ผลกระทบของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Moderating Environmental, Social, and Governance (ESG) in the relationship between compensation and firm value of listed companies on the Stock Exchange of Thailand

จินตนา โสมโสดา[1], อรัณพงศ์ ทนันไชย[2,*], ดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์[3], อเนก พุทธิเดช[4] และสุรชัย เอมอักษร[5]

Jintana Somsoda[1], Aranphong Thananchai[2,*], Dararat Phoprachak[3], Anek Putthidech[4], Surachai Am-ugsorn[5]

Received : February 3, 2025 Revised : May 7, 2025 Accepted : May 26, 2025

บทคัดย่อ

การกำหนดค่าตอบแทนที่เหมาะสมให้กับคณะกรรมการและผู้บริหาร ในยุคที่สิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG) เป็นประเด็นสำคัญสำหรับผู้มีส่วนได้เสีย ถือเป็นกลไกสำคัญในการดึงดูดและรักษาบุคลากรที่มีความรู้ และทักษะที่เกี่ยวข้องเพื่อเสริมสร้างมูลค่ากิจการ การวิจัยนี้มุ่งศึกษาผลกระทบของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG) ต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิในช่วงปี พ.ศ. 2564 ถึง พ.ศ. 2566 ตัวอย่างประกอบด้วยข้อมูล 221 Firm-year จากบริษัทจดทะเบียนที่มีการเปิดเผยคะแนน ESG (ESG Disclosure Score) ตามฐานข้อมูล Bloomberg และเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1 หรือ 56-1 One Report) การวิเคราะห์ใช้วิธีถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) เพื่อทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับผลกระทบของตัวแปร ผลการวิจัยพบว่า ค่าตอบแทนกรรมการบริหารและค่าตอบแทนผู้บริหารมีผลกระทบในทางบวกต่อมูลค่ากิจการ แต่ไม่พบผลกระทบจากค่าตอบแทนกรรมการอิสระ นอกจากนี้ พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบในทางบวกต่อมูลค่ากิจการและยังทำหน้าที่เป็นตัวแปรกำกับซึ่งช่วยเพิ่มผลกระทบของค่าตอบแทนกรรมการอิสระ

คำสำคัญ : ค่าตอบแทน สิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG) มูลค่ากิจการ

[1,2] นักศึกษาระดับปริญญาเอก หลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต, คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

[1,2] Ph.D. (Accountancy), Faculty of Business Administration and Information Technology, Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi

[3,5] ผู้ช่วยศาสตราจารย์, คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

[3,5] Assistant Professor, Faculty of Business Administration and Information Technology, Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi

[4] ผู้ช่วยศาสตราจารย์, คณะวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

[4] Assistant Professor, Faculty of Science and Technology, Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi

*Corresponding author : aranphong@rmutl.ac.th

Abstract

Appropriate compensation for the board of directors and executives, in an era where Environmental, Social, and Governance (ESG) factors are a key concern for stakeholders, serves as a crucial mechanism for attracting and retaining talent with relevant knowledge and skills to enhance firm value. This study examines the impact of environmental, social, and governance (ESG) factors on the relationship between executive compensation and firm value for companies listed on the Stock Exchange of Thailand. Using secondary data from 2021 to 2023, the sample consists of 221 firm-year observations of publicly listed companies with ESG Disclosure Scores available from the Bloomberg database. Additional financial and annual report data (56-1 or 56-1 One Report) were also collected. Multiple regression analysis was used to test the hypotheses regarding variable impacts. The results reveal that executive director compensation and management compensation positively influence firm value, while no significant effect was found for independent director compensation. Furthermore, ESG disclosure positively impacts firm value and acts as a moderating variable, enhancing the effect of independent director compensation.

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

1. บทนำ

ในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา แนวคิดเรื่องการพัฒนาอย่างยั่งยืน (Sustainable Development) ได้กลายเป็นหัวใจสำคัญในกระบวนการดำเนินธุรกิจทั่วโลก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ได้ให้ความสำคัญอย่างยิ่งต่อการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนบูรณาการประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (Environmental, Social, and Governance: ESG) เข้ากับกระบวนการบริหารจัดการภายในองค์กร โดยมีเป้าหมายเพื่อเสริมสร้างความสามารถในการแข่งขันในระยะยาว สร้างคุณค่าที่ยั่งยืนให้แก่ผู้มีส่วนได้เสีย และเสริมสร้างภาพลักษณ์ของตลาดทุนไทยในเวทีโลก หลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนแนวโน้มดังกล่าวปรากฏชัดในมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับในกลุ่มหุ้นยั่งยืน (SET ESG Ratings) ซึ่งมีมูลค่ารวมกว่า 11.8 ล้านล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 70 ของมูลค่าตลาดรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ณ วันที่ 15 กรกฎาคม 2567 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567) สะท้อนให้เห็นว่า ESG มิใช่เพียงกระแส แต่เป็นแนวทางที่สามารถผลักดันผลประกอบการและคุณค่าของกิจการได้อย่างเป็นรูปธรรม

ในระดับสากล ความเคลื่อนไหวและการดำเนินการด้าน ESG ได้รับการผลักดันอย่างต่อเนื่อง ตัวอย่างที่ชัดเจนได้แก่ กลไกการปรับคาร์บอนก่อนเข้าพรมแดนของสหภาพยุโรป (Carbon Border Adjustment Mechanism: CBAM) ซึ่งมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม 2566 ซึ่งกลไกดังกล่าวส่งผลกระทบโดยตรงต่อบริษัทผู้ส่งออกในประเทศไทย โดยทำให้ต้นทุนการผลิตเพิ่มขึ้นและเผชิญกับข้อจำกัดทางการค้า นอกจากนี้ จากรายงานของ Bloomberg คาดการณ์ว่าสินทรัพย์ด้าน ESG ของบริษัทในสหรัฐอเมริกาจะมีมูลค่าสูงถึง 53 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐภายในปี 2568 เนื่องจากนักลงทุนให้ความเชื่อมั่นว่าบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างโปร่งใสและเป็นระบบจะสามารถบริหารความเสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2567)

นอกจากการสร้างความน่าเชื่อถือ ESG ยังได้รับการยอมรับว่าเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการในเชิงบวก จากผลการศึกษาหลายฉบับยังยืนยันว่า บริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG ในระดับสูง มักมีมูลค่ากิจการสูงกว่าคู่แข่ง (Delvina & Hidayah, 2023; Perdana et al., 2023; Seok et al., 2024) ทั้งนี้ แนวคิดด้าน ESG จึงมิได้เป็นเพียงประเด็นด้านจริยธรรม แต่ยังถือเป็นกลยุทธ์เชิงธุรกิจที่สามารถส่งเสริมความสามารถในการสร้างกำไร การแข่งขัน ความอยู่รอด และความยั่งยืนของกิจการในระยะยาว (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567)

เพื่อรับมือกับความท้าทายที่เกิดจาก ESG บริษัทต่าง ๆ จึงจำเป็นต้องให้ความสำคัญต่อ ความเสี่ยงด้านความยั่งยืน (ESG Risk) และพัฒนาแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่เหมาะสม ซึ่งจะช่วยสร้างโอกาสและลดผลกระทบด้านลบต่อองค์กร โดยเฉพาะอย่างยิ่งในระดับของผู้บริหารและคณะกรรมการ ควรมีบทบาทสำคัญในการบูรณาการ ESG เข้าสู่ กลยุทธ์หลักขององค์กร และกำหนดตัวชี้วัดที่สามารถประเมินผลและสร้างคุณค่าทางธุรกิจได้อย่างเป็นรูปธรรม จึงจะสามารถผลักดันให้เกิดการรายงานด้านความยั่งยืนที่มีประสิทธิภาพและตรวจสอบได้ (วิไลพร ทวีลาภพันทอง, 2563)

ในขณะเดียวกัน ความท้าทายที่ผู้บริหารและคณะกรรมการต้องเผชิญในการผลักดันนโยบาย ESG ยังเชื่อมโยงกับประเด็นด้านค่าตอบแทนผู้บริหาร (Executive Compensation) ซึ่งเป็นกลไกสำคัญในการจูงใจผู้บริหารให้ดำเนินกลยุทธ์ที่สอดคล้องกับเป้าหมายขององค์กร รวมทั้งดึงดูดและรักษาผู้บริหารที่มีศักยภาพ ภายใต้ทฤษฎีสัญญาที่เหมาะสม (Optimal Contracting Theory) ระบุว่า ค่าตอบแทนผู้บริหารควรสะท้อนถึงผลการดำเนินงานจริงของกิจการ และสัมพันธ์กับระดับความรับผิดชอบ ทักษะ และความซับซ้อนของตำแหน่งงานโดยเฉพาะในบริษัทที่มีศักยภาพในการเติบโตสูงและต้องเผชิญกับความเสี่ยงมาก

งานวิจัยที่ผ่านมาได้ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่ากิจการ ผลการศึกษาส่วนใหญ่พบว่า ค่าตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (Haque & Ntim, 2020; Sanpakdee & Onwimon, 2021) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยบางชิ้นกลับไม่พบความสัมพันธ์ที่ชัดเจน หรือแม้แต่พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม (Harymawan et al., 2020; Pucheta & Gallego, 2020) ความแตกต่างของผลการศึกษาดังกล่าว อาจเกิดจากความแตกต่างของช่วงเวลาที่ศึกษา บริบททางเศรษฐกิจ หรือปัจจัยภายในของแต่ละกิจการที่ไม่เหมือนกัน

อย่างไรก็ดี ผู้วิจัยตั้งข้อสังเกตเพิ่มเติมว่า ระดับของ ESG อาจมีบทบาทในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่ากิจการ กล่าวคือ ในกรณีที่บริษัทมีระดับ ESG สูง นักลงทุนอาจมองว่าค่าตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับนั้นเหมาะสมและชอบธรรม เนื่องจากสะท้อนถึงการบริหารจัดการที่โปร่งใส มีความรับผิดชอบ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งช่วยลดความกังวลเกี่ยวกับผลประโยชน์ทับซ้อน หรือการเอื้อประโยชน์ส่วนตน (García-Sánchez & García-Meca, 2018; Kim et al., 2012) ในทางกลับกัน หากบริษัทมีระดับ ESG ต่ำ ค่าตอบแทนดังกล่าวอาจถูกมองว่าไม่สอดคล้องกับผลประโยชน์เป็นการเอื้อประโยชน์ส่วนตน และบั่นทอนความเชื่อมั่นของผู้ถือหุ้นและส่งผลลบต่อการรับรู้คุณค่าของกิจการ (Jizi et al., 2014)

จากแนวคิดและข้อสังเกตข้างต้น จึงนำไปสู่คำถามวิจัยที่ว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ โดยผลการศึกษาในครั้งนี้มุ่งหวังที่จะสร้างความเข้าใจที่ชัดเจนในประเด็นดังกล่าว เสริมสร้างกลไกค่าตอบแทนให้มีประสิทธิภาพ และผลักดันให้เกิดมูลค่ากิจการอย่างยั่งยืน ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน ผู้กำหนดนโยบายและผู้มีส่วนได้เสียในการใช้ข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ เพิ่มโอกาสในการสร้างผลตอบแทน และสนับสนุนการเติบโตอย่างยั่งยืนขององค์กร

2. เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องและสมมุติฐานของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ ได้ทำการศึกษาผ่านการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ประกอบไปด้วยหลักการ ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องจาก ตำรา เอกสาร วารสาร บทความวิชาการ รวมถึงงานวิจัย เพื่อใช้เป็นแนวทางในการศึกษาวิจัย ได้แก่

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) กล่าวถึงความสัมพันธ์ของการเป็นตัวแทนว่าเป็นสัญญาระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย โดยฝ่ายหนึ่งเรียกว่า ตัวการ (Principal) หรือเจ้าของกิจการ และอีกฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวแทน (Agent) หรือผู้บริหารกิจการ โดยตัวการจะมอบอำนาจในการตัดสินใจบริหารกิจการของพวกเขาให้แก่ตัวแทน โดยเป้าประสงค์ในความสัมพันธ์ของทั้งสองฝ่ายนี้คือ การสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้แก่ตน (Jensen & Meckling, 1976) ความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ซึ่งกันและกันจึงเกิดขึ้น โดยที่ผู้บริหารกิจการจะสร้างอรรถประโยชน์สงสุดให้กับตัวเอง โดยไม่คำนึงถึงว่าการกระทำเช่นนั้นจะก่อให้เกิดประโยชน์หรือความมั่งคั่งสูงสุดแก่ตัวผู้เป็นเจ้าของกิจการหรือไม่ การมีเป้าหมายที่แตกต่างกัน ค่าตอบแทนผู้บริหารจึงควรออกแบบเพื่อให้สอดคล้องกับผลประโยชน์ของเจ้าของกิจการ

ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory) ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory) โดย Donaldson and Davis (1991) ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์มีแนวคิดว่าผู้บริหารที่ไม่มีผลประโยชน์ทับซ้อนจะทำหน้าที่เป็น “ผู้พิทักษ์” (Steward) เพื่อรักษาผลประโยชน์ขององค์กรมากกว่าผลประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งการกระทำดังกล่าว จะก่อให้เกิดประสิทธิผลสูงสุดต่อผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องทุกฝ่าย และจะทำให้องค์กรบรรลุวัตถุประสงค์ตามเป้าหมายที่วางไว้ โดยมีเป้าหมายในการสร้างคุณค่าระยะยาว มากกว่าการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว

ทฤษฎีสัญญาที่เหมาะสม (Optimal Contracting Theory) เป็นแนวคิดในด้านเศรษฐศาสตร์และการเงินที่มุ่งเน้นการออกแบบสัญญาระหว่างผู้ถือหุ้น (Principal) และผู้บริหาร (Agent) เพื่อให้แน่ใจว่าผู้บริหารจะดำเนินการตามผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ลดปัญหาความขัดแย้งผลประโยชน์ (Jensen & Meckling, 1976) โดยเน้นการสร้างแรงจูงใจ (Incentive Alignment) และการแบ่งความเสี่ยง (Risk Sharing) เพื่อควบคุมพฤติกรรมของผู้บริหาร (Holmstrom, 1979) โดยการออกแบบโครงสร้างค่าตอบแทนที่เหมาะสมสามารถกระตุ้นให้ผู้บริหารดำเนินการในแนวทางที่เพิ่มมูลค่ากิจการ และอาจรวมถึงการดำเนินการด้าน ESG

แนวคิดเรื่องสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล หรือ ESG ย่อมาจาก Environmental (สิ่งแวดล้อม) Social (สังคม) และ Governance (การกำกับดูแล) ในมิติด้านสิ่งแวดล้อมจะพิจารณาการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ด้านสังคมจะพิจารณาการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม ความเป็นอยู่ของสังคมทั้งภายในและนอกบริษัท และด้านหลักธรรมาภิบาล จะพิจารณาด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีแนวทางบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านการทุจริตและคอร์รัปชั่น โดยมี ESG Rating เป็นเครื่องมือวัดการดำเนินงานด้านคุณภาพในเรื่อง ESG ของแต่ละบริษัท ที่นักลงทุนใช้เปรียบเทียบเพื่อการตัดสินใจลงทุนในหุ้นที่คำนึงถึง ESG อาทิ ฟิทช์เรทติ้ง ได้จัดอันดับองค์กรในด้าน ESG โดยมีระดับ 1-5 โดย ระดับ 1 จะหมายถึงมี ESG Rating ที่สูงที่สุด โดยมีการระบุระดับคะแนน 0-100 เพื่อให้นักลงทุนสามารถนำข้อมูลมาใช้พิจารณาเชิงปริมาณได้ละเอียดมากขึ้น

มูลค่าของกิจการ (Firm value)

วรรณกรรมและงานวิจัยในอดีตได้เสนอแนวทางที่หลากหลายในการวัดมูลค่ากิจการ ซึ่งถือเป็นตัวชี้วัดสำคัญของความสำเร็จในการดำเนินธุรกิจและความสามารถในการสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยตัวชี้วัดที่นิยมใช้กัน อาทิ Tobin’s Q, Economic Value Added (EVA), Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), Cost of Equity (COE), Cost of Debt (COD), Weighted Average Cost of Capital (WACC) และ Earnings per Share (EPS) ซึ่งแต่ละตัวแปรสะท้อนมุมมองที่แตกต่างกัน ทั้งด้านการดำเนินงาน การเงิน และมูลค่าตลาด (Bharadwaz & Goswami, 2023; Chairani & Siregar, 2021; Delvina & Hidayah, 2023; Ernst & Woithe, 2024; Faisal et al., 2021; Fernandes et al., 2024; Fuadah et al., 2022; Haque & Ntim, 2020; Harymawan et al., 2020; Karina et al., 2023; Kumar & Agrawal, 2024; Kwintana & Hanggraeni, 2023; Rosalia & Prihandini, 2024; Sanpakdee & Onwimon, 2021; Terdpaopong et al., 2024)

ในบริบทของการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารและมูลค่ากิจการนั้น งานวิจัยจำนวนมากได้ใช้ Tobin’s Q เป็นตัวแทนของมูลค่ากิจการ เช่น Harymawan et al. (2020), Haque and Ntim (2020), และ Sanpakdee and Onwimon (2021) เนื่องจาก Tobin’s Q มีคุณลักษณะที่โดดเด่นคือการผสานข้อมูลจากทั้งตลาดการเงินและข้อมูลบัญชีเข้าด้วยกัน ซึ่งสามารถลดข้อจำกัดของการพึ่งพาข้อมูลทางบัญชีล้วน ๆ ที่อาจล่าช้าหรือถูกควบคุมโดยการบริหารกำไรได้ (Chung & Pruitt, 1994) แนวคิดของ Tobin’s Q ถูกเสนอครั้งแรกโดย James Tobin ซึ่งนิยาม Tobin’s Q เป็นอัตราส่วนระหว่าง มูลค่าตลาดของสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท กับมูลค่าทดแทนสินทรัพย์เหล่านั้น โดยหาก Tobin’s Q มีค่ามากกว่า 1 แสดงว่าบริษัทมีมูลค่าตลาดสูงกว่ามูลค่าทดแทน หมายความว่านักลงทุนคาดหวังว่าบริษัทจะสามารถสร้างผลตอบแทนได้ดีในอนาคต

Chung and Pruitt (1994) ได้เสนอสูตรที่ง่ายและเป็นที่นิยมในการคำนวณ Tobin's Q โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงิน โดยคำนวณมูลค่าทางการตลาดของบริษัทจากผลรวมมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ และมูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน และหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์

สำหรับการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยเลือกใช้ Tobin's Q เป็นตัวแทนในการวัดมูลค่ากิจการ เนื่องจากสะท้อนภาพรวมของมูลค่าตลาดที่นักลงทุนประเมินต่อความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของบริษัท โดยเฉพาะในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของค่าตอบแทนต่อมูลค่ากิจการ

ค่าตอบแทนผู้บริหารเป็นปัจจัยสำคัญที่สะท้อนถึงกลไกการกำกับดูแลภายในองค์กร โดยเฉพาะในด้านการสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารดำเนินกลยุทธ์ที่สอดคล้องกับเป้าหมายของผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม งานวิจัยในอดีตพบว่าผลกระทบของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อมูลค่ากิจการยังคงเป็นประเด็นที่มีความเห็นต่างกัน ตัวอย่างเช่น Haque and Ntim (2020), Sanpakdee and Onwimon (2021) ระบุว่าค่าตอบแทนมีผลเชิงบวกที่มีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ ในขณะที่ Harymawan et al. (2020) กลับไม่พบผลกระทบที่มีนัยสำคัญในประเด็นดังกล่าว ยิ่งไปกว่านั้น งานวิจัยในช่วงปี 2021-2022 ยังแสดงถึงความไม่สอดคล้องกันของผลลัพธ์ โดยบางงานวิจัย เช่น Ritthidach et al. (2021) รายงานความสัมพันธ์เชิงบวก ขณะที่งานอื่น อรุณี ยศบุตร (2021), Liew et al. (2022), Rahayu et al. (2022) ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว ล่าสุดการศึกษาในปี 2024 เช่น Grey et al. (2024), และ Özer et al. (2024) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างค่าตอบแทนและมูลค่ากิจการ ดังนั้น จากผลการศึกษาในอดีตจึงสามารถกำหนดสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 : ค่าตอบแทนกรรมการบริหาร มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2 : ค่าตอบแทนกรรมการอิสระ มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 3 : ค่าตอบแทนผู้บริหาร มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG) ต่อมูลค่ากิจการ

การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG) ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่สะท้อนถึงความโปร่งใส ความรับผิดชอบต่อสังคม และการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน ซึ่งส่งผลต่อมูลค่ากิจการ อย่างไรก็ตาม งานวิจัยในอดีตแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และมูลค่ากิจการที่หลากหลาย ทั้งในเชิงบวก เชิงลบ และไม่มีความสัมพันธ์อย่างชัดเจน Zhang et al. (2020) พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ ทั้งในเชิงบวกและเชิงลบ นอกจากนี้ยังส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ Abdi et al. (2022) และ Aydogmus et al. (2022) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับมูลค่ากิจการมีทั้งเชิงบวกและไม่มีนัยสำคัญ Delvina and Hidayah (2023) Perdana et al. (2023), Stiadi (2023) ยืนยันว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวยังคงมีทั้งในเชิงบวกและลบ โดยผลลัพธ์ยังคงมีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย สอดคล้องกับผลการศึกษาในปี 2020 ผลการศึกษาในปีล่าสุดยังคงแสดงความสัมพันธ์ที่หลากหลาย Seok et al. (2024) พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ Fernandes et al. (2024) พบผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ Bahadir and Akarsu (2024), Rastogi et al. (2024) ไม่พบความสัมพันธ์ที่ชัดเจนระหว่าง ESG และมูลค่ากิจการผลการศึกษาในอดีตที่หลากหลายนี้สะท้อนถึงความซับซ้อนของความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และมูลค่ากิจการ ดังนั้น จากผลการศึกษาในอดีตจึงสามารถกำหนดสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 4 : การเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแลกิจการ มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นอกจากนี้แล้ว ผู้วิจัยยังได้ศึกษาถึงแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล ค่าตอบแทน และมูลค่ากิจการ กำหนดสมมติฐานได้ดังนี้

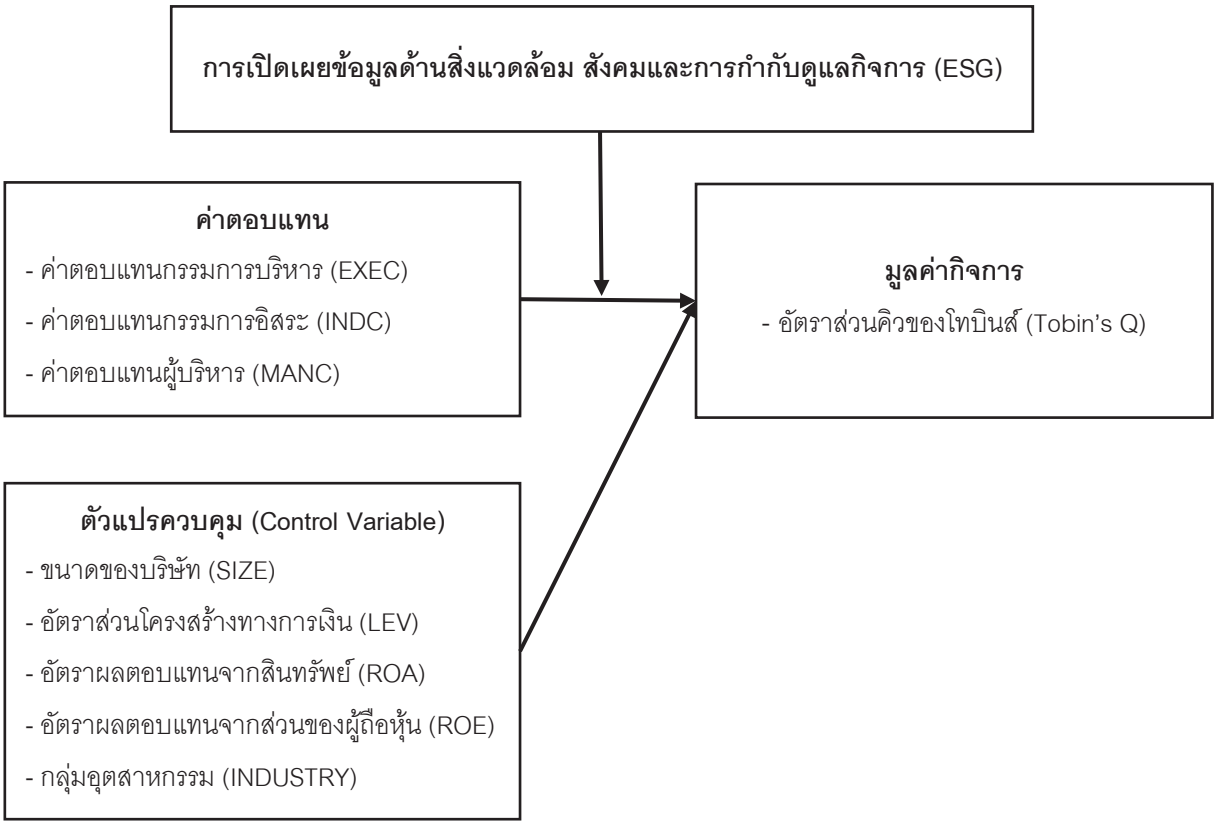
สมมติฐานที่ 5 : ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกรรมการบริหารกับมูลค่ากิจการของบริษัทจด ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 6 : ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกรรมการอิสระกับมูลค่ากิจการของบริษัทจด ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 7 : ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลมีผลกระทบในทิศทางบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวน แนวคิด ทฤษฎี รวมถึงการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น ทำให้ผู้วิจัยสามารถกำหนดกรอบแนวคิดเพื่อศึกษาผลกระทบของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ดังนี้



รูปภาพประกอบ 1 แสดงกรอบแนวคิดการวิจัย

3. วิธีการดำเนินงานวิจัย

3.1 กลุ่มตัวอย่าง

ในการวิจัยครั้งนี้ใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยอ้างอิงข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รายงาน ณ วันที่ 13 สิงหาคม 2567 โดยมีจำนวนทั้งสิ้น 405 จำนวนข้อมูลรายปี (Firm Year) การคัดเลือกตัวอย่างด้วยวิธีเจาะจง (Purposive Sampling) โดยกำหนดเกณฑ์การคัดเลือก ดังนี้ 1) ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนกลุ่มตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ 2) ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ได้แก่ ธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากลักษณะการประกอบธุรกิจ กฎหมายที่เกี่ยวข้อง และหลักเกณฑ์อื่น ๆ มีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น อาจส่งผลให้การวิเคราะห์ข้อมูลมีความคลาดเคลื่อนได้ 3) ไม่รวมบริษัทที่ไม่มีการรายงานคะแนน ESG จากฐานข้อมูล Bloomberg 4) ไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน 5) ไม่รวมข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outliner) ในการตรวจสอบค่าผิดปกติผู้วิจัยใช้กราฟ Boxplot เพื่อวิเคราะห์ตัวแปรทั้งหมดที่เกี่ยวข้อง โดยตัดข้อมูลที่แสดงลักษณะเบี่ยงเบนอย่างชัดเจนจากค่ากลางของกลุ่ม ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความแม่นยำของการวิเคราะห์ แนวทางนี้สอดคล้องกับหลักการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงสำรวจที่นิยมใช้ในงานวิจัยด้านบัญชี (Hair et al., 2019; Tukey, 1977) จากการคัดเลือกตามเกณฑ์ข้างต้น ส่งผลให้ได้จำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 221 จำนวนข้อมูลรายปี แสดงรายละเอียดดังตาราง 1 และตาราง 2

ตาราง 1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างข้อมูลรายปีที่ใช้ในการวิจัย

บริษัท	2564	2565	2566	รวม
บริษัทที่มีคะแนน ESG ตามฐานข้อมูล Bloomberg	129	139	137	405
หัก บริษัทในตลาด MAI	1	1	1	3
หัก ธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน	18	22	22	62
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	9	9	8	26
หัก ข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outliner)	29	32	32	93
จำนวนข้อมูลรายปี (Firm Year)	**72**	**75**	**74**	**221**

ตาราง 2 จำนวนกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	2564		2565		2566	
	ความถี่	%	ความถี่	%	ความถี่	%
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	4	5.56	4	5.33	5	6.76
เทคโนโลยี (TECH)	1	1.39	5	6.67	4	5.41
ทรัพยากร (RESOURC)	22	30.56	21	28.00	19	25.68
บริการ (SERVICE)	18	25.00	18	24.00	18	24.32
สินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	5	6.94	5	6.67	6	8.11
สินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)	1	1.39	1	1.33	-	-
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)	21	29.16	21	28.00	22	29.72
จำนวนข้อมูลตามกลุ่มอุตสาหกรรม	**72**	**100**	**75**	**100**	**74**	**100**

3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ในการศึกษาผลกระทบของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรในการศึกษาวิจัย โดยแบ่งตามประเภทตัวแปรดังต่อไปนี้

ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ได้แก่ ค่าตอบแทน ประกอบด้วย ค่าตอบแทนกรรมการบริหาร (EXEC) ค่าตอบแทนกรรมการอิสระ (INDC) และค่าตอบแทนกรรมการ (MANC)

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ มูลค่ากิจการ ซึ่งผู้วิจัยได้ใช้ อัตราส่วนคิวของโทบินส์ (Tobin's Q)

ตัวแปรกำกับ (Moderating Variable) คือ คะแนนการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG)

ตัวแปรควบคุม (Control Variable) ได้แก่ ขนาดของบริษัท (SIZE) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV)อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และกลุ่มอุตสาหกรรม (INDUSTRY) เช่นเดียวกับงานวิจัยในอดีต (อรุณี ยศบุตร, 2021; Anh et al., 2024; Aydoğmuş et al., 2022; Bahadır & Akarsu, 2024; Delvina & Hidayah, 2023; Fuadah et al., 2022; Kartal et al., 2024; Perdana et al., 2023; Piccioni et al., 2024; Rastogi et al., 2024; Ritthidach et al., 2021; Zhang et al., 2020) ที่ผู้วิจัยคาดว่าตัวแปรดังกล่าวจะมีผลผลกระทบของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับมูลค่ากิจการ

สมการทดสอบสมมติฐานที่ใช้ในการวิจัย สำหรับทดสอบสมมติฐานที่ 1-3

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 EXEC_{it} + \beta_2 INDC_{it} + \beta_3 MANC_{it} + \beta_4 ESG_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 ROE_{it} + \beta_9 INDUSTRY_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

สมการ (1) ได้พัฒนาขึ้นจากงานวิจัยของ Grey et al. (2024) และ Rahayu et al. (2022) ซึ่งได้ศึกษาผลกระทบของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อมูลค่ากิจการ

สมการทดสอบสมมติฐานที่ใช้ในการวิจัย สำหรับทดสอบสมมติฐานที่ 4

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 INDUSTRY_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

สมการ (2) ได้พัฒนาขึ้นจากงานวิจัยของ Perdana et al. (2023) และ Seok et al. (2024) ซึ่งได้ศึกษาว่า ESG มีผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัทอย่างไร

สมการทดสอบสมมติฐานที่ใช้ในการวิจัย สำหรับทดสอบสมมติฐานที่ 5-7

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 EXEC_{it} + \beta_2 INDC_{it} + \beta_3 MANC_{it} + \beta_4 ESG_{it} + \beta_5 EXEC_{it}*ESG_{it} + \beta_6 INDC_{it}*ESG_{it} + \beta_7 MANC_{it}*ESG_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 LEV_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} ROE_{it} + \beta_{12} INDUSTRY_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

สมการ (3) ได้พัฒนาขึ้นจากงานวิจัยของ Haque and Ntim (2020), Zhang et al. (2020) ซึ่งได้ศึกษาในมุมมองที่ตัวแปรมีปฏิสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน

โดยที่

$\text{Tobin's } Q_{it}$ = วัดค่าจาก (มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ+หนี้สินรวม)/สินทรัพย์รวม

$EXEC_{it}$ = วัดค่าจากผลรวมของค่าตอบแทนที่จ่ายให้กับคณะกรรมการบริหาร

$INDC_{it}$ = วัดค่าจากผลรวมของค่าตอบแทนที่จ่ายให้กับคณะกรรมการอิสระ

$MANC_{it}$ = วัดค่าจากผลรวมของค่าตอบแทนที่จ่ายให้กับผู้บริหาร

ESG_{it} = คะแนนการเปิดเผยข้อมูลรวม ESG (ESG Disclosure Score) ใช้คะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยรวมของบริษัทแต่ละแห่งตามที่เปิดเผยโดยฐานข้อมูล Bloomberg

$SIZE_{it}$ = ขนาดของบริษัทวัดค่าจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม

LEV_{it} = วัดค่าจากหนี้สินรวม/สินทรัพย์รวม

ROA_{it} = วัดค่าจากกำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม

ROE_{it} = วัดค่าจากกำไรสุทธิ/ส่วนของผู้ถือหุ้น

INDUSTRY = เป็นตัวแปรหุ่น ประกอบด้วยกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มของเทคโนโลยี (TECH) กลุ่มทรัพยากร (RESOURC) กลุ่มบริการ (SERVICE) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) เช่น INDUSTRY1 กำหนดโดยให้ค่า 1 ถ้าเป็นข้อมูลกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น เป็นต้น

3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้เก็บข้อมูลที่มีการเผยแพร่สาธารณะจากเว็บไซต์ และฐานข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี แบบ 56-1 หรือ 56-1 One Report และเก็บข้อมูลคะแนนการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG Disclosure Scores) จากฐานข้อมูล Bloomberg (Bloomberg ESG: BESG) ผู้วิจัยเลือกเก็บข้อมูลย้อนหลัง 3 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2564 ถึง พ.ศ. 2566 เนื่องจากเป็นช่วงเวลาที่สะท้อนถึงบริบทของการดำเนินธุรกิจและแนวโน้ม ESG ที่เข้มข้นและเป็นปัจจุบัน อีกทั้งเป็นช่วงที่ข้อมูลมีความครบถ้วนและสม่ำเสมอในแหล่งข้อมูลหลัก การใช้ข้อมูลหลายปีช่วยเพิ่มจำนวนจุดข้อมูล (firm-year observations) ให้เพียงพอต่อการวิเคราะห์ด้วยวิธีการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) และยังสามารถควบคุมคุณภาพข้อมูลได้ภายใต้ข้อจำกัดของระยะเวลาและความพร้อมของข้อมูล (Chen & Wang, 2022; Shang et al., 2023; Wooldridge, 2013)

3.4 การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลในการวิจัยครั้งนี้ใช้โปรแกรมสำเร็จรูปเพื่อการคำนวณทางสถิติโดยแบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

3.4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statics) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น ของตัวแปรต่าง ๆ โดยนำเสนอในรูปของค่าสถิติพื้นฐาน ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าความเบ้ (Skewness) และค่าความโด่ง (Kurtosis) สำหรับตัวแปรที่ศึกษา ได้แก่ ค่าตอบแทนกรรมการบริหาร (EXEC) ค่าตอบแทนกรรมการอิสระ (INDC) ค่าตอบแทนผู้บริหาร (MANC) ผลการวิเคราะห์พบว่า ตัวแปรด้านค่าตอบแทนมีการกระจายตัวค่อนข้างสูงและเบี่ยงเบนจากค่าเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจส่งผลให้ความแม่นยำในการประมาณค่าลดลง และทำให้การสรุปผลเชิงสถิติขาดความน่าเชื่อถือ โดยเฉพาะเมื่อเปรียบเทียบระหว่างบริษัทที่มีขนาดต่างกัน เพื่อให้สามารถวิเคราะห์ข้อมูลได้อย่างมีประสิทธิภาพและเทียบเคียงกันได้ระหว่างบริษัท ผู้วิจัยจึงดำเนินการปรับขนาดข้อมูลค่าตอบแทนทั้ง 3 ประเภท โดยการหารด้วยสินทรัพย์รวม (Total Assets) ของแต่ละบริษัท ซึ่งเป็นแนวทางที่ได้รับการยอมรับในงานวิจัยด้านการบัญชีและการเงิน เช่น Brick et al. (2006), Chen and Wang (2022) และ Core et al. (2003) ที่ใช้การปรับขนาดค่าตัวแปรทางการเงินด้วยสินทรัพย์รวมเพื่อควบคุมอิทธิพลของขนาดบริษัทที่อาจกระทบต่อผลการวิเคราะห์ จากนั้นจึงกำหนด ตัวย่อของตัวแปรหลังการปรับค่า โดยใช้คำว่า “SC” (Scaled) นำหน้าค่าตอบแทนประเภทต่าง ๆ

3.4.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statics) การวิจัยครั้งนี้ทดสอบสมมติฐานการวิจัย โดยใช้ โดยการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ในการศึกษาผลกระทบของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. ผลลัพธ์การวิจัยและการอภิปรายผล

4.1 ผลลัพธ์การวิจัย

4.1.1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตาราง 3 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตัวแปร	Mean	Median	SD	Minimum	Maximum	Skewness	Kurtosis
Tobin's Q (เท่า)	1.3257	1.1212	0.5678	0.5817	3.5940	1.6451	2.6881
SC_EXEC	0.0002	0.0001	0.0002	0.0000	0.0012	2.5329	8.3647
SC_INDC	0.0002	0.0001	0.0002	0.0000	0.0010	2.3131	6.8115
SC_MANC	0.0018	0.0013	0.0020	0.0000	0.0126	2.8092	9.8178
ESG (คะแนน)	55.2980	55.6400	12.1132	32.2400	80.9500	0.1286	-0.8472
LOGSIZE (เท่า)	7.8515	7.8195	0.5808	6.6388	9.5335	0.3428	-0.3774
LEV (เท่า)	0.5308	0.5498	0.1572	0.1405	0.9304	-0.4461	-0.3931
ROA (%)	5.2343	4.7127	5.3892	-23.5668	19.2797	-0.8105	5.0303
ROE (%)	7.4995	5.4748	10.1463	-35.7874	62.0315	1.1679	6.7500

จากตาราง 3 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของตัวแปรหลักที่ใช้ในการวิเคราะห์ พบว่า อัตราส่วนคิวของโทบินส์ (Tobin's Q) มีค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 1.3257 และค่ามัธยฐาน (Median) เท่ากับ 1.1212 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) เท่ากับ 0.5678 ค่าต่ำสุด (Minimum) เท่ากับ 0.5817 ค่าสูงสุด (Maximum) เท่ากับ 3.5940 ค่าความเบ้ (Skewness) เท่ากับ 1.6451 และค่าความโด่ง (Kurtosis) เท่ากับ 2.6881

สำหรับการวิเคราะห์ครั้งนี้ได้ทำการปรับตัวแปรค่าตอบแทนโดยการหารด้วย Total Assets ของบริษัท เพื่อให้ได้สัดส่วนค่าตอบแทนที่เหมาะสมกับขนาดของบริษัท (Scaled Executive Compensation) อีกทั้งเพื่อช่วยในการเปรียบเทียบค่าตอบแทนของผู้บริหารระหว่างบริษัทต่าง ๆ ที่มีขนาดสินทรัพย์รวมต่างกัน ข้อมูลที่ได้เป็นค่าเฉลี่ยของค่าตอบแทนที่ปรับด้วย Total Assets ค่าตอบแทนกรรมการบริหาร (SC_EXEC) ค่าตอบแทนกรรมการอิสระ (SC_INDC) และค่าตอบแทนผู้บริหาร (SC_MANC) มีค่าเป็นบวก โดยค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ (0.0002, 0.0002 และ 0.0018 ตามลำดับ) ค่า Skewness (2.5329, 2.3131, และ 2.8092 ตามลำดับ) และค่า Kurtosis (8.3647, 6.8115 และ 9.8178 ตามลำดับ) ซึ่งไม่เบ้และโด่งผิดปกติ ตามแนวคิดของ West et al.,1995 ที่กำหนดไว้ว่าค่า Skewness ไม่ควรเกิน ±3 และค่า Kurtosis ไม่ควรเกิน ±10

การเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแล (ESG) มีค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 55.2980 และค่ามัธยฐาน (Median) เท่ากับ 55.6400 แสดงให้เห็นว่าข้อมูลกระจายตัวใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 12.1132 ค่าต่ำสุด (Minimum) เท่ากับ 32.2400 ค่าสูงสุด (Maximum) เท่ากับ 80.9500 ค่า Skewness เท่ากับ 0.1286 และค่า Kurtosis เท่ากับ -0.8472

การวิจัยครั้งนี้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อทดสอบสมมติฐานซึ่งก่อนการวิเคราะห์สมการถอถอยเชิงพหุคูณ ผู้วิจัยได้ทดสอบความสัมพันธ์กัน (Multicollinearity) โดยพิจารณาตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันจากค่า Tolerance ที่ไม่ต่ำกว่า 0.10 และ VIF ไม่เกิน 10 (Hair et al., 2019) พบว่า สมการที่ 1 แสดงค่า Tolerance ระหว่าง 0.557 – 0.929 และค่า VIF ระหว่าง 1.08 – 1.80 ดังตาราง 5 สมการที่ 2 แสดงค่า Tolerance ระหว่าง 0.714 – 0.947 และค่า VIF ระหว่าง 1.06 – 1.40 ดังตาราง 6

นอกจากนี้ผู้วิจัยยังใช้สถิติ Pearson Correlation เพื่อยืนยันว่าไม่มีตัวแปรอิสระตัวแปรใดมีความสัมพันธ์กันเอง อันจะก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ดังแสดงในตาราง 4

ตาราง 4 แสดงสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้น ตัวแปรกำกับและตัวแปรควบคุม

ตัวแปร	SC_EXEC	SC_INDC	SC_MANC	ESG	LOGSIZE	LEV	ROA	ROE	INDUSTRY
SC_EXEC	—								
SC_INDC	0.644***	—							
SC_MANC	0.431***	0.559***	—						
ESG	-0.167*	-0.202**	-0.271***	—					
LOGSIZE	-0.476***	-0.598***	-0.632***	0.567***	—				
LEV	-0.309***	-0.424***	-0.346***	0.088	0.362***	—			
ROA	0.154*	0.236***	0.161*	-0.210**	-0.184**	-0.244***	—		
ROE	0.075	0.094	0.03	0.078	-0.046	-0.228***	0.113	—	
INDUSTRY	-0.031	0.000	0.059	-0.263***	-0.063	-0.033	0.150*	-0.069	—

* อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 *** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

จากการวิเคราะห์ตาราง 4 ตารางสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้น ตัวแปรกำกับและตัวแปรควบคุม พบว่า ไม่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรใดมีความสัมพันธ์เกิน 0.8 ซึ่งบ่งชี้ว่าไม่มีปัญหาของ Multicollinearity ระหว่างตัวแปร (Hair et al., 2019)

4.1.2 ผลการทดสอบข้อสมมติของสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ตาราง 5 ผลการทดสอบการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของค่าตอบแทนที่มีต่อมูลค่ากิจการ

ตัวแปร	B	SE	t	p	Tolerance	VIF
Intercept[a]	1.36035	0.71153	1.912	0.057		
SC_EXEC	941.01412***	244.82357	3.844	<.001	0.709	1.41
SC_INDC	-219.02866	316.05341	-0.693	0.489	0.613	1.63
SC_MANC	71.86028***	21.39645	3.359	<.001	0.720	1.39
ESG	0.00787*	0.00363	2.166	0.031	0.696	1.44
LOGSIZE	-0.0680	0.09487	-0.717	0.474	0.557	1.80
LEV	-0.34424	0.2389	-1.441	0.151	0.816	1.22
ROA	0.01627*	0.00635	2.563	0.011	0.896	1.12
ROE	-0.00465	0.00333	-1.398	0.164	0.908	1.10
INDUSTRY:					0.929	1.08
2 – 1	0.19872	0.21116	0.941	0.348		
3 – 1	-0.17958	0.15218	-1.180	0.239		
4 – 1	0.24786	0.15504	1.599	0.111		
5 – 1	-0.24863	0.17959	-1.384	0.168		
6 – 1	0.10142	0.36711	0.276	0.783		

ตาราง 5 ผลการทดสอบการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของค่าตอบแทนที่มีต่อมูลค่ากิจการ (ต่อ)

ตัวแปร	B	SE	t	p	Tolerance	VIF
7 – 1	-0.18428	0.15134	-1.218	0.225		
R = 0.632		Adjusted R Square = 0.358		F = 9.78		
R Square = 0.399		Durbin-Watson = 1.88		Sig. =<0.001		

* อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 *** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

จากตาราง 6 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1-3 ได้ดังนี้

พบว่า ค่า Sig =<0.001 และมีค่า F-Statistic เท่ากับ 9.78 แสดงให้เห็นว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวมีผลกระทบกับมูลค่ากิจการ ค่า Adjusted R Square = 0.358 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ได้ร้อยละ 35.80 ส่วนที่เหลือร้อยละ 64.20 เป็นการเปลี่ยนแปลงที่มาจากปัจจัยอื่น

ผลจากการศึกษาถึงผลกระทบของค่าตอบแทน พบว่า ค่าตอบแทนกรรมการบริหารและค่าตอบแทนผู้บริหารมีผลกระทบในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ โดยค่าตอบแทนกรรมการบริหารมีค่าสัมประสิทธิ์ (B) เท่ากับ 941.01412 ค่า p-value <.001 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1 อธิบายได้ว่าเมื่อค่าตอบแทนกรรมการบริหารเพิ่มขึ้น 1 พันบาท ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น 941,014.12 บาท และค่าตอบแทนผู้บริหารมีค่าสัมประสิทธิ์ (B) เท่ากับ 71.86028 ค่า p-value <.001 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 3 อธิบายได้ว่า เมื่อค่าตอบแทนผู้บริหารเพิ่มขึ้น 1 พันบาท ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น 71,860.28 บาท แต่สำหรับค่าตอบแทนกรรมการอิสระ ไม่พบว่ามีผลกระทบกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 2 ผลลัพธ์งานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่านักลงทุนให้ความสำคัญกับค่าตอบแทนกรรมการบริหารและค่าตอบแทนผู้บริหาร มากกว่าค่าตอบแทนกรรมการอิสระ

ตาราง 6 ผลการทดสอบการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของการเปิดเผยการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลที่มีต่อมูลค่ากิจการ

ตัวแปร	B	SE	t	p	Tolerance	VIF
Intercept[a]	3.65204***	0.51193	7.1338	<.001		
ESG	0.01141**	0.00379	3.0132	0.003	0.714	1.40
LOGSIZE	-0.34950***	0.07639	-4.5753	<.001	0.738	1.35
LEV	-0.55967*	0.25039	-2.2352	0.026	0.832	1.20
ROA	0.01772**	0.00668	2.6532	0.009	0.910	1.10
ROE	-0.00405	0.00355	-1.1432	0.254	0.910	1.10
INDUSTRY:					0.947	1.06
2 – 1	0.14705	0.22066	0.6664	0.506		
3 – 1	-0.10448	0.15472	-0.6753	0.500		
4 – 1	0.38531*	0.16022	2.4050	0.017		
5 – 1	-0.22489	0.19156	-1.1740	0.242		
6 – 1	0.02010	0.38451	0.0523	0.958		
7 – 1	-0.12714	0.15817	-0.8038	0.422		

ตาราง 6 ผลการทดสอบการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของการเปิดเผยการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลที่มีต่อมูลค่ากิจการ (ต่อ)

ตัวแปร	B	SE	t	p	Tolerance	VIF
R = 0.552			Adjusted R Square = 0.268		F = 8.32	
R Square = 0.305			Durbin-Watson = 1.93		Sig. =<0.001	

* อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 *** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

จากตาราง 6 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานที่ 4 ได้ดังนี้

พบว่า ค่า Sig =<0.001 และมีค่า F-Statistic เท่ากับ 8.32 แสดงให้เห็นว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวมีผลกระทบกับมูลค่ากิจการ ค่า Adjusted R Square = 0.268 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการได้ร้อยละ 26.80 ส่วนที่เหลือร้อยละ 73.20 เป็นการเปลี่ยนแปลงที่มาจากปัจจัยอื่น

ผลจากการศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG) ที่มีต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า มีผลกระทบใน ทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (B) เท่ากับ 0.01141 ค่า p-value = 0.003 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 4 อธิบายได้ว่าเมื่อคะแนนการเปิดเผยการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG) เพิ่มขึ้น 1 คะแนน ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น 11.41 บาท จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2

ตาราง 7 ผลการทดสอบการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของผลกระทบของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล ต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับมูลค่ากิจการ

ตัวแปร	B	SE	t	p	Tolerance	VIF
Intercept[a]	1.72856*	0.7752	2.230	0.027		
M_SC_EXEC	1021.9973***	250.44816	4.081	<.001	0.684	1.46
M_SC_INDC	-95.74369	319.01813	-0.300	0.764	0.599	1.67
M_SC_MANC	72.29468***	21.69032	3.333	0.001	0.700	1.43
M_ESG	0.01162**	0.00384	3.022	0.003	0.649	1.54
M_SC_EXEC * M_ESG	-30.47274	28.20903	-1.080	0.281	0.486	2.06
M_SC_INDC *M_ESG	104.01471**	36.75191	2.830	0.005	0.444	2.25
M_SC_MANC * M_ESG	-3.13061	2.10539	-1.487	0.139	0.657	1.52
LOGSIZE	-0.03338	0.09903	-0.337	0.736	0.526	1.90
LEV	-0.26531	0.23733	-1.118	0.265	0.810	1.23
ROA	0.01552*	0.00631	2.461	0.015	0.890	1.12
ROE	-0.00364	0.00333	-1.091	0.277	0.894	1.12
INDUSTRY:					0.918	1.09
2 – 1	0.1464	0.2116	0.692	0.490		
3 – 1	-0.13467	0.15289	-0.881	0.379		
4 – 1	0.30949*	0.15568	1.988	0.048		
5 – 1	-0.20112	0.18011	-1.117	0.265		

ตาราง 7 ผลการทดสอบการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของผลกระทบของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับมูลค่ากิจการ (ต่อ)

ตัวแปร	B	SE	t	p	Tolerance	VIF
6 – 1	0.15417	0.36316	0.425	0.672		
7 – 1	-0.13388	0.15097	-0.887	0.376		
R = 0.651	Adjusted R Square = 0.376				F = 8.80	
R Square = 0.424	Durbin-Watson = 1.89				Sig. =<0.001	

* อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 *** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

สำหรับการทดสอบสมมติฐานตามสมการที่ 3 พบว่า ก่อนการปรับค่าด้วยวิธี Mean Centering ค่า VIF ของค่าตอบแทนกรรมการอิสระ (SC_INDC) ซึ่งปฏิสัมพันธ์กับการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG) มีค่าเท่ากับ 10.15 ซึ่งสูงเกินเกณฑ์ที่ยอมรับได้ (VIF > 10) และบ่งชี้ถึงปัญหา Multicollinearity ที่อาจส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของผลการวิเคราะห์ ผู้วิจัยจึงได้ใช้วิธีปรับค่าด้วยเทคนิค Mean Centering เพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าว Mean Centering เป็นเทคนิคที่ใช้ในการเตรียมข้อมูลเชิงปริมาณ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่มีการสร้างตัวแปรปฏิสัมพันธ์ (Interaction Terms) ในการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) (Aiken & West, 1991; Frazier et al., 2004) การปรับค่า Mean Centering ช่วยลดความสัมพันธ์เชิงเส้นสูง (Multicollinearity) ระหว่างตัวแปรหลัก (Main Effects) และ ตัวแปรปฏิสัมพันธ์ ทำให้ค่าพารามิเตอร์ในแบบจำลองมีความเสถียรและผลลัพธ์มีความน่าเชื่อถือมากขึ้น อีกทั้งยังช่วยให้การตีความผลลัพธ์ของการวิเคราะห์ง่ายขึ้น (Dawson, 2014) ผลการวิเคราะห์ที่นำเสนอในงานวิจัยนี้จึงเป็นค่าที่ได้หลังจากปรับค่าตัวแปรด้วยวิธี Mean Centering แล้ว ซึ่งช่วยลดปัญหา Multicollinearity และเสริมสร้างความน่าเชื่อถือของผลลัพธ์ในแบบจำลองการถดถอย สำหรับความชัดเจนในการรายงานผลและการติดตามการวิเคราะห์ ตัวแปรที่ผ่านการปรับค่า Mean Centering แล้วจึงถูกกำหนดให้มีตัวย่อขึ้นต้นด้วยอักษร "M" ซึ่งหลังจากปรับค่าแล้ว ค่า Tolerance ระหว่าง 0.444 - 0.918 และค่า VIF ระหว่าง 1.09 - 2.25 และผลลัพธ์ที่สำคัญ (เช่น ค่าสัมประสิทธิ์หรือค่าการมีนัยสำคัญทางสถิติ) ไม่ได้เปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ

จากตาราง 7 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานที่ 5-7 ได้ดังนี้

พบว่า ค่า Sig =<0.001 และมีค่า F-Statistic เท่ากับ 8.80 แสดงให้เห็นว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวมีผลกระทบกับมูลค่ากิจการ ค่า Adjusted R Square = 0.376 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการได้ร้อยละ 37.60 ส่วนที่เหลือร้อยละ 62.40 เป็นการเปลี่ยนแปลงที่มาจากปัจจัยอื่น

ผลจากการศึกษาผลกระทบของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับผลของปฏิสัมพันธ์ (Interaction Effects) พบว่ามีเพียงปฏิสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกรรมการอิสระ (M_S_INDC) และการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแล (M_ESG) เท่านั้นที่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ส่วนปฏิสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (M_ESG) กับค่าตอบแทนกรรมการบริหาร (M_SC_EXEC) และค่าตอบแทนผู้บริหาร (M_SC_MANC) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในการอธิบายความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการ โดยแสดงรายละเอียด ดังนี้

M_SC_EXEC * M_ESG ค่า B = -30.47274, p = 0.281 แสดงว่าการปฏิสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกรรมการบริหาร (M_SC_EXEC) และการเปิดเผยข้อมูลของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (M_ESG) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (p > 0.05) จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 5 หมายความว่าเมื่อการเปิดเผยข้อมูลของสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแล (M_ESG) สูงขึ้น ไม่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกรรมการบริหาร (M_SC_EXEC) กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

M_SC_INDC * M_ESG ค่า B = 104.01471, p = 0.005 แสดงว่าการปฏิสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกรรมการอิสระ (M_SC_INDC) และการเปิดเผยข้อมูลของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (M_ESG) มีนัยสำคัญทางสถิติ ($p < 0.05$) และมีค่าผลกระทบเชิงบวก จึงยอมรับสมมติฐานที่ 6 หมายความว่าการเปิดเผยข้อมูลของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (M_ESG) สูงขึ้นจะเสริมความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างค่าตอบแทนกรรมการอิสระ (M_SC_INDC) กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อธิบายได้ว่า เมื่อคะแนน ESG เพิ่มขึ้น 1 คะแนน และค่าตอบแทนคณะกรรมการอิสระเพิ่มขึ้น 1,000 บาท จะทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น 104,014.71 บาท

M_SC_MANC * M_ESG ค่า B = -3.13061, p = 0.139 แสดงว่าการปฏิสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหาร (M_SC_MANC) และการเปิดเผยข้อมูลของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (M_ESG) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ($p > 0.05$) จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 7 ดังนั้นการเปิดเผยข้อมูลของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG) จะไม่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหาร (M_SC_MANC) กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

โดยสรุปสำหรับผลการวิเคราะห์ปฏิสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกรรมการอิสระและการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล มีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งบ่งชี้ว่าการเพิ่มค่าตอบแทนกรรมการอิสระ เมื่อการเปิดเผยข้อมูลของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล อยู่ในระดับสูง มีแนวโน้มส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจน มีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับ โดยเพิ่มผลกระทบของค่าตอบแทนกรรมการอิสระ (M_SC_INDC) เนื่องจากมีปฏิสัมพันธ์เชิงบวก และไม่มีผลกระทบที่มีนัยสำคัญกับค่าตอบแทนกรรมการบริหาร (M_SC_EXEC) และค่าตอบแทนผู้บริหาร (M_SC_MANC)

4.2 การอภิปรายผล

จากการศึกษาผลกระทบของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล ต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการใช้สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ทำให้ผู้วิจัยทราบถึงผลกระทบของสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแล ต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลที่ได้จากการวิจัยครั้งนี้สามารถอภิปรายผลได้ดังนี้

ค่าตอบแทนกรรมการบริหารและค่าตอบแทนผู้บริหารมีผลเชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการซึ่งสามารถอธิบายได้โดยแนวคิดของทั้งทฤษฎี Stewardship และ Optimal Contracting โดยที่ทฤษฎี Stewardship ระบุว่าค่าตอบแทนที่สูงและสอดคล้องกับผลลัพธ์ของกิจการสามารถกระตุ้นให้กรรมการบริหารหรือผู้บริหารมุ่งมั่นที่จะทำงานอย่างทุ่มเท เพื่อบรรลุเป้าหมายและสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น การให้ค่าตอบแทนที่เหมาะสมจึงเป็นปัจจัยที่ช่วยเสริมสร้างความผูกพันและแรงจูงใจในการทำงานที่ส่งผลบวกต่อมูลค่ากิจการในระยะยาว นอกจากนั้นสำหรับผู้บริหารแล้วในการกำหนดค่าตอบแทนที่จูงใจผู้บริหารในตำแหน่งสำคัญ เช่น CFO, COO หรือ CMO ก็เพื่อให้ดำเนินการตามเป้าหมายเชิงกลยุทธ์ จะส่งผลต่อการเพิ่มมูลค่ากิจการในภาพรวมอย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ ทฤษฎี Optimal Contracting ยังสนับสนุนแนวคิดของการออกแบบสัญญาค่าตอบแทนที่สอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดยมุ่งให้ค่าตอบแทนเชื่อมโยงกับเป้าหมายขององค์กรและผลตอบแทนระยะยาว เพื่อสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารทำงานอย่างเต็มที่และลดความเสี่ยงของพฤติกรรมแสวงหาประโยชน์ส่วนตน ในกรณีนี้ ค่าตอบแทนที่สอดคล้องกับมูลค่าของกิจการจะส่งเสริมให้กรรมการบริหารรับรู้บทบาทของตนในฐานะ "ผู้ดูแล" ขององค์กร โดยมุ่งมั่นบริหารกิจการให้ประสบความสำเร็จในระยะยาว ซึ่งสอดคล้องกับแนวทางการสร้างมูลค่าและผลตอบแทนที่ยั่งยืนให้แก่ผู้ถือหุ้น

ผลการวิจัยนี้ยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Zoghlami (2021) ที่พบว่าค่าตอบแทนซีอีโอที่สูงขึ้นช่วยส่งเสริมผลการดำเนินงานของบริษัทและมีผลบวกต่อมูลค่าตลาดของหุ้น แสดงให้เห็นว่าค่าตอบแทนที่น่าดึงดูดสามารถกระตุ้นผู้บริหารให้บรรลุเป้าหมายของผู้ถือหุ้นได้ อย่างไรก็ตาม ในกรอบของทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) นักลงทุนอาจกังวลต่อพฤติกรรมฉวยโอกาสของผู้บริหารที่อาจแสวงหาค่าตอบแทนเกินควร ซึ่งอาจไม่สอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทั้งหมด

นอกจากนี้ ผลการศึกษาของ Grey et al. (2024) ที่ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทภายใต้ความหลากหลายของคณะกรรมการและซีอีโอ ยังพบว่าการเพิ่มขึ้นของค่าตอบแทนผู้บริหารส่งผลให้ประสิทธิภาพการดำเนินงานและมูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้น ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าค่าตอบแทนที่สอดคล้องกับความสามารถและผลงานเป็นปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนความสำเร็จของกิจการ

ผลการวิจัยนี้ พบว่า ค่าตอบแทนกรรมการอิสระไม่พบผลกระทบกับมูลค่ากิจการ อาจเป็นเพราะกรรมการอิสระมีบทบาทหลักในการกำกับดูแลและตรวจสอบการบริหารงานให้เป็นไปตามหลักธรรมาภิบาล (Corporate Governance) มากกว่าการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์โดยตรง ดังนั้น ค่าตอบแทนกรรมการอิสระจึงอาจไม่ส่งผลโดยตรงต่อมูลค่ากิจการ งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เช่น การศึกษาโดย Harymawan et al. (2020) พบว่า ค่าตอบแทนกรรมการอิสระไม่ได้มีความเชื่อมโยงกับผลตอบแทนในระยะสั้น แต่เกี่ยวข้องกับความโปร่งใสและความมั่นคงขององค์กรในระยะยาวมากกว่า ซึ่งอาจสะท้อนให้เห็นว่าค่าตอบแทนของกรรมการอิสระมีเป้าหมายในการเสริมสร้างความรับผิดชอบต่อหน้าที่ของกรรมการอิสระในด้านธรรมาภิบาลเป็นหลัก ไม่ใช่เพื่อการเพิ่มมูลค่ากิจการโดยตรง

จากผลการวิจัยนี้ พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG) มีผลกระทบเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ โดยเฉพาะในยุคปัจจุบันที่นักลงทุนให้ความสำคัญกับภาพลักษณ์และความน่าเชื่อถือขององค์กร การเปิดเผยข้อมูล ESG ที่ชัดเจนและโปร่งใสจึงแสดงถึงความรับผิดชอบขององค์กร ซึ่งสามารถสร้างความเชื่อมั่นและไว้วางใจให้แก่นักลงทุน นักลงทุนที่ให้ความสำคัญกับการลงทุนอย่างยั่งยืนมักเลือกลงทุนในบริษัทที่มีการปฏิบัติตามเกณฑ์ ESG ซึ่งส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นเนื่องจากสามารถดึงดูดเงินทุนและการสนับสนุนในระยะยาวได้มากขึ้น

อีกทั้ง บริษัทที่ดำเนินงานตามเกณฑ์ ESG มักมีการจัดการความเสี่ยงอย่างมีประสิทธิภาพ โดยการลดผลกระทบด้านสิ่งแวดล้อมและป้องกันการละเมิดมาตรฐานแรงงาน ช่วยให้บริษัทสามารถลดความเสี่ยงจากการถูกฟ้องร้องหรือเสียหายจากประเด็นปัญหาสิ่งแวดล้อมและสังคม รวมทั้งมีโอกาสเข้าถึงกลุ่มลูกค้าและตลาดใหม่ที่ให้ความสำคัญกับผลิตภัณฑ์หรือบริการที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งช่วยเสริมสร้างการเติบโตของธุรกิจอย่างยั่งยืนและเพิ่มมูลค่าในระยะยาว

การศึกษาหลายชิ้นในอดีตยังชี้ให้เห็นว่า ESG กลายเป็นปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนใช้ในการประเมินคุณค่าบริษัท งานวิจัยของ Ben และ Chouaibi (2024) พบว่า ESG มีผลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนตามแรงจูงใจของผู้บริหารและผลการดำเนินงานทางการเงินของธนาคารในภูมิภาค MENA งานของ Aydogmus et al. (2022) แสดงว่าบริษัทที่มีคะแนน ESG สูงจะมีโอกาสได้รับการสนับสนุนจากนักลงทุนสถาบันและกองทุนที่มุ่งเน้นความยั่งยืน ทั้งนี้ การศึกษาของ Perdana et al. (2023) ยังพบว่าประสิทธิภาพทาง ESG ช่วยเพิ่มมูลค่าบริษัทในภาคการธนาคารในอาเซียน ขณะที่ Delvina และ Hidayah (2023) ยืนยันว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG มีผลบวกต่อมูลค่าของบริษัท (Tobin's Q) และผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROA)

นอกจากนี้ Seok et al. (2024) ยังชี้ให้เห็นว่า ESG มีบทบาทสำคัญในการสร้างความพึงพอใจของลูกค้า ซึ่งช่วยเพิ่มมูลค่าของบริษัทในตลาดที่ให้ความสำคัญกับธรรมาภิบาลและความยั่งยืน การเปิดเผยข้อมูล ESG จึงไม่เพียงแค่ช่วยเพิ่มมูลค่าบริษัทผ่านการดึงดูดนักลงทุน แต่ยังเสริมสร้างความยั่งยืนและนวัตกรรมของธุรกิจที่เป็นประโยชน์ในระยะยาวอีกด้วย

การเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG) ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกรรมการบริหารกับมูลค่ากิจการ โดยในงานวิจัยนี้ ESG ถูกกำหนดให้เป็นตัวแปรกำกับ พบว่า ค่าตอบแทนของกรรมการอิสระที่ได้รับผลกระทบจากการเปิดเผยข้อมูล ESG ช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการได้ ซึ่งตาม Optimal Contracting Theory การจ่ายค่าตอบแทนที่เหมาะสมสามารถดึงดูดกรรมการที่มีประสิทธิภาพได้ โดยเฉพาะในยุคที่ความสำคัญของการเติบโตอย่างยั่งยืนเป็นที่ยอมรับทั่วโลก บริษัทที่ให้ค่าตอบแทนกรรมการสูงและมีคะแนน ESG สูงจะได้รับความสนใจจากนักลงทุน ส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ งานวิจัยของ Ben และ Chouaibi (2024) ที่ศึกษาผลกระทบของ ESG ต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนตามแรงจูงใจของผู้บริหารและประสิทธิภาพทางการเงินในภาคธนาคาร MENA ยังพบว่า ESG มีผลเชิงบวกและมีนัยสำคัญต่อผลการ

ดำเนินงานทางการเงินของธนาคาร ซึ่งแสดงให้เห็นว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG สามารถปรับปรุงความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนตามแรงจูงใจของผู้บริหารและผลการดำเนินงานทางการเงิน

ผลการศึกษาที่พบว่า ESG มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของกรรมการบริหารและผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการในทิศทางเชิงลบ แม้จะไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ อาจสะท้อนถึงการรับรู้ของนักลงทุนที่มองว่าคะแนน ESG ไม่ได้สะท้อนถึงความสามารถในการบริหารจัดการที่แท้จริง โดยเฉพาะในกรณีที่องค์กรเชื่อมโยงค่าตอบแทนของผู้บริหารกับคะแนน ESG โดยขาดเกณฑ์ที่ชัดเจนและสามารถตรวจสอบได้ แนวโน้มดังกล่าวสามารถอธิบายได้ภายใต้กรอบของ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งชี้ให้เห็นถึงความไม่สอดคล้องกันระหว่างเป้าหมายของผู้บริหารในฐานะ "ตัวแทน" กับผู้ถือหุ้นในฐานะ "ผู้ว่าจ้าง" (Jensen & Meckling, 1976) หากค่าตอบแทนถูกออกแบบให้ยึดโยงกับตัวชี้วัดที่มีความยืดหยุ่น เช่น คะแนน ESG ผู้บริหารอาจมีแรงจูงใจในการดำเนินกิจกรรมที่ส่งเสริมภาพลักษณ์มากกว่าการสร้างผลลัพธ์ที่แท้จริง ซึ่งอาจขัดต่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ความไม่สมดุลดังกล่าวอาจทำให้นักลงทุนเกิดความกังวลเกี่ยวกับความโปร่งใสในการบริหารจัดการและลดความเชื่อมั่นในมูลค่าของกิจการ อันอาจนำไปสู่การลดลงของมูลค่ากิจการในที่สุด

5. ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคตและประโยชน์ของการวิจัย

5.1 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัย

จากผลการวิจัยที่ได้รับ สามารถให้ข้อเสนอแนะต่อการวิจัยและแนวทางปฏิบัติขององค์กรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำผลการศึกษาไปใช้ประโยชน์ในการปรับปรุงนโยบายหรือแนวทางการบริหารจัดการองค์กรให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น โดยมีข้อเสนอแนะที่สำคัญดังนี้ ประการแรก การให้ความสำคัญกับค่าตอบแทนของกรรมการบริหารและผู้บริหารถือเป็นประเด็นที่ควรให้ความสนใจอย่างยิ่ง เนื่องจากผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า ค่าตอบแทนของกลุ่มบุคคลดังกล่าวมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนมีแนวโน้มที่จะตีความค่าตอบแทนเหล่านี้เป็นตัวแทนของความสามารถในการบริหารจัดการของผู้บริหาร หากค่าตอบแทนถูกกำหนดอย่างเหมาะสม จะสามารถเพิ่มแรงจูงใจในการทำงาน และส่งเสริมประสิทธิภาพของการบริหารจัดการได้อย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม การกำหนดค่าตอบแทนควรอยู่บนพื้นฐานของความสมดุล สอดคล้องกับผลการดำเนินงาน และไม่สูงเกินมาตรฐานในอุตสาหกรรม เพื่อหลีกเลี่ยงภาระค่าใช้จ่ายที่ไม่จำเป็น ประการถัดมา คือการส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) อย่างเป็นระบบและต่อเนื่อง ซึ่งจากผลการวิจัยพบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในด้านการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน การสื่อสารที่โปร่งใสและมีความรับผิดชอบในด้านต่าง ๆ ของ ESG จะช่วยส่งเสริมภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่บริษัท อีกทั้งยังสามารถดึงดูดความสนใจของนักลงทุนที่ให้ความสำคัญกับความยั่งยืนในระยะยาว อีกประเด็นหนึ่งที่น่าสนใจ คือการพิจารณาปรับโครงสร้างค่าตอบแทนของกรรมการอิสระให้มีความเชื่อมโยงกับการดำเนินงานด้าน ESG อย่างเป็นรูปธรรม เนื่องจากผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าค่าตอบแทนของกรรมการอิสระมีแนวโน้มเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการผ่านบทบาทในการกำกับดูแลด้าน ESG ดังนั้น บริษัทควรพิจารณานำองค์ประกอบด้าน ESG มาเป็นส่วนหนึ่งของการประเมินผลการปฏิบัติงานของกรรมการอิสระ เพื่อสร้างกลไกจูงใจที่มีประสิทธิภาพในการส่งเสริมธรรมาภิบาลและการบริหารจัดการที่ยั่งยืน ในขณะเดียวกัน ควรมีการศึกษาถึงรายละเอียดของค่าตอบแทนผู้บริหารที่ไม่ได้ดำรงตำแหน่งกรรมการบริหารเพิ่มเติมด้วย เพื่อวิเคราะห์ว่าองค์ประกอบหรือรูปแบบของค่าตอบแทนในกลุ่มนี้มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างไร และมีปัจจัยอื่นที่ควรนำมาพิจารณาร่วมด้วยหรือไม่ โดยเฉพาะในมิติของนวัตกรรม ความคิดสร้างสรรค์ และแนวโน้มการเติบโตในระยะยาว ซึ่งมีบทบาทสำคัญในการขับเคลื่อนธุรกิจในยุคปัจจุบัน

5.2 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

จากผลการศึกษาครั้งนี้ ยังมีช่องว่างและแนวทางที่น่าสนใจสำหรับการขยายผลในงานวิจัยในอนาคต ที่สามารถช่วยให้เข้าใจบทบาทของ ESG ต่อค่าตอบแทนผู้บริหารและมูลค่ากิจการได้ลึกซึ้งยิ่งขึ้น หนึ่งในแนวทางที่ควรพิจารณา คือการศึกษาในเชิงลึกเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรม โดยเฉพาะในกลุ่มที่มีความเกี่ยวข้องโดยตรงกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม เช่น อุตสาหกรรมพลังงาน อุตสาหกรรมเกษตร หรืออุตสาหกรรมการผลิต ซึ่งมักจะตกเป็นเป้าความสนใจของสาธารณชนและผู้มีส่วนได้เสียในด้านความยั่งยืน การศึกษาที่มุ่งเป้าไปยังกลุ่มอุตสาหกรรมเหล่านี้จะสามารถสะท้อนให้เห็นภาพที่ชัดเจนยิ่งขึ้นของผลกระทบจาก ESG ในบริบทที่แตกต่างกัน นอกจากนี้ การพิจารณาในมิติของระยะเวลาที่ต่อเนื่อง การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับค่าตอบแทนผู้บริหารในระยะยาว อาจให้ภาพที่ชัดเจนมากกว่าการวิเคราะห์ในช่วงเวลาสั้นๆ โดยอาจพิจารณาว่าเมื่อบริษัทดำเนินงานภายใต้แนวทาง ESG อย่างต่อเนื่องและสม่ำเสมอ โครงสร้างค่าตอบแทนของผู้บริหารจะมีแนวโน้มเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่เอื้อต่อความยั่งยืนมากขึ้นหรือไม่ และบริษัทที่ให้ความสำคัญกับ ESG มากกว่าบริษัทอื่น ๆ จะกำหนดค่าตอบแทนในลักษณะที่แตกต่างจากบริษัททั่วไปหรือไม่ อีกประเด็นที่น่าสนใจคือบทบาทของการกำกับดูแลในการกำหนดโครงสร้างค่าตอบแทน การมีระบบกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพอาจมีผลต่อการออกแบบค่าตอบแทนให้สอดคล้องกับผลการดำเนินงานและเป้าหมายระยะยาวของกิจการ ซึ่งประเด็นนี้ควรได้รับการสำรวจเพิ่มเติมควบคู่ไปกับมุมมองของผู้ถือหุ้น ว่ามีความพึงพอใจมากน้อยเพียงใดต่อค่าตอบแทนของผู้บริหารในบริบทที่บริษัทมีการดำเนินงานและเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างชัดเจน และการศึกษาผลกระทบของ ESG ต่อการตอบสนองของตลาดในช่วงเวลาที่บริษัทประกาศค่าตอบแทนของผู้บริหารก็เป็นอีกประเด็นที่น่าสนใจไม่แพ้กัน หากพบว่าตลาดมีการตอบสนองในทิศทางบวกต่อบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างเหมาะสมเมื่อมีการเปิดเผยค่าตอบแทน อาจสะท้อนถึงความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนที่มีต่อแนวทางการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน

5.3 ประโยชน์ของการวิจัย

งานวิจัยนี้มีประโยชน์ในหลายมิติ โดยเฉพาะในเชิงทฤษฎีและเชิงปฏิบัติ อันดับแรกคือการสร้างความเข้าใจที่ลึกซึ้งมากขึ้นเกี่ยวกับบทบาทของ ESG ในการเชื่อมโยงกับค่าตอบแทนของผู้บริหารและมูลค่ากิจการ ซึ่งช่วยเสริมสร้างองค์ความรู้ใหม่ให้กับแวดวงวิชาการ ในด้านการบริหารจัดการ ผลการวิจัยสามารถช่วยให้ผู้บริหารองค์กรปรับกลยุทธ์ค่าตอบแทนให้สอดคล้องกับเป้าหมายของการเติบโตอย่างยั่งยืน อีกทั้งยังสามารถนำไปใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจของนักลงทุนที่ต้องการพิจารณาทั้งผลประกอบการทางการเงินและความรับผิดชอบต่อสังคมไปพร้อมกัน

นอกจากนี้ งานวิจัยยังสามารถนำไปใช้ประกอบการกำหนดนโยบายขององค์กรหรือภาครัฐ ที่เกี่ยวข้องกับการส่งเสริมการกำกับดูแลและการเปิดเผยข้อมูล ESG ซึ่งมีบทบาทสำคัญในการสร้างมูลค่ากิจการอย่างยั่งยืนในระยะยาว

6. สรุปผลการวิจัย

จากผลการวิจัยในครั้งนี้ ข้อมูลที่ได้สามารถสะท้อนให้เห็นถึงบทบาทที่สำคัญของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหารกับมูลค่ากิจการ โดยพบว่า ทั้งค่าตอบแทนของกรรมการบริหารและค่าตอบแทนของผู้บริหารระดับสูง มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งอาจสะท้อนให้เห็นว่า เมื่อผู้บริหารได้รับค่าตอบแทนในระดับที่เหมาะสม ย่อมกระตุ้นให้เกิดแรงจูงใจในการปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงาน ส่งผลให้บริษัทสามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีขึ้น และนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการในระยะยาว อย่างไรก็ตาม ค่าตอบแทนที่อยู่ในระดับสูงย่อมมาพร้อมกับภาระทางการเงินที่บริษัทต้องแบกรับ หากการจ่ายค่าตอบแทนดังกล่าวไม่สอดคล้องกับผลการดำเนินงานจริง ย่อมส่งผลในเชิงลบต่อการประเมินมูลค่าของบริษัทได้เช่นกัน ดังนั้น การออกแบบระบบค่าตอบแทนจึงควรคำนึงถึงหลักการจูงใจเชิงประสิทธิผล ควบคู่ไปกับความยุติธรรมและความสมเหตุสมผล ในส่วนของค่าตอบแทนกรรมการอิสระ ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์เชิงสถิติที่มีนัยสำคัญกับมูลค่ากิจการ ซึ่งอาจสะท้อนถึงลักษณะบทบาทของกรรมการอิสระที่มุ่งเน้นการตรวจสอบ กำกับดูแล และรักษาความสมดุลของการดำเนินงาน

มากกว่าการมีบทบาทเชิงกลยุทธ์ในการสร้างมูลค่ากิจการโดยตรง เมื่อพิจารณาถึงการเปิดเผยข้อมูล ESG พบว่ามีผลกระทบในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดยการสื่อสารที่โปร่งใสเกี่ยวกับการดำเนินงานด้าน ESG ช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน และแสดงถึงความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียในทุกภาคส่วน อันนำไปสู่การประเมินมูลค่ากิจการในระดับที่สูงขึ้น อีกทั้งยังอาจช่วยสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันให้กับบริษัทในระยะยาว

ผลการวิจัยยังชี้ให้เห็นถึงบทบาทของ ESG ในฐานะตัวแปรกำกับ (Moderating Variable) ซึ่งสามารถเปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่ากิจการได้ โดยเฉพาะในกรณีของค่าตอบแทนกรรมการอิสระ ที่แม้ในสถานการณ์ปกติจะไม่มีผลกระทบที่มีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ แต่เมื่อพิจารณาร่วมกับการเปิดเผยข้อมูล ESG กลับพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจอธิบายได้ว่า ESG ทำหน้าที่เป็นกรอบในการเสริมสร้างความชอบธรรมของค่าตอบแทน และส่งเสริมให้บทบาทของกรรมการอิสระมีความชัดเจนและมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นปัจจัยสำคัญที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับมูลค่ากิจการ ได้แก่

1. ภาพลักษณ์และความยั่งยืนขององค์กร การเปิดเผยข้อมูล ESG มีส่วนสำคัญในการสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุนและสาธารณชน ซึ่งเป็นองค์ประกอบที่ช่วยยกระดับมูลค่ากิจการโดยรวม

2. การกำหนดค่าตอบแทนตามผลการดำเนินงาน การเชื่อมโยงค่าตอบแทนเข้ากับผลการดำเนินงานที่แท้จริงช่วยกระตุ้นให้เกิดแรงจูงใจที่มีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ ต้องคำนึงถึงระดับความเหมาะสมเพื่อป้องกันผลกระทบด้านต้นทุน

3. บทบาทของกรรมการอิสระ การมีบทบาทในด้านการกำกับดูแลอย่างเข้มงวด โดยเฉพาะในกรอบของ ESG ทำให้กรรมการอิสระมีส่วนช่วยในการรักษาเสถียรภาพและความโปร่งใสของการดำเนินงาน ซึ่งสอดคล้องกับเป้าหมายการเติบโตอย่างยั่งยืนขององค์กร

ผลการวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่า ESG มิได้เป็นเพียงแนวคิดด้านความยั่งยืนเท่านั้น แต่ยังทำหน้าที่เป็นกลไกที่ช่วยสนับสนุนการกำหนดค่าตอบแทนอย่างมีประสิทธิภาพ และเสริมสร้างความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหารกับมูลค่ากิจการในภาพรวม

เอกสารอ้างอิง

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2567). *ESG RISK*. ค้นเมื่อ 30 ตุลาคม 2567, จาก https://Setsustainability.com/page/esg-risk

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2567). *SET ESG Ratings*. ค้นเมื่อ 30 ตุลาคม 2567, จาก https://Setsustainability.com/libraries/1258/item/set-esg-ratings

ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2567). *ส่องภาพรวมนโยบาย ESG ผลกระทบต่อภาคธุรกิจและการลงทุน*. ค้นเมื่อ 30 ตุลาคม 2567, จาก https://www.bot.or.th/th/research-and-publications/articles-and-publications/bot-magazine/256601135GlobalTrend_ESG.html

วิไลพร ทวีลาภพันทอง. (2563). *มาทำความรู้จักกับ ESG แนวคิดการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน*. ค้นเมื่อ 30 ตุลาคม 2567, จาก https://www.pwc.com/th/en/pwc-thailand-blogs/blog-20201224.html

อรุณี ยศบุตร. (2021). ลักษณะการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัท: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ประเทศไทย. *Trends of Humanities and Social Sciences Research*, 9(1), 233-255.

Abdi, Y., Li, X., & Càmara-Turull, X. (2022). Exploring the impact of sustainability (ESG) disclosure on firm value and financial performance (FP) in airline industry: the moderating role of size and age. *Environment, Development and Sustainability*, *24*(4), 5052-5079.

Anh, N. T. M., An, N. T., Ngoc, N. T. M., & Ngoc Xuan, V. (2024). The influence of financial indicators on Vietnamese enterprise's sustainability reports disclosing process. *Journal of Risk and Financial Management, 17*(4), 146.

Aydogmus, M., Gulay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review, 22*, S119–S127.

Bahadır, O., & Akarsu, S. (2024). Does company information environment affect ESG–financial performance relationship? Evidence from European markets. *Sustainability, 16*(7), 2701.

Ben Ali, A., & Chouaibi, J. (2024). Mediating effect of ESG performance on executive incentive compensation–financial performance relationship: Evidence from MENA banking sector. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 24*(2), 439–461.

Bharadwaz, D. J., & Goswami, K. C. (2023). Enterprise risk management practices in India: A case study of select Indian companies. *World Journal of Advanced Research and Reviews, 19*(1), 188–201.

Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance, 12*(3), 403–423.

Chairani, C., & Siregar, S. V. (2021). The effect of enterprise risk management on financial performance and firm value: The role of environmental, social and governance performance. *Meditari Accountancy Research, 29*(3), 647–670.

Chen, H., & Wang, X. (2022). Stock repurchase, executive compensation incentive and corporate cash holdings. *The European Journal of Finance, 28*(12), 1145–1166. https://doi.org/10.1080/1351847X.2022.2062913

Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management, 23*(3), 70–74.

Core, J. E., Guay, W. R., & Larcker, D. F. (2003). Executive equity compensation and incentives: A survey. *Economic Policy Review, 9*(1), 27–50.

Dawson, J. F. (2014). Moderation in management research: What, why, when, and how. *Journal of Business and Psychology, 29*(1), 1–19.

Delvina, E. M., & Hidayah, R. (2023). The effect of ESG (environmental, social and governance) performance on company value and company performance. *Management Studies and Entrepreneurship Journal, 4*(5), 5436–5444.

Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management, 16*(1), 49–64.

Ernst, D., & Woithe, F. (2024). Impact of the environmental, social, and governance rating on the cost of capital: Evidence from the S&P 500. *Journal of Risk and Financial Management, 17*(3), 91.

Faisal, F., Abidin, Z., & Haryanto, H. (2021). Enterprise risk management (ERM) and firm value: The mediating role of investment decisions. *Cogent Economics & Finance, 9*(1), 2009090.

Fernandes, C. G., de Freitas Luna, M. S., Junior, E. M., & Maria, M. M. L. (2024). The impact of controversial ESG on the market value and financial constraints of BRICS companies. *Revista De Gestão Social e Ambiental, 18*(4), e04679.

Fuadah, L. L., Mukhtaruddin, M., Andriana, I., & Arisman, A. (2022). The ownership structure, and the environmental, social, and governance (ESG) disclosure, firm value and firm performance: The audit committee as moderating variable. *Economies, 10*(12), 314.

García-Sánchez, I. M., & García-Meca, E. (2018). CSR engagement and earnings quality in banks in the global financial crisis: The moderating role of institutional factors. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 25*(6), 1065–1076. https://doi.org/10.1002/csr.1510

Grey, C., Flynn, A., & Adu, D. A. (2024). An examination of how executive remuneration and firm performance are influenced by Chair-CEO diversity attributes. *International Review of Financial Analysis, 94,* 103290.

Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate data analysis* (8th ed.). Cengage Learning.

Haque, F., & Ntim, C. G. (2020). Executive compensation, sustainable compensation policy, carbon performance and market value. *British Journal of Management, 31*(3), 525–546.

Harymawan, I., Agustia, D., Nasih, M., Inayati, A., & Nowland, J. (2020). Remuneration committees, executive remuneration, and firm performance in Indonesia. *Heliyon, 6*(2), e03452.

Holmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics, 10*(1), 74–91.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305–360.

Jizi, M., Salama, A., Dixon, R., & Stratling, R. (2014). Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: Evidence from the US banking sector. *Journal of Business Ethics, 125*(4), 601–615.

Karina, R., Lestari, F., & Ivone, I. (2023). The effect of enterprise risk management on financial performance and firm value: The role of environmental, social and governance performance. *Global Financial Accounting Journal, 7*(2), 213–229.

Kartal, M. T., Kılıç Depren, S., Pata, U. K., Taşkın, D., & Şavlı, T. (2024). Modeling the link between environmental, social, and governance disclosures and scores: The case of publicly traded companies in the Borsa Istanbul Sustainability Index. *Financial Innovation, 10*(1), 80.

Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review, 87*(3), 761–796.

Kumar, A., & Agrawal, V. (2024). An analysis of relationship between enterprise risk management and economic value added. *Journal of Informatics Education and Research, 4*(2).

Kwintana, E., & Hanggraeni, D. (2023). The influence of enterprise risk management (ERM) on profitability, cost of debt, and company value: The role of moderation of environmental, social, governance (ESG) in ASEAN-5 countries period 2017–2021. *International Journal of Economics Development Research, 4*(2), 830–845.

Liew, C. Y., Ko, Y., Song, B. L., & Murthy, S. T. (2022). Directors' compensation, ownership concentration and the value of the firm: Evidence from an emerging market. *Journal of Industrial and Business Economics, 49*(1), 155–188.

Özer, G., Aktas, N., & Merter, A. K. (2024). The remuneration–performance relationship in corporate governance: Evidence from board members' remuneration and firm performance. *Dogus Üniversitesi Dergisi, 25*(2), 231–248.

Perdana, M., Salim, U., Ratna, K., & Rofiq, A. (2023, July). The effect of environmental social governance (ESG) performance and financial performance on firm value: Evidence from the banking sector in ASEAN. In *1st Brawijaya International Conference on Business and Law (BICoBL 2022)* (pp. 183–193). Atlantis Press.

Piccioni, C. A., Bastos, S. B., & Cajueiro, D. O. (2024). Stock price reaction to environmental, social, and governance news: Evidence from Brazil and financial materiality. *Sustainability, 16*(7), 2839.

Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-Álvarez, I. (2020). Do board characteristics drive firm performance? *Review of Managerial Science, 14*, 1251–1297.

Rahayu, N. K., Harymawan, I., Nasih, M., & Nowland, J. (2022). Director pay slice, the remuneration committee, and firm financial performance. *Cogent Economics & Finance, 10*(1), 2087291.

Rastogi, S., Singh, K., & Kanoujiya, J. (2024). Firm's value and ESG: The moderating role of ownership concentration and corporate disclosures. *Asian Review of Accounting, 32*(1), 70–90.

Ritthidach, P., Burapasiriwat, P., & Suttipun, M. (2021). The influence of executive compensation on the financial performance of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Accountancy and Management, 13*(2), 60–74.

Rosalia, R., & Prihandini, W. (2024). Analysis of the effects of environmental disclosure, social disclosure, and governance disclosure on financial performance in companies listed in the ESG Sector Leader Index of the Indonesia Stock Exchange in 2023. *International Journal of Economics, Business and Accounting Research, 8*(1).

Sanpakdee, P., & Onwimon, N. (2021). Characteristics and compensation of executives influencing the performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Humanities and Social Sciences, Rajapruk University, 7*(Special), 385–397.

Seok, J., Kim, Y., & Oh, Y. K. (2024). How ESG shapes firm value: The mediating role of customer satisfaction. *Technological Forecasting and Social Change, 208,* 123714.

Shang, Y., Xu, H., & Li, D. (2023). The impact of executive compensation incentive on corporate innovation capability: Evidence from agro-based companies in China. *ResearchGate*. https://www.researchgate.net/publication/373871237

Stiadi, D. (2023, May). Moderating environmental, social, and governance (ESG) risk in the relationship between investment decisions and firm value. In *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, 1177(1) p. 012007). IOP Publishing.

Terdpaopong, K., Wegmann, G., Kraiwanit, T., Limna, P., & Rafiyya, A. (2024). Unveiling the influence of ESG disclosures on corporate profitability: Insights from Thailand's publicly listed companies. *Journal of Infrastructure, Policy and Development, 8*(7), 4787.

Tukey, J. W. (1977). *Exploratory data analysis.* Addison-Wesley.

West, S. G., Finch, J. F., & Curran, P. J. (1995). Structural equation models with nonnormal variables: Problems and remedies. In R. H. Hoyle (Ed.), *Structural equation modeling: Concepts, issues, and applications* (pp. 56–75). Sage Publications.

Wooldridge, J. M. (2013). *Introductory econometrics: A modern approach* (5th ed.). South-Western Cengage Learning.

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

Zoghlami, F. (2021). Does CEO compensation matter in boosting firm performance? Evidence from listed French firms. *Managerial and Decision Economics, 42*(1), 143–155.