

ความสัมพันธ์ระหว่างระดับความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและ
บรรษัทภิบาล (ESG) กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงสถานการณ์การระบาดของโควิด-19

The Association between Environmental, Social, and Governance (ESG) and
the Performance of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand:
The Context of the COVID-19 Pandemic

เจนิस्ता มะละกา* จิรัฏติกาล วุฒิพันธุ์² เดชอนันต์ บังกิโล³ และธนภณ วิมูลอาจ⁴

Janista Malaka* Jiradtikhan Wutipphan² Dej-anan Bungkilo³ and Thanapon Wimoonard⁴

Received : May 24, 2023 Revised : July 21, 2023 Accepted : July 27, 2023

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และ
บรรษัทภิบาล (ESG) กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ตัววัด KLD ซึ่ง
เป็นข้อมูลในงบการเงินและรายงานประจำปีระหว่างปี พ.ศ. 2562-2565 เป็นระยะเวลา 4 ปี จำนวน 936 ตัวอย่าง สถิติที่ใช้
ในการวิเคราะห์ข้อมูลได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์สหสัมพันธ์แบบพหุคูณและการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ
ผลการศึกษา พบว่า ระดับความรับผิดชอบต่อด้านชุมชนและ ด้านสินค้าและบริการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ
(Tobin's Q) ความสัมพันธ์เชิงบวกนี้บ่งชี้ว่าบริษัทที่มีระดับการมีส่วนร่วมของชุมชนและความรับผิดชอบต่อสินค้าและบริการ
ในระดับที่สูงมีแนวโน้มที่จะมีมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น นอกจากนี้ ผลของการวิจัยกลับพบว่าความรับผิดชอบต่อด้านชุมชนและ
ด้านสินค้าและบริการ มีความสัมพันธ์เชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Return) คำอธิบายหนึ่งที่เป็นไปได้ คือ
บริษัทที่ให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อด้าน ESG มักจะให้ความสำคัญกับความยั่งยืนและผลกระทบทางสังคมใน
ระยะยาวมากกว่าผลกำไรทางการเงินในระยะสั้น บริษัทเหล่านี้มักจะลงทุนด้านทรัพยากรมากในด้านสิ่งแวดล้อม คำนึงถึง
ผลกระทบทางสังคม และการปฏิบัติตามหลักบรรษัทภิบาล ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรในระยะสั้น
และส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่เกิดจากหุ้นสามัญในเชิงลบ อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมี
นัยสำคัญทางสถิติระหว่าง ESG กับอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

คำสำคัญ : ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ผลการดำเนินงาน

* นักศึกษาระดับปริญญาโท คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี วิทยาเขตขอนแก่น

* Master Student, Rajamangala University of Technology Isan Khonkaen Campus

² อาจารย์ คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี วิทยาเขตขอนแก่น

² Lecturer, Rajamangala University of Technology Isan Khonkaen Campus

³ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ สำนักวิชาการจัดการ มหาวิทยาลัยแม่ฟ้าหลวง

³ Assistant Professor, School of Management, Mae Fah Luang University

⁴ อาจารย์ วิทยาลัยบัณฑิตศึกษาการจัดการ มหาวิทยาลัยขอนแก่น

⁴ Lecturer, College of Graduate Study in Management, Khon Kaen University

*Corresponding author E-mail: janista.top10@gmail.com

Abstract

The objective of this study was to examine the association between the degree of environmental, social, and governance (ESG) responsibility and the performance of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. The KLD indicator, derived from financial statements and annual reports from 2019 to 2022, was utilized as the primary source of information. A total of 936 samples were analyzed over a four-year period. Data analysis is based on descriptive statistic, multiple correlation, and multiple regression. The findings revealed a positive association between the levels of community engagement, product and service responsibility, and firm value (measured by Tobin's Q). This positive association indicates that companies with higher levels of community engagement and product and service responsibility tend to have higher enterprise values. Conversely, a negative association was observed between the levels of community engagement, product and service responsibility, and common stock yields (measured by Return). One possible explanation is that companies with a strong focus on ESG responsibility tend to prioritize long-term sustainability and social impact over short-term financial gains. They may invest more resources in environmental conservation, social initiatives, and ethical governance practices, which could impact their short-term profitability and, consequently, the returns generated by their common stocks. However, there were no statistically significant associations found between the ESG factors and the return on total assets (ROA) and the return on equity (ROE).

Keywords : Environmental Social and Governance, Return, Operating Performance

1. บทนำ

ปัญหาการแพร่ระบาดของเชื้อโควิด-19 ที่ลุกลามไปยังเขตพื้นที่ต่าง ๆ ทั่วโลก แสดงให้เห็นว่า กิจกรรมต่าง ๆ จำเป็นต้องพึ่งพาอาศัยกันเป็นระบบนิเวศเชิงธุรกิจ ดังนั้นการให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อมและสังคมเพื่อลดผลกระทบทางธุรกิจจึงถือเป็นแนวทางสำคัญในการสร้างความยั่งยืนของกิจการและการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environment, Social and Governance: ESG) จึงเป็นกลไกสำคัญ ในการสร้างระบบนิเวศด้านความยั่งยืนของตลาดทุนไทย โดยผู้มีส่วนได้เสียของธุรกิจ ตั้งแต่ผู้ลงทุน ลูกค้า และหน่วยงานกำกับดูแล ต่างแสดงความต้องการให้ภาคธุรกิจเปิดเผยข้อมูล ESG ซึ่งจะสร้างความมั่นใจว่าเจ้าของกิจการมีการปรับตัวเพื่อรักษาความสามารถในการแข่งขัน การบริหารความเสี่ยง ควบคู่ไปกับความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสีย สังคม และสิ่งแวดล้อม สอดคล้องกับเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development Goals: SDGs) ของสหประชาชาติ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566) ทั้งนี้แนวคิด ESG ขององค์กรไม่ได้สื่อสารเฉพาะผู้มีส่วนได้ส่วนเสียบางกลุ่ม เช่น ผู้ถือหุ้น นักลงทุน เจ้าหนี้ แต่ยังรวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มอื่น ๆ เช่น พนักงานหรือผู้ใช้งาน ลูกค้านักพัฒนา-เออร์ คูแชน องค์กรภาครัฐ สังคม ชุมชน และเครือข่ายอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม ปัจจุบันแนวคิด ESG ยังได้รับความสนใจจากกลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียหลายกลุ่มด้วยเหตุผลหลายประการ ตัวอย่างเช่น ผู้บริหารระดับสูงใช้ ESG เป็นเครื่องมือสื่อสารที่แสดงถึงประสิทธิภาพขององค์กรทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียสนใจข้อมูลขององค์กร และช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูล ตลอดจนความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่างองค์กรและผู้มีส่วนได้

ส่วนเสีย (Suttipun, 2023) นอกจากนี้ นักลงทุนยังใช้การเปิดเผย ESG ในการวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการควบคู่ไปกับตัวเลขในงบการเงิน เพื่อพยากรณ์ความสามารถในการแข่งขันระยะยาวของธุรกิจและความสามารถในการสร้างคุณค่าให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายเพียงพอเหมาะสมในการลงทุน (ธนีสร์ ศิลามณีรัตน์, 2562)

ในประเทศไทยแนวคิด ESG ถูกนำมาใช้โดย Global Reporting Initiative (GRI) Standard Guideline ที่จัดทำโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) แบ่งออกเป็น 3 มุมมองหลัก (รวม 11 หัวข้อ) มีมุมมองหลัก ได้แก่ (1) มุมมองด้านสิ่งแวดล้อม (การจัดการพลังงาน การจัดการน้ำ การจัดการของเสีย และการจัดการก๊าซเรือนกระจก) (2) มุมมองด้านสังคม (การปฏิบัติต่อพนักงาน/ลูกค้า ความรับผิดชอบต่อลูกค้า และการพัฒนาสังคม/ชุมชน) และ (3) มุมมองด้านการกำกับดูแล (ธรรมาภิบาล การบริหารความเสี่ยง ความยั่งยืน การจัดการห่วงโซ่อุปทาน และนวัตกรรม) (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560) การเพิ่มประสิทธิภาพของ ESG นำไปสู่การสร้างผลการดำเนินงานทั้งมิติด้านการเงินและไม่ใช้ด้านการเงินให้เติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาวได้ โดยประสิทธิภาพ ESG ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์จะมีการประเมินคะแนน ESG จากสถาบันทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ อาทิ ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Dow Jones Sustainability Indexes หรือ DJSI) รายชื่อหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment หรือ THSI) ดัชนีเอสจีไทยพัฒนา (Thai pat ESG Index) และฐานข้อมูลทอมสัน ไรเตอร์ (Thomson Reuters Eikon™) เป็นต้น ซึ่งการให้คะแนนของแต่ละสถาบันมีการประเมินจากหลักเกณฑ์ที่แตกต่างกัน แต่ยังคงอยู่บนพื้นฐานของการประเมินผลการดำเนินงานที่เกี่ยวข้องกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG)

การประเมินระดับคะแนน ESG ในบริษัทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีการคัดเลือกเพียงบางบริษัทที่ผ่านหลักเกณฑ์ข้อกำหนดทำให้การวัดคะแนน ESG ไม่ได้ประเมินครอบคลุมทุกบริษัท ด้วยสาเหตุนี้งานวิจัยนี้จึงได้เลือกใช้หลักเกณฑ์ที่สามารถให้คะแนน ESG รวมทุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังเช่นเกณฑ์ตัวชี้วัดของ Kinder, Lydenberg และ Domini Rating หรือ KLD เนื่องจาก เป็นตัวชี้วัดที่มีความน่าเชื่อถือและได้รับการยอมรับในระดับสากล (Shiu & Yang, 2017) มีเกณฑ์ในการประเมินที่เป็นมาตรฐานซึ่งเกณฑ์การประเมินจะมีการกำหนดเกณฑ์ในแต่ละตัวชี้วัดย่อยในการให้คะแนนทำให้ไม่มีการใส่ความคิดเห็นส่วนบุคคลเข้าไป จึงสามารถหลีกเลี่ยงความเอนเอียงของผู้ประเมินได้ อีกทั้งตัวชี้วัด KLD เป็นเครื่องมือที่มีการประเมินระดับ ESG ครอบคลุมในทุกมิติ อันประกอบด้วยลักษณะเชิงคุณภาพขององค์กรจำนวน 6 ด้าน ได้แก่ ประกอบด้วย 1) ด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) 2) ด้านชุมชน (Community) 3) ด้านความหลากหลายในองค์กร (Diversity) 4) ด้านความสัมพันธ์กับพนักงาน (Employee) 5) ด้านสินค้าและบริการ (Product) และ 6. ด้านบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) (วรพรรณ เฝ้าสิริพัลลภ, 2564) โดยงานวิจัยในอดีตพบว่า บริษัทที่มีผลการประเมิน ESG ในระดับสูงทำให้ผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้นเนื่องจาก ESG ส่งเสริมภาพลักษณ์ขององค์กรและสร้างความได้เปรียบในการแข่งขัน (Jang et al., 2019) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Fatemi et al. (2018), Yoo และ Managi (2022) และ Chen และ Xie (2022) พบว่าการเปิดเผยข้อมูลกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับ ESG ทำให้เพิ่มมูลค่าของบริษัทและประสิทธิภาพด้านการเงินโดยรวมของกิจการ

อย่างไรก็ตาม การศึกษา ESG ในอดีตยังบ่งชี้ถึงผลลัพธ์ที่หลากหลายและหาข้อสรุปไม่ได้ แม้ว่าจะงานวิจัยจำนวนมากพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างคะแนนประเมินประสิทธิภาพ ESG กับผลการดำเนินงาน แต่ก็มีการศึกษาในด้านตรงกันข้าม ดังเช่นการศึกษาของ พิมล เลิศทรัพย์อนันต์ และ ปริญา มาลี (2565) พบว่าการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดของกิจการ อัตราผลตอบแทนต่อ

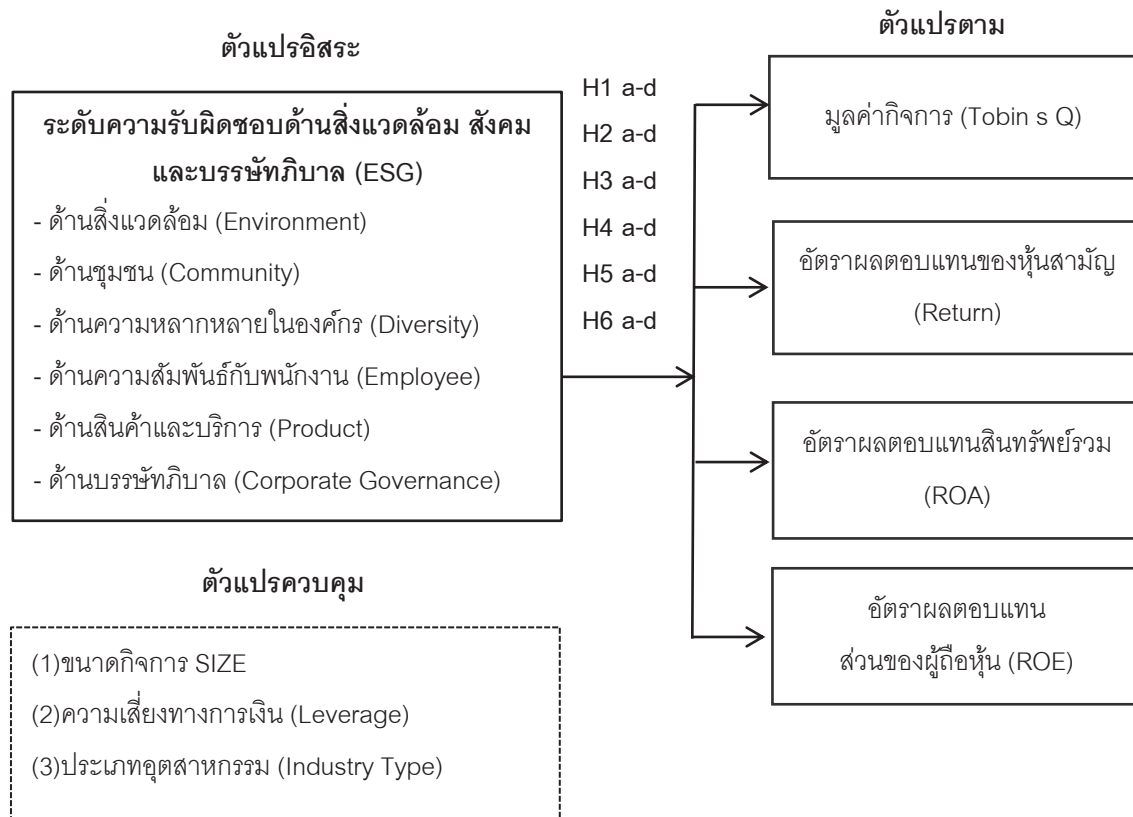
ส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และไม่มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ ส่วนด้านการบริหารจัดการความยั่งยืน ด้านการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและมูลค่าตลาดของกิจการ ไม่พบความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนประเมิน ESG และผลการดำเนินงานขององค์กรยังไม่เป็นที่เข้าใจอย่างชัดเจน ด้วยเหตุผลหลายประการเป็นแรงจูงใจในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ ประการแรก คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่เป็นธุรกิจครอบครัวที่มีการกระจุกตัวของความเป็นครอบครัวสูง ซึ่งอาจทำให้การกำกับดูแลกิจการของบริษัทอ่อนแอลง รวมถึงความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมตามหลักการของ ESG และประการที่สอง คือ แนวทางปฏิบัติ ESG โดยเฉลี่ยในประเทศไทยยังนำไปใช้ในทางปฏิบัติค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับประเทศที่พัฒนาแล้ว (Suttipun, 2023) ประการที่สาม คือ ในภาวะวิกฤตเศรษฐกิจสถานการณ์การระบาดของไวรัสโควิด-19 ส่งผลต่อการปฏิบัติ ESG และประการสุดท้ายคือการควบคุมปัจจัยในด้านประภาหุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน ซึ่งทำให้ผลการปฏิบัติงานในเรื่อง ESG ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์มีความแตกต่างกัน

ดังนั้น จากปัญหาการวิจัยข้างต้น การศึกษานี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ศึกษาระดับการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี 2562 ถึง 2565 และ (2) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) กับผลการดำเนินงานที่วัดทั้งมุมมองด้านการตลาดและด้านบัญชีโดยมีคำถามหลัก ได้แก่ ระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานขององค์กร หรือไม่ อย่างไร

2. เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องและสมมุติฐานของการวิจัย

ในงานวิจัยครั้งนี้ ระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ได้ถูกกำหนดให้เป็นตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย 1) ด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) 2) ด้านชุมชน (Community) 3) ด้านความหลากหลายในองค์กร (Diversity) 4) ด้านความสัมพันธ์กับพนักงาน (Employee) 5) ด้านสินค้าและบริการ (Product) และ 6) ด้านบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) ที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท จากวัตถุประสงค์ข้างต้นสามารถสรุปกรอบแนวคิดในการวิจัย ได้ดังนี้

รูปภาพประกอบ 1
กรอบแนวคิดระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG)
และผลการดำเนินงาน



2.1. ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) พัฒนาการของทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียมีพื้นฐานมาจากกรอบแนวคิดของ Barnard (1938) ในหนังสือเรื่อง The Functions of the Executive ที่นำเสนอมุมมองด้านบวกของผู้จัดการในการสนับสนุนความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งต่อมา Freeman (1984) สนับสนุนว่าผู้บริหารต้องสร้างความพอใจต่อบุคคลที่มีอิทธิพลต่อผลลัพธ์ของบริษัทซึ่งมีหลากหลายประกอบด้วย ลูกค้า พนักงาน ผู้ถือหุ้น คู่ค้า คู่แข่ง ภาครัฐและชุมชน เป็นต้น จึงกล่าวว่าผู้มีส่วนได้เสีย คือ กลุ่มและบุคคลผู้ซึ่งอาจมีผลต่อหรือได้รับผลกระทบจากความสำเร็จของภารกิจขององค์กร สอดคล้องกับ Lawrence และ Weber (2010) ให้นิยามผู้มีส่วนได้เสียคือบุคคลหรือกลุ่ม ซึ่งมีผลกระทบหรือได้รับผลกระทบจากการตัดสินใจ นโยบาย และการปฏิบัติขององค์กร ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียขยายความเข้าใจถึงธรรมชาติของบริษัทที่ควรพิจารณาผู้มีส่วนได้เสียใหม่ในมุมมองที่กว้างกว่าเดิม โดยบริษัทได้รับการคาดหวังให้มีความรับผิดชอบต่อสังคม ดูแลผู้มีส่วนได้เสียมากขึ้น (ธีรพร ทองชะโชค และ อาคม ใจแก้ว, 2556) โดยเฉพาะการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสียซึ่งมีผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจ เพื่อที่จะตอบสนองต่อความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม และเพื่อให้กิจการสามารถดำเนินธุรกิจควบคู่กับการอยู่ร่วมกันได้ทั้งธุรกิจ สังคมและชุมชนอย่างยั่งยืน (พิมล เลิศทรัพย์อนันต์ และ ปริญญาก มากสิน, 2565)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียจึงเป็นรากฐานสำคัญของการพัฒนาแนวคิด ESG นำไปสู่ความร่วมมือเพื่อขับเคลื่อนการลงทุนเพื่อสังคม และภาคประชาชน มีความตื่นตัวและมีความต้องการที่จะมีส่วนร่วมในการแก้ไขปัญหาทางสังคม เพื่อให้เกิดผลกระทบทางบวกต่อสังคมอย่างเป็นรูปธรรม ตลอดจนตรวจสอบข้อมูลดังกล่าวจากรายงานที่เผยแพร่ต่อ

สาธารณะ (Public Reporting) เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลถือเป็นสิ่งที่มีความจำเป็นต่อผู้มีส่วนได้เสีย นักลงทุนในการนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้ประโยชน์และเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจในเชิงเศรษฐกิจ การพยากรณ์แนวโน้มผลการดำเนินงานในอนาคตขององค์กรธุรกิจ และผลการดำเนินงานของผู้บริหารในการลงทุนต่าง ๆ เพื่อสร้างมูลค่าให้กับองค์กร (นพพร แพทย์รัตน์, 2564)

2.2 การวัดคะแนน ESG ตามเกณฑ์ KLD Rating

งานวิจัยนี้ได้ใช้ The Kinder, Lydenberg, Domini Research and Analytics หรือ KLD Ratings ในการประเมินระดับความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่ง KLD Ratings นั้น เป็นวิธีที่น่าเชื่อถือภายใต้ข้อควรระวังเรื่องของการความคิดเห็นส่วนบุคคลของผู้ประเมิน โดยงานวิจัยนี้นำวิธีการวิเคราะห์เนื้อหาเข้ามาใช้ในการเก็บข้อมูลการประเมินร่วมด้วย ทั้งนี้การเก็บข้อมูลจากรายงานการพัฒนาสู่ความยั่งยืน รายงานความรับผิดชอบต่อสังคม รายงานประจำปี หรือแบบแสดงรายการ 56-1 ซึ่งได้ปรับเปลี่ยนเกณฑ์ KLD ให้เข้ากับสภาพแวดล้อมของประเทศไทย และปรับองค์ประกอบของ KLD โดยรวมด้านสิทธิมนุษยชน เข้าไว้กับด้านความหลากหลายภายในองค์กร เนื่องจากไม่เหมาะสมที่จะใช้เป็นตัวชี้วัดกับบริษัทในประเทศไทย ดังนั้นการวัดคะแนน ESG ตามเกณฑ์ KLD Rating มีองค์ประกอบ 6 ด้าน ดังนี้ (อัญชิสา เต็มวาณิช, 2558)

- 1) ด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) วัดจากการที่บริษัทมีการป้องกันและกำจัดมลพิษทางอากาศ น้ำ ขยะ ของเสีย การใช้พลังงานทดแทน การรีไซเคิล การลดการใช้พลังงาน การลดการทำลายชั้นบรรยากาศ การอนุรักษ์และฟื้นฟูสิ่งแวดล้อม และมีเกณฑ์ในการเลือกคู่ค้าที่อนุรักษ์สิ่งแวดล้อม
 - 2) ด้านชุมชน (Community) วัดจากการที่บริษัทมีการบริจาคเงิน มอบสิ่งของ ทำการกุศล จัดตั้งช่วยเหลือ สนับสนุนมูลนิธิ สนับสนุนการศึกษา การมีความสัมพันธ์อันดีกับชุมชน การสร้างงานสร้างอาชีพให้แก่ชุมชน การจัดซื้อจัดหาสินค้าและบริการจากคนในท้องถิ่น รวมทั้งมีการรับฟังความคิดเห็นและข้อเสนอแนะจากคนในชุมชน
 - 3) ด้านความหลากหลายในองค์กร (Diversity) วัดจากการที่บริษัทมีการสนับสนุนความหลากหลายและการไม่เลือกปฏิบัติในที่ทำงาน เช่น เพศ ศาสนา เชื้อชาติ สีผิว อายุ ความสามารถ ความทุพพลภาพ การจ้างคนพิการ รวมถึงมีเกณฑ์การเลือกคู่ค้าของบริษัท ไม่ค้าขายกับกิจการที่มีการละเมิดสิทธิมนุษยชน
 - 4) ด้านความสัมพันธ์กับพนักงาน (Employee) วัดจากการที่บริษัทมีการให้สวัสดิการแก่พนักงานอย่างเหมาะสม การจัดการด้านความปลอดภัยในการทำงาน การจัดโครงการพัฒนาหรือการฝึกทักษะพนักงานอย่างเหมาะสม การมีความสัมพันธ์อันดีกับพนักงาน การมีช่องทางให้พนักงานร้องเรียนหรือแจ้งเบาะแส และการเปิดโอกาสให้พนักงานได้นำเสนอผลงาน
 - 5) ด้านสินค้าและบริการ (Product) วัดจากการที่บริษัทมีการพัฒนาคุณภาพของสินค้าหรือบริการ การวิจัยและพัฒนา การที่สินค้าหรือบริการของบริษัทมีความปลอดภัยต่อผู้บริโภค การสำรวจความพึงพอใจของลูกค้า รวมถึงการปกป้องข้อมูลส่วนตัวของลูกค้า
 - 6) ด้านบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) วัดจากรายงานการสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่จัดอันดับโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors หรือ IOD) โดยแทน 1 คะแนนสำหรับบริษัทที่ได้รับคะแนนดีพอใช้ ผ่าน และไม่มีข้อมูล 2 คะแนนสำหรับบริษัทที่ได้รับคะแนนดี 3 คะแนนสำหรับบริษัทที่ได้รับคะแนนดีมาก และ 4 คะแนนสำหรับบริษัทที่ได้รับคะแนนดีเลิศ
- โดยตัววัดด้านสิ่งแวดล้อม ด้านชุมชน ด้านความหลากหลายในองค์กร ด้านความสัมพันธ์กับพนักงานและด้านสินค้าและบริการ กำหนดให้มีค่าเป็น 1 ถ้าปฏิบัติและไม่ได้ปฏิบัติเป็น 0 ซึ่งแต่ละตัวชี้วัดมีคะแนนเต็มไม่เท่ากัน จึงทำการวิเคราะห์ระดับความรับผิดชอบต่อสังคมต่าง ๆ โดยใช้ข้อมูลที่เป็นจำนวนร้อยละเมื่อเทียบกับคะแนนเต็มของแต่ละด้าน เพื่อให้ข้อมูลตัวแปรอิสระแต่ละด้านสามารถเปรียบเทียบกันได้ (พิมพ์โพยม สุธะเจริญ, 2564)

2.3 ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับผลการดำเนินงาน

จากการทบทวนงานศึกษาในอดีต พบว่า การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับผลการดำเนินงาน โดยงานวิจัยของ Jaggi และ Freeman (1992) พบว่า การป้องกันหรือการแก้ไขปัญหาเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลนั้น ทำให้มีค่าใช้จ่ายและต้นทุนสูงขึ้น และทำให้ผลการดำเนินงานในการได้มาซึ่งรายได้และการทำกำไรลดลง สาเหตุมาจากการที่กิจการต้องมาแก้ไขปัญหาเกี่ยวกับมลภาวะหรือสิ่งแวดล้อม ทำให้มีค่าใช้จ่ายเกิดขึ้น ทำให้ผลการดำเนินงานลดลง อย่างไรก็ตาม เมื่อไม่นานมานี้มีงานวิจัยชิ้นใหม่ ๆ ที่ออกมาโต้แย้งข้อที่กล่าวมาข้างต้น โดยเสนอว่าองค์กรที่มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลนั้น อาจเกิดผลกระทบทางบวกต่อองค์กรมากกว่าทางลบ (ภัสสิริ ศรสงคราม, 2560) โดยงานวิจัยของ ศิรินันท์ ปิยะธำรงรัตน์ (2563) ที่ได้ศึกษาในกลุ่มบริษัทอุตสาหกรรมที่อ่อนไหว กรณีศึกษาในกลุ่มสมาชิกสหภาพยุโรป พบว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่อ่อนไหว มีกิจกรรมการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมมากกว่ากลุ่มบริษัทอื่น ๆ และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยบริษัทที่มีผลกำไรมากขึ้น จะมีกิจกรรมด้าน ESG ที่เพิ่มขึ้นตามไปด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยของ ไตรรงค์ สวัสดิกุล และคณะ (2565) ได้ศึกษาเรื่อง ผลกระทบของคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลต่อผลลัพธ์ขององค์กรของบริษัทจดทะเบียนจาก IMT-GT ผลการศึกษพบว่า คะแนน ESG มีผลกระทบเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม หมายถึง คะแนน ESG นั้นมีประโยชน์ต่อการประกอบการทางการเงินของบริษัทดีขึ้น

นอกจากนี้ งานวิจัยของ นิตยา โยธำจันทร์ และคณะ (2563) พบว่า การเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนในกลุ่ม ESG100 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และมูลค่ากิจการ สอดคล้องกับ Ramic (2019) ที่ทำการศึกษารองความสัมพัทธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน ESG กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) พบว่า ด้าน ESG รวม ด้านสิ่งแวดล้อมและด้านสังคม นั้น ส่งผลบวกต่อตัวชี้วัดทั้ง 3 ด้าน ในส่วนด้านบรรษัทภิบาลส่งผลลบต่อ Tobin's Q และไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่าง ROA และ ROE แต่ในทางตรงกันข้ามงานวิจัยของ อัญชลี พิพัฒน์เสริญ และ ศิลพร ศรีจันเพชร (2560) พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Return) ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจาก เมื่อกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็จะนำไปตามเป้าหมายของการกำกับดูแล คือ สร้างผลตอบแทนที่สูงที่สุดให้กับผู้ถือหุ้น และสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการในระยะยาว ทั้งผลตอบแทนและมูลค่าเพิ่มของกิจการย่อมส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญจากงานวิจัยข้างต้น นำไปสู่ข้อสมมติฐานของการวิจัย

2.4 สมมติฐานของการวิจัย

สมมติฐานที่ 1a-d : ระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์ต่อ (a) มูลค่ากิจการ (b) อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (C) อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม และ (d) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 2a-d : ระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ด้านชุมชนมีความสัมพันธ์ต่อ (a) มูลค่ากิจการ (b) อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (C) อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม และ (d) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 3a-d : ระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ด้านความหลากหลายในองค์กรมีความสัมพันธ์ต่อ (a) มูลค่ากิจการ (b) อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (C) อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม และ (d) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 4a-d : ระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ด้านความสัมพันธ์กับพนักงานมีความสัมพันธ์ต่อ (a) มูลค่ากิจการ (b) อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (C)

อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม และ (d) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 5a-d : ระดับความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ด้านสินค้าและบริการ มีความสัมพันธ์ต่อ (a) มูลค่ากิจการ (b) อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (C) อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม และ (d) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 6a-d : ระดับความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ด้าน บรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์ต่อ (a) มูลค่ากิจการ (b) อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (C) อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม และ (d) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น

3. วิธีการดำเนินงานวิจัย

3.1 กระบวนการและวิธีการเลือกกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด เก็บข้อมูลแบบพาแนลตาม (Panel Data) ระยะเวลาตั้งแต่ 2562-2565 ข้อมูลย้อนหลัง 4 ปี โดยกลุ่มตัวอย่างตัดกลุ่มบริษัทธุรกิจการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีรูปแบบการเงินที่ไม่เหมือนกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น อาจทำให้ข้อมูลที่เก็บได้ไม่สอดคล้องกับงบการเงินของกลุ่มธุรกิจอื่น พร้อมทั้งบริษัทที่ข้อมูลไม่ครบถ้วน ทำให้กลุ่มตัวอย่างทั้งหมดเหลือทั้งสิ้นจำนวน 936 ตัวอย่างบริษัท ดังตาราง 1

ตาราง 1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	2562	2563	2564	2565	รวม
จำนวนบริษัทจดทะเบียนใน ประเทศไทย	624	636	661	681	2,602
หัก กลุ่มการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน	184	182	189	194	749
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	206	220	238	253	917
ข้อมูลทั้งหมดที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง	234	234	234	234	936

3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงสถานการณ์การระบาดของโควิด-19 มีตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาแสดงได้ 4 ตัวแบบจำลอง ดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \beta_0 + \beta_1 (\text{ENV}) + \beta_2 (\text{COM}) + \beta_3 (\text{DIV}) + \beta_4 (\text{EMP}) + \beta_5 (\text{PRO}) + \beta_6 (\text{CG}) + \beta_7 (\text{SIZE}) + \beta_8 (\text{Lev}) + \beta_9 (\text{IT}) + \epsilon \quad \dots\dots\dots(1)$$

$$\text{Return} = \beta_0 + \beta_1 (\text{ENV}) + \beta_2 (\text{COM}) + \beta_3 (\text{DIV}) + \beta_4 (\text{EMP}) + \beta_5 (\text{PRO}) + \beta_6 (\text{CG}) + \beta_7 (\text{SIZE}) + \beta_8 (\text{Lev}) + \beta_9 (\text{IT}) + \epsilon \quad \dots\dots\dots(2)$$

$$\text{ROA} = \beta_0 + \beta_1 (\text{ENV}) + \beta_2 (\text{COM}) + \beta_3 (\text{DIV}) + \beta_4 (\text{EMP}) + \beta_5 (\text{PRO}) + \beta_6 (\text{CG}) + \beta_7 (\text{SIZE}) + \beta_8 (\text{Lev}) + \beta_9 (\text{IT}) + \epsilon \quad \dots\dots\dots(3)$$

$$\begin{aligned} \text{ROE} = & \beta_0 + \beta_1 (\text{ENV}) + \beta_2 (\text{COM}) + \beta_3 (\text{DIV}) + \beta_4 (\text{EMP}) + \beta_5 (\text{PRO}) + \beta_6 (\text{CG}) \\ & + \beta_7 (\text{SIZE}) + \beta_8 (\text{Lev}) + \beta_9 (\text{IT}) + \epsilon \end{aligned} \quad \dots\dots\dots(4)$$

โดย

- Tobin's Q = มูลค่ากิจการ วัดจากผลรวมมูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นรวมด้วยมูลค่าของหนี้สินหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
- Return = อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลา t ลบด้วยราคาหลักทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลา t-1 หารด้วย ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลา t-1 บวกด้วย เงินปันผลของบริษัท i ณ เวลา t ที่หารด้วยราคาหลักทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลา t-1 คูณด้วย 100
- ROA = อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม วัดจากกำไรขาดทุนก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษี คูณด้วย 100 หารด้วย สินทรัพย์รวม
- ROE = อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น วัดจากส่วนของกำไรขาดทุนที่เป็นของผู้ถือหุ้น คูณด้วย 100 หารด้วย ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม
- ENV = วัดด้านสิ่งแวดล้อม วัดตามเกณฑ์ KLD Rating
- COM = วัดด้านชุมชน วัดตามเกณฑ์ KLD Rating
- DIV = วัดด้านความหลากหลายในองค์กร วัดตามเกณฑ์ KLD Rating
- EMP = วัดด้านความสัมพันธ์กับพนักงาน วัดตามเกณฑ์ KLD Rating
- PRO = วัดด้านสินค้าและบริการ วัดตามเกณฑ์ KLD Rating
- CG = วัดด้านบรรษัทภิบาล จากคะแนนการกำกับดูแลกิจการโดย IOD
- SIZE = ขนาดกิจการ วัดจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม
- Lev = ความเสี่ยงทางการเงิน วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
- IT = ประเภทอุตสาหกรรม จำนวน 7 อุตสาหกรรม ได้แก่ 1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2.สินค้าอุปโภคบริโภค 3.สินค้าอุตสาหกรรม 4. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 5. พยาการ 6. บริการ และ 7. เทคโนโลยี
- ϵ = ค่าความคลาดเคลื่อน

3.3 สถิติที่ใช้ในการวิจัย

3.3.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร ได้แก่ ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

3.3.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistic) ในงานวิจัยนี้ใช้สถิติเชิงอนุมานเพื่อทดสอบสมมติฐานทั้งหมดโดยใช้การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

4. ผลลัพธ์การวิจัยและการอภิปรายผล

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับความรับผิดชอบต่อสังคมสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงสถานการณ์การระบาดของโควิด-19 โดยแสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมาน ดังนี้

ส่วนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตาราง 2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรในการศึกษา

ตัวแปร	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ENV	936	22.22	100	87.98	17.21
COM	936	11.11	100	78.96	20.24
DIV	936	33.33	100	57.83	17.65
EMP	936	44.44	100	79.10	10.98
PRO	936	66.67	100	87.67	10.05
CG	936	1	4	3.23	0.87
Tobin's Q	936	0.41	11.78	1.57	1.13
Return	936	-0.11	45.24	4.40	3.64
ROA	936	-9.04	63.25	9.17	7.45
ROE	936	-18.65	72.53	12.46	10.66
SIZE	936	20.18	28.86	23.22	1.63
Lev	936	0.01	0.82	0.40	0.19

จากตาราง 2 พบว่า สถิติเชิงพรรณนาสำหรับค่าสังเกต 936 บริษัทตัวอย่าง เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลของตัวแปรโดยภาพรวมแล้วจะเห็นว่าตัวแปรทุกตัว มีค่าเฉลี่ยมากกว่าค่ามัธยฐาน แสดงให้เห็นว่าการแจกแจงของข้อมูลมีลักษณะเบ้ขวา ซึ่งไม่เป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อน ทั้งนี้เงื่อนไขของความคลาดเคลื่อนที่มีการแจกแจงแบบปกติ นั้น มีความจำเป็นสำหรับการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อนที่มีจำนวนตัวอย่างขนาดเล็ก (น้อยกว่า 100 ตัวอย่าง) แต่หากจำนวนตัวอย่างมีขนาดใหญ่ (มากกว่า 100 ตัวอย่าง) สามารถผ่อนปรนเงื่อนไขข้อนี้ได้ (Gujarati, Bernier, & Bernier, 2004)

ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Multiple Correlation Analysis) การทดสอบผลที่ได้จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กับกลุ่มตัวอย่างจำนวน 222 ค่าสังเกต โดย การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน ((Multiple Correlation Analysis) ดังแสดงในตาราง 3

ตาราง 3 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในการศึกษา

ตัวแปร	Tobin Q	Return	ROA	ROE	ENV	COM	DIV	EMP	PRO	CG	SIZE	Lev	IT	VIFs
Tobin Q	-	-.174**	.463**	.470**	.041	.124**	.084**	.036	.163**	.036	-.031	-.093**	.123**	-
Return		-	.022	.031	-.057	-.141**	-.049	-.071*	-.155**	.001	-.132**	.001	-.075*	-
ROA			-	.876**	-.077*	.020	-.040	-.023	.006	-.063	-.130**	-.214**	-.022	-
ROE				-	-.041	-.011	-.035	-.044	-.015	.042	-.005	.090**	.068*	-
ENV					-	.105**	.128**	.255**	.064	.279**	.210**	.126**	-.016	1.197
COM						-	.211**	.301**	.329**	.009	.057	-.131**	-.033	1.245
DIV							-	.183**	.210**	.065*	-.141**	-.033	-.060	1.144
EMP								-	.270**	.055	.058	-.026	.078*	1.236
PRO									-	.020	.009	-.096**	-.105**	1.202
CG										-	.298**	.227**	.074*	1.182
SIZE											-	.464**	.145**	1.448
Lev												-	.205**	1.375
IT													-	1.078

หมายเหตุ * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากตาราง 3 พบว่า ค่าสหสัมพันธ์สูงสุดระหว่างตัวแปรอิสระเท่ากับ 0.329 ซึ่งค่าสหสัมพันธ์มีค่าน้อยกว่า 0.8 แสดงว่า ข้อมูลไม่มีปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กัน (Multicollinearity) อย่างไรก็ตาม ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยทั่วไปถือว่าไม่สูง และเมื่อทำการทดสอบสมมติฐานตามตัวแบบพบว่า VIFs ต่ำกว่า 10 ในทุกสมการ แสดงให้เห็นว่าการวิเคราะห์ทางสถิติไม่มีปัญหาเรื่องภาวะตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) (Kennedy, 1992)

การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยประมวลผลข้อมูลโดยใช้ตัวแบบจำลองตามสมการที่ 1-4 ผลที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอย แสดงดังตาราง 4

ตาราง 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

Independent Variables	Dependent Variable			
	Tobin's Q	Return	ROA	ROE
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)
ENV	0.003 (1.277)	-0.007 (-0.899)	-0.016 (-1.038)	-0.026 (-1.194)
COM	0.004** (2.027)	-0.014** (-2.238)	0.006 (0.446)	0.015 (0.798)
DIV	0.003 (1.331)	-0.007 (-0.995)	-0.020 (-1.403)	-0.023 (-1.095)
EMP	-0.006 (-1.784)	0.006 (0.483)	-0.010 (-0.420)	-0.036 (-1.028)
PRO	0.017*** (4.337)	-0.047*** (-3.728)	0.001 (0.021)	0.011 (0.301)
CG	0.049 (1.116)	0.225 (1.572)	0.054 (0.183)	0.623 (1.453)
SIZE	-0.013 (-0.492)	-0.357*** (-4.177)	-0.201 (-1.142)	-0.492 (-1.920)
Lev	-0.632*** (-2.960)	1.142 (1.656)	-7.355*** (-5.181)	5.982*** (2.897)
IT	0.107*** (5.232)	-0.177*** (-2.678)	0.092 (0.675)	0.319 (1.607)
Constant	-0.181 (-0.276)	18.042 (8.514)	19.136 (4.390)	22.401 (3.532)
F-value	7.767	6.745	5.617	2.145
Adjusted R ²	0.061	0.052	0.043	0.011
Durbin-Watson	2.129	2.031	2.151	2.129

หมายเหตุ * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากตาราง 4 พบว่า ผลการวิเคราะห์ของระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนี้

แบบจำลองที่ 1 ซึ่งเป็นแบบจำลอง มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) พบว่า ตัวแปรอิสระมีเพียงด้านชุมชน (COM) และด้านสินค้าและบริการ (PRO) ที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

และ 0.01 ตามลำดับ **จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2a และสมมติฐานที่ 5a** ผลการทดสอบนี้แสดงให้เห็นว่า ระดับความรับผิดชอบต่อด้านชุมชน และด้านสินค้าและบริการ มีความสามารถในการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ นฤมล ตั้งหมั่นทวีวัฒน์ และ วินัย หอมสมบัติ (2559) พบว่า การดำเนินงานเพื่อสังคมและชุมชน เช่น การบริจาค และการพัฒนาการศึกษา เป็นต้น มีความสัมพันธ์กับการรับรู้คุณค่าตราสินค้าในเชิงบวก ซึ่งทำให้ส่งผลกระทบต่อภาพลักษณ์และชื่อเสียงองค์กร ซึ่งเป็นอีกหนึ่งในปัจจัยที่สำคัญในการเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันให้แก่กิจการ (Gray & Balmer, 1998) ทำให้ลูกค้าเกิดความตระหนักรู้ในด้านดีกับองค์กร นำไปสู่ความตั้งใจซื้อหรือสนับสนุน ซึ่งช่วยเพิ่มโอกาสการขายสินค้าได้เพิ่มมากขึ้น และในส่วนด้านสินค้าและบริการจากการสำรวจ Laws of Attraction โดย จ๊อบส์ตีปี ประเทศไทย (2564) พบว่า ธุรกิจทางด้านการผลิต (Manufacturing) ในประเทศไทยเป็นอีกธุรกิจที่ต้องอาศัยการวิจัยและพัฒนา เพื่อผลิตนวัตกรรมใหม่ ๆ และพัฒนาปรับปรุงผลิตภัณฑ์ เนื่องจากช่วยสร้างความพึงพอใจให้กับลูกค้า เพราะลูกค้ามีความคาดหวังในคุณภาพและบริการช่วยเพิ่มมูลค่าให้กิจการ

แบบจำลองที่ 2 คือแบบจำลองอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Return) พบว่า ตัวแปรอิสระมีเพียงด้านชุมชน (COM) และด้านสินค้าและบริการ (PRO) ที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ **จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2b และสมมติฐานที่ 5b** ผลการทดสอบนี้แสดงให้เห็นว่า ระดับความรับผิดชอบต่อด้านชุมชน และด้านสินค้าและบริการ ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Return) ลดลง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Jaggi และ Freeman (1992) พบว่า เมื่อกิจการมีการดำเนินงานด้านกิจกรรมความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรมาก จะส่งผลให้มูลค่าใช้จ่ายและต้นทุนที่เพิ่มสูงขึ้น นำไปสู่การจ่ายอัตราผลตอบแทนน้อยลง

แบบจำลองที่ 3 คือ แบบจำลองอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม (ROA) พบว่า ไม่มีตัวแปรอิสระในด้านใดเลยที่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ปาณมน จันทบุตร (2565) พบว่า จากสถานการณ์โควิด-19 เกิดการชะลอตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจส่งผลทำให้กิจการประสบปัญหารายได้ต่ำ การให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียด้านอื่น ๆ ที่มากเกินไป ย่อมนำไปสู่การระดมทุนที่สูงขึ้นและอาจนำไปสู่ความเสียหายต่อผลการดำเนินงานด้านความสามารถในการทำกำไรตามมา จึงทำให้การลงทุนใน ESG ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม

แบบจำลองที่ 4 คือ แบบจำลองอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่า ไม่มีตัวแปรอิสระในด้านใดเลยที่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ภณทิรา มณีไพรัตน์ (2562) พบว่า การที่กิจการมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ (ESG) ไม่ได้มีความสำคัญเท่าปัจจัยทางการตลาดอื่นที่มีอิทธิพลในการซื้อหรือการใช้บริการอันก่อให้เกิดผลกำไรมากกว่า กล่าวคือการลงทุนในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ (ESG) เป็นการลงทุนที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับความอยู่รอดและความสามารถในการเติบโตอย่างยั่งยืนของธุรกิจในระยะยาวมากกว่าผลกำไรในระยะสั้น

5. ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคตและประโยชน์ของการวิจัย

5.1 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

5.1.1 การเก็บข้อมูลงานวิจัยนี้อยู่ในช่วงเดือนกุมภาพันธ์ 2565 ซึ่งยังคงมีบางบริษัทที่ยังไม่ได้ยื่นงบการเงินต่อหน่วยงานที่กำกับดูแล ดังนั้นการศึกษาครั้งต่อไปควรเก็บข้อมูลให้ครบถ้วนทุกบริษัทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.1.2 งานวิจัยนี้ศึกษาคะแนน ESG ตามเกณฑ์ KLD Rating เพียงอย่างเดียว งานวิจัยในอนาคตอาจทำการวิจัยศึกษาเปรียบเทียบคะแนน ESG ตัวอื่น ระหว่างของสถาบันประเทศไทยและต่างประเทศว่ามีผลลัพธ์แตกต่างกันหรือไม่

5.1.3 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และผลกระทบต่อผลตอบแทนของบริษัท โดยพิจารณาผลการดำเนินงานของกิจการซึ่งคำนึงถึงปัจจัยต่าง ๆ อย่างรอบด้าน เช่น พลวัตเฉพาะอุตสาหกรรมและความพึงพอใจของนักลงทุน

5.2 ประโยชน์ของการวิจัย

5.2.1 นักลงทุนสามารถใช้ผลการวิจัยเป็นข้อมูลสนับสนุนในการกำหนดกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมและการประกอบการตัดสินใจการลงทุนในหลักทรัพย์ นอกจากตัวชี้วัด KLD Rating ที่ใช้ในการวัดระดับความรับผิดชอบต่อ ESG แล้ว นักลงทุนสามารถใช้ระดับความรับผิดชอบต่อ ESG ตัวชี้วัดอื่น โดยมีสถาบันและหน่วยงานต่าง ๆ ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ ที่ทำการจัดอันดับและคัดเลือกบริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่โดดเด่น อาทิ อาทิ ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Dow Jones Sustainability Indexes หรือ DJSI) รายชื่อนักลงทุนยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment หรือ THSI) ดัชนีเอสจีไทยพัฒนา (Thai pat ESG Index) ฐานข้อมูลทอมสัน ไรเดอร์ (Thomson Reuters Eikon™) และ ESG Scores by Bloomberg เป็นต้น

5.2.2 ผู้ถือหุ้น ผู้บริหาร และนักวิชาการ ได้ข้อมูลในการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนและบริษัทที่กำลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้เห็นถึงความสำคัญในการจัดทำและเปิดเผยรายงานระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลต่อไป

6. สรุปผลการวิจัย

การศึกษานี้ พบว่า ระดับการมีส่วนร่วมของชุมชน ความรับผิดชอบต่อผลิตภัณฑ์และบริการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของบริษัท (วัดโดย Tobin's Q) ซึ่งโดยทั่วไป การมีส่วนร่วมของชุมชน หมายถึง การมีส่วนร่วมของบริษัทในการสนับสนุนชุมชนท้องถิ่นผ่านโครงการริเริ่มต่าง ๆ เช่น กิจกรรมเพื่อประโยชน์สาธารณะ โครงการเพื่อการพัฒนาสังคม หรือโครงการพัฒนาที่ยั่งยืน อีกทั้ง ความรับผิดชอบต่อผลิตภัณฑ์และบริการ เป็นความมุ่งมั่นของบริษัทในการจัดหาผลิตภัณฑ์และบริการที่มีจริยธรรม ปลอดภัย และมีคุณภาพสูง โดยคำนึงถึงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม ผลการวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่าเมื่อระดับการมีส่วนร่วมของชุมชนและความรับผิดชอบต่อผลิตภัณฑ์และบริการเพิ่มขึ้น มูลค่าขององค์กรที่วัดโดย Tobin's Q ก็เพิ่มขึ้นเช่นกัน ดังนั้น ความสัมพันธ์เชิงบวกนี้แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีระดับการมีส่วนร่วมของชุมชนและความรับผิดชอบต่อผลิตภัณฑ์และบริการในระดับที่สูงขึ้นมักจะมีมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น เหตุผลที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์นี้มี 2 ข้อ คือ ประการแรก การมีส่วนร่วมของชุมชนสามารถเพิ่มชื่อเสียงของบริษัท ภาพลักษณ์ของแบรนด์ และความสัมพันธ์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การมีส่วนร่วมอย่างแข็งขันในชุมชนและตอบสนองความต้องการทางสังคม บริษัทต่าง ๆ จะสามารถสร้างความไว้วางใจและความปรารถนาดี ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าที่รับรู้ในตลาด ประการที่สอง ความรับผิดชอบต่อผลิตภัณฑ์และบริการ ซึ่งเกี่ยวข้องกับหลักปฏิบัติด้านบรรษัทภิบาลและความยั่งยืนในการพัฒนาผลิตภัณฑ์ การผลิต และการจัดจำหน่าย สามารถนำไปสู่ความจงรักภักดีและความพึงพอใจของลูกค้า บริษัทที่ให้ความสำคัญกับผลิตภัณฑ์และบริการที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมและยั่งยืนมีแนวโน้มที่จะดึงดูดฐานลูกค้าที่กว้างขึ้น ส่งผลเชิงบวกกับการบอกต่อให้กับลูกค้าในหลากหลายรูปแบบ และได้เปรียบในการแข่งขัน ซึ่งทั้งหมดนี้สามารถนำไปสู่มูลค่าของกิจการที่สูงขึ้น

ในทางกลับกัน การศึกษานี้พบว่า ระดับการมีส่วนร่วมของชุมชน ความรับผิดชอบต่อผลิตภัณฑ์และบริการ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (วัดโดย Return) คำอธิบายหนึ่งที่เป็นไปได้คือ บริษัทที่ไม่ให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อด้าน ESG มักจะให้ความสำคัญกับความยั่งยืนและผลกระทบทางสังคมในระยะยาวมากกว่าผลกำไรทางการเงินในระยะสั้น บริษัทมักจะลงทุนด้านทรัพยากรจำนวนมากในการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม ความคิดริเริ่มในการมีส่วนร่วมพัฒนาสังคม และแนวปฏิบัติด้านบรรษัทภิบาล ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรในระยะสั้นและส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่เกิดจากหุ้นสามัญในเชิงลบ อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างปัจจัย ESG และผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

ประเด็นสำคัญที่การศึกษานี้ขอตั้งข้อสังเกต คือ ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างปัจจัย ESG และผลตอบแทนของหุ้นสามัญ อีกทั้ง การไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างปัจจัย ESG และผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่ได้หมายความว่าบริษัทให้ความสำคัญกับการดำเนินนโยบายธุรกิจโดยให้ความสำคัญกับ ESG นั้น มีผลกำไรหรือผลการดำเนินงานน้อยกว่าหรือให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าในระยะยาว เพราะความสัมพันธ์เชิงลบที่การศึกษานี้นำเสนอ บ่งชี้ถึงความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และผลการดำเนินงานทางการเงินในระยะสั้น ซึ่งไม่ได้ครอบคลุมถึงผลการดำเนินงานในระยะยาวและผลกระทบในวงกว้างต่อความยั่งยืน ชื่อเสียง และความสามารถโดยรวมของบริษัทเมื่อเผชิญกับความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจ สิ่งแวดล้อมและสังคม

ดังนั้น ในอนาคตควรที่จะมีการทำวิจัยเพิ่มเติมเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และผลกระทบระยะยาวต่อผลตอบแทนของบริษัท นอกจากนี้ การวิจัยในอนาคตอาจพิจารณาผลการดำเนินงานของกิจการโดยคำนึงถึงปัจจัยต่าง ๆ อย่างรอบด้าน เช่น พลวัตเฉพาะอุตสาหกรรม และความพึงพอใจของนักลงทุน เป็นต้น

เอกสารอ้างอิง

- กนกพร รัตนอำพล ธารินี พงศ์พัฒน์ และ อภิชาติพงศ์พัฒน์. (2564). ปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Buddhist Education and Research*, 7(3), 62-72.
- จิอัสดีปี ประเทศไทย. (2564). แผนวิจัยและพัฒนาสำคัญอย่างไร องค์การไหนที่ควรมี. ค้นเมื่อ 16 พฤษภาคม 2566, จาก <https://th.jobsdb.com/th-th/articles/research-and-development/>.
- ณัฐกานต์ วุฒิสมานันท์. (2561). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล(ESG) กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่ม ESG100. ปทุมธานี : มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2560). การเปิดเผยข้อมูลและรายงานด้านความยั่งยืน Sustainability Disclosure and Reporting. ค้นเมื่อ 2 กุมภาพันธ์ 2566, จาก <https://setsustainability.com/page/disclosure>.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.(2566). ตลาดหลักทรัพย์ฯ ส่งเสริมระบบนิเวศด้านความยั่งยืนให้บริการ ESG Data Platform สำหรับบริษัทมหาชนจำกัด. ค้นเมื่อ 30 มีนาคม 2566, จาก <https://www.set.or.th/th/about/setsource/news-release/article/96-esg-data-platform->.
- ไตรรงค์ สวัสดิกุล และคณะ. (2565). ผลกระทบของคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลต่อผลลัพธ์ขององค์กรของบริษัทจดทะเบียนจาก IMT-GT. *การประชุมงานสัมมนาวิชาการในระดับภูมิภาคประจำปี 2565*.
- 1 กรกฎาคม 2565. ณ โรงแรมบายาสิตา มหาวิทยาลัยขอนแก่น จังหวัดขอนแก่น.

- ธนิตร์ ศิลาภรณ์รัตน์. (2562). การศึกษาผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์หุ้นยั่งยืนที่ได้รับการคัดเลือกโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ปทุมธานี : มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ธีรพร ทองชะไค และ อาคม ใจแก้ว. (2556). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Songklanakarin Journal of Management Sciences*, 30(1), 23-51.
- ธัญพร ยอดอุดม และ มุทราชัย สุทธิพันธ์. (2563). อิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่ากิจการในประเทศไทย เพื่อศึกษาขอบเขตและระดับของสิ่งแวดล้อม. *Journal of Finance and Banking Review*, 5(3), 108-114.
- นพพร แพทย์รัตน์. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลการลงทุนเพื่อสังคมกับมูลค่าองค์กรตามราคาตลาด. *วารสารวิชาการ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, 41(3), 74-87.
- นฤมล ตั้งหมั่นทวีวัฒน์ และ วินัย หอมสมบัติ. (2559). การสร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ผ่านคุณค่าตราผลิตภัณฑ์จากโครงการความรับผิดชอบต่อสังคม. *วารสารสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ*, 19(1), 84-101.
- นิตยา โยธางันท์ ศศิวิมล มีอำพล และ ไพบุญย์ ผจวงวงศ์. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนกับผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่ม ESG100. *วารสารบรรณศาสตร์ มศว.*, 13(2), 12-26.
- เบญจรัตน์ ศรีสุภานนท์. (2560). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับความรับผิดชอบต่อสังคมกับมูลค่าของกิจการและการถูกคัดเลือกเข้าสู่กลุ่มหลักทรัพย์ ESG100 สำหรับบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SET100. ปทุมธานี : มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ปาณมน จันทบุตร. (2565). ผลกระทบของความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลต่อความเสี่ยงจากการล้มเหลวทางการเงินของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริบทของวิกฤตเศรษฐกิจ. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 18(59), 26-52.
- พร้อมพร ภูวดิน. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความยั่งยืนของบริษัทและผลการดำเนินงานทางการเงิน:กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย. *วารสารวิทยาลัยดุสิตธานี*, 12(3), 429-444.
- พิมพ์โพยม สุดเจริญ. (2564). การศึกษาผลกระทบของระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อผลการดำเนินงานผ่านความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ปทุมธานี : มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- พิมล เลิศทรัพย์อนันต์ และ ปริญญ์ มากสิน. (2565). อิทธิพลของการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการต่อความยั่งยืนทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Business Administration and Languages*, 10(2), 101-122.
- พิศิษฐ์ อัครบรรจงผล. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างการรายงานความยั่งยืนกับอัตราส่วน Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มดัชนี SET 100. กรุงเทพฯ : มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ภัณฑิรา มณีไพรัตน์. (2562). อิทธิพลระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลตอบแทนผู้ถือหุ้น : กรณีศึกษาบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับธุรกิจด้านการพัฒนาความยั่งยืน. *วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์*.
- ภัทลวีร์ ศรสงคราม. (2560). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) กับมูลค่ากิจการ (TOBIN'S Q) ในหมวดธุรกิจพลังงานที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ปทุมธานี : มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

- วรพรรณ เมาสิริพัลลภ. (2564). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับความรับผิดชอบต่อสังคมสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ของบริษัท และการถูกคัดเลือกเข้าดัชนี SETTHSI ต่อแนวโน้มการทุจริต. ปทุมธานี : มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ศิรินันท์ ปิยะธำรงรัตน์. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG Performance กับประสิทธิภาพทางการเงินในกลุ่มบริษัทอุตสาหกรรมที่อ่อนไหว (Sensitive Industries) กรณีศึกษาในกลุ่มสมาชิกสหภาพยุโรป. นครปฐม : มหาวิทยาลัยมหิดล.
- อัญชลี พิพัฒน์เสริญ และ ศิลพร ศรีจันเพชร. (2560). การตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับธรรมาภิบาล คุณภาพกำไร และผู้สอบบัญชี. วารสารวิชาชีพบัญชี, 13(40), 22-31.
- อัญชิสา เต็มวาณิช. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับของความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น: กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่ม ESG100. ปทุมธานี : มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Barnard, C. (1938), *The Functions of the Executive*. Cambridge, MA. : Harvard University Press.
- Chen, Z., & Xie, G., (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83(4), 102291.
- Crisóstomo, V. L., Freire, F. S. & Vasconcellos, F. C. (2011, June). Corporate social responsibility Firm Value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295-309.
- David, C., Chan, K., Cheng, Louis, T. W., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, Elsevier, 38(C), 101716.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure Special Issue on Corporate Social Responsibility and Ethics in Financial Markets. *Global Finance Journal*, 38, 45–64.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston : Pitman.
- Gray, E. R., & Balmer, J. T., (1998). Managing Corporate Image and Corporate Reputation. *Pergamon Press of Elsevier Science*, 31(5), 695-702.
- Gujarati, D. N., Bernier, B., & Bernier, B. (2004). *Econométrie*. Brussels : De Boeck.
- Jaggi, B., & Freeman, M. (1992). An examination of the impact of pollution performance on economic and market performance: Pulp and paper firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 19(5), 697-713.
- Jang, S. S., Ko, H., Chung, Y., & Woo, C. (2019). CSR, social ties and firm performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(6), 1310-1323.
- Kennedy, P. (1992). Violating Assumption Five: Multicollinearity. *Guide to Econometrics*, 1st ed.; Kennedy, P., Ed, 192-202.
- Karishma, K., & Thaker, N. (2019). ESG and corporate financial performance: a panel study of Indian companies. *The IUP Journal of corporate governance*, 18(1), 44-59.
- Lawrence, A. T., & Weber, J. (2010). *Business and society: Stakeholders, ethics, public policy*. Boston : McGraw-Hill Irwin.

- Quintiliani, A. (2022). ESG and Firm Value. *Accounting and Finance Research*, 11(4), 37-47.
- Ramic, H. (2019). Relationship between ESG performance and financial performance of companies: an overview of the issue. *Thesis for Master of Science in Accounting, Control and Finance*.
- Shiu, Y.-M., & Yang, S. L. (2017). Does Engagement in Corporate Social Responsibility Provide Strategic Insurance-like Effects? *Strategic Management Journal*, 38(2), 455-470.
- Suttipun, M. (2023). ESG Performance and Corporate Financial Risk of the Alternative Capital Market in Thailand. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2168290.
- Van Hoang, T., Segbotangnib, E., & Lahiani, A., (2021). ESG Performance and COVID-19 Pandemic: An Empirical Analysis of European Listed Firms. *Social Science Research Network (SSRN)*, 28, 1-29.
- Yoo, S., & Managi, S. (2022). Disclosure or action: Evaluating ESG behavior towards financial performance. *Finance Research Letters*, 44(C).