายว่าผู้ลงทุนชั้นนำระดับโลกอย่าง BlackRock และ Vanguard นิยมใช้ข้อมูล ESG มาวิเคราะห์สุขภาพของบริษัทในระยะยาว เช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะอาด ต้นทุน และความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ อีกทั้งมีการนำปัจจัยด้าน ESG มาเป็นส่วนหนึ่งในเงื่อนไขการออกผลิตภัณฑ์เพื่อการลงทุน เช่น กองทุน และ ETFs โดยเชื่อว่าธุรกิจที่คำนึงถึงหลักการ ESG จะช่วยลดความเสี่ยงจากการลงทุนและสามารถสร้างผลตอบแทนได้สม่ำเสมอ ควบคู่ไปกับการสร้างผลลัพธ์ที่ดีต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมในภาพรวม รวมถึงผลกระทบของข้อมูลด้าน ESG ต่อบริษัทต่าง ๆ อาทิเช่น Bahadori et al. (2021) พบว่าบริษัทที่มีการดำเนินงาน ESG ที่ดีทำให้บริษัทลดความเสี่ยงทางธุรกิจ มีภาพลักษณ์ที่ดี สร้างความมั่นใจและความเชื่อใจให้กับนักลงทุน ซึ่งจะส่งผลให้ในระยะยาวบริษัทสามารถมีกำไรอย่างยั่งยืนได้ Ould Daoud Ellili (2020) พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ช่วยลดต้นทุนของเงินทุน ซึ่งสามารถเพิ่มโอกาส ในการลงทุนในแหล่งเงินทุนที่หลากหลายกว่าบริษัททั่วไป แม้งานวิจัยก่อนหน้านี้จะมียังแพร่หลายแต่ผลงานวิจัยก่อนหน้านี้ก็ยังคงมีความไม่สอดคล้องกัน มีความหลากหลายในการแปลผลอันเนื่องจากปัจจัยด้านกลไกตลาดทุนและอื่น ๆ ที่เป็นลักษณะเฉพาะของตลาดทุนที่กำลังพัฒนา จึงเป็นแรงจูงใจในการศึกษาค้นคว้า

งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของประเภทของรายงาน ESG ที่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่าง ESG Scores กับปฏิกิริยาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อตอบคำถามงานวิจัยเกี่ยวกับประเภทของการรายงาน ESG ว่าข้อมูล ESG ที่รายงานในรายงานรูปแบบใดที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่าง ESG Scores กับปฏิกิริยาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาใช้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Scores) ที่ได้จากการคำนวณตามสูตรจากฐานข้อมูล Thomson Reuters Eikon และงานวิจัยของ Pulino et al., (2022) Harasheh and Provasi (2022); และ Izcan and Bektas (2022) เป็นตัวแทนการรายงาน ESG และใช้อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk Adjusted Return: RET) เพื่อเป็นตัวแทนปฏิกิริยาตลาดหุ้น เพราะอัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงเป็นตัวช่วยให้นักลงทุนสามารถวัดระดับผลกำไรและขาดทุนที่ผิดปกติที่เกิดจากการลงทุนได้ (de Vincentis, 2022) และมีการวิเคราะห์ปฏิสัมพันธ์ (Interaction) ของตัวแปรประเภทของรายงาน ESG (Type) โดยนำตัวแปรดังกล่าวมาคูณกับตัวแปร ESG scores เพื่อทดสอบว่าการรายงาน ESG ในรายงานการพัฒนาสู่ความยั่งยืนมีอิทธิพลต่อ ESG Scores ในการส่งเสริมให้มีความสัมพันธ์ต่อ RET มากน้อยเพียงใด

ผลการวิจัยนี้มีคุณค่าต่อวรรณกรรม เนื่องจากข้อมูลการรายงาน ESG เป็นข้อมูลที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุน เพราะนักลงทุนเชื่อว่าบริษัทที่ให้ความสำคัญในเรื่องสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลย่อมส่งผลทำให้บริษัทสามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืนในระยะยาว เช่นเดียวกับ Dahiya and Singh (2021); Do and Kim (2020); และ Shanaev and Ghimire (2022) ที่พบว่าบริษัทที่มี ESG Scores สูงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนเนื่องจากนักลงทุนใช้ข้อมูลการรายงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล เป็นหนึ่งในข้อมูลการตัดสินใจลงทุน และยังช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) สามารถลดหรือปิดความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างบริษัทและนักลงทุนได้ ดังนั้น นักลงทุนจะมีข้อมูลมากขึ้นในการตัดสินใจลงทุน เมื่อนักลงทุนสามารถเข้าถึงข่าวสารข้อมูลได้อย่างเท่าเทียมกันทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติลดลง (Suttipun & Yordudom, 2021)

■ การทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐาน

แนวคิด

ทฤษฎีการส่งสัญญาณกล่าวถึงความพยายามในการลดความไม่สมดุลระหว่างผู้มีส่วนได้เสีย ระหว่างคนในบริษัทและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Spence, 2002) บริษัทเผยแพร่ข้อมูลต่อสาธารณะช่วยให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย โดยเฉพาะนักลงทุน เข้าใจบริษัทได้มากที่สุด เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลเป็นสัญญาณส่งผลกระทบต่อกระบวนการประเมินและการตัดสินใจของนักลงทุน Suttipun and Yordudom (2021) อธิบายว่าข้อมูลที่จำกัดนำไปสู่การตัดสินใจอย่างมีอคติต่อแนวคิดและเงื่อนไขที่แท้จริงของบริษัท ตัวอย่างหนึ่งคือนักลงทุนไม่สามารถประเมินได้อย่างเป็นกลางว่าบริษัทมีความเสี่ยงสูงจากกิจกรรมการดำเนินงานที่เป็นอันตรายหรือไม่ และไม่สามารถอยู่รอดได้เป็นเวลานานเนื่องจากความเสี่ยงนี้ การเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นตัวอย่างหนึ่งของความพยายามของบริษัทในการส่งสัญญาณถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย โดยเฉพาะนักลงทุน สัญญาณนี้เกี่ยวข้องกับแรงกดดันที่บริษัทรู้สึกจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียให้ประพฤติตนในลักษณะที่รับผิดชอบต่อสังคม (Grougiou et al., 2016) ด้วยข้อมูลที่เปิดเผยบริษัทต่าง ๆ ต้องการแสดงให้เห็นว่าพวกเขามีแรงจูงใจในการพัฒนาอย่างยั่งยืนและมีจริยธรรม ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลนี้ที่บริษัทคาดหวังก็คือนักลงทุนสามารถประเมินความเสี่ยงของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับแนวโน้มในอนาคตได้อย่างแม่นยำ (Lo & Kwan, 2017)

ความสำคัญของความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมขององค์กร ส่งผลกระทบต่อความยั่งยืนในระยะยาวของบริษัท ซึ่งโดยทั่วไปวัดจากมูลค่าบริษัทหรือผลตอบแทนจากตลาดในระยะยาว (Kim et al., 2018) Almeyda and Darmansyah (2019) พบว่าเหตุผลสำหรับผลกระทบเชิงบวกของการเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมต่อปฏิกิริยาตลาดหุ้น โดยวัดจากราคาหุ้นในตลาดหุ้นโดยเฉลี่ย คือ บริษัทพยายามจัดกิจกรรมเพื่อตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ดังนั้น

ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียรวมถึงนักลงทุนจะมีปฏิริยาตอบสนองเชิงบวกจากการตัดสินใจลงทุน นอกจากนี้ ความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมของบริษัทยังช่วยลดความเสี่ยงและความไม่แน่นอนของราคาหุ้นที่ลดลงได้ในอนาคต Lee (2016); Do and Kim (2020); และ Rapan et al., (2022) พบว่าบริษัทที่มีการจัดอันดับให้เป็นกลุ่ม ESG ที่คะแนนสูงมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติในระยะสั้น เช่นเดียวกับ Shanaev and Ghimire (2022) และที่พบว่าบริษัทที่มีการปรับเพิ่มคะแนน ESG ให้สูงขึ้นส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้น ในทางกลับกัน Kim et al., (2016) พบผลกระทบเชิงลบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมต่อประสิทธิภาพการทำงานของราคาหุ้น เนื่องจากกิจกรรมขององค์กรและการดำเนินการเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมเป็นต้นทุนของบริษัท ทำให้รายได้ของผู้ถือหุ้นลดลงและมูลค่าของบริษัทลดลง เช่นเดียวกับ Fiori et al., (2015) พบว่าการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์เนื่องจากผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นผู้มีส่วนได้เสีย เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมเป็นต้นทุนของบริษัทส่งผลให้กำไรของบริษัทลดลง

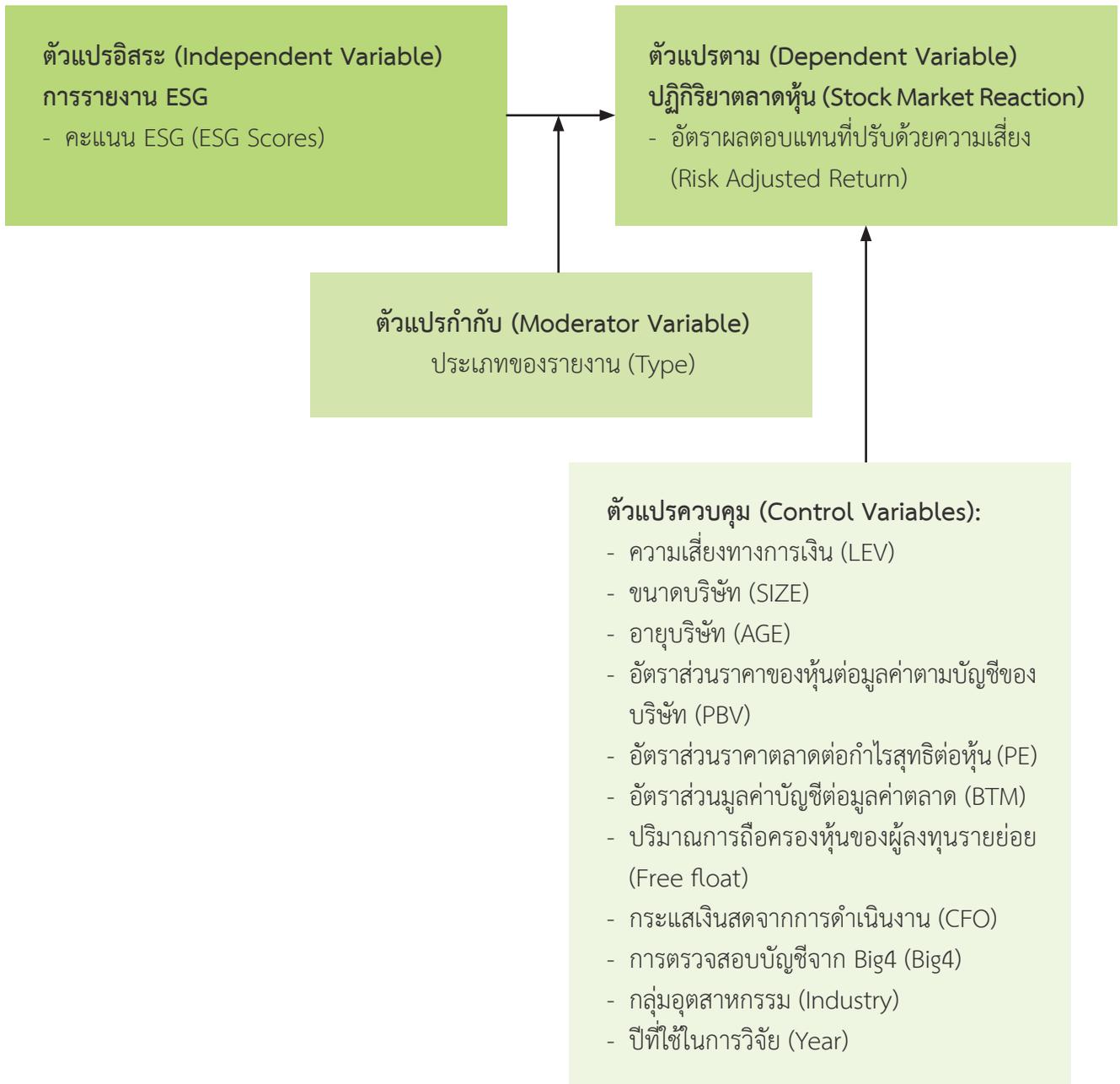
บริษัทต่าง ๆ ได้มีการเผยแพร่ข้อมูลด้านความยั่งยืนให้ผู้มีส่วนได้เสียรับทราบเกี่ยวกับผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างต่อเนื่องผ่านช่องทางต่าง ๆ เช่น รายงานประจำปี รายงานความยั่งยืน หรือ 56-1 One Report ซึ่งมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุน เช่นเดียวกับข้อมูลทางการเงิน รวมถึงประโยชน์ด้านอื่น ๆ เช่น ทำให้บริษัทสามารถนำข้อมูลผลการดำเนินงานด้าน ESG ไปพัฒนาประสิทธิภาพการดำเนินงาน รวมถึงลดความเสี่ยงและสร้างโอกาสในการหารายได้หรือลดต้นทุนในการดำเนินธุรกิจ และทำให้ธุรกิจเข้าใจประเด็นสำคัญด้าน ESG ที่สอดคล้องกับกลยุทธ์องค์กรและความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งจะนำไปสู่การบริหารจัดการอย่างเหมาะสม เพื่อรักษาขีดความสามารถในการแข่งขันของธุรกิจ ดังนั้น การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG จึงสะท้อนถึงศักยภาพของธุรกิจ และดึงดูดความสนใจของผู้ลงทุนที่ต้องการลงทุนในธุรกิจที่มีคุณภาพและมีโอกาสสร้างผลตอบแทนในระยะยาว การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ยังสะท้อนถึงบทบาทความรับผิดชอบต่อธุรกิจที่มีต่อผู้มีส่วนได้เสีย และผลการดำเนินงานในการพัฒนาธุรกิจให้เติบโตอย่างต่อเนื่องและยั่งยืนจากการทบทวนวรรณกรรมจะเห็นได้ว่าการรายงาน ESG เป็นการสื่อกลางในการเสนอข้อมูลไปยังผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเพื่อสื่อสารให้ทราบถึงแนวปฏิบัติและประเด็นทางสังคมและสิ่งแวดล้อมตลอดจนความน่าเชื่อถือของบริษัทให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียได้รับรู้และนำข้อมูลเหล่านั้นมาใช้ในการพิจารณาตัดสินใจ (Giudice & Rigamonti, 2020; García-Sánchez et al. 2019; Maroun, 2019) ดังนั้นการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้จึงได้ตั้งสมมติฐาน

H1a: ESG Scores มีอิทธิพลเชิงบวกต่อปฏิริยาตลาดหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H1b: ESG Scores ที่ได้จากรายงานการพัฒนาสู่ความยั่งยืนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อปฏิริยาตลาดหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

■ กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากแนวคิดและทฤษฎีการส่งสัญญาณ ประเภทของรายงาน ESG เป็นสื่อกลางเพื่อส่งสัญญาณไปยังผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ได้ทราบถึงแนวปฏิบัติและประเด็นทางสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ตลอดจนความน่าเชื่อถือของบริษัท ให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียได้รับรู้และนำข้อมูลเหล่านั้นมาใช้ในการพิจารณาตัดสินใจ ดังนั้นการศึกษาครั้งนี้จึงมีกรอบแนวคิดในการวิจัย ดังนี้



■ วิธีดำเนินการวิจัย

การเก็บรวบรวมข้อมูล

กลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 873 บริษัท (ณ วันที่ 5 มกราคม 2566) โดยผู้วิจัยเริ่มเก็บข้อมูลตั้งแต่ปีพ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ.2566 เนื่องจากข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับ ESG นั้นได้รับการพัฒนาและสนับสนุนโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2558 ในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลของธุรกิจในระดับด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล เพื่อให้ผู้ลงทุนมีข้อมูลเพียงพอสำหรับการพิจารณาลงทุน โดยธุรกิจที่มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส ถูกต้อง และครบถ้วนก็จะยิ่งสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียและดึงดูดให้ผู้ลงทุนเกิดความสนใจ ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้จึงเริ่มต้นเก็บข้อมูลในปีพ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2566 เพื่อให้มีข้อมูลการเปิดเผย ESG ที่เพียงพอต่อการนำมาวิเคราะห์ ทำให้ได้ชุดข้อมูลรวมทั้งสิ้นจำนวน 6,111 ข้อมูล (Firm-Year Observations) จากนั้นได้ตัด (1) บริษัทที่อยู่ในกลุ่ม The Market for Alternative Investment (MAI) จำนวน 196 บริษัท เนื่องจากเป็นกิจการที่มีการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์และโครงสร้างเงินทุนต่างจากกิจการขนาดใหญ่ รวมทั้งการรายงานความยั่งยืนของบริษัทในกลุ่ม MAI มีไม่เพียงพอต่อการวิเคราะห์ เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทใน SET ที่มีข้อมูลการรายงานความยั่งยืนที่เพียงพอต่อการวิเคราะห์ และยังเป็นกลุ่มตัวอย่างที่นักลงทุนให้ความสนใจใช้ข้อมูลเพื่อการตัดสินใจในการลงทุนค่อนข้างมาก (Bruder et al., 2019; Chantabutr et al., 2020) (2) กลุ่มธุรกิจการเงินจำนวน 69 บริษัท เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีโครงสร้างเงินทุนและกฎระเบียบในการจัดทำรายงานทางการเงินที่แตกต่างไปจากกลุ่มธุรกิจอื่น (Luckanapisaste et al., 2019) และ (3) กลุ่มกองทุนต่าง ๆ จำนวน 61 บริษัท เนื่องจากลักษณะการประกอบธุรกิจของบริษัทเหล่านี้ไม่ได้มีลักษณะเหมือนกับบริษัทจดทะเบียนทั่วไป (Dahiya & Singh, 2021) ทำให้เหลือกลุ่มตัวอย่างจำนวน 547 บริษัท หรือ 3,829 ข้อมูล ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้ตัดข้อมูลบางส่วนที่ข้อมูลไม่ครบถ้วนออกจำนวน 509 ข้อมูล ดังนั้น กลุ่มตัวอย่างที่ใช้เพื่อการทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยจึงเท่ากับ 3,320 ข้อมูล ดังแสดงรายละเอียดในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

	Firm-Year Observations
จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด (873 บริษัท)	6,111
หัก	
กลุ่ม MAI (196 บริษัท)	(1,372)
กลุ่มธุรกิจการเงิน (69 บริษัท)	(483)
กองทุนต่าง ๆ (61 บริษัท)	(427)
คงเหลือกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัย (547 บริษัท)	3,829
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	(509)
ดังนั้น กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย	<u>3,320</u>

■ การวัดค่าตัวแปรและแบบจำลอง

1. ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) คือ ESG scores ที่สะท้อนผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน เพราะรายงาน ESG เป็นการรายงานด้านความยั่งยืนของบริษัทที่แสดงถึงนโยบาย ผลกระทบและผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมสังคม และธรรมาภิบาลของธุรกิจ (Pulino et al., 2022; Harasheh & Provasi, 2022; Izcan & Bektas, 2022) และ ESG scores ที่ได้จากการคำนวณตามสูตรจากฐานข้อมูล Thomson Reuters Eikon หรือ Refinitiv (เป็นผู้ให้บริการแพลตฟอร์มด้านการเงินและการจัดการความเสี่ยงแถวหน้าของโลก ได้จัดทำ “Refinitiv ESG Scores” โดยคะแนน ESG จาก Refinitiv ได้รับการออกแบบมาเพื่อวัดประสิทธิภาพ ESG ที่เกี่ยวข้องของบริษัท (Refinitiv, 2023)

2. ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk Adjusted Return: RET) คำนวณจากสูตร

$$RET = \text{อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์} - \text{อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์}$$

3. ตัวแปรกำกับ (Moderator Variable) คือ ประเภทของรายงาน (Type) วัดโดยหากบริษัทมีการรายงานความยั่งยืนในรายงานการพัฒนาสู่ความยั่งยืน กำหนดเป็น 1 หากรายงานความยั่งยืนในรายงานอื่น ที่ไม่ใช่รายงานการพัฒนาสู่ความยั่งยืน กำหนดเป็น 0

4. ตัวแปรควบคุม (Control Variables) ในการวิจัยครั้งนี้ ได้แก่

- ความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) คำนวณจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Albitar et al., 2020) วัดโดยใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt/Equity Ratio)
- ขนาดบริษัท (SIZE) วัดจากค่าลอการิทึมของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Aouadi & Marsat, 2018; Bernardi & Stark, 2018)
- อายุบริษัท (AGE) ระยะเวลา (ปี) ที่บริษัทจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วัดจากค่าลอการิทึมของจำนวนปีตั้งแต่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Nollet et al., 2016)
- อัตราส่วนราคาของหุ้นต่อมูลค่าตามบัญชีของบริษัท (Price to Book Value: P/BV Ratio: PBV) วัดโดยการคำนวณจากราคาตลาดของหุ้นหารด้วยมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (Arkan, 2016)
- อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Price to Earning: P/E Ratio: PE) คำนวณจากมูลค่าตลาดของหุ้นหารด้วยกำไรต่อหุ้นของบริษัท (Arkan, 2016)
- อัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book-to-Market: BTM) เป็นอัตราส่วนที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการได้ (Bae et al., 2021)
- ปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ลงทุนรายย่อย (Free float) วัดจากเปอร์เซ็นต์จำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อย
- กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) วัดจากกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ และค่าใช้จ่ายของกิจการ
- การตรวจสอบบัญชีจาก Big4 (Big4) วัดโดยหากบริษัทมีการตรวจสอบบัญชีจาก Big4 กำหนดเป็น 1 หากได้รับการตรวจสอบจากหน่วยงานอื่นกำหนดเป็น 0
- ปีที่ใช้ในการวิจัย (Year) โดยศึกษาตั้งแต่ปี 2560 – 2566

■ การวิเคราะห์ข้อมูล

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ในการวิจัยครั้งนี้ จะใช้สถิติพรรณนาในการสรุปข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งประกอบไปด้วย ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum) เป็นต้น

2. สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics) ใช้เพื่อการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ของกลุ่มตัวอย่างก่อนการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ตามสมมติฐาน โดยใช้การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานและหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม ตัวแปรกำกับและตัวแปรตาม ดังสมการต่อไปนี้

$$RET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 PBV_{i,t} + \beta_6 PE_{i,t} + \beta_7 BTM_{i,t} + \beta_8 Freefloat_{i,t} + \beta_9 CFO_{i,t} + \beta_{10} BIG4_{i,t} + \beta_{11} Year_{i,t} + \beta_{12} Industry_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

$$RET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 Type_{i,t} + \beta_3 (Type \times ESG)_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 PBV_{i,t} + \beta_8 PE_{i,t} + \beta_9 BTM_{i,t} + \beta_{10} Freefloat_{i,t} + \beta_{11} CFO_{i,t} + \beta_{12} BIG4_{i,t} + \beta_{13} Year_{i,t} + \beta_{14} Industry_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

■ ผลการวิจัย

ผลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

จากตารางที่ 2 แสดงให้เห็นว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่นำมาเป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้มีอัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (RET) โดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 7.827 และมี ESG scores เฉลี่ยร้อยละ 26.191 ในด้านของขนาดบริษัท (SIZE) ที่นำมาเป็นกลุ่มตัวอย่างซึ่งวัดจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 4.158 พันล้านบาท ในด้านกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) พบว่ามีค่าเฉลี่ยที่ 1.820 พันล้านบาท และบริษัทมีอายุ (AGE) เฉลี่ยที่ 18 ปี ในส่วนของอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญสำหรับการลงทุนเช่น อัตราส่วนราคาของหุ้นต่อมูลค่าตามบัญชีของบริษัท (PBV) โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 2.200 อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (PE) และอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BTM) โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 19.986 และ 0.872 ตามลำดับ กลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่ได้รับการตรวจสอบบัญชีจากบริษัทตรวจสอบจาก Big4 ร้อยละ 65.390 บริษัทส่วนใหญ่มีการรายงาน ESG ในรายงานอื่นที่ไม่ใช่รายงานความยั่งยืนถึงร้อยละ 83.040

ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics)

Panel A: ตัวแปรต่อเนื่อง (Continuous Variables)							
RET (%)	-51.441	-2.650	7.287	13.836	133.416	19.716	3,320
ESG (%)	4.329	13.889	26.191	34.559	93.303	17.937	3,320
LEV (Ratio)	7.997	12.798	13.502	14.278	16.041	1.064	3,320
SIZE (ln)	0.303	0.535	4.158	14.685	136.862	34.281	3,320
AGE (ปี)	1.000	9.000	18.000	28.000	48.000	11.217	3,320
PBV (Ratio)	0.287	0.870	2.200	2.531	12.437	2.424	3,320
PE (Ratio)	5.889	8.431	19.986	25.456	67.477	16.602	3,320
BTM (Ratio)	0.144	0.399	0.872	1.168	2.399	0.612	3,320
Free float (%)	0.947	23.177	36.568	48.259	97.961	18.400	3,320
CFO (ln)	-0.231	0.166	1.820	2.310	9.455	2.642	3,320
			0		1		N
			(Percent: %)		(Percent: %)		
Panel B: ตัวแปรทวิภาค (Dichotomous Variables) (dummy variables 0,1)							
Big4			34.610		65.390		3,320
Type			83.040		16.960		3,320

หมายเหตุ: ข้อมูลมีการทดสอบการแจกแจงปกติ (Normal Distribution) โดยการตรวจสอบค่า Skewness (ไม่เกิน +/-2) และค่า Kurtosis (ไม่เกิน +/-7) (Hair et al., 2010) กรณีที่มีค่าเกินจะทำการตัดแปลงจากค่าเฉลี่ยปกติ ด้วยการตัดส่วนหัวส่วนท้ายออก (Winsorization) ที่สัดส่วน 5% แล้วแทนค่าด้วย Percentile นั้นแทน

ตารางที่ 3 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันสำหรับตัวแปรทั้งหมด

Variables	RET	ESG	LEV	SIZE	AGE	PBV	PE	BTM	Free float	CFO	Big4	Type	VIF
RET	1.000												
ESG	0.009	1.000											1.280
LEV	0.027	0.064***	1.000										1.080
SIZE	-0.060***	0.517***	0.162***	1.000									2.110
AGE	-0.004	0.103*	-0.008	0.002	1.000								1.090
PBV	-0.063***	0.125*	0.120***	0.357***	-0.203***	1.000							1.330
PE	-0.023	0.012	-0.019	0.036	-0.023	0.074***	1.000						1.010
BTM	0.065***	-0.116***	-0.090***	-0.207***	0.148***	-0.338***	-0.037	1.000					1.180
Free float	-0.042	0.127***	0.178***	0.153***	0.064***	-0.024	-0.007	-0.002	1.000				1.070
CFO	-0.035	0.303***	0.173***	0.534***	0.092***	0.103***	0.002	-0.058***	0.110***	1.000			1.490
Big4	-0.032	0.178***	0.109***	0.218***	-0.082***	0.141***	-0.007	-0.181***	-0.024	0.231***	1.000		1.120
Type	-0.018	0.451***	0.125***	0.578***	-0.002	0.123***	-0.008	-0.126***	0.123***	0.372***	0.222***	1.000	7.660

หมายเหตุ: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 แสดงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ



■ พลสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

ตารางที่ 3 แสดงผลของการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ของตัวแปรแต่ละคู่ พบว่า ESG Scores กับ RET มีความสัมพันธ์เชิงบวกแต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม โดยมีค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ 0.009 และเมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเองพบว่า มีบางตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ส่วนใหญ่ไม่พบว่ามีระดับความสัมพันธ์กันสูงจนเกิดปัญหาการมีสหสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) (ค่า Pearson Correlation > 0.8) (Stevens, 1992) อย่างไรก็ตามจากการพิจารณา ค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่ามีค่าไม่เกิน 10 จึงถือได้ว่าตัวแปรอิสระทุกตัวไม่มีปัญหาการมีสหสัมพันธ์ร่วมกัน (James et al., 2021) เป็นไปตามหนึ่งในข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์การถดถอย ดังนั้น จึงยังคงตัวแปรทุกตัวไว้เพื่อการศึกษาในลำดับถัดไป

■ การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ตารางที่ 4 เป็นตารางที่แสดงผลการทดสอบสมมติฐาน H1 มีตัวแปรอิสระคือ ESG Scores ตัวแปรตามคือ RET และตัวแปรควบคุมต่าง ๆ ตามสมการที่ 1 ผลการทดสอบชี้ให้เห็นว่า ESG Scores มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ RET โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) เท่ากับ 0.040 ($P < 0.05$) ซึ่งแปลผลได้ว่าถ้าการเพิ่มขึ้นของ ESG Scores เพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์ ส่งผลให้ RET เพิ่มขึ้น 0.040 เปอร์เซ็นต์ สอดคล้องกับทฤษฎีส่งสัญญาณของ Spence (1973) ที่มองว่าหากกิจการมีแนวโน้มทางธุรกิจที่ดี หรือมีโครงการใหม่ ๆ ที่จะทำให้ได้รับผลตอบแทนที่สูง เป็นการส่งสัญญาณที่ดีต่อนักลงทุน เช่นเดียวกับ Do and Kim (2020) และ Shanaev and Ghimire (2022) ที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลสูงแสดงให้เห็นว่าบริษัทได้มีกิจกรรม หรือมีการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่ดี ส่งผลให้มีอัตราผลตอบแทนที่ดีด้วยเช่นกัน สำหรับผลการทดสอบตัวแปรควบคุม พบว่า SIZE มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ RET โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ -0.030 ($P < 0.05$) ซึ่งแปลผลได้ว่าขนาดกิจการที่เล็กกว่าจะส่งผลให้ RET เพิ่มขึ้นมากกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ โดยพบความสัมพันธ์ในเชิงบวกปีพ.ศ. 2561 พ.ศ. 2562 พ.ศ. 2563 พ.ศ. 2564 และ พ.ศ. 2566 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05 ส่วนตัวแปรควบคุมอื่น เช่น LEV BTM PBV Free float AGE PE CFO Big4 และ Industry ไม่พบความสัมพันธ์กับ RET

ผลการทดสอบอิทธิพลปฏิสัมพันธ์ของ ESG Scores คุณด้วย Type เป็น ESGType ผลการทดสอบพบความสัมพันธ์เชิงลบกับ RET โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) เท่ากับ -0.106 ($P < 0.01$) ซึ่งแปลผลได้ว่า ESG Scores ที่นำเสนอในรายงานการพัฒนาสู่ความยั่งยืน ส่งผลให้ RET ลดลง 0.106 อาจเป็นเพราะการเปิดเผยข้อมูล ESG ในรายงานการพัฒนาสู่ความยั่งยืน มีรูปแบบและหัวข้อในการรายงานที่ชัดเจนและละเอียดมากกว่าการเปิดเผยในรายงานอื่น ๆ ที่ไม่ใช่รายงานการพัฒนาสู่ความยั่งยืน ดังนั้นการเปิดเผยข้อมูล ESG ในรายงานพัฒนาสู่ความยั่งยืนจึงมีทั้งข้อมูลทั้งด้านบวกและด้านลบของบริษัท ซึ่งต่างจากรายงานอื่น ๆ ที่ไม่มีหัวข้อในการรายงานที่ชัดเจน บริษัทจึงสามารถรายงานเฉพาะส่วนที่เป็นด้านบวกกับบริษัทมากกว่าที่จะรายงานด้านลบ ดังนั้น ESG Scores ที่ได้จากรายงานการพัฒนาสู่ความยั่งยืน จึงทำให้ RET ลดลงเมื่อเทียบกับ ESG Scores ที่ได้จากรายงานอื่น ๆ หรืออาจจะมองว่ารายงานการพัฒนาสู่ความยั่งยืนเป็นรายงานที่ให้ข้อมูลทั้งด้านบวกและด้านลบ ซึ่งเป็นข้อมูลที่มากกว่าที่ได้จากรายงานอื่น ๆ และเมื่อนักลงทุนสามารถเข้าถึงข่าวสารข้อมูลทั้งด้านบวกและด้านลบ เช่น หากบริษัทต้องมีการปรับปรุงเทคโนโลยีการผลิตให้ทัดเทียมคู่แข่ง หรือมีการลงทุนในนวัตกรรมใหม่ ๆ เป็นต้น ถือเป็นสัญญาณไม่ดีต่อนักลงทุน ทำให้มูลค่าหุ้นสามัญลดลง ทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติลดลง (Ji et al., 2023) การเปิดเผยข้อมูลในรายงานพัฒนาสู่ความยั่งยืนเป็นวิธีที่มีจะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้จัดการและนักลงทุน ซึ่งท้ายที่สุดแล้วจะช่วยให้ให้นักลงทุนคาดการณ์อนาคตของบริษัทที่จะลงทุนได้ (Christensen et al., 2021; Cui et al., 2018)

ตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

Dependent Variable: Risk Adjusted Return (RET)	Model 1	Model 2
Variables		
ESG	0.040** [2.010]	0.071*** [2.980]
Type	-	4.286*** [2.800]
ESGType	-	-0.106*** [-2.830]
Control variable		
LEV	0.004 [1.500]	0.004* [1.730]
SIZE	-0.030** [-2.570]	-0.025** [-1.980]
AGE	-0.030 [-1.160]	-0.026 [-0.990]
PBV	-0.011 [-0.080]	-0.034 [-0.250]
PE	-0.002 [-0.590]	-0.002 [-0.630]
BTM	0.262 [1.030]	0.295 [1.160]
Free float	0.019 [1.220]	0.021 [1.320]
CFO	-0.298 [-1.560]	-0.294 [-1.540]
BIG4	-0.869 [-1.430]	-0.929 [-1.530]
Year-2561	4.484*** [4.270]	4.492*** [4.280]
Year-2562	6.507*** [6.170]	6.525*** [6.190]
Year-2563	1.872* [1.760]	1.926* [1.820]

ตารางที่ 4 (ต่อ)

Dependent Variable: Risk Adjusted Return (RET)	Model 1	Model 2
Year-2564	36.176*** [34.140]	36.237*** [34.210]
Year-2565	-1.169 [-1.120]	-1.080 [-1.030]
Year-2566	3.466*** [3.300]	3.551*** [3.380]
Industry 2	-0.611 [-0.470]	-0.310 [-0.240]
Industry 4	1.086 [1.010]	1.550 [1.430]
Industry 5	0.401 [0.380]	0.721 [0.670]
Industry 6	-0.406 [-0.340]	0.037 [0.030]
Industry 7	0.728 [0.730]	1.076 [1.070]
Industry 8	0.613 [0.470]	0.958 [0.730]
Constant	4.807 [1.210]	0.226 [0.840]
Observations	3,320	3,320
Adj. R-squared	0.386	0.387
DW	2.080	2.085

หมายเหตุ: ค่า t แสดงในวงเล็บ []

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ แสดงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

■ สรุปผลและอภิปรายผล

สมมติฐาน H1a คະแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ส่งผลในเชิงบวกต่อปฏิกริยาลาดหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มี ESG Scores สูงส่งผลให้อัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้น เป็นเพราะนักลงทุนใช้ข้อมูลการรายงาน ESG เป็นหนึ่งในข้อมูลการตัดสินใจลงทุนซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ของ Spence (2002) ที่ระบุว่า การเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม และสังคม เป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกไปยังนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย เพื่อเป็นข้อมูลใช้ประเมินมูลค่าขององค์กรและตัดสินใจลงทุนในอนาคต เพราะนักลงทุนเชื่อว่าบริษัทที่ให้ความใส่ใจ ในเรื่องความยั่งยืนส่งผลทำให้บริษัทสามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืนในระยะยาว (Dahiya & Singh, 2021) เพราะคะแนน ESG ที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ได้รับการออกแบบมาเพื่อวัดประสิทธิภาพ และประสิทธิผลของการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทอย่างโปร่งใส และเป็นกลางโดยยึดตามหัวข้อหลัก 10 หัวข้อ ได้แก่ การใช้ทรัพยากร การปล่อยมลพิษ นวัตกรรม กำลังคน สิทธิมนุษยชน ชุมชน ความรับผิดชอบต่อสินค้า การจัดการผู้ถือหุ้น และกลยุทธ์ ความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งข้อมูลต่าง ๆ ล้วนเป็นข้อมูลที่ทำให้ให้นักลงทุนรู้ว่าบริษัท ให้ความสำคัญและจริงจัง ผ่าน คะแนน ESG ที่บริษัทได้รับ Do and Kim (2020) ที่พบว่าบริษัทที่มี คะแนน ESG สูงทำให้นักลงทุนมั่นใจและเชื่อว่าบริษัทมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล จะทำให้บริษัทยั่งยืนและมั่นคง ซึ่งจะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับ ดังนั้นในมุมมองของนักลงทุน คะแนน ESG จึงเป็นข้อมูลที่จะช่วยจำกัดความเสี่ยงในการลงทุน (Shanaev & Ghimire, 2022; Escrig-Olmedo et al., 2019) นอกจากนี้ รายงานความยั่งยืนมีศักยภาพในการลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างองค์กรและผู้มีส่วนได้เสียภายนอก ซึ่งท้ายที่สุดแล้วจะช่วยให้นักลงทุนคาดการณ์อนาคตของบริษัทที่จะลงทุนได้ (Muslu et al., 2019)

จากสมมติฐาน H1b ประเภทของรายงาน ESG มีอิทธิพลเชิงบวกต่อ ESG Scores ในการส่งเสริมให้มีความสัมพันธ์ต่อปฏิกริยาลาดหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่านักลงทุนให้ความสนใจในบริษัทที่มีการรายงาน ESG เฉพาะแยกจากรายงานอื่น เนื่องจากรายงานการพัฒนาสู่ความยั่งยืนจะเป็นรายงานเฉพาะและมีหัวข้อตรงตามหัวข้อที่กำหนดตามเกณฑ์การให้คะแนนที่ชัดเจนมากกว่ารายงานประจำปี ดังนั้นนักลงทุนจึงเชื่อว่าบริษัทได้ให้ความสำคัญในการพัฒนาองค์กรให้เป็นองค์กรที่ยั่งยืน โดยการจัดทำรายงานความยั่งยืนแยกจากรายงานประจำปีเพื่อให้นักลงทุนหรือผู้มีส่วนได้เสียได้รับรู้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับ ESG แยกเฉพาะ และเป็นข้อมูลที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุน (Pollard et al., 2018) การเปิดเผยข้อมูล ESG มากยิ่งขึ้นเพื่อลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล นอกจากนี้ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่เชื่อว่าการเปิดเผยข้อมูลที่เหมาะสมจะเป็นการส่งสัญญาณที่ดีไปยังนักลงทุน ทำให้เกิดภาพลักษณ์ที่ดีและมูลค่าเพิ่มเป็นการลดความเสี่ยงจากการล้มเหลวทางการเงิน ดังนั้น หากนักลงทุนมีข้อมูลทางการเงินเพียงพอ (จากรายงานทางการเงิน) และข้อมูลที่ไม่ใช่ทางการเงิน (จากรายงาน ESG) นักลงทุนจะมีข้อมูลมากขึ้นในการตัดสินใจลงทุน เมื่อนักลงทุนสามารถเข้าถึงข่าวสารข้อมูลได้อย่างเท่าเทียมกันทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติลดลง (Ji et al., 2023)

■ ประโยชน์และข้อเสนอแนะการวิจัย

ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าคะแนน ESG ที่รายงานจากรายงานการพัฒนาสู่ความยั่งยืนส่งผลต่อปฏิกิริยาตลาด ซึ่งแสดงให้เห็นว่านักลงทุนให้ความสำคัญกับข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับ ESG และรายงานการพัฒนาสู่ความยั่งยืนเป็นสื่อกลางที่นักลงทุนสามารถใช้ประเมินโอกาสและความเสี่ยงของบริษัทได้ รายงานการพัฒนาสู่ความยั่งยืนยังทำให้นักลงทุนมั่นใจได้ว่าสนับสนุนเงินลงทุนกับบริษัทที่ดีไม่เป็นที่ปัญหาต่อเศรษฐกิจ ชุมชน สังคม และสิ่งแวดล้อม ดังนั้นเพื่อเป็นประโยชน์สำหรับนักลงทุน และผู้ที่สนใจศึกษาข้อมูลเกี่ยวกับรายงาน ESG หน่วยงานกำกับดูแล ควรให้ความสำคัญเกี่ยวกับนโยบายและแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการรายงานความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างชัดเจน เพื่อให้ข้อมูลประกอบการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจสำหรับนักลงทุนรวมถึงผู้ที่สนใจศึกษาข้อมูลเกี่ยวกับรายงาน ESG สามารถนำข้อมูลเหล่านั้นไปใช้ประโยชน์ได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ

■ ข้อจำกัดของการวิจัย

ตัวแปรอิสระ ESG Scores ได้จากฐานข้อมูล Thomson Reuters Eikon หรือ Refinitiv ผลประเมิน 0 - 100 คะแนน ซึ่งข้อมูลจากผู้ประเมินผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนระดับโลกที่เป็นพันธมิตรของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปัจจุบันมีหลายสถาบัน เช่น Morningstar Sustainalytics (ผลประเมินความเสี่ยงด้านความยั่งยืน Negligible, Low, Medium, High, Severe) ESG Book (ผลประเมิน 0 - 100 คะแนน) Moody's ESG Solutions (ผลประเมิน 0 - 100 คะแนน) MSCI (ผลประเมินตั้งแต่ CCC ถึง AAA) และ S&P Global (ผลประเมิน 0 - 100 คะแนน) ดังนั้น หากในอนาคตใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูลอื่น ๆ ผลการศึกษาที่ได้อาจแตกต่างกับงานวิจัยครั้งนี้ เพราะหน่วยงานที่ออกเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG กำหนดเกณฑ์ที่แตกต่างกัน จึงพบความสัมพันธ์ที่ต่ำของดัชนีการให้คะแนน ดังนั้นในการเลือกใช้ฐานข้อมูลจากหน่วยงานที่ต่างกันย่อมมีโอกาสนำมาซึ่งผลที่ต่างกัน (Berg et al., 2022)

References

- Albitar, K., Hussainey, K., Kolade, N., & Gerged, A.M. (2020). ESG disclosure and firm performance before and after IR: The moderating role of governance mechanisms. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(3), 429-444.
- Almeyda, R., & Darmansyah, A. (2019). The influence of environmental, social, and governance (ESG) disclosure on firm financial performance. *IPTEK Journal of Proceedings Series*, 5(5), 278-290.
- Aouadi, A., & Marsat, S. (2018). Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. *Journal of Business Ethics*, 151(4), 1027-1047.
- Arkan, T. (2016). The importance of financial ratios in predicting stock price trends: A case study in emerging markets. *Finanse Rynki Finansowe Ubezpieczenia*, 1(79), 13-26.
- Bae, K., Ghoual, S.E., Gong, Z., & Guedhami, O. (2021). Does CSR matter in times of crisis? Evidence from the COVID-19 pandemic. *Journal of Corporate Finance*, 67(4), 1-18.
- Bahadori, N., Kaymak, T., & Seraj, M. (2021). Environmental, social, and governance factors in emerging markets: The impact on firm performance. *Journal of Finance*, 4(4), 411-422.
- Berg, F., Koelbel, J. & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315-1344.
- Bernardi, C., & Stark, A. (2018). Environmental, social and governance disclosure, integrated reporting and the accuracy of analyst forecasts. *The British Accounting Review*, 50(1), 16-31.
- Bruder, B., Yazid, C., Deixonne, F., & Zheng, B. (2019). *Integration of ESG in asset allocation*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3473874>
- Chantabutr, P., Wuttichindanon, S., & Thirathon, U. (2020). The study on nonlinear impact of CSR on firm market value. *Chulalongkorn Business Review*, 42(4). 22-43.
- Christensen, H.B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: Economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26(3), 1176-1248.
- Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2018). Does corporate social responsibility affect information asymmetry? *Journal of Business Ethics*, 148(3), 549-572
- Dahiya, M., & Singh, S. (2021). The linkage between CSR and cost of equity: an Indian perspective. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 12(3), 499-521.
- de Vincentiis, P., (2022). Do international investors care about ESG news? *Qualitative Research in Financial Markets*, 15(4), 572-588.
- Do, Y., & Kim, S. (2020). Do higher-rated or enhancing ESG of firms enhance their long-term sustainability? Evidence from market returns in Korea. *Sustainability*, 12(7), 1-22.

- Escrig-Olmedo, E., Fernandez-Izquierdo, M.A., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J.M. & MuñozTorres, M.J. (2019). Rating the raters: evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles. *Sustainability*, 11(3), 915-931.
- Fiori, G., Donato, F.di, & Izzo, M.F. (2015). Corporate social responsibility and stock prices: A study on the Italian market. *Corporate Ownership and Control*, 12(2), 584–666.
- García-Sánchez, I., Hussain, N., Martínez-Ferrero, J., & Ruiz-Barbadillo, E. (2019). Impact of disclosure and assurance quality of corporate sustainability reports on access to finance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(4), 832-848.
- Giudice, A., & Rigamonti, S. (2020). Does audit improve the quality of ESG scores? Evidence from corporate misconduct. *Sustainability*, 12(14), 5670-5686.
- Grougiou, V., Dedoulis, E., & Leventis, S. (2016). Corporate social responsibility reporting and organizational stigma: The case of “Sin” industries. *Journal of Business Research*, 69(2), 905-914.
- Harasheh, M., & Provasi, R. (2022). A need for assurance: Do internal control systems integrate environmental, social, and governance factors? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(1), 384-401.
- Izcan, D., & Bektas, E. (2022). The relationship between ESG scores and firm - specific risk of Eurozone banks. *Sustainability*, 14(14), 8619-8640.
- James, G., Witten, D., Hastie, T., Tibshirani, R. (2021). *An Introduction to Statistical Learning*. Springer Texts in Statistics. Springer, New York, NY.
- Ji, Y., Xu, W., Zhao, O., & Ji, Z. (2023). ESG disclosure and investor welfare under asymmetric information and imperfect competition. *Pacific-Basin Finance Journal*, 78(2), 101982-101996.
- Khatib, S.F., Abdullah, D.F., Elamer, A., & Hazaea, S.A. (2022). The development of corporate governance literature in Malaysia: A systematic literature review and research agenda. *Corporate Governance*, 22(5), 1026–1053.
- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2016). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking and Finance*, 43(1), 1-13.
- Kim, W.S., Park, K., & Lee, S.H. (2018). Corporate social responsibility, ownership structure, and firm value: Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(7), 1-20.
- Lee, M.T. (2016). Corporate social responsibility and stock price crash risk: Evidence from an Asian emerging market. *Managerial Finance*, 42(10), 963-979.
- Lo, K.Y., & Kwan, C.L. (2017). The effect of environmental, social, governance and sustainability initiatives on stock value – examining market response to initiatives undertaken by listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 24(6), 606-619.

- Luckanapisaste, S., Sutthachai, S., & Likitwongkajon, N. (2019). The relationship between management's stock options and firm's profitability. *Journal of Accounting Profession*, 15(17), 32-48.
- Maroun, W. (2019). Does external assurance contribute to higher quality integrated reports? *Journal of Accounting and Public Policy*, 38(4), 1-23.
- Muslu, V., Mutlu, S., Radhakrishnan, S., & Tsang, A. (2019). Corporate social responsibility report narratives and analyst forecast accuracy. *Journal of Business Ethics*, 154(4), 1119–1142.
- Nollet, J., Filis, G., & Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, 52(1), 400-407.
- Ould Daoud Ellili, N. (2020). Environmental, social, and governance disclosure, ownership structure and cost of capital: Evidence from the UAE. *Sustainability*, 12(18), 1-23.
- Pollard, J., Sherwood, M., & Klobus, R. (2018). Establishing ESG as risk premia. *Journal of Investment Management*, 16(1), 1-12.
- Pulino, S.C., Ciaburri, M., Magnanelli, B.S., & Nasta, L. (2022). Does ESG disclosure Influence firm performance? *Sustainability*, 14(13), 1-18.
- Rapan, C.M., Banta, V.C., Manea, A., & Aridah, M.W. (2022). Value relevance of ESG scores: Evidence from European stock exchange markets. *Oblik i finansii*, 2(96). 68-75.
- Refinitiv. (2023). Refinitiv ESG company scores. Retrieved from <https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores#company-esg-scores>
- SDR. (2022). *Sustainable Development Report 2022*. Retrieved from <https://dashboards.sdgindex.org/rankings>
- Shakil, M.H., Tasnia, M., & Mostafiz, M.I. (2020). Board gender diversity and environmental, social and governance performance of US banks: Moderating role of environmental, social and corporate governance controversies. *International Journal of Bank Marketing*, 39(4), 661-677.
- Shanaev, S., & Ghimire, B. (2022). When ESG meets AAA: The effect of ESG rating changes on stock returns. *Finance Research Letters*, 46(4), 102302.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Spence, M., (2002). Signaling in retrospect and the informational structure of markets. *American Economic Review*, 92(3), 434–459.
- Stevens, J. (1992). *Applied multivariate statistics for the social sciences (2nd ed.)*. Hillsdale, NJ: Earlbaum.
- Suttipun, M., & Yordudom, T. (2021). Impact of environmental, social and governance disclosures on marketreaction: An evidence of top 50 companies listed from Thailand. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 20(3), 753-767.