

บทบาทตัวแปรส่งผ่านของผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนในความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท: หลักฐานเชิงประจักษ์จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Mediating Role of Sustainability Performance in the Relationship Between Firm Characteristics and Corporate Performance: Empirical Evidence from the Stock Exchange of Thailand

ดร. ศิรประภา ศรีวิโรจน์

อาจารย์ประจำหลักสูตรบัญชีบัณฑิต คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต

Dr. Siraprapha Sriviroj

Lecturer in The Bachelor of Accountancy Program,
Faculty of Accountancy, Rangsit University.

Corresponding Author: E-mail: siraprapha.s@rsu.ac.th; Ph: 064-165-9695

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ	: 14 กุมภาพันธ์ 2568
วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ	
ครั้งที่ 1	: 3 เมษายน 2568
ครั้งที่ 2	: 18 เมษายน 2568
วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ	: 27 เมษายน 2568

ดร. นิมนวล วิเศษสรรพ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ประจำหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต

Dr. Nimnual Visedsun

Assistant Professor in The Master of Accountancy Program,
Dean of Faculty of Accountancy, Rangsit University.

E-mail: nimnuan@rsu.ac.th; Ph: 081-848-3149

วัฒน์ รัมมะพ้อ

หัวหน้าหลักสูตรบัญชีบัณฑิต คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต

Wattanee Rammapor

Head of the Bachelor of Accountancy Program,
Faculty of Accountancy, Rangsit University.

E-mail: wattanee.r@rsu.ac.th; Ph: 085-902-1689

ปรามินทร์ งามระเบียบ

อาจารย์ประจำหลักสูตร บัณฑิตบัณฑิต คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต

Poramin Ngamrabiab

Lecturer in The Bachelor of Accountancy Program,
Faculty of Accountancy, Rangsit University.

E-mail: poramin.n@rsu.ac.th; Ph: 091-402-5300

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีเพื่อตรวจสอบอิทธิพลทางตรง และทางอ้อมของลักษณะกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยผ่านผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้วิธีวิเคราะห์การถดถอยยกกำลังสองน้อยที่สุดบางส่วน ศึกษาจากข้อมูลย้อนหลัง 3 ปี ตั้งแต่ปี 2564-2566 ของบริษัทจดทะเบียนในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมยกเว้นกลุ่มการเงินที่มีข้อมูลผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนครบถ้วนในระบบฐานข้อมูล Bloomberg จำนวน 111 บริษัท โดยแบ่งลักษณะกิจการออกเป็นลักษณะทางกายภาพ และลักษณะทางการเงิน ผลการวิจัยพบว่า ลักษณะทางการเงินเท่านั้นที่มีอิทธิพลทางบวกโดยตรงต่อผลการดำเนินงานของบริษัท และไม่มีอิทธิพลทางอ้อมผ่านผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน แต่ผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนมีอิทธิพลทางลบโดยตรงต่อผลการดำเนินงานของบริษัท นอกจากนี้ขนาดของกิจการซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมีอิทธิพลทางบวกต่อการดำเนินงานด้านความยั่งยืน แต่กลับมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท แสดงให้เห็นว่าในช่วงปี 2564-2566 ผลการดำเนินงานของบริษัทจะได้รับอิทธิพลทางบวกจากลักษณะทางการเงิน ในขณะที่ได้รับอิทธิพลทางลบจากผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน ผลการวิจัยนี้อาจส่งผลให้นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงเป้าหมายการลงทุนโดยมุ่งเน้นการลงทุนในบริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนในระดับต่ำกว่า ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรมีมาตรการการส่งเสริมความเข้าใจให้กับนักลงทุนในการใช้ข้อมูลผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัทในการตัดสินใจลงทุน รวมทั้งให้ข้อเสนอแนะแก่บริษัทในการสื่อสารต่อสาธารณชนเกี่ยวกับความสำคัญและประโยชน์ของการดำเนินงานด้านความยั่งยืนในระยะยาว

คำสำคัญ: ความยั่งยืน ผลการดำเนินงาน ลักษณะกิจการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

The research aims to examine the direct and indirect effects of business characteristics on company performance through the sustainability performance of Thai Stock Exchange listed companies by using a partial least squares regression analysis method. Data from listed companies in all industrial sectors except the financial sector with complete sustainability performance data in the Bloomberg database, totaling 111 companies, were studied over the last three years, from 2021 to 2023, by categorizing business characteristics into physical and financial characteristics. The results found that only financial factors had a direct positive impact on the company's performance and had no indirect influence through sustainability performance. However, sustainability performance had a direct and negative impact on the company's performance. Furthermore, the size of the firm, a control variable, had a positive impact on sustainability performance but a negative impact on corporate performance. It implies that, from 2021 to 2023, the company's performance would be positively impacted by financial characteristics and impacted adversely by sustainable performance. This research might lead investors to shift their investing priorities, focusing on companies with lower sustainability performance. As a result, the Stock Exchange of Thailand should take actions to increase investor understanding of using company sustainability performance data in investment decisions, as well as make recommendations to companies on how to communicate the importance and benefits of long-term sustainability operations to the public.

Keywords: Sustainability, Performance, Business attributes, Stock Exchange of Thailand.

บทนำ

เป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainability Development Goals: SDGs) ได้ถูกนำมาเป็นเป้าหมายในการวางแผนกลยุทธ์ขององค์กรภาคธุรกิจหลายแห่งทั่วโลก โดยมุ่งหวังให้การดำเนินธุรกิจเป็นไปอย่างยั่งยืน นอกเหนือจากการทำกำไรสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น องค์กรสหประชาชาติ (United Nation: UN) มุ่งหวังที่จะบรรลุเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนในระดับโลกภายในปี 2573 โดยสนับสนุนส่งเสริมให้ประเทศสมาชิกร่วมมือกันในการขับเคลื่อนธุรกรรมต่าง ๆ ทั้งภายในและระหว่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศด้วยความใส่ใจในสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ รวมถึงได้พัฒนาเกณฑ์การประเมินผลการดำเนินงานตามแผนกลยุทธ์ดังกล่าวในมิติของสิ่งแวดล้อม สังคม การกำกับดูแลกิจการ และกำไรสุทธิ ตลอดจนกำหนดให้ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนให้แก่ผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งก่อนหน้านี้จะมีการประกาศเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนในปี 2549 องค์กรสหประชาชาติได้ประกาศหลักปฏิบัติการลงทุนที่มีความรับผิดชอบ (Principles for Responsible Investment: PRI) เพื่อส่งเสริมนักลงทุนได้ใช้ข้อมูลผลการดำเนินงานที่แสดงถึงความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม ผนวกกับผลการดำเนินงานทางการเงิน และการมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นในการตัดสินใจลงทุน

ในปี 2557 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้เริ่มนำแนวคิดบรรษัทภิบาล (Corporate Governance: CG) มาใช้ในการส่งเสริมสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนมีกระบวนการกำกับดูแลกิจการ เพื่อก่อให้เกิดความโปร่งใสในการดำเนินงาน และการรายงานผลการดำเนินงาน ส่งผลต่อคุณภาพกำไรและฐานะการเงินของบริษัทจดทะเบียน เช่น การกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนจัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบ การใช้บริการจากผู้สอบบัญชีที่ได้รับการรับรองจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นต้น ต่อมาได้ขยายเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนให้ครอบคลุมด้านความรับผิดชอบต่อสังคม และสิ่งแวดล้อม ผ่านกระบวนการผลักดันที่เป็นรูปธรรม เพื่อยกระดับบริษัทจดทะเบียนในด้านการประกอบการให้เกิดความอย่างยั่งยืน (Thailand Development Research Institute, 2023) ได้แก่ การขอความร่วมมือให้บริษัทจดทะเบียนจัดทำรายงานความยั่งยืน ผนวกรวมกับรายงานทางการเงินและรายงานอื่นในรูปแบบของรายงานเดียว (One Report) เปิดเผยในแบบ 56-1 พร้อมไปกับมาตรการส่งเสริมสนับสนุนนักลงทุนในการใช้ข้อมูลเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพของบริษัทจดทะเบียนที่รายงานต่อสาธารณชน ด้วยระบบกลไกของตลาดหลักทรัพย์ที่มุ่งให้มีการตรวจสอบรับรองความถูกต้องก่อนที่จะเปิดเผยโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาต ซึ่งการดำเนินการเหล่านี้มีเพื่อพัฒนาตลาดทุนให้มีความยั่งยืน เป็นเหตุผลหนึ่งที่นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถเพิ่มประสิทธิภาพในการลงทุนของตนได้ด้วยการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มที่ยั่งยืน (Thailand Sustainability Index: THSI) (Phuensane & Boonpong, 2023) ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ร่วมมือกับสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย สมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย สถาบันไทยพัฒน์ให้การสนับสนุนทางด้านวิชาการแก่บริษัท จัดให้มีการประกวดผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน ซึ่งในแต่ละปีบริษัทจดทะเบียนจะส่งรายงานความยั่งยืนในมิติด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ (Environmental Social and Government: ESG) เพื่อเข้าร่วมจัดอันดับหุ้นยั่งยืนแบบสมัครใจ และมีจำนวนเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังเช่นในปี 2567 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ประกาศผลการประเมินหุ้นยั่งยืน ซึ่งเป็นการประกาศผลประเมินในรูปแบบเรตติ้งโดยมีบริษัทจดทะเบียนที่ได้ที่ผ่านการคัดเลือกและได้รับการประกาศผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings จำนวน 228 บริษัท ซึ่งมากกว่าปีที่แล้วประมาณร้อยละ 19 แสดงให้เห็นถึงพัฒนาการที่สำคัญในการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ได้ออกประกาศคู่มือการรายงานการพัฒนาที่ยั่งยืน เพื่อให้บริษัทต่าง ๆ ใช้เป็นแนวทางในการจัดทำรายงานความยั่งยืน โดยมีประเด็นสำคัญ อาทิ การจัดการความเสี่ยงด้าน ESG นโยบายการจัดการสิ่งแวดล้อม ข้อมูลผลการดำเนินงานด้านการจัดการสิ่งแวดล้อม และการดำเนินงานต่อพนักงาน ชุมชน และสังคมผ่านกระบวนการทางธุรกิจ เป็นต้น

จากทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดทุนที่ได้กล่าวถึงราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพปานกลาง (Semi Strong Form) จะสะท้อนข่าวสารที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจซึ่งเป็นข้อมูลที่สัมพันธ์กับความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน ภายใต้เงื่อนไขของการตลาดแข่งขันสมบูรณ์ ผู้ร่วมตลาดจะใช้ข้อมูลในตลาดที่มีอยู่อย่างเพียงพอและเท่ากันในการตัดสินใจลงทุน ดังนั้นการที่บริษัทจดทะเบียนได้รายงานความยั่งยืนตามรูปแบบที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด เป็นการให้ข้อมูลเชิงคุณภาพเพิ่มเติมจากข้อมูลเชิงปริมาณ เท่ากับว่า นักลงทุนได้รับข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจจากบริษัทเพิ่มมากขึ้น ข้อค้นพบจากการวิจัยในอดีตหลายฉบับรายงานว่า รายงานความยั่งยืนได้ให้ข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัททำให้มูลค่าตลาดของกิจการเพิ่มขึ้น โดยที่ความเกี่ยวข้องในมูลค่าตลาดของกิจการขึ้นอยู่กับลักษณะเฉพาะของกิจการ เช่น ขนาดของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงิน ประเภทของอุตสาหกรรม และโครงสร้างผู้ถือหุ้น เป็นต้น (Swarnapali & Le, 2018; Jadoon et al., 2021; Abdi et al., 2022; Kyaw et al., 2022; Hermawan et al., 2023) ผลงานวิจัยเหล่านี้ศึกษาจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่ในต่างประเทศ และใช้อัตราส่วนทางการเงินต่อไปนี้ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นสามัญ และอัตราส่วนมูลค่ากิจการ Tobin's Q รวมทั้งมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน อย่างไรก็ตามพบว่ามีการวิจัยในอดีตบางฉบับที่แตกต่างไป อาทิ López et al. (2007) พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรกับผลการดำเนินงานของธุรกิจที่วัดด้วยการเติบโตของกำไรก่อนหักภาษี (PBT) รายได้ (Revenue) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทที่อยู่ในดัชนี Dow Jones Sustainability Index (DJSI) และ Dow Jones Global Index (DJGI) ในช่วงปี 1998-2004 Manapreechadeelert et al. (2024) พบว่า ESG ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนมูลค่ากิจการ Tobin's Q แต่ ESG แสดงความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA ผลการศึกษาชี้ให้เห็นอิทธิพลเชิงบวกของประสิทธิภาพการบริหารจัดการต่อความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROA และ Tobin's Q) นอกจากนี้ ผลการวิจัยที่พบว่าอิทธิพลของการดำเนินงานด้านความยั่งยืนมีผลกระทบต่อการดำเนินงานในลักษณะระฆังคว่ำ หรือ U-shape อาทิ Cui et al. (2018), Nollet et al. (2016), Wang et al. (2020) โดยอธิบายว่าผลกระทบทางลบที่มีต่อการดำเนินงานในระยะสั้นของการดำเนินงานด้านความยั่งยืนมักจะเกิดขึ้นเมื่อมีการลงทุนในโครงการเกี่ยวกับการรักษาสีเขียวและสังคม แต่ในระยะยาวเป็นผลกระทบทางบวก

จากทฤษฎีและผลการวิจัยข้างต้น ผู้วิจัยมีความเห็นว่า ผลการดำเนินงานในภาพรวมของกิจการซึ่งวัดจากอัตราส่วนทางการเงินที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ หรืออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราส่วนมูลค่ากิจการ Tobin's Q ส่วนหนึ่งย่อมเป็นผลจากการดำเนินงานด้านความยั่งยืน ซึ่งทั้งสองผลการดำเนินงานนี้มีความแตกต่างกันขึ้นอยู่กับลักษณะทางกายภาพและทางการเงินของกิจการ ไม่ว่าจะเป็นประเภทของอุตสาหกรรม โครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการสร้างกระแสเงินสด แต่เนื่องจากการส่งเสริมสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินงานทางธุรกิจโดยคำนึงถึงความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม และมีระบบและกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นเป็นไปในลักษณะความสมัครใจ ซึ่งเริ่มมาตั้งแต่ปี 2518 จนถึงปัจจุบัน จึงอาจทำให้เป้าหมายและระดับการลงทุนดำเนินการในโครงการต่าง ๆ ด้าน ESG มีความแตกต่างกัน ซึ่งน่าจะสัมพันธ์กับประเภทอุตสาหกรรมและลักษณะทางการเงินข้างต้น ต่อมาเมื่อตลาดหลักทรัพย์ได้มีการกระบวนกรส่งเสริมที่เป็นรูปธรรมมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังจะเห็นได้จากการจัดกลุ่มหุ้นยั่งยืน ดัชนีหุ้นยั่งยืน การมอบรางวัลให้แก่บริษัทที่มีผลการดำเนินงานโดดเด่น หรือรางวัลต้นแบบการดำเนินงานที่ยั่งยืน พร้อมทั้งมาตรการการสร้างตระหนักรู้ให้กับนักลงทุน และสถาบันการเงินในตัดสินใจโดยใช้ข้อมูลจากผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน จึงทำให้บริษัทจดทะเบียนมีความสนใจและเข้าร่วมโครงการดังกล่าวเพิ่มขึ้นทุกปี ผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน จึงเป็นปัจจัยเสริมของผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งนี้ผู้วิจัยยังเห็นว่ากรอบแนวคิดการวิจัยที่พบในการวิจัยก่อนหน้านี้ส่วนใหญ่ ยังไม่ได้มองถึงความสัมพันธ์และผลกระทบในเชิงโครงสร้างที่เชื่อมโยงลักษณะทางกายภาพและทางการเงินในฐานะตัวแปรต้นอย่างชัดเจน ว่ามีผลอย่างไรต่อการดำเนินงานของบริษัทเมื่อมีการรายงานผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน เพราะส่วนใหญ่จะมุ่งไปที่การตรวจสอบผลกระทบการดำเนินงานด้านความยั่งยืนไม่ว่าจะเป็นผลการดำเนินงานหรือการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืน ที่มีต่อการดำเนินงานของบริษัทที่วัดด้วยอัตราส่วนทางการเงินเพียงอัตราส่วนเดียว ช่องว่างการวิจัยนี้จึงนำมาซึ่งคำถามวิจัยที่น่าสนใจว่าการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานที่มาจากลักษณะทางกายภาพและทางการเงิน จะเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลง

หากได้รวมอิทธิพลของผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนเข้ามาอยู่ในโครงสร้างความสัมพันธ์ในฐานะตัวแปรส่งผ่าน เมื่อประกอบกับผลการวิจัยเชิงคุณภาพที่ได้จากการวิเคราะห์ข้อเท็จจริงที่รวบรวมจากการสัมภาษณ์เชิงลึก จะช่วยให้การสรุปผลการวิเคราะห์โครงสร้างความสัมพันธ์เชิงสาเหตุระหว่างลักษณะทางกายภาพและการเงินกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน โดยมีผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนเป็นตัวแปรส่งผ่าน มีความชัดเจนและเชื่อถือได้มากขึ้น การวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์ดังนี้

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อให้รู้ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับมูลเหตุจูงใจที่ทำให้ฝ่ายบริหารดำเนินการด้านความยั่งยืน กระบวนการดำเนินการด้านความยั่งยืน และการสร้างความเชื่อมั่นในรายงานความยั่งยืน ประโยชน์ที่ได้จากการดำเนินการด้านความยั่งยืน และข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการจัดทำรายงานความยั่งยืน
2. เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลทางตรงของลักษณะทางกายภาพ และทางการเงินที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลทางตรงของผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลทางอ้อมของลักษณะทางกายภาพ และทางการเงินที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท โดยผ่านผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แนวคิด ทฤษฎี และการวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดทุน

สมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาด (Market Efficiency Hypothesis) โดย Eugene (1970) ได้อธิบายสภาวะตลาดทุนที่สามารถผนวกข้อมูลที่เกี่ยวข้องต่างๆ เข้าไปกับราคาของหลักทรัพย์ได้อย่างรวดเร็วและถูกต้องโดยที่การปรับเปลี่ยนระดับราคาของหลักทรัพย์ในแต่ละจุดเวลาถือเป็นเครื่องสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เป็นสาระสำคัญที่เกิดขึ้นในจุดเวลาดังกล่าว โดยสมมติฐานนี้ได้แบ่งตลาดออกเป็น 3 ระดับ

1. ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพต่ำ (The Weakly Efficient Market) ราคาหลักทรัพย์เคลื่อนไหวอย่างสุ่ม การลงทุนจะพิจารณาจากราคาในอดีตหรือข้อมูลในอดีตอื่นๆ เนื่องจากนักลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลด้านราคาได้อย่างเท่าเทียมกัน
2. ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (Semi-Strong Efficient Market) ราคาของหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เป็นข้อมูลสาธารณะอย่างเต็มที่ ราคาจึงสะท้อนข้อมูลข่าวสารใหม่ที่มีเผยแพร่ต่อสาธารณะชนทั่วไป ซึ่งสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง
3. ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพสูง (The Strongly Efficient Market) ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพระดับสูง จะสะท้อนข้อมูลข่าวสารใหม่ทุกชนิดไม่เพียงแต่เป็นข้อมูลที่เผยแพร่ต่อสาธารณะชนเท่านั้นแต่ยังรวมถึงข้อมูลภายในที่ไม่เปิดเผยอีกด้วย

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) โดย Freeman (2010) อธิบายความสำคัญของผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในฐานะผู้ได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานขององค์กร ได้แก่ ลูกค้า พนักงาน ผู้ถือหุ้น คู่ค้า คู่แข่ง ชุมชน และรัฐบาล เป็นต้น จึงมุ่งเน้นให้องค์กรควรคำนึงถึงผลประโยชน์และความต้องการของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่ม ไม่ใช่เพียงแค่ผู้ถือหุ้นเท่านั้น โดยชี้ให้เห็นว่าการบริหารจัดการที่ดีจะช่วยสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งส่งเสริมการแลกเปลี่ยนความรู้ แนวคิด และทรัพยากรที่เป็นประโยชน์ระหว่างกัน นอกจากนี้ยังช่วยให้องค์กรเข้าใจสภาพแวดล้อมทางสังคมได้ดีขึ้น และส่งผลดีต่อภาพลักษณ์ขององค์กร ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียสามารถแบ่งออกเป็นสองกลุ่มหลักคือ

1. ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียหลัก (Primary Stakeholders): กลุ่มที่มีความสำคัญต่อความสำเร็จขององค์กรโดยตรง เช่น ลูกค้า พนักงาน ผู้ถือหุ้น และคู่ค้า
2. ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียรอง (Secondary Stakeholders): กลุ่มที่ได้รับผลกระทบทางอ้อมจากการดำเนินงานขององค์กร เช่น รัฐบาล ชุมชน สื่อมวลชน และกลุ่มนักเคลื่อนไหว

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signal Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ โดย Spence (1973) อธิบายพฤติกรรมของผู้ให้ข้อมูลที่พยายามให้ข้อมูลเพิ่มเติมเพื่อถ่ายทอดข้อมูลหรือคุณค่าของตนไปยังอีกฝ่ายที่มีข้อมูลน้อยกว่า และคาดหวังว่าผู้รับข้อมูลเพิ่มเติมจะใช้ข้อมูลในการตัดสินใจ เช่น การส่งสัญญาณระหว่างผู้สมัครงานกับนายจ้างในตลาดแรงงาน บริษัทประกันภัยกับผู้ที่ทำประกันภัย บริษัทจดทะเบียนกับนักลงทุน เป็นต้น ทฤษฎีนี้ถูกนำมาประยุกต์ใช้ในการวิจัยในศาสตร์สาขาต่าง ๆ เช่น เศรษฐศาสตร์ การเงิน การตลาด และการบริหารธุรกิจ เป็นต้น

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน อธิบายพฤติกรรมของบุคคล 2 ฝ่ายที่สัมพันธ์กันในลักษณะที่ฝ่ายหนึ่งเป็นตัวแทน (Principle) และอีกฝ่ายหนึ่งเป็นตัวแทน (Agent) ทั้งสองฝ่ายต่างยอมรับที่จะผูกพันตนตามสัญญาซึ่งเป็นสัญญาต่างตอบแทน ทฤษฎีจึงถูกนำมาใช้ในการอธิบายพฤติกรรมของตัวแทนและตัวการในสัญญาว่าจ้าง โดยผู้ว่าจ้างอยู่ในฐานะตัวการ และผู้ถูกจ้างอยู่ในฐานะตัวแทน บุคคลทั้งสองฝ่ายจึงต่างมีหน้าที่และความรับผิดชอบตามสัญญา สัญญาต่างตอบแทนที่กล่าวถึงจะทำให้ฝ่ายตัวแทนต้องปฏิบัติหน้าที่ที่ได้รับมอบอำนาจในการทำงานสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับตัวการ โดยฝ่ายตัวการจะจ่ายค่าตอบแทนให้ ดังนั้นในการควบคุมพฤติกรรมของตัวแทน นอกจากจะวางกฎระเบียบในการปฏิบัติหรือเงื่อนไขในการทำงาน จำเป็นที่ต้องให้ตัวแทนรายงานผลการปฏิบัติงานตามหลักเกณฑ์ที่เป็นมาตรฐาน เพื่อไม่ให้ตัวแทนดำเนินการที่ไม่เหมาะสมที่เรียกว่า ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ทำให้ตัวการอาจต้องจ่ายค่าใช้จ่ายเพิ่มเติม เช่น ค่าตอบแทนให้กับบุคคลที่ 3 ซึ่งมีความเป็นอิสระในการตรวจสอบรายงานทางการเงินที่ตัวแทนจัดทำและนำเสนอต่อตัวการ หรือการจ่ายค่าตอบแทนเพิ่มเติมโดยอิงกับผลการดำเนินงานของตัวแทน เป็นต้น

ผลการวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้อง

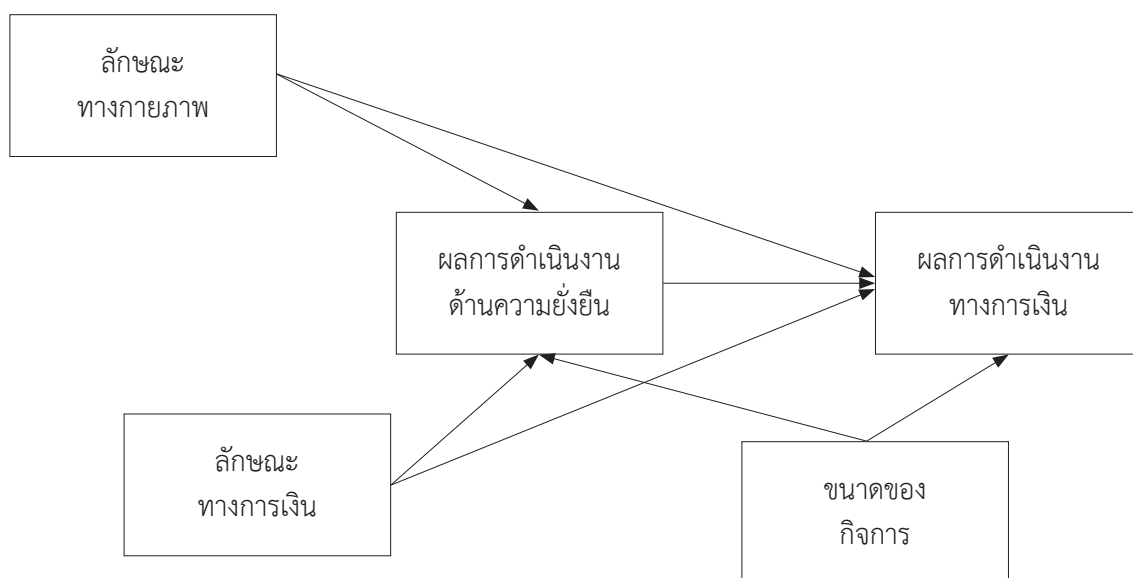
รายงานผลการวิจัยหลายฉบับ ชี้ให้เห็นว่าผู้บริหารควรให้ความสำคัญต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม อย่างมากโดยจะต้องมีเป้าหมายและกลยุทธ์การดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่ชัดเจน การดำเนินงานด้านความยั่งยืน ถือเป็นทรัพยากรสำคัญของกิจการที่จะใช้ในการสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันทางธุรกิจ เพราะช่วยสร้างภาพลักษณ์ขององค์กร ลดความเสี่ยงการดำเนินธุรกิจ ซึ่งจะนำไปสู่การได้รับการสนับสนุนจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกภาคส่วน และส่งผลต่อผลการดำเนินงาน (Zhang & Zhu, 2019; Vishwanathan et al., 2020; Machmuddah et al., 2020) ไม่เพียงแต่ผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน แต่การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งพบว่ามีกรวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนต่อราคาหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา (Li et al., 2018) และผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนอย่างโปร่งใสและครบถ้วน จะได้รับการตอบรับที่ดีจากนักลงทุน ส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น García-Sánchez and García-Meca (2018) ได้ค้นพบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการกำกับดูแลกิจการกับความผันผวนของราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ของยุโรปที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่าจะมีความผันผวนของราคาหุ้นน้อยกว่า เพราะนักลงทุนจะเชื่อมั่นว่าบริษัทที่ดำเนินธุรกิจโดยคำนึงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม เป็นบริษัทที่มีความมั่นคงและน่าเชื่อถือ ดังเช่น Roberts and Dowling (2019) ได้ตรวจสอบผลกระทบของความมีชื่อเสียงของบริษัทในด้านการดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่มีต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และพบว่าบริษัทที่มีชื่อเสียงดี มักมีผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่สูงกว่า เพราะนักลงทุนมองว่าบริษัทเหล่านี้มีความเสี่ยงต่ำและมีศักยภาพในการสร้างกำไร และกระแสเงินสดในระยะยาว จึงกล่าวได้ว่าการดำเนินงานด้านความยั่งยืนมีผลต่อมูลค่ากิจการ การรายงานผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนจึงเป็นการส่งสัญญาณให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับกิจการ ด้วยเหตุนี้ผู้บริหารซึ่งเป็นผู้มีข้อมูลข่าวสารมากกว่านักลงทุน จึงควรต้องสร้างความเชื่อมั่นที่มีต่อบริษัทโดยการสื่อสารกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียโดยเฉพาะนักลงทุน ให้ทราบถึงการใช้เงินทุนผ่านกิจกรรมหรือโครงการต่าง ๆ ที่มุ่งสู่การพัฒนาที่ยั่งยืน รวมทั้งแสดงถึงความตั้งใจจริงของผู้บริหารในการสร้างมูลค่าเพิ่มและความยั่งยืนให้กับธุรกิจ และด้วยกลไกการกำกับดูแลกิจการ เป็นการแสดงออกซึ่งพฤติกรรม การบริหารงานของผู้บริหารที่คำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดที่เป็นไปอย่างโปร่งใส ซึ่งช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการให้สูงขึ้นได้ (Zhang & Zhu, 2019; Vishwanathan et al., 2020; Machmuddah et al., 2020; Wanganusorn et al., 2022; Tsai & Wu, 2022; Nguyen & Nguyen, 2023; Kwaning et al., 2024 และ Yavuz et al., 2025) อย่างไรก็ตามผลการวิจัยในอดีตมีความไม่สอดคล้องกันในทิศทางของความสัมพันธ์และผลกระทบที่เกิดขึ้นระหว่างผลการดำเนินงาน

ด้านความยั่งยืนกับผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการ ซึ่งมีการวิจัยในอดีตที่ชี้ให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทั้งสองด้าน มีลักษณะเป็นระยะคว่ำ กล่าวคือ ผลกระทบทางลบของการดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่มีต่อผลการดำเนินงาน จะพบได้ ในระยะเริ่มแรกของการดำเนินงานด้านความยั่งยืน หรือในระยะสั้น แต่ในระยะยาวกลับเป็นผลกระทบทางบวก (Barnett & Salomon, 2012; Tang et al., 2012; Nollet et al., 2016; Cui et al., 2018; Wang et al., 2020)

นอกจากนี้ มีการขยายผลการวิจัยในด้านนี้ โดยนำปัจจัยด้านคุณลักษณะของกิจการเข้าไปในกรอบแนวคิดการวิจัย อาทิ ประเภทอุตสาหกรรม ขนาดของกิจการ หรือ โครงสร้างของผู้ถือหุ้น รวมทั้ง อัตรากำไรสุทธิ การสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และความเสียหายทางการเงิน ดังเช่น ผลงานวิจัยของ Abdi et al. (2020) และ Hermawan et al. (2023) ซึ่งมีข้อค้นพบที่ชี้ให้เห็นว่าอิทธิพลของการดำเนินงานด้านความยั่งยืนต่อผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการ มีเงื่อนไขที่แตกต่างกันไปในแต่ละอุตสาหกรรม กล่าวคือ ผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนจะไม่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการในกลุ่มอุตสาหกรรม การผลิตยาที่ดำเนินธุรกิจในประเทศอินโดนีเซีย หากบริษัทเหล่านั้นไม่สามารถทำกำไรหรือสร้างกระแสเงินสดสุทธิได้ และผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของกิจการในกลุ่มธุรกิจการบิน แม้จะสร้างภาพลักษณ์ที่ดีแต่กลับส่งผลกระทบทางลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท และ Rahman et al. (2024) ได้แสดงถึงบทบาทในการกำหนดการเติบโตและพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศอินโดนีเซียของธุรกิจการเงินโดยเฉพาะธนาคารในประเทศอินโดนีเซีย จากการวิเคราะห์ข้อมูล พบว่าการธนาคารที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม (Green Banking) มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการของธุรกิจผ่านการรายงานความยั่งยืน กล่าวคือ คุณภาพของการรายงานความยั่งยืนมีบทบาทเป็นตัวแปรส่งผ่าน (Mediating Variable) ของความสัมพันธ์ระหว่างการธนาคารที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมและมูลค่ากิจการของธุรกิจ และยังพบว่าขนาดของธุรกิจมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการธนาคารที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม และมูลค่ากิจการของธุรกิจ

จากทฤษฎีทั้ง 4 ทฤษฎีที่กล่าวข้างต้น ผู้วิจัยจึงมีแนวคิดว่าการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามมาตรการส่งเสริมและสนับสนุนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะมีเป้าหมายและกลยุทธ์การดำเนินงานที่แตกต่างกัน รวมถึงผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนจะมีความแตกต่างกันเช่นกัน ขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านลักษณะของกิจการ ซึ่งมีความสอดคล้องกับแนวคิดทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย และทฤษฎีการส่งสัญญาณ ที่อธิบายการแสดงออกซึ่งพฤติกรรมการตัดสินใจของฝ่ายบริหารในการลงทุนดำเนินธุรกิจอย่างเหมาะสมกับทรัพยากรและความสามารถที่มี โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่ายมิใช่แต่ผู้ถือหุ้น และตนเองเท่านั้น ผลการดำเนินงานตามแผนกลยุทธ์ความยั่งยืน จะต้องได้รับการเผยแพร่สู่สาธารณชนในแนวทางที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดแม้จะเป็นไปตามความสมัครใจก็ตาม เพราะผู้บริหารตระหนักถึงประโยชน์ที่จะได้รับการลงทุนดังกล่าว ไม่ว่าจะเป็นภาพลักษณ์ การลดลงของความเสี่ยงทางธุรกิจจากภาวะการแข่งขัน และประสิทธิภาพต้นทุนการผลิตหรือการให้บริการที่เพิ่มขึ้น รวมทั้งการได้รับการสนับสนุนจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเมื่อนักลงทุนได้รับรู้ข่าวสารนี้จากบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดทุนที่นักลงทุนจะใช้ข้อมูลที่ถูกเปิดเผยออกมาทั้งหมดในการตัดสินใจ จึงทำให้การดำเนินงานด้านความยั่งยืนส่งผลต่อผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการของบริษัท และจากบทวิเคราะห์ผลการวิจัยในอดีตที่กล่าวไว้ข้างต้นเมื่อผนวกกับบริบทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการส่งเสริมความตระหนักรู้ถึงความสำคัญและจำเป็นของการดำเนินงานด้านความยั่งยืน จึงมีความคิดว่าการดำเนินงานด้านความยั่งยืน จะเป็นตัวแปรส่งผ่านผลกระทบของลักษณะกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่จะเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์แสดงให้เห็นว่าผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการจะได้รับอิทธิพลจากผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน ทั้งในฐานะตัวแปรต้น และตัวแปรส่งผ่านอิทธิพลของลักษณะกิจการ โดยเฉพาะลักษณะทางการเงิน

ในที่นี้แบ่งลักษณะกิจการเป็นลักษณะทางกายภาพ หมายถึง ประเภทอุตสาหกรรม และลักษณะทางการเงิน หมายถึง โครงสร้างเงินทุนของกิจการ ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดสุทธิ เช่นเดียวกับผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการที่ครอบคลุมในทุกมิติ ไม่ว่าจะเป็นความสามารถในการทำกำไร หรือ มูลค่ากิจการที่วัดด้วยข้อมูลตลาดทุน เช่น มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ และอัตราส่วน Tobin's Q โดยผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนอาจเป็นเงื่อนไขของผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการต่าง ๆ ที่เป็นผลมาจากลักษณะของกิจการที่แตกต่างกัน ทั้งในฐานะของตัวแปรต้น และตัวแปรกลาง กรอบแนวคิดการวิจัย จึงเป็นดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

จากกรอบแนวคิดการวิจัย ผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน และผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะได้รับอิทธิพลทางตรงจากลักษณะของกิจการ ทั้งทางด้านกายภาพ ได้แก่ ประเภทอุตสาหกรรม และด้านการเงิน ได้แก่ โครงสร้างเงินทุน ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสด ซึ่งเป็นตัวแปรที่พบในการวิจัยในอดีตที่กล่าวไว้ข้างต้นโดยในที่นี้ได้ถูกนำมารวมเป็นองค์ประกอบปัจจัยด้านลักษณะของกิจการ สำหรับการตรวจสอบความสัมพันธ์และผลกระทบของการดำเนินงานด้านความยั่งยืนต่อผลการดำเนินงานของกิจการ จะพิจารณาที่นัยสำคัญทางสถิติของสัมประสิทธิ์เส้นทางจากลักษณะของกิจการไปยังผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน และผลการดำเนินงานของกิจการ ตามที่ปรากฏในรูปกรอบแนวคิดการวิจัย ซึ่งผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน เป็นปัจจัยที่ประกอบด้วยผลการประเมินการดำเนินงานด้านความยั่งยืน และผลการประเมินคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืน กล่าวคือเป็นการรวมผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนในมิติของผลจากการดำเนินงาน กับการเปิดเผยข้อมูลที่มีผลการวิจัยยืนยันว่ามีผลต่อผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการ สำหรับผลการดำเนินงานทางการเงินจะพิจารณาในมิติของอัตราผลตอบแทน ซึ่งเป็นข้อมูลที่มีส่วนได้ส่วนเสียให้ความสนใจและใช้ในการตัดสินใจลงทุน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และผนวกมิติของอัตราส่วนเชิงเปรียบเทียบกับราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (Mar Cap) และ ดัชนี Q (Tobin's Q) รวมเข้าไว้ด้วยกันเป็นปัจจัยผลการดำเนินงานของกิจการ โดยมีขนาดของกิจการเป็นตัวแปรควบคุม สมมติฐานการวิจัย จึงมีดังนี้

สมมติฐานการวิจัยที่ 1 ลักษณะทางกายภาพของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะมีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท และการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัท

สมมติฐานการวิจัยที่ 2 ลักษณะทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะมีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท และผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัท

สมมติฐานการวิจัยที่ 3 ผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะมีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท

สมมติฐานการวิจัยที่ 4 ลักษณะทางกายภาพของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะมีอิทธิพลทางอ้อมต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท โดยผ่านผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัท

สมมติฐานการวิจัยที่ 5 ลักษณะทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะมีอิทธิพลทางอ้อมต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท โดยผ่านผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัท

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากร ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 668 บริษัท ในปี 2566 โดยงานวิจัยนี้มีตัวแปรแฝง 4 ตัวแปร และในแต่ละตัวแปรแฝงมีตัวแปรสังเกตได้มากกว่า 3 ตัวแปร จึงกำหนดขนาดตัวอย่างขั้นต่ำ 100 ตัวอย่าง (Hair et al, 2009) สอดคล้องกับการกำหนดขนาดตัวอย่างของ Schumacker and Lomax (2010) ที่ขนาดตัวอย่างจำเป็นต้องมีอย่างน้อย 100 ถึง 150 ตัวอย่าง เมื่อนำมาประกอบกับแผนขั้นตอนและวิธีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างใช้วิธีเจาะจงโดยกำหนดเกณฑ์ในการคัดเลือก ดังนี้

1. เป็นบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชี สิ้นสุด 31 ธันวาคม
2. เป็นบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน ได้แก่ ธนาคาร ประกันภัย ประกันชีวิต และกองทุน
3. เป็นบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ตลอดระยะเวลาที่ศึกษา ตั้งแต่ปี 2564 – 2566
4. เป็นบริษัทที่มีข้อมูลในฐานข้อมูล Bloomberg และมีข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครบถ้วนตลอดระยะเวลาที่ศึกษา ตั้งแต่ปี 2564 – 2566

จากการกำหนดขนาดตัวอย่าง และจากการใช้เกณฑ์การคัดเลือกดังกล่าว กลุ่มตัวอย่าง จึงประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด 111 บริษัท

แหล่งข้อมูลและการเก็บรวบรวมข้อมูล

เนื่องจากงานวิจัยฉบับนี้ ใช้วิธีวิจัยแบบวิธีผสม แหล่งข้อมูลจึงประกอบด้วย

แหล่งข้อมูลปฐมภูมิ ซึ่งเก็บข้อมูลด้วยวิธีการสัมภาษณ์เจาะลึก โดยมีคำถามเกี่ยวกับ มูลเหตุจูงใจที่ทำให้ฝ่ายบริหารดำเนินการด้านความยั่งยืน กระบวนการดำเนินการด้านความยั่งยืน และการสร้างความเชื่อมั่นในรายงานความยั่งยืน ประโยชน์ที่ได้จากการดำเนินการด้านความยั่งยืน และข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการจัดทำรายงานความยั่งยืน

แหล่งข้อมูลทุติยภูมิ คือ ระบบข้อมูล Bloomberg อำนวยการโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรม (IND) ความเสี่ยงทางการเงิน (DE) กำไรก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษี และค่าเสื่อมค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) มูลค่ากิจการ (EV) และขนาดของกิจการ (FS) ผลการดำเนินงานด้านการพัฒนาที่ยั่งยืน ได้แก่ คะแนนการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (E score) ด้านสังคม (S score) และ ด้านการกำกับดูแลกิจการ (CG score) รวมทั้งคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านการพัฒนาที่ยั่งยืน (ESG Dscore) ผลการดำเนินงานของกิจการ ได้แก่ มูลค่าตลาดของกิจการ ในที่นี้ใช้ดัชนีชี้วัดผลการดำเนินงาน Tobin's Q อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญของบริษัท (Mar Cap) ข้อมูลเหล่านี้เก็บรวบรวมเป็นรายปี ย้อนหลัง 3 ปี ตั้งแต่ปี 2564-2566 รวมจำนวนข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้ 333 รายปีรายบริษัท

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลปฐมภูมิ ใช้วิธีถอดความและสรุปความจากเนื้อหาที่มีความสอดคล้องกัน และนำเสนอแบบพรรณนาความ ในประเด็นมูลเหตุจูงใจที่ทำให้ฝ่ายบริหารดำเนินการด้านความยั่งยืน กระบวนการดำเนินการด้านความยั่งยืนและการสร้างความเชื่อมั่นในรายงานความยั่งยืน ประโยชน์ที่ได้จากการดำเนินการด้านความยั่งยืน และข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการจัดทำรายงานความยั่งยืน

ในส่วน of ข้อมูลทุติยภูมิ จะนำมาวิเคราะห์และทดสอบอิทธิพลทางตรงและอิทธิพลทางอ้อมของลักษณะทางกายภาพและทางการเงินของกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการโดยมีผลการดำเนินงานความยั่งยืนเป็นตัวแปรส่งผ่าน ด้วยข้อจำกัดของข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้ในช่วงระยะเวลา 3 ปี จึงใช้วิธีวิเคราะห์การถดถอยกำลังสองน้อยที่สุดบางส่วน (Partial least square regression) ที่มีความเหมาะสมมากกว่าวิธีการวิเคราะห์สมการโครงสร้างที่ใช้ค่าความแปรปรวนเป็นฐาน เนื่องจากไม่ต้องคำนึงการแจกปกติของชุดข้อมูลที่นำมาวิเคราะห์ รวมทั้งปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างกันของตัวแปรต้นทั้งหมด (Multicollinearity) ในการอธิบายปัจจัยที่ศึกษา อีกประการหนึ่งการวิจัยนี้มีเพื่อตรวจสอบผลกระทบตามเส้นทางความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยต่างๆ ตามกรอบแนวคิดการวิจัยซึ่งมีความซับซ้อนพอสมควรโดยไม่ได้มุ่งเน้นการตรวจสอบเพื่อยืนยันทฤษฎี การพิจารณานัยสำคัญทางสถิติของอิทธิพลของปัจจัยต่าง ๆ นั้น จะใช้ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางที่กำหนดในกรอบแนวคิดการวิจัย และค่านัยสำคัญที่คำนวณได้ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95%

ผลการวิจัย

ข้อมูลจากการสัมภาษณ์เชิงลึกผู้บริหารระดับสูงที่รับผิดชอบในส่วนงานการพัฒนาความยั่งยืนโดยตรงของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างที่ตอบรับการสัมภาษณ์ 6 บริษัท จากทั้งหมด 111 บริษัท ประกอบด้วย ธุรกิจปิโตรเคมี 1 บริษัท พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 3 บริษัท ทรัพยากร (น้ำมันเชื้อเพลิง) 1 บริษัท และธุรกิจเหล็กครบวงจร 1 บริษัท สรุปเนื้อหาที่มีความสอดคล้องกันได้ดังนี้

1) มุมเหตุจูงใจที่ทำให้ฝ่ายบริหารดำเนินการด้านความยั่งยืน

1.1 วิสัยทัศน์ของผู้บริหารระดับสูงที่ตระหนักถึงความสำคัญและจำเป็นในการรักษาสิ่งแวดล้อม และสังคมความเป็นอยู่ของประชาชนที่อาศัยอยู่โดยรอบอาคารโรงงาน เพราะผลกระทบของกระบวนการผลิตหรือการให้บริการ ส่งผลโดยตรงต่อสิ่งแวดล้อม และคุณภาพชีวิตของประชาชน

1.2 ข้อบังคับทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องในการจัดตั้งโรงงาน ดังนั้นการดูแลรักษาสิ่งแวดล้อมจึงเป็นจุดเริ่มต้นที่บริษัทต้องพัฒนาและจัดให้มีระบบการป้องกัน และมาตรการต่าง ๆ เพื่อควบคุมมลภาวะที่เกิดขึ้น รวมทั้งการทำลายทรัพยากรธรรมชาติให้เป็นไปตามข้อบังคับทางกฎหมาย

1.3 การดำเนินงานด้านความยั่งยืนเป็นข้อมูลที่คู่ค้าทั้งในและต่างประเทศ และผู้ที่มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายให้ความสำคัญ และเป็นเงื่อนไขในการทำธุรกรรมระหว่างกัน

ดังนั้น บทให้สัมภาษณ์ของผู้บริหารที่ได้กล่าวสอดคล้องกัน ดังนี้ “ในปัจจุบันการลงทุนในต่างประเทศให้ความสำคัญ และมีข้อซักถามเกี่ยวกับการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัท และผลที่เกิดขึ้น เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนหรือร่วมลงทุนกับบริษัท รวมไปถึงสถาบันการเงิน สำนักงานส่งเสริมการลงทุน ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนของบริษัท ในบางกรณีขอให้บริษัทจะต้องรายงานข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับการดำเนินการด้านความยั่งยืน”

2) กระบวนการดำเนินการด้านความยั่งยืน และการสร้างความเชื่อมั่นในรายงานความยั่งยืน

2.1 บริษัทส่วนใหญ่จะมีการจัดตั้งส่วนงานยุทธศาสตร์การพัฒนาความยั่งยืน ในขณะที่บางแห่งจะแต่งตั้งคณะทำงานด้านความยั่งยืนที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของผู้บริหารระดับสูง โดยแต่ละบริษัทจะมีการกำหนดเป้าหมายความยั่งยืน และกลยุทธ์ระดับองค์กร ส่วนงานต่าง ๆ จะต้องนำเสนอแผนดำเนินงานด้านความยั่งยืนในที่ประชุมของคณะกรรมการที่รับผิดชอบ เพื่อพิจารณาอนุมัติแผนและรวบรวมเป็นแผนดำเนินงานด้านความยั่งยืน ส่วนงานหรือคณะทำงานที่มีจะเป็นศูนย์กลางในการทำความเข้าใจและกำหนดเป้าหมายความยั่งยืน เพื่อตอบสนองนโยบายของผู้บริหารระดับสูง

2.2 กรอบแนวทางที่ใช้ในการดำเนินงาน มี 2 ส่วน (1) เป็นกรอบแนวทางที่กำหนดโดยองค์กรสากล ได้แก่ Global Reporting Initiative (GRI) เป็นองค์กรอิสระระดับนานาชาติที่พัฒนามาตรฐานการรายงานด้านความยั่งยืน (Sustainability Reporting Standards) เพื่อช่วยให้องค์กรสามารถเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ได้อย่างโปร่งใส และเป็นที่ยอมรับในระดับสากล และ Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) เป็นดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียน ก่อตั้งโดย S&P Dow Jones Indices และ RobecoSAM ซึ่งใช้ในการประเมินความยั่งยืนของบริษัท และ (2) เป็นแนวทางการพัฒนาที่ยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีความสอดคล้องกับเกณฑ์มาตรฐานการพัฒนาที่ยั่งยืนสากล บริษัทที่ทำธุรกิจในต่างประเทศจำเป็นต้องจัดทำรายงานความยั่งยืนตามเกณฑ์มาตรฐานขององค์การสากล แยกต่างหาก

2.3 การรายงานจะมี 2 ส่วน คือ การรายงานทั่ว ๆ ไปเกี่ยวกับ ประเด็นความยั่งยืน สำคัญของเป้าหมายในแต่ละเรื่องที่กำหนด การดำเนินงาน และผลลัพธ์ที่เกิดขึ้น ส่วนที่สองจะเป็นรายละเอียดที่ลงลึกตามลักษณะของอุตสาหกรรม การสร้างความเชื่อมั่นในข้อมูลที่แสดงในรายงานการพัฒนาที่ยั่งยืน จะใช้บริการของผู้เชี่ยวชาญในการตรวจสอบรายงาน ซึ่งผู้ให้การรับรองส่วนใหญ่เป็นผู้ที่สังกัดในองค์กรภาครัฐ เช่น สถาบันรับรองมาตรฐานไอเอสโอ หรือ บริษัทสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ เป็นต้น โดยใช้เครื่องมือหรือเทคนิคเฉพาะด้าน

ผู้ให้สัมภาษณ์ได้แสดงความคิดเห็นสอดคล้องกันในประเด็นเป้าหมายความยั่งยืน ดังนี้ “บริษัทจะมีการดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่แตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับบริบทและความพร้อมทางด้านเทคโนโลยี และเงินทุนของกิจการ เพราะบริษัทจำเป็นต้องใช้เงินทุนเป็นจำนวนมาก รวมทั้งต้นทุนการรายงาน เงินลงทุนส่วนหนึ่งเป็นการลงทุนในการพัฒนาระบบสารสนเทศเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการเก็บรวบรวมข้อมูล การวิเคราะห์ข้อมูลและรายงานผล อาทิประเด็นการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานเป็นปริมาณของก๊าซเรือนกระจกที่เกิดจากการใช้พลังงานในรูปแบบต่าง ๆ รวมทั้งการประเมินมูลค่าความเสียหายที่เกิดขึ้น หรือ ที่อาจจะเกิดขึ้นเมื่อมีการปล่อยก๊าซเรือนกระจก โดยที่บริษัทไม่มีมาตรการในการลดหรือทำให้การปล่อยก๊าซเรือนกระจกเป็นศูนย์”

3) ประโยชน์ที่ได้จากการดำเนินการด้านความยั่งยืน

3.1 บริษัทได้รับการยอมรับว่าเป็นบริษัทที่มีความโดดเด่นของการดำเนินงานที่นำไปสู่การพัฒนาที่ยั่งยืน เป็นชื่อเสียงและภาพลักษณ์ที่ดีของบริษัท ช่วยสร้างความน่าเชื่อถือให้กับบริษัท และเป็นจุดสนใจของนักลงทุน

3.2 ช่วยส่งเสริมการขยายการลงทุนในต่างประเทศ ซึ่งมีความสำคัญมาก เพราะในต่างประเทศทั้งสหรัฐอเมริกาและยุโรป มีข้อกำหนดการลงทุนในประเทศของนักลงทุนต่างประเทศ เกี่ยวกับการดำเนินงานด้านความยั่งยืน

3.3 การเข้าถึงแหล่งเงินทุนและการได้รับการสนับสนุนจากสำนักงานคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (BOI) ในปัจจุบันจะมีข้อกำหนดเกี่ยวกับการดำเนินงานด้านการพัฒนาที่ยั่งยืนของบริษัทเพิ่มเติมจากเดิม เพื่อใช้ในการพิจารณาอนุมัติสินเชื่อและอัตราดอกเบี้ยในอัตราพิเศษ

3.4 นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ทุกประเทศ มีความต้องการและให้ความสำคัญต่อความยั่งยืนของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ จึงมีความสนใจในข้อมูลข่าวสารที่บริษัทได้รายงานในเกี่ยวกับการพัฒนาที่ยั่งยืน

3.5 ช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขันทางธุรกิจ กล่าวคือ ต้นทุนในการผลิตสินค้าลดลง ซึ่งเกิดจากปรับกลยุทธ์การผลิต ทั้งในส่วนของวัตถุดิบ และค่าใช้จ่ายการผลิตซึ่งส่วนใหญ่มาจากการใช้พลังงานสะอาด และเกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทที่เกี่ยวข้องกันในห่วงโซ่อุปทาน เมื่อมีการเผยแพร่ข้อมูลไปยังผู้บริโภคในช่องทางการประชาสัมพันธ์ หรือการติดฉลากที่ให้อายุการเก็บรักษาสิ่งแวดล้อม จะทำให้สินค้าได้รับการตอบรับจากผู้ซื้อเป็นจำนวนมากขึ้น

4) ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการจัดทำรายงานความยั่งยืน

4.1 การจัดทำรายงานความยั่งยืนจะมีประโยชน์ต่อกิจการต่อเมื่อผู้บริโภค หรือผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัทต้องการใช้ข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานด้านความยั่งยืนในการตัดสินใจทำธุรกรรมกับบริษัท ประเด็นสำคัญที่หน่วยงานกำกับดูแลควรดำเนินการ คือ การให้ความรู้และทำความเข้าใจเกี่ยวกับการดำเนินงานด้านการพัฒนาที่ยั่งยืน ไม่จำกัดเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น และควรมีมาตรฐานการรายงานเพื่อเป็นแนวทางในการปฏิบัติ

4.2 การพัฒนามาตรฐานการรายงานความยั่งยืน ควรสอดคล้องกับเกณฑ์ของ GRI หรือ DJSI ตลอดจนแนวทางการจัดทำรายงานความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยเหตุผลของต้นทุนการจัดทำรายงานความยั่งยืนที่สูงมาก และมีข้อมูลที่เป็นรายละเอียดที่ต้องจัดเก็บเป็นจำนวนมาก และความถูกต้องแม่นยำของระบบเทคโนโลยีสารสนเทศที่รองรับ

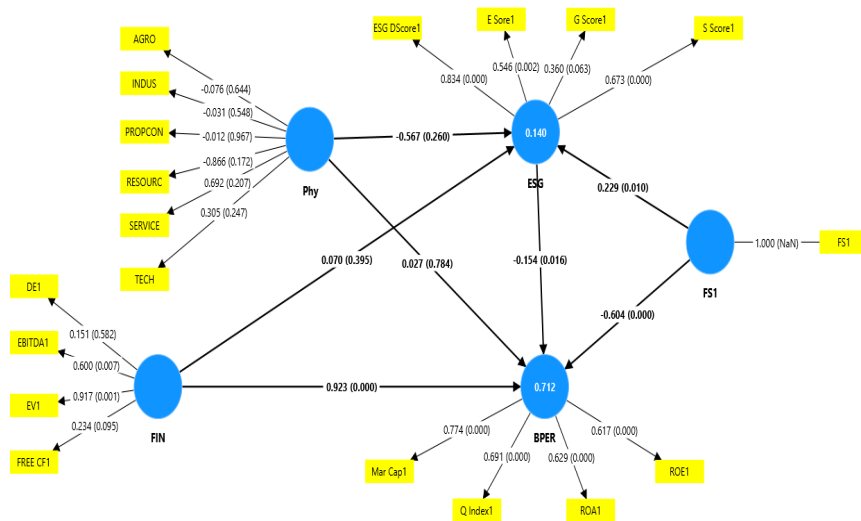
เพื่อให้สามารถตรวจสอบความสัมพันธ์และผลกระทบของลักษณะทางกายภาพได้ ข้อมูลทุกข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้จึงมาจากบริษัทที่จัดอยู่ในอุตสาหกรรมต่าง ๆ ดังนี้ ธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทรัพยากร บริการ และเทคโนโลยี ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม ตัวแปรส่งผ่าน และตัวแปรควบคุม ในตารางที่ 1 ประกอบด้วย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ซึ่งจะเห็นว่าตัวแปรแต่ละตัวจะมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงมาก เกิดจากความแตกต่างระหว่างค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดที่มีจำนวนมาก

ตารางที่ 1 ค่าสถิติของตัวแปรที่ศึกษา

ปัจจัยและตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
คุณลักษณะทางการเงิน (ตัวแปรอิสระ) FIN				
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า) DE1	0.05	1252.39	101.08	137.42
กำไรก่อนหักภาษี ค่าเสื่อม และค่าตัดจำหน่าย และต้นทุนทางการเงิน(หน่วยพันบาท) EBITDA1	-8,441.56	400,926.13	13,836.90	40,370.64
มูลค่ากิจการ (หน่วยพันบาท) EV1	1,356.02	2,271,760.76	172,477.36	300,869.35
กระแสเงินสดอิสระ(หน่วยพันบาท) FREE CF1	-30,772.84	183,177.66	3,772.33	16,529.34
ผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน (ตัวแปรส่งผ่าน) ESG				
คะแนนการเปิดเผยข้อมูลการพัฒนาที่ยั่งยืน ESG D Score 1	20.54	80.95	53.73	12.51
คะแนนการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม E Score1	0.00	8.64	2.85	1.96
คะแนนการดำเนินงานด้านสังคม S Score1	0.00	8.77	3.64	2.01
คะแนนการดำเนินงานด้านการกำกับดูแล G Score 1	2.86	6.29	4.51	0.74
ผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท (ตัวแปรตาม) BPER				
ดัชนี Tobin's Q (เท่า) Q Index1	.58	11.77	1.96	1.55
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (%) ROE1	-84.79	102.78	10.70	18.17
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (%) ROA1	-36.70	63.39	5.96	8.63
มูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัท (หน่วยพันบาท) Mar Cap1	1,377.33	1,097,695.82	113,059.64	193,227.89
ขนาดของกิจการ (ตัวแปรควบคุม) FS1				
สินทรัพย์รวม (หน่วยพันบาท) FS1	839.5790	346,0461.90	154,944.33	362,531.71

การวิเคราะห์ข้อมูลทฤษฎีด้วยวิธีวิเคราะห์การถดถอยกำลังสองน้อยที่สุดบางส่วน (Partial lease square regression) นำมาสรุปเป็นผลการวิจัย ได้ดังนี้

ผลการวิเคราะห์การถดถอยยกกำลังสองน้อยที่สุด แสดงให้เห็นถึงอิทธิพลเส้นทางของคุณลักษณะทางกายภาพ ได้แก่ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) อุตสาหกรรม (INDUS) อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) ทรัพยากร (RESOURE) บริการ (SERVICE) และ เทคโนโลยี (TECH) คุณลักษณะทางการเงิน ผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน ของบริษัทจดทะเบียน โดยมีขนาดของกิจการ เป็นตัวแปรควบคุม ดังแสดงในภาพที่ 2 และผลการทดสอบสมมติฐานแสดงในตารางที่ 2



ภาพที่ 2 แสดงอิทธิพลเส้นทาง

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรงระหว่างปัจจัยต่าง ๆ

เส้นทาง	สัมประสิทธิ์เส้นทาง	ค่าสถิติ T	P values
Phy -> BPER	0.027	0.274	0.784
Phy -> ESG	-0.567	1.128	0.260
FIN -> BPER	0.923	4.724	0.000*
FIN -> ESG	0.070	0.851	0.395
ESG -> BPER	-0.154	2.403	0.016*
Phy-> ESG -> BPER	0.087	0.954	0.335
FIN -> ESG -> BPER	-0.011	0.838	0.402
FS1 -> ESG	0.229	2.578	0.010*
FS1 -> BPER	-0.604	4.215	0.000*

จะเห็นว่า ในช่วงระยะเวลาที่ศึกษา (2564-2566) ลักษณะทางกายภาพ ไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท (Phy -> BPER) (p values = 0.784) ที่ประกอบด้วย มูลค่าตลาดหุ้นสามัญทั้งหมดของบริษัท (Mar Cap1) ดัชนี Tobin's Q อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA1) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE1) และผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน (Phy -> ESG) (p values = 0.260) ที่ประกอบด้วยคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืน (ESG D Score1) คะแนนการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (E Score1) คะแนนการดำเนินงานด้านสังคม (S Score1) และคะแนนการดำเนินงานด้านการกำกับดูแล (CG Score1) หมายความว่า ผลการดำเนินงานทั้งสองด้านแตกต่างกันโดยไม่ขึ้นอยู่กับประเภทอุตสาหกรรม ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยที่ 1

ลักษณะทางการเงินที่ประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE1) กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA1) มูลค่ากิจการ (EV1) และกระแสเงินสดอิสระ (FREE CF1) มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท (FIN -> BPER) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% (p values = 0.000) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.923 ในขณะเดียวกันไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัท (FIN -> ESG) (p values = 0.395) หมายความว่าลักษณะทางการเงินของบริษัท มีความสัมพันธ์และผลกระทบทางบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยที่ 2

โดยลักษณะทางกายภาพและลักษณะทางการเงิน สามารถอธิบายผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทได้ ร้อยละ 71.2 (R^2 เท่ากับ 0.712) และสามารถอธิบายผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัทได้ ร้อยละ 14 (R^2 เท่ากับ 0.140)

ผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงความเชื่อมั่น 95% (ESG $\rightarrow$ BPER) (p values = 0.016) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ -0.154 แสดงให้เห็นถึงทิศทางตรงกันข้ามในความสัมพันธ์และผลกระทบของผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัทที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท แต่จากขนาดของสัมประสิทธิ์เส้นทาง จึงกล่าวได้ว่าผลกระทบของผลการดำเนินงานความยั่งยืนต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทมีเพียงเล็กน้อย โดยทำให้ผลการดำเนินงานทางการเงินบริษัทลดลง ในประเด็นนี้ถือว่าสอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยที่ 3

ลักษณะทางกายภาพ ไม่มีอิทธิพลทางอ้อมต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท โดยผ่านผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัท (PHY $\rightarrow$ ESG $\rightarrow$ BPER) (p values = 0.335) ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยที่ 4

ลักษณะทางการเงิน ไม่มีอิทธิพลทางอ้อมต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท โดยผ่านผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัท (FIN $\rightarrow$ ESG $\rightarrow$ BPER) (p values = 0.402) ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยที่ 5

ทั้งนี้สังเกตได้ว่า ขนาดของกิจการที่เป็นตัวแปรควบคุม มีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน (FS1 $\rightarrow$ ESG) (p values = 0.010) และมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท (FS1 $\rightarrow$ BPER) (p values = 0.000) แสดงว่าผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัทที่มีขนาดกิจการใหญ่กว่าจะสูงกว่าบริษัทที่มีขนาดกิจการเล็กกว่า แต่ผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่มีขนาดกิจการใหญ่กว่ากลับต่ำกว่าบริษัทที่มีขนาดกิจการเล็กกว่า

อภิปรายผล และสรุปผลการวิจัย

แม้ว่าผลการวิจัยที่ได้จะไม่เป็นตามสมมติฐานการวิจัยทุกข้อ แต่ก็ยังเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ที่แสดงให้เห็นว่า ในช่วงระยะเวลาที่ศึกษากลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะให้ความสำคัญต่อลักษณะทางการเงินของบริษัทอย่างมาก และมากกว่าผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัท ซึ่งในที่นี้อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการอธิบายลักษณะทางการเงินของบริษัท ประกอบด้วย โครงสร้างเงินทุน มูลค่ากิจการ ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสด อัตราส่วนทางการเงินเหล่านี้ชี้วัดถึง ความเสี่ยงทางการเงิน มูลค่าธุรกิจของกิจการ และสภาพคล่องของบริษัทที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท ไม่ว่าจะเป็นในมิติของมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และ ดัชนี Tobin's Q ของบริษัท ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางจากผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนไปยังผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท (-0.154) กล่าวได้ว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความสำคัญต่อข่าวสารที่ได้รับน้อยมาก ที่เป็นเช่นนี้อาจเกิดขึ้นเฉพาะในช่วงที่ศึกษา คือ ตั้งแต่ปี 2564-2566 ซึ่งเป็นช่วงที่บริษัทจดทะเบียนต่าง ๆ เผชิญความท้าทายทางเศรษฐกิจหลังการแพร่ระบาดเชื้อไวรัสโควิด

สำหรับอิทธิพลทางตรงของผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่พบว่าผลกระทบทางลบต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทนั้นมีความสอดคล้องกับผลการวิจัยของ López et al. (2007) โดยให้เหตุผลไว้ว่าผลกระทบเชิงลบที่มีต่อผลการดำเนินงาน จะพบได้ในระยะแรก ๆ บริษัทเหล่านี้ได้นำกลยุทธ์ด้านความยั่งยืนมาใช้ในการดำเนินงาน ต้นทุนดำเนินงานจะสูงขึ้นเนื่องจากการปฏิบัติตามมาตรฐานความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม (CSR) และการจัดสรรทรัพยากรใหม่ ทำให้บริษัทจำเป็นต้องเพิ่มรายจ่ายฝ่ายทุนและค่าใช้จ่ายดำเนินงานในโครงการต่าง ๆ เป็นจำนวนมาก ย่อมส่งผลให้กำไรสุทธิของบริษัทลดลง แต่ผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานด้านความยั่งยืน คือ ภาพลักษณ์และการได้รับความร่วมมือจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของธุรกิจ เช่น สถาบันการเงิน คู่ค้าในต่างประเทศ ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารที่รับผิดชอบการดำเนินงานด้านการพัฒนาที่ยั่งยืน ต่างให้ความเห็นถึงผลที่ได้รับจากการดำเนินงานในด้านนี้ว่า จะส่งผลดีต่อการเจรจาติดต่อกับคู่ค้าต่างประเทศ และทำให้ต้นทุนทางการเงินของเงินกู้ลดต่ำลง สำหรับผลกระทบที่จะมีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญอาจประเมินได้ยากเพราะมีปัจจัยหลายอย่างที่เกี่ยวข้อง นอกจากนี้มีผลการวิจัยที่แสดงถึงอิทธิพลของการดำเนินงานด้านความยั่งยืนต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในลักษณะระฆังคว่ำ (Barnett & Salomon, 2012; Tang et al., 2012; Nollet et al., 2016; Cui et al., 2018 และ Wang et al., 2020) ผลการวิจัยเหล่านี้ได้ช่วยขยายผลการวิจัยแบบตัดขวางที่ยังมีความไม่สอดคล้องกันในการอธิบายทิศทางของผลกระทบจากผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ดังเช่นที่กล่าวไว้ตอนต้นโดยมีข้อสรุปว่าอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจากผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน จะพบได้ในช่วงเริ่มต้นของการดำเนินงานด้านความยั่งยืนโดยเฉพาะประเทศที่กำลังพัฒนาและจะเริ่มส่งผล

ทางบวกในระยะต่อไป ซึ่งก็เป็นไปได้ว่าในช่วงเวลาที่ศึกษา เป็นช่วงระยะเริ่มต้นของการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัท ส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเป็นไปได้ที่วามักลงทุนอาจจะมึมุมมองต่อการดำเนินงานด้านความยั่งยืนว่ามีส่วนทำให้การทำการกำไรของบริษัทลดลงหรือเพิ่มขึ้นไม่มากเมื่อเปรียบเทียบกับปีก่อน แต่ด้วยมาตรการส่งเสริมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำให้บริษัทจดทะเบียนเริ่มที่จะให้ความสำคัญต่อการดำเนินงานด้านความยั่งยืนเพิ่มมากขึ้น เพราะตระหนักถึงประโยชน์ที่จะได้รับการดำเนินงานด้านการพัฒนาที่ยั่งยืน ในด้านภาพลักษณ์ของบริษัทซึ่งช่วยให้การติดต่อเจรจาทางการค้ากับคู่ค้าโดยเฉพาะคู่ค้าในต่างประเทศเป็นไปโดยราบรื่นไม่ติดขัดจำกัดทางกฎหมาย สิ่งแวดล้อม และสังคมในประเทศนั้นๆ รวมทั้งผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อผลการดำเนินงานในระยะยาว ซึ่งผลการวิเคราะห์นี้มีความสอดคล้องกับข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารระดับสูง ที่กล่าวถึงมูลเหตุจูงใจที่ทำให้ฝ่ายบริหารดำเนินการด้านความยั่งยืน และประโยชน์ที่ได้รับจากการดำเนินงานด้านความยั่งยืนนั้น ทั้งด้านภาพลักษณ์ การเข้าถึงแหล่งเงินทุน การขยายการลงทุนในต่างประเทศ และสามารถเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน ผลดำเนินการด้านความยั่งยืนที่เปิดเผยในรายงานความยั่งยืนจะมีประโยชน์อย่างยิ่งเมื่อรายงานความยั่งยืนนั้นมีมาตรฐานการรายงาน จัดจัดทำด้วยความรู้ความเข้าใจ และจัดเก็บข้อมูลที่มีรายละเอียดได้อย่างความถูกต้องแม่นยำ

ในส่วนของอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมของลักษณะทางกายภาพและทางการเงินที่ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัย ผู้วิจัยมีความเห็นว่าอาจเป็นผลจากคุณภาพของรายงานความยั่งยืน เพราะผลการวิจัยของ Rahman et al., (2024) ได้แสดงถึงคุณภาพของการรายงานความยั่งยืนที่เป็นตัวแปรส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างการธนาคารที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมและมูลค่ากิจการของธุรกิจ ทั้งนี้เพราะระบบและกลไกของการส่งเสริมการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปัจจุบัน ยังอยู่ในรูปแบบของการดำเนินงานตามความสมัครใจ และยังไม่มีมาตรฐานวิชาชีพทั้งในส่วนของการรายงาน และการตรวจสอบรับรองความถูกต้องของรายงาน ซึ่งสังเกตได้ว่าข้อมูลที่เป็นผลการประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม และด้านสังคมของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างที่ได้จากระบบข้อมูล Bloomberg มีความแตกต่างกันไม่มาก อาจสะท้อนถึงเป้าหมาย และแผนกลยุทธ์ความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมและด้านสังคมที่เป็นไปในแนวทางเดียวกัน นอกจากนี้ผลการวิเคราะห์ความสอดคล้องของข้อมูลจากการสัมภาษณ์ ทำให้กล่าวได้ว่าการดำเนินงานด้านความยั่งยืนเพื่อให้บรรลุเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน ขึ้นอยู่กับความพร้อมทั้งทางด้านเงินทุน เทคโนโลยี และบุคลากร ซึ่งผลการวิจัยนี้ได้ยืนยันว่าขนาดของกิจการซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน รวมทั้งความร่วมมือจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในห่วงโซ่อุปทาน ด้วยเหตุนี้ลักษณะทางกายภาพและทางการเงินของบริษัท จึงไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน และไม่มีอิทธิพลทางอ้อมต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

ข้อเสนอแนะที่ได้รับจากการวิจัย

1. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถใช้ผลการวิจัยนี้ในการปรับปรุงระบบและกลไกการส่งเสริมการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้ผลการดำเนินงานในด้านนี้สามารถส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้แท้จริง ไม่ว่าจะเป็นผลการดำเนินงานในระยะสั้นหรือระยะยาว โดยการนำเสนอกรณีของบริษัทที่ประสบความสำเร็จในการดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทสูงขึ้น ก่อให้เกิดการแลกเปลี่ยนเรียนรู้ระหว่างบริษัทจดทะเบียนด้วยกัน ตลอดจนการสร้างเชื่อถือให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท โดยเฉพาะนักลงทุน สถาบันการเงินในการใช้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์จากการรายงานผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน ประกอบกับรายงานผลการดำเนินงานของบริษัท ในการพิจารณาตัดสินใจได้อย่างมีประสิทธิภาพ

2. บริษัทจดทะเบียน ควรพิจารณากำหนดเป้าหมายและกลยุทธ์การดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่มุ่งเน้นการให้เกิดการเพิ่มประสิทธิภาพการทำการกำไรของบริษัท เพราะกำไรยังคงเป็นข้อมูลที่มีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียโดยเฉพาะ นักลงทุน และสถาบันการเงินให้ความสนใจและใช้ในการตัดสินใจลงทุน เช่น กลยุทธ์การใช้พลังงานสะอาด กลยุทธ์การนำกลับมาใช้ใหม่ กลยุทธ์นวัตกรรมการผลิต เป็นต้น เพื่อให้ผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท รวมทั้งการเปิดเผยข้อมูลผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน ที่ชี้ให้เห็นถึงตัวชี้วัดความสำเร็จของการดำเนินงานในระยะสั้นที่สามารถนำไปใช้ในการคาดการณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคต เช่น การลดลงของต้นทุนเงินทุน ความเสี่ยงทางธุรกิจ เป็นต้น

ข้อเสนอแนะเพื่อทำวิจัยในครั้งต่อไป

1. การใช้วิธีการศึกษาแบบแนวนอน (Longitudinal Study) เกี่ยวกับผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นภายหลังการดำเนินการด้านความยั่งยืนในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ 7 ปีขึ้นไป โดยศึกษากับข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนที่จัดอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม และสังคมอย่างชัดเจน โดยพิจารณาผลที่เกิดขึ้นในหลากหลายมิติ อาทิ ผลการดำเนินงานทางการเงิน ต้นทุนทางการเงิน ความเสี่ยงทางธุรกิจ ประสิทธิภาพของห่วงโซ่อุปทาน เป็นต้น

2. คำถามวิจัยเกี่ยวกับผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน และการเปิดเผยข้อมูลข้อมูลด้านความยั่งยืนสู่สาธารณชน จะมีความเกี่ยวข้องในมูลค่ากิจการ รวมทั้งการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนหรือไม่ เป็นประเด็นที่ควรทำวิจัยต่อไป เนื่องจากเป็นนโยบายส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียน และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียได้มีความตระหนักรู้ถึงความสำคัญและความจำเป็นที่ทุกภาคส่วน โดยเฉพาะภาคอุตสาหกรรมและบริการจะต้องร่วมมือกันให้การส่งเสริมและสนับสนุนการดำเนินงานด้านการความยั่งยืนให้บรรลุเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน ดังนั้นจึงมีข้อเสนอให้มีการปรับปรุงโมเดลและกรอบแนวคิดการวิจัยที่จะนำไปสู่หลักฐานเชิงประจักษ์ที่แสดงถึงความเกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการ อัตราการเติบโตทางธุรกิจ การเติบโตทางธุรกิจอย่างยั่งยืนของการดำเนินงานด้านความยั่งยืน โดยนำปัจจัยผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน ซึ่งวัดด้วยคะแนนการเปิดเผยข้อมูล รางวัลที่ได้รับด้านการพัฒนาที่ยั่งยืนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมาตรการส่งเสริมที่ออกโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นปัจจัยเหตุ

เอกสารอ้างอิง

- 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 & Sustainability*, 24(4), 5052–5079. <https://doi.org/10.1007/s10668-021-01649-w>.
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2012). Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 33(11), 1304–1320. <http://dx.doi.org/10.1002/smj.1980>.
- Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2018). Does corporate social responsibility affect information asymmetry? *Journal of Business Ethics*, 148(3), 549–572.
- Eugene, F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25, 383–417.
- Freeman, R. E. (2010). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge university press.
- García-Sánchez, I. M., & García-Meca, E. (2018). Do talented managers invest more efficiently? The moderating role of corporate governance mechanisms. *Corporate Governance: An International Review*, 26, 238–254. <https://doi.org/10.1111/corg.12233>.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2009). *Multivariate data analysis* (7th ed.). Pearson Education Inc.
- Hermawan, S., Sari, Y. A., Biduri, S., Rahayu, D., & Rahayu, R. A. (2023). Corporate social responsibility, firm value, and profitability: Evidence from pharmaceutical companies in Indonesia and Malaysia. *International Journal of Professional Business Review (JPBReview)*, 8(2), 1–24. <https://doi.org/10.26668/businessreview/2023.v8i2.625>.
- Jadoon, I. A., Ali, A., Ayub, U., Tahir, M., & Mumtaz, R. (2021). The impact of sustainability reporting quality on the value relevance of corporate sustainability performance. *Sustainable Development*, 29(1), 155–175. <https://doi.org/10.1002/sd.2138>.
- Kwaning, O. C., Ackah, O., Emelia, O. A., & Winful, E. C. (2024). Assessing the impact of environmental, social and governance sustainability on firm performance and value. *Educational Administration: Theory & Practice*, 30(7), 29–37. <https://doi.org/10.53555/kuey.v30i7.6427>.

- Kyaw, K., Thomsen, S., & Treepongkaruna, S. (2022). Firms' potential for economic sustainability and firm value: The moderating role of blockholders. *Sustainable Development*, 30(5), 884–901. <https://doi.org/10.1002/sd.2287>.
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *The British Accounting Review*, 50, 60-75. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007>.
- López, M. V., Garcia, A., & Rodriguez, L. (2007). Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones Sustainability Index. *Journal of Business Ethics*, 75(3), 285–300. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9253-8>.
- Machmuddah, Z., Sari, D. W., & Utomo, S. D. (2020). Corporate social responsibility, profitability and firm value: Evidence from Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(9), 631-638. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no9.631>
- Manapreechadeelert, P., Dampitakse, K., & Ngudgratoke, S. (2024). Small Listed Firm's Insights: Increasing Importance of "Managerial Efficiency" on the Relationship between ESG and Financial Performance. *Journal of Business, Innovation and Sustainability (JBIS)*, 19(1), 126-144.
- Nguyen, L. S., & Nguyen, T. M. P. (2023). The relations among environmental, social disclosure, sustainable development and firm performance: Empirical evidence from mining enterprises listed on the stock market in Vietnam. *Cogent Business & Management*, 10(2), 1–20. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2211822>
- Nollet, J., Filis, G., & Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, 52, 400-407. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.09.019>
- Phuensane, P., & Boonpong, N. (2023). Comparison of investment performance of sustainable stocks and non-sustainable stock using the Sharpe ratio. *Journal of Business Administration The Association of Private Higher Education Institutions of Thailand*, 12(2), 120-134. [in Thai]
- Rahman, A. F., Agusti, R. R., & Kurniawati, D. T. (2024). Mediating role of sustainability reporting quality on the relationship between green banking and firm value. *Studia Universitatis Vasile Goldis, Seria Stiinte Economice*, 34(4), 105–129. <https://doi.org/10.2478/sues-2024-0020>
- Roberts, P. W., & Dowling, G. R. (2019). Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077-1093.
- Schumacker, R. E., & Lomax, R. G. (2010). *A Beginner's Guide to Structural Equation Modeling* (3th ed.). Routledge Taylor & Francis Group.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Swarnapali, R. M. N. C., & Le, L. (2018). Corporate Sustainability Reporting and Firm Value: Evidence from a Developing Country. *International Journal of Organizational Innovation*, 10(4), 69–78.
- Tang, Z., Hull, C. E., & Rothenberg, S. (2012). How corporate social responsibility engagement strategy moderates the CSR-financial performance relationship. *Journal of Management Studies*, 49(7), 1274-1303. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2012.01068.x>
- Thailand Development Research Institute. (2023). *Exploring Thai Listed Companies's Corporate Sustainability Reporting and the Stakeholder Involvement in Corporate Materiality Analysis*. Thailand Development Research Institute. [in Thai]

- Tsai, H. J., & Wu, Y. (2022). Changes in corporate social responsibility and stock performance. *Journal of Business Ethics*, 178(3), 735–755. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04772-w>
- Vishwanathan, P., van Oosterhout, H., Heugens, P. P., Duran, P., & Van Essen, M. (2020). Strategic CSR: A concept building meta-analysis. *Journal of Management studies*, 57(2), 314-350. <https://doi.org/10.1111/joms.12514>
- Wanganusorn, B., Tulasombat, S., & Thechatakerng, P. (2022). Agent theory: Challenges of business administration in Thailand. *Journal of Business Administration Maejo University*, 4(1), 1–22. [in Thai]
- Wang, Z., Hao, Y., & Wang, Y. (2020). Environmental measurement, governance and firm value: Evidence from China. *Journal of Environmental Management*, 252, 109681.
- Yavuz, M. S., Tatli, H. S., Bozkurt, G., & Öngel, G. (2025). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Turkey. *Journal of Entrepreneurship, Management & Innovation*, 21(1), 24–42. <https://doi.org/10.7341/20252112>
- Zhang, F., & Zhu, L. (2019). Enhancing corporate sustainable development: Stakeholder pressures, organizational learning, and green innovation. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1012-1026. <https://doi.org/10.1002/bse.2298>