

อิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม
และบรรษัทภิบาล (ESG) อย่างต่อเนื่องต่อผลการดำเนินงานและ
การเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของหุ้นกลุ่มยั่งยืนที่จดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Influence of Continuous Environmental Social and Cooperate Governance (ESG)
Responsibilities Disclosure on the Performance and Sustainable Growth of
Sustainable Stocks Listed on the Stock Exchange of Thailand

อุบลวรรณ ขุนทอง^{1*} บุญธรรม ราชรักษ์² ปรีณ รัตนเพียร³ และ นิวรรัตน์ วิจิตรกุลสวัสดิ์⁴
Ubonwan Khunthong,^{1*} Boontham Racharak,² Pawrin Rattanapian³ and Niwarat Wijitkusawat⁴

Article History

Receive: January 15, 2025

Revised: March 12, 2025

Accepted: March 18, 2025

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) อย่างต่อเนื่องต่อผลการดำเนินงานและการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของหุ้นกลุ่มยั่งยืนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ข้อมูลที่ใช้ศึกษามีลักษณะเป็นข้อมูลแบบพาเนล (Panel Data) เก็บข้อมูล 5 ปีย้อนหลังตั้งแต่ปี พ.ศ.2562-2566 จากรายงานทางการเงินและแบบฟอร์ม 56-1 กลุ่มเป้าหมายที่ใช้แบบเฉพาะเจาะจง คือ บริษัทที่ได้รับการจัดอันดับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เป็นหุ้นกลุ่มยั่งยืน ประจำปี พ.ศ.2566 ที่มีข้อมูลทางการเงินครบถ้วนและสมบูรณ์ จำนวน 166 บริษัท รวมงบการเงินที่ใช้วิเคราะห์ 830 งบการเงิน ทำการทดสอบความนิ่งของข้อมูล ด้วยวิธี Levin, Lin & Chu (LLC) test วิเคราะห์สมการถดถอย ด้วยวิธี Fixed Effect Regression ผลการวิจัยพบว่า หุ้นกลุ่มยั่งยืนที่มีการเปิดเผยข้อมูลผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (CGR) อย่างต่อเนื่อง มีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน และการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ .01

คำสำคัญ : ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล; ผลการดำเนินงาน; การเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน; หุ้นกลุ่มยั่งยืน; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

^{1,4}ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะการจัดการธุรกิจและการเงิน มหาวิทยาลัยรัตนบัณฑิต, Assistant Professor, Faculty of Business Administration and Finance, Rattana Bundit University

²รองศาสตราจารย์ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง, Associate Professor, Faculty of Economics, Ramkhamhaeng University

³อาจารย์ คณะการจัดการธุรกิจและการเงิน มหาวิทยาลัยรัตนบัณฑิต, Lecturer, Faculty of Business Administration and Finance, Rattana Bundit University

*Corresponding author E-mail: ubonwank@gmail.com



ABSTRACT

The purpose of this study was to investigate the influence of continuous environmental social and corporate governance (ESG) responsibilities disclosure on the performance and sustainable growth of sustainable stocks listed on the Stock Exchange of Thailand. The quantitative research method was employed, using panel data collected over the past five years since 2019 to 2023 from financial reports and Form 56-1. The purposive sampling was used to select the target group consisted of 166 companies ranked by the Stock Exchange of Thailand as sustainable stocks for the year 2023, with complete and accurate financial data, totaling 830 financial statements. The data analyses were Levin, Lin & Chu (LLC) stationary test and Fixed Effect Regression. The results showed that the continuous disclosure of corporate governance report (CGR) had a negative influence on performance and sustainable growth significantly at the .01.

Keywords : Environmental Social and Corporate Governance; Performance; Sustainable Growth; Sustainable Stocks; Stock Exchange of Thailand

บทนำ

การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ขององค์กร เป็นเครื่องมือที่สำคัญช่วยสร้างความรับผิดชอบต่อองค์กร (Corporate Accountability) สร้างความโปร่งใสในการดำเนินงานและความยั่งยืนให้กับองค์กร สอดคล้องกับหลักปฏิบัติการลงทุนที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม (Principles for Responsible Investment: PRI) ขององค์การสหประชาชาติ (United Nation: UN) ที่เริ่มในเดือนเมษายน พ.ศ.2549 โดยเป็นโครงการภาคสมัครใจ มีเป้าหมายเพื่อมุ่งหวังช่วยให้นักลงทุนผนวกปัจจัยด้าน ESG เพื่อใช้ในการตัดสินใจทางการลงทุนและการมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้น หลังจาก UN ประกาศเป้าหมายเพื่อการพัฒนาอย่างยั่งยืนขององค์การสหประชาชาติ (UN Sustainable Development Goals: SDGs) ในปี พ.ศ.2557 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้เริ่มมุ่งเน้นการพัฒนาในด้านบรรษัทภิบาล (Corporate Governance: CG) ของบริษัทจดทะเบียน จากนั้นขยายผลให้ครอบคลุมทุกด้าน โดยมีเป้าหมายที่จะพัฒนาตลาดทุนให้ยั่งยืนด้วยการเสริมสร้างรากฐานที่แข็งแกร่งทั้งในด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมให้กับบริษัทจดทะเบียนผ่านกระบวนการผลักดันที่เป็นรูปธรรม เพื่อยกระดับบริษัทจดทะเบียนในด้านการประกอบการให้เกิดความอย่างยั่งยืน (Thailand Development Research Institute, 2023) สอดคล้องกับงานวิจัยของประเทศจีนที่ศึกษาผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทจดทะเบียน จำนวน 3,400 บริษัทในปี ค.ศ.2013-2020 พบว่าบริษัทที่จดทะเบียนที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีจะมีข้อจำกัดในการระดมทุนน้อยกว่าบริษัทที่ไม่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG เนื่องจากผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีช่วยกระตุ้นให้นักลงทุนประเภทสถาบันเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัท (Bai et al, 2022) ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ให้การสนับสนุนทางด้านวิชาการแก่บริษัทจัดอันดับทางด้าน ESG จากหน่วยงานต่างๆ ได้แก่ สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย สมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย สถาบันไทยพัฒน์ ซึ่งในแต่ละปีมีบริษัทจดทะเบียนได้ส่งข้อมูลด้าน ESG เพื่อเข้าร่วมจัดอันดับแบบสมัครใจมีจำนวนเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังตารางที่ 1 (Sustainable Capital Market Development, 2024)

ตารางที่ 1 ร้อยละของบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล พ.ศ. 2561-2566

รายการ	2561	2562	2563	2564	2565	2566	การเติบโตเฉลี่ยต่อปี
1. บริษัทที่เข้าการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (CGR)	5.97	3.04	2.22	3.47	4.75	4.27	3.95
2. บริษัทที่เข้าร่วมประเมิน ESG 100	4.12	12.88	4.15	2.62	3.28	4.35	5.23

ตารางที่ 1 (ต่อ)

รายการ	2561	2562	2563	2564	2565	2566	การเติบโตเฉลี่ยต่อปี
1. บริษัทที่เข้าการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (CGR)	5.97	3.04	2.22	3.47	4.75	4.27	3.95
2. บริษัทที่เข้าร่วมประเมิน ESG 100	4.12	12.88	4.15	2.62	3.28	4.35	5.23
3. การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI)	11.76	5.26	5.00	14.29	8.33	7.69	8.72
4. บริษัทที่เป็นสมาชิกแนวร่วมต่อต้านคอร์รัปชันไทย (CAC)	14.74	8.57	8.88	11.41	14.80	34.14	15.42
5. บริษัทที่ได้รับประกาศผลประเมินหุ้นยั่งยืน (SET ESG Rating: SETESG)	22.58	23.68	27.66	19.17	16.08	16.27	20.81
6. บริษัทที่เข้าร่วมโครงการการประเมินคุณภาพการจัดประชุมสามัญผู้ถือหุ้น (AGM)	6.31	2.28	5.95	3.79	4.60	4.79	4.62

ที่มา : จากการคำนวณโดยผู้วิจัย

จากตารางที่ 1 พบว่า ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (CGR) การได้รับการจัดอันดับใน ESG 100 ของไทยพัฒนา รายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG (AWARD) การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) ผลประเมินหุ้นยั่งยืน (SET ESG Rating) และ ผลประเมินการจัดการประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) โดยการเปิดเผยข้อมูลในประเด็นต่างๆ ทางด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ตั้งแต่ พ.ศ.2561-2566 ร้อยละของบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลและส่งข้อมูลแบบสมัครใจเพื่อเข้ารับการประเมินในภาพรวมการนำแนวคิดการพัฒนาที่ยั่งยืนไปปฏิบัติในกลุ่มบริษัทจดทะเบียน ซึ่งเป็นองค์กรขนาดใหญ่ มีแนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงในการเปิดเผยข้อมูล ESG มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปีที่ดีขึ้น

การเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืนขององค์กร จึงได้รับความสนใจจากนักลงทุนมากขึ้น ดังงานวิจัยของสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย (TDRI) ที่ทำการการสำรวจการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET100 ตั้งแต่ปี พ.ศ.2558-2564 พบว่าบริษัทจากกลุ่มตัวอย่างมีแนวโน้มการเปิดเผยข้อมูล ESG เฉลี่ยต่อปีร้อยละ 1.57 (Thailand Development Research Institute, 2023) เนื่องจากในปัจจุบันข้อมูลความยั่งยืนขององค์กรเป็นหนึ่งในเกณฑ์การตัดสินใจลงทุนของกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียขององค์กร เช่น นักลงทุนเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมและข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินมีส่วนส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนในระยะสั้น และเป็นส่วนหนึ่งของเงื่อนไขการให้สินเชื่อไปจนถึงการสร้างการมีส่วนร่วมระหว่างองค์กรและสังคม โดยข้อมูลด้านความยั่งยืนขององค์กร ยังถูกใช้ในการประเมินอันดับและรางวัลจากสถาบันประเมินที่มีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับทั้งในและต่างประเทศเป็นเหตุให้สิ่งนี้ได้กลายเป็นสิ่งบ่งชี้ความสำเร็จผ่านการประชาสัมพันธ์ภายนอกและเป็นเครื่องมือใช้สื่อสารภายในองค์กรเพื่อให้เกิดเป้าหมายร่วมด้านความยั่งยืนมากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับแนวทางของสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้มีการริเริ่มให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีการเปิดเผยข้อมูล ESG ในปี พ.ศ.2558 โดยในปีเริ่มต้นของการเปิดเผยข้อมูล ESG นั้น บริษัทจดทะเบียนอาจส่งข้อมูลไม่ครบถ้วนหรือไม่เพียงพอตามที่กฎหมายบังคับ หรือตามที่นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียต้องการ (Panich, 2022)

ดังนั้นท่ามกลางกระแสการดำเนินงานอย่างโปร่งใสมีธรรมาภิบาล มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมของตลาดเงินและตลาดทุนของโลกที่เข้มข้นมากขึ้น รวมทั้งตลาดการเงินของประเทศไทยต้องปฏิบัติตามกระแสดังกล่าว ในฐานะที่เป็นส่วนหนึ่งของภาคีสมาชิกที่ต้องปฏิบัติตามเป้าหมายของสหประชาชาติ จึงทำให้เกิดประเด็นการศึกษาอิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) อย่างต่อเนื่องต่อการดำเนินงานและการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของหุ้นกลุ่มยั่งยืนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อทดสอบสมมติฐานในการวิจัยว่าการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างต่อเนื่อง ตลอดระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2562-2565 ส่งผลต่อการดำเนินงานและการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนในทิศทางเดียวกัน หรือในทิศทางตรงกัน งานวิจัยนี้ได้เชื่อมโยงผลการดำเนินงานระยะสั้นและการเจริญเติบโต



อย่างยั่งยืนในระยะยาวซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาเฉพาะผลการดำเนินงานในระยะสั้น โดยผลจากการศึกษาสามารถนำไปเป็นแนวทางให้ผู้กำกับดูแลตลาดทุนรวมทั้งบริษัทจดทะเบียนได้ตระหนักถึงการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนในหลากหลายมิติ ไม่ได้มุ่งหวังเพียงเฉพาะการเติบโตทางด้านกำไรเพียงอย่างเดียว เพื่อส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนได้พัฒนาธุรกิจไปในทิศทางที่เอื้อผลกำไรให้ครอบคลุมทั้งในด้านการพัฒนาธุรกิจให้มีประสิทธิภาพ ด้านสังคมและการดูแลสิ่งแวดล้อม และสอดคล้องกับการแก้ไขปัญหาการขาดแคลนทรัพยากรในอนาคต เพื่อให้เกิดประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน และเพื่อเป็นการกำหนดทิศทางทั้งการบริหารและการลงทุนที่ไม่ได้พิจารณาแต่เพียงผลกำไรเพียงอย่างเดียว อันจะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาประเทศให้มีความเข้มแข็ง มีเสถียรภาพและยั่งยืนในทุกมิติ

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อทดสอบอิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบริษัทภิบาล อย่างต่อเนื่อง ต่อผลการดำเนินงานและการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของหุ้นกลุ่มยั่งยืน ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory)

การบริหารองค์กรให้มีประสิทธิภาพไม่ได้เกิดขึ้นด้วยตัวขององค์กรเพียงอย่างเดียวแต่เกี่ยวข้องกับห่วงโซ่คุณค่าที่ประกอบด้วย ผู้มีส่วนได้เสียหลากหลายกลุ่ม สามารถจำแนกได้เป็น 2 กลุ่ม คือ ผู้มีส่วนได้เสียหลัก (Primary Stakeholders) เป็นผู้ใกล้ชิดองค์กรได้รับประโยชน์และผลกระทบทางตรงจากการดำเนินงาน เช่น พนักงาน ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น ลูกค้า เจ้าหนี้ เป็นต้น และผู้มีส่วนได้เสียรอง (Secondary Stakeholders) เป็นผู้เกี่ยวข้องกับองค์กรได้รับประโยชน์หรือผลกระทบทางอ้อมจากการดำเนินงาน เช่น รัฐบาล กลุ่มวิชาชีพ สมาคมการค้า เป็นต้น ดังนั้นธุรกิจซึ่งบริหารงานโดยกลุ่มผู้บริหารไม่ควรใส่ใจเพียงผู้มีส่วนได้เสียภายในองค์กรเท่านั้น แต่ควรสนับสนุนความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมด้วย จึงมีความจำเป็นต้องทราบความสัมพันธ์ขององค์กรกับผู้มีส่วนได้เสีย (Adiputra & Hermawan, 2020 ; Bubpha, 2020 ; Huang et al., 2024 ; Machmuddah et al., 2020) เพื่อบริหารจัดการให้สอดคล้องกับความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียในกลุ่มต่างๆ ในระดับที่เหมาะสมช่วยลดความเสี่ยงรวมถึงการสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการและพัฒนาองค์กรให้เจริญเติบโตอย่างยั่งยืน

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signal Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณอธิบายพฤติกรรมของบุคคล 2 ฝ่าย คือฝ่ายผู้ส่งสัญญาณกับฝ่ายผู้รับสัญญาณเกี่ยวกับข้อมูล ที่ช่วยในการตัดสินใจในตลาดทุน สำหรับการเปิดเผยข้อมูลแบบดั้งเดิมและแบบสมัยใหม่ โดยการเปิดเผยข้อมูลแบบดั้งเดิมเพื่อส่งสัญญาณให้นักลงทุนทราบเกี่ยวกับเป้าหมายโดยเฉพาะเรื่องผลการดำเนินงานของกิจการ แต่การเปิดเผยข้อมูลแบบสมัยใหม่ให้ความสำคัญในเรื่องสังคมและสิ่งแวดล้อม ด้วยเหตุนี้ผู้บริหารซึ่งเป็นผู้มีข้อมูลข่าวสารมากกว่านักลงทุน (Peatrat 2021 ; Phakdee & Srijunpetch 2023) จึงต้องสร้างความเชื่อมั่นในบริษัทของตนเองโดยการเปิดเผยข้อมูลในเรื่องต่างๆ สุสาธธณะ ซึ่งเป็นวิธีการหนึ่งที่สามารถสื่อสารกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียโดยเฉพาะนักลงทุนทราบถึงการใช้เงินทุนผ่านกิจกรรมต่างๆ รวมทั้งแสดงถึงความตั้งใจจริงของผู้บริหารในการสร้างมูลค่าเพิ่มและความยั่งยืนให้กับธุรกิจ

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทนมองว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานคนเดียวได้จึงต้องให้บุคคลอื่นเข้ามาช่วยในการบริหารงาน แทนเจ้าของกิจการ ก่อให้เกิดความสัมพันธ์ระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย คือ ฝ่ายตัวการ (Principle) และฝ่ายตัวแทน (Agent) ผู้บริหารเป็นผู้ที่มอบอำนาจในการทำงานสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับตัวการ ในขณะที่ตัวการก็พยายามควบคุมไม่ให้ตัวแทนดำเนินการที่ไม่เหมาะสม หากผู้บริหารที่เป็นตัวแทนเห็นแก่ประโยชน์ส่วนตนจะส่งผลให้ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะทำการบริหารงานที่ไม่โปร่งใสจนอาจเกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารได้ ดังนั้นกลไกการกำกับดูแลกิจการจะทำให้ผู้บริหารหรือตัวแทนเปลี่ยนหรือลดการกระทำและพฤติกรรมเหล่านั้นได้ (Nguyen et al., 2020 ; Wanganusorn et al., 2022) รวมถึงมูลค่าเพิ่มขององค์กรและประสิทธิภาพการทำงานของตัวแทนย่อมมองได้จากการเงิน รายงานประจำปีหรือข่าวสารอื่นๆ ที่เผยแพร่ออกสู่สาธารณะ

ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory)

ความอยู่รอดขององค์กรมีความจำเป็นที่ต้องพึ่งพาทรัพยากรทั้งจากภายในและจากภายนอกองค์กร โดยทั่วไปองค์กรต้องใช้ทรัพยากรต่างๆ ได้แก่ ที่ดิน ทุน แรงงาน และผู้ประกอบการ รวมถึงข้อมูลข่าวสาร เพื่อใช้ในการผลิตสินค้าและบริการ รวมทั้งเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการ ทว่าการพึ่งพาทรัพยากรจากภายนอกองค์กรจำเป็นต้องมีการบริหารความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจการต่อรองและการพึ่งพาต่อองค์กรอื่น (Chittlaoarporn et al., 2021 ; Promgird et al., 2023) ดังนั้นผู้บริหารจะต้องมีแนวทางในการพัฒนาทรัพยากรเพื่อลดการพึ่งพาจากแหล่งภายนอก รวมถึงต้องรู้จักการปรับปรุงเปลี่ยนแปลงเพื่อแสวงหาโอกาสทางการแข่งขันเพื่อสร้างแนวทางการความยั่งยืนให้กับองค์กร

จากทฤษฎีดังกล่าวข้างต้นสามารถนำมาเชื่อมโยงกับการเปิดข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลในมิติต่างๆ เพื่อนำมาพัฒนาเป็นตัวแปรตัวแปรต้นของงานวิจัยร่วมกับตัวแปรตามที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานและการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนขององค์กร ที่มีบทบาทในการตอบสนองความต้องการข้อมูลของกลุ่มที่มีส่วนร่วมในตลาดการเงิน เช่น นักลงทุนต้องการข้อมูลความรับผิดชอบต่อ ESG เพื่อทำกำไรในการลงทุนและปกป้องผู้ลงทุน ในด้านการติดตามการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งข้อมูลดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อประกอบการทางการเงินของบริษัท ดังนั้นการเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้องและน่าเชื่อถือก่อให้เกิดต้นทุนที่ไม่ใช่เพียงต้นทุนทางการเงินเท่านั้นแต่ได้ก่อให้เกิดต้นทุนเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่ออื่นๆ ที่ไม่ใช่ต้นทุนทางการเงินด้วย (Devi & Sapna, 2024) สำหรับองค์กรธุรกิจ โดยเฉพาะผู้บริหารอาจมองว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG เกิดค่าใช้จ่ายที่เป็นตัวเงินถือเป็นต้นทุนที่ชัดเจนกับบริษัท แต่ไม่ได้รวมถึงต้นทุนที่มองไม่ชัดเจนอาจถือเป็นโอกาสและความได้เปรียบทางการแข่งขันสำหรับธุรกิจ เช่น ชื่อเสียงขององค์กร และโอกาสทางธุรกิจเพิ่มมากขึ้น ข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเลอาจส่งผลกระทบต่อตัดสินใจลงทุนระยะสั้น เพราะนักลงทุนที่ได้รับข้อมูล และใช้ประโยชน์เพื่อช่วยลดความเสี่ยงในการลงทุน (Bai et al., 2022)

การลงทุนอย่างยั่งยืน (Sustainable Investment) เป็นแนวทางการลงทุนที่คำนึงถึงการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ของธุรกิจ ประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุนควบคู่ไปกับการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของธุรกิจ เพื่อสร้างผลตอบแทนในระยะยาว ผลการดำเนินงานด้าน ESG มีความเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานทางการเงิน (Financial Performance) ของธุรกิจทั้งในมิติของความเสี่ยง ศักยภาพในการแข่งขันและการได้รับการยอมรับจากผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders) ที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับความอยู่รอดและความสามารถในการเติบโตอย่างยั่งยืนของธุรกิจในระยะยาว (Stock Exchange of Thailand, 2024) ดังงานวิจัยของ Patel et al. (2020) ; Panich (2022) ; Devi & Sapna (2024) ; Lin (2024) ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานในระยะสั้นที่ใช้ตัววัดคือ ROA, ROE, Tobin's Q และเกิดความสัมพันธ์เชิงพลวัตระยะยาว และมูลค่าของกิจการที่ใช้ตัววัดคืออัตราการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) จากการศึกษาในอดีตในประเด็นความสัมพันธ์ระหว่าง ESG (Environmental, Social, and Governance) กับผลการดำเนินงานใน ปี ค.ศ. 2007-2020 พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ สามารถแบ่งออกได้เป็น 3 ประเภท (Whelan et al., 2021) ได้แก่ 1) การเปิดเผยข้อมูล ESG ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการคิดเป็นร้อยละ 58 ของบทความวิจัย ผลการศึกษาเป็นทิศทางเดียวกันกับ Bhaskaran et al. (2020) ที่ศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทระดับโลก (Global Companies) และ Naeem et al. (2022) ศึกษาบริษัทในประเทศกำลังพัฒนาจำนวน 1,042 แห่ง พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG มีทิศทางที่เป็นบวกต่อผลการดำเนินงาน ตัวชี้วัด คือ ROE และ ROA และส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ วัดโดย Tobin's Q 2) การเปิดเผยข้อมูล ESG ส่งผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการคิดเป็นร้อยละ 8 ของบทความวิจัย สอดคล้องกับ Duque & Caracuel (2021) ที่ศึกษาบริษัทข้ามชาติจำนวน 104 แห่งในละตินอเมริกา ได้แก่ ประเทศบราซิล ชิลี โคลัมเบีย แม็กซิโก และเปรู พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ส่งผลในเชิงลบต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน และ Garcia & Orsato (2020) ศึกษาเปรียบเทียบประเทศกำลังพัฒนา และประเทศเกิดใหม่ จำนวน 2,165 บริษัท พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ของประเทศเกิดใหม่ ส่งผลในเชิงลบต่อผลการดำเนินงานทางด้านบัญชีที่วัดโดย ROA 3) การเปิดเผยข้อมูล ESG ส่งผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการคิดเป็นร้อยละ 21 ของบทความวิจัยสอดคล้องกับ Saygili et al. (2021) ศึกษาผลกระทบของผลการดำเนินงานด้าน ESG ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศตุรกี พบว่า รายงานทางด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท แต่รายงานทางด้านสังคมและบรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงิน และ Giannopoulos et al. (2022) ศึกษาการเปิดเผยผลคะแนน



ESG ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศนอร์เวย์ พบว่า การเปิดเผยผลคะแนน ESG มีความสัมพันธ์ในทิศทางที่เป็นบวกต่อมูลค่ากิจการแต่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดโดย ROA และการเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นตัวเร่งสำคัญในการเพิ่มมูลค่าของบริษัท ก่อให้เกิดผลตอบแทนทางการเงินและการลงทุนที่ยั่งยืน (Sustainable Finance) (Lin, 2024)

การเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนเป็นผลกำไรในระยะยาวที่มีผลสืบเนื่องมาจากการดำเนินกิจการที่ดีที่มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล เป็นการทำธุรกิจด้วยความเป็นธรรมกับทุกฝ่าย (Stakeholder) แนวคิดการวัดการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate: SGR) ริเริ่มโดย Robert C Higgins ในปี ค.ศ.1977 เป็นการอธิบายถึงอัตราการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนที่ดีที่สุด ในมุมมองทางการเงินที่เห็นเด่นชัดพิจารณาจากการเติบโตที่ยั่งยืนของยอดขายที่เพิ่มขึ้นตามปีที่สอดคล้องกับนโยบายทางการเงินที่กำหนดไว้ สำหรับแบบจำลองของ ฮิกกินส์ (Higgins) ใช้วัดอัตราการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน ประกอบด้วยปัจจัยสำคัญ 2 ประการ คือ อัตราการเก็บกำไรไว้ (Retention Rate of Earnings: b) หรืออัตราการจ่ายปันผล (Dividend Payout Ratio: d) และผลการดำเนินงานทางการเงินในส่วนของผู้ถือหุ้นวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) งานวิจัยที่ผ่านศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนมีหลากหลายปัจจัย เช่น การลงทุนด้านนวัตกรรมประเภทสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนประเภทสิทธิบัตร รวมทั้งมีการจัดการคุณภาพกำไรที่ดี ไม่มีการตกแต่งบัญชี ไม่ใช้ช่องว่างหรือช่องโหว่ทางกฎหมายเพื่อหวังผลประโยชน์ในระยะสั้น (Chummaungphan & Chuacoo, 2020 ; Qiao et al., 2021) สำหรับการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน ได้นำแบบจำลองของ Higgins เป็นตัวชี้วัด เช่น การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน ESG และ SDG โดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย ตั้งแต่ ปี ค.ศ.2009-2021 จำนวน 34,127 ค่าสังเกต (Observations) ผลการศึกษาได้แสดงผลที่ชัดเจนเกี่ยวกับประสิทธิภาพด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลในภาพรวมส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) รวมทั้งประสิทธิภาพของ ESG สามารถช่วยเพิ่มประสิทธิภาพทางการเงินที่สามารถขับเคลื่อนไปสู่การเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน (SDG) เมื่อวิเคราะห์เพิ่มเติม พบว่าคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงลบต่อ SDG ในขณะที่คะแนนทางด้านสังคมและบรรษัทภิบาลมีผลกระทบเชิงบวกกับโอกาสในการเติบโตอย่างยั่งยืน (Lin, 2024) ผลการศึกษาดังกล่าวมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับบริบทของประเทศไทย (Promprasit, 2022) สำหรับตัวแปรควบคุมได้แก่ขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มกิจการและความยั่งยืนในระยะยาว ส่วนอายุของกิจการและอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการสร้างมูลค่าและความยั่งยืนของกิจการ (Meepramool & Srijunpetch, 2021 ; Naeem et al., 2022) ทั้งนี้เพราะบริษัทขนาดใหญ่มีมูลค่าตลาดสูง มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความโปร่งใส มีความคล่องตัวในการปฏิบัติตามกฎระเบียบและสามารถดำเนินงานได้อย่างรวดเร็วเพราะมีทรัพยากรที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงินเพียงพอในการปฏิบัติตามมาตรการต่าง ๆ ของตลาดการเงิน

กรอบแนวคิดการวิจัย

ผลการดำเนินงานและการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนสามารถนำสู่ความสนใจศึกษาการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) อย่างต่อเนื่องของแต่หน่วยงานที่จัดอันดับ ในหุ้นกลุ่มยั่งยืน โดยมีแบบจำลองและตัวแปรที่ศึกษาในส่วนของผลการดำเนินงานและการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน ดังนี้

ผลการดำเนินงาน

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 AGM_{it} + \alpha_2 AWARD_{it} + \alpha_3 CGR_{it} + \alpha_4 DJSI_{it} + \alpha_5 SETESG_{it} + \alpha_6 ESG100_{it} + \alpha_7 AGE_{it} + \alpha_8 DE_{it} + \alpha_9 LNTA_{it} + \alpha_{10} ROA_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

การเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน

$$SGR_{it} = \beta_0 + \beta_1 AGM_{it} + \beta_2 AWARD_{it} + \beta_3 CGR_{it} + \beta_4 DJSI_{it} + \beta_5 SETESG_{it} + \beta_6 ESG100_{it} + \beta_7 AGE_{it} + \beta_8 DE_{it} + \beta_9 LNTA_{it} + \beta_{10} HSGR_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

โดยที่

$HSGR_{it}$ = อัตราการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate) (เท่า)

CGR_{it} = ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (คะแนน)

AGM_{it} = ผลประเมินการจัดการประชุมผู้ถือหุ้น (คะแนน)

$ESG100_{i,t}$	= การได้รับการจัดอันดับใน ESG 100 (ครั้ง)
$SETESG_{i,t}$	= ผลประเมินหุ้นยั่งยืน (SET ESG Rating) (คะแนน)
$AWARD_{i,t}$	= รางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG (ครั้ง)
$DJSI_{i,t}$	= การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (ครั้ง)
$ROA_{i,t}$	= อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset) (ร้อยละ)
$AGE_{i,t}$	= อายุกิจการ (ปี)
$DE_{i,t}$	= อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) (เท่า)
$LNTA_{i,t}$	= อัตราการขยายตัวของสินทรัพย์รวมของกิจการ (log Total Asset) (ร้อยละ)
$\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_{10}$	= ค่าพารามิเตอร์
$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_{10}$	= ค่าพารามิเตอร์
$\varepsilon_{it} \sim i. i. d (0, \sigma_\varepsilon^2)$	= การอธิบายลักษณะการแจกแจงความคลาดเคลื่อนของสมการ
$i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$	= จำนวนข้อมูล และ เวลา

สมมติฐานการวิจัย

การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลอย่างต่อเนื่องมีอิทธิพลในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานและการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของหุ้นกลุ่มยั่งยืนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญ

วิธีดำเนินการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ ศึกษาอิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลอย่างต่อเนื่อง ของหุ้นกลุ่มยั่งยืน ที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อผลการดำเนินงานและอัตราการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน และงานวิจัยนี้ผ่านการพิจารณาจากคณะกรรมการวิจัยในคน และได้รับการรับรองผลการพิจารณาจริยธรรมการวิจัยในคน หมายเลขใบรับรองที่ RBAC-EC-BUS-1-004/67 วันที่ให้การรับรอง 27 สิงหาคม 2567

กลุ่มเป้าหมาย

กลุ่มเป้าหมายที่ใช้ในงานวิจัยนี้เลือกแบบเฉพาะเจาะจง คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ผ่านเกณฑ์และได้รับการประกาศผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings พ.ศ.2566 จำนวน 193 โดยเก็บรวบรวมบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อเนื่อง 5 ปี และงบการเงินตั้งแต่ พ.ศ.2562-2566 จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนสามารถนำมาใช้วิเคราะห์เพื่อตอบวัตถุประสงค์ได้ จำนวน 166 บริษัท รวมข้อมูลงบการเงิน 830 งบการเงิน

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

1. ข้อมูลทุติยภูมิมีลักษณะแบบ Panel data เก็บรวบรวมจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ผ่านเกณฑ์และได้รับการประกาศผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings และมีข้อมูลรายปีจำนวน 5 ปีต่อเนื่อง ตั้งแต่ พ.ศ.2562-2566
2. ทดสอบความนิ่งของข้อมูลแบบ Panel data unit root Test ด้วยวิธีของ Levin, Lin & Chu (LLC Test) (Levin et al., 2002) เพื่อป้องกันปัญหาความสัมพันธ์ไม่แท้ (Spurious)
3. การวิเคราะห์ข้อมูลสร้างแบบจำลองทางเศรษฐมิติประมาณค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพลของตัวแปรอิสระที่ส่งผลต่อตัวแปรตามด้วยวิธี Fixed Effect Regression



การเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) มีระยะเวลาในการเก็บรวมข้อมูล ตั้งแต่เดือน มิถุนายน 2567 ถึง ตุลาคม 2567 ทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม จากแหล่งข้อมูลต่างๆ ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 การสังเคราะห์ตัวแปรที่ใช้ศึกษา ผู้วิจัยในอดีตและแหล่งที่มาของข้อมูล

ตัวแปร	ผู้วิจัยในอดีต (ปีที่ศึกษา)	แหล่งที่มาของข้อมูล
ตัวแปรต้น การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบริษัทภิบาล (ESG)		
1. ผลประเมินการจัดการประชุมผู้ถือหุ้น (AGM)	Meepramool & Srijunpetch, 2021	สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย https://www.thaiinvestors.com
2. การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในดัชนีความยั่งยืน ดาโจนส์ (DJSI)	Khunthong & Racharak, 2022	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย https://www.set.or.th/th
3. รางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูล ด้าน ESG (AWARD)	Meepramool & Srijunpetch, 2021 ; Promprasit, 2022	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย https://www.set.or.th
4. ผลประเมินหุ้นยั่งยืน (SET ESG Rating: SETESG)	Promprasit, 2022	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย https://www.set.or.th/th
5. ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (CGR)	Promprasit, 2022 ; Thanjunpong et al., 2021	สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai IOD) https://thai-iod.com/th/about/IOD.asp
6. การได้รับการจัดอันดับใน ESG 100	Promprasit, 2022	สถาบันไทยพัฒน์ https://www.thaipat.org
ตัวแปรตาม		
1. อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) $ROA = \text{Net income} \div \text{Total Asset}$	Lin, 2024 ; Thanjunpong et al., 2021	บริษัท เซ็ทเทรด ดอท คอม จำกัด https://www.settrade.com
2. การเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (อัตราการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน : HSGR) $HSGR = b \times ROE$	Lin, 2024	
ตัวแปรควบคุม		
1. อายุกิจการ (AGE)	Lin, 2024	
2. ความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น: DE) $DE = \text{Total Debt} \div \text{Total Equity}$	Lin, 2024 ; Thanjunpong et al., 2021	
3. ขนาดของกิจการ (LNTA)	Meepramool & Srijunpetch, 2021 ; Naeem et al., 2022	

จากตารางที่ 2 พบว่า งานวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ เก็บรวบรวมข้อมูลการทางการเงินรายปี จากงบการเงินของแต่ละบริษัทที่เผยแพร่โดยบริษัท เซ็ทเทรด ดอท คอม จำกัด ในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการเปิดเผยข้อมูล ESG เก็บข้อมูลจากสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai IOD) และสถาบันไทยพัฒน์

การวิเคราะห์ข้อมูล

1. การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics Analysis) โดยใช้ค่าสูงสุด (Max) ค่าต่ำสุด (Min) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Dev.) เพื่อให้ทราบข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มเป้าหมายที่มีต่อตัวแปรแต่ละตัว
2. การวิเคราะห์สถิติอ้างอิง (Inference Statistics Analysis)
 - 2.1 การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) การทดสอบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน ตัวแปรทุกตัวต้องไม่มีค่า Variance Inflation Factor (VIF) สูงกว่า 0.7 หรือต่ำกว่า -0.7
 - 2.2 การดำเนินการตามหลักการของการใช้ข้อมูลอนุกรมเวลาในการศึกษาวิเคราะห์เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริงจะต้องการทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Stationary) ด้วยวิธีการของ Levin, Lim & Chu (LLC) Test
 - 2.3 การวิเคราะห์แบบจำลอง เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางเศรษฐมิติ

ผลการวิจัยและอภิปรายผลการวิจัย

การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) อย่างต่อเนื่องต่อผลการดำเนินงานและการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของหุ้นกลุ่มยั่งยืนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของหุ้นกลุ่มยั่งยืน ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลสถิติเชิงพรรณนาของหุ้นกลุ่มยั่งยืนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ.2562-2566

ตัวแปร (N = 830)	Max	Min	Mean	Std. Dev.
AGM	5.00	0.00	4.37	1.13
AWARD	5.00	0.00	0.58	1.36
CGR	5.00	0.00	4.64	0.89
DJSI	12.00	0.00	0.76	2.30
ESG100	9.00	0.00	1.59	2.44
SETESG	5.00	0.00	1.25	1.32
HSGR	0.69	-0.74	0.10	0.12
ROA	34.72	-28.32	6.50	6.46
AGE	48.00	3.00	18.29	11.86
DE	58.54	0.00	1.46	1.51
LNTA	15.32	5.51	10.09	1.98

จากตารางที่ 3 พบว่า หุ้นกลุ่มยั่งยืนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ศึกษามีอายุกิจการ (AGE) ค่าเฉลี่ย 18.29 ผลประเมินการจัดการประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) มีค่าเฉลี่ย 0.58 คะแนน บริษัทที่ได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG (AWARD) มีค่าเฉลี่ย 0.57 ครั้ง ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (CGR) มีค่าเฉลี่ย 4.64 คะแนน ความเสี่ยงทางการเงิน (DE) มีค่าเฉลี่ย 1.46 เท่า การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ย 0.76 ครั้ง การได้รับการจัดอันดับใน ESG 100 (ESG100) มีค่าเฉลี่ย 1.59 ครั้ง ผลประเมินหุ้นยั่งยืน (SET ESG Rating: SETESG) ค่าเฉลี่ย 1.25 คะแนน อัตราการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate: HSGR) มีค่าเฉลี่ย 0.10 เท่า อัตราการขยายตัวของสินทรัพย์รวมของกิจการ (Log Total Asset: LNTA) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 10.09 และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset: ROA) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 6.50 ผลการทดสอบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ดังตารางที่ 4



ตารางที่ 4 ผลการทดสอบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน (Multicollinearity)

ตัวแปร	AGE	AGM	AWARD	CGR	DE	DJSI	ESG100	LNTA	SETESG
AGE	1.00								
AGM	0.06	1.00							
AWARD	0.16	0.12	1.00						
CGR	0.07	0.44	0.15	1.00					
DE	0.17	0.04	-0.01	0.01	1.00				
DJSI	0.24	0.12	0.67	0.13	0.07	1.00			
ESG100	0.26	0.07	0.10	0.12	0.16	0.21	1.00		
LNTA	0.36	0.16	0.31	0.12	0.51	0.49	0.28	1.00	
SETESG	0.13	0.10	0.18	0.26	0.08	0.17	0.12	0.19	1.00

จากตารางที่ 4 พบว่าการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ผลการทดสอบพบว่าไม่มีตัวแปรใดที่มีค่า Variance Inflation Factor (VIF) สูงกว่า 0.7 หรือต่ำกว่า -0.7 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างกัน ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูล ดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 การทดสอบความนิ่งของข้อมูล

ตัวแปร	Levin, Lin and Chu t*	
	I(0)	I(1)
AGM	-37.67*	
AWARD	2.31	-8.18*
CGR	-7.49*	
DJSI	3.47	-0.59
ESG100	-2.75*	
SET ESG		-1.07
HSGR	-31.12*	
ROA	-59.91*	
AGE	72.72	-4.43*
DE	-52.10*	
LNTA	-44.81*	

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากตารางที่ 5 พบว่า การทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Stationary) ด้วยวิธีการของ Levin, Lim & Chu (LLC) Test พบว่าข้อมูลเกือบทุกตัวแปรมีลักษณะนิ่งที่ระดับ Level หรือ I(0) ยกเว้น AWARD และ AGE มีลักษณะนิ่งที่ระดับ level 1 หรือ I(1) ส่วนตัวแปร SETESG และ DJSI มีลักษณะไม่นิ่ง จึงตัดออก ผลการทดสอบการมีอิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) อย่างต่อเนื่องต่อผลการดำเนินงานและการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน ข้อมูลที่ศึกษาแบบ Panel Data วิเคราะห์ข้อมูลแบบ Fixed Effect Regression Model (FEM) ดังตารางที่ 6

ตารางที่ 6 ผลการประมาณค่าแบบจำลอง ด้านผลการดำเนินงานและด้านการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน

ตัวแปร	ผลการดำเนินงาน	การเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน
	ROA	HSGR
AGM	(1.03)	(0.21)
AWARD	(-0.78)	(-0.68)
CGR	(-2.64)*	(-2.93)*
ESG100	(1.12)	(0.31)
AGE	(3.87)*	(-0.06)
DE	(-2.79)*	(-2.18)*
LNTA	(2.50)*	(2.61)*
Constant	(-2.50)	(-0.79)
Qbservations	830	830
R-squared	0.65	0.57
F-statistic	7.16*	4.97*
Durbin-Watson	2.04	1.91

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากตารางที่ 6 พบว่า ผลประเมิณการกำกับดูแลกิจการ (CGR) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน (HSGR) สามารถพยากรณ์ได้ร้อยละ 65.21 และ ร้อยละ 56.53 ตามลำดับ โดยผลการทดสอบพบว่าปฏิเสธสมมติฐาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ .01 โดยผลการวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับ Alareeni & Hamdan (2020) ; Husnaini & Basuki (2020) ; Thanjunpong et al. (2021) ที่พบว่าการกำกับดูแลกิจการสำหรับประเทศในแถบอาเซียน (ASEAN Corporate Governance Scorecard: ACGS) ส่วนใหญ่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว มีการบริหารงานแบบธุรกิจครอบครัวและเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่เข้ามาใช้อำนาจบังคับหรือเอาเปรียบผู้ลงทุนรายย่อย อันจะทาลายความสำเร็จในการสร้างบริษัทภิบาลและลดมูลค่าของกิจการ รวมทั้งนโยบายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2558 เป็นต้นมา มีการกำหนดมาตรการบังคับให้บริษัทจดทะเบียนเผยแพร่ข้อมูลด้าน ESG สู่สาธารณะ (Panich, 2022) ทั้งนี้บริษัทในกลุ่มหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนใหญ่ปฏิบัติตามเกณฑ์ที่สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย กำหนดระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับคะแนน 5 ซึ่งเป็นคะแนนสูงสุดอย่างต่อเนื่องอย่างน้อย 3-5 ปี ประกอบกับการมีผลการดำเนินงานที่ดีทำให้มีโอกาสในการระดมทุนได้เพิ่มขึ้นและสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุน

ผลการวิจัยครั้งนี้ยังพบอีกว่ารางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG (AWARD) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานและการเจริญเติบโต แต่ไม่มีนัยสำคัญในการอธิบายถึงปฏิเสธสมมติฐาน ทั้งนี้พบว่ารางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG บริษัทจดทะเบียนเป็นผู้ยื่นและสมัครเข้าไปขอให้มีการพิจารณา รับรางวัลแบบสมัครใจ โดยบริษัทจดทะเบียนที่ส่งข้อมูลต้องมีต้นทุนในการดำเนินงานเพิ่มมากขึ้น ทำให้ผลการดำเนินงานลดลง ประกอบกับข้อมูล ESG ที่ส่งเป็นข้อมูลที่ส่งผลในเชิงบวกกับบริษัท ไม่รวมผลกระทบในเชิงลบและไม่มีความคิดเห็นของบุคคลที่สามเข้าร่วมประเมิน (Thailand Development Research Institute, 2023) ในขณะที่ Meepramool & Srijunpetch (2021) พบว่าการได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนและการได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนไม่มีความสัมพันธ์กับการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการ สำหรับผลประเมิณการจัดการประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) และการได้รับการจัดอันดับใน ESG 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางที่เป็นบวกกับผลการดำเนินงานและการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน พบว่าการได้รับผลประเมิณที่มีคุณภาพดีและได้รับการจัดอันดับทางด้าน ESG จะเป็นตัวแรงที่สำคัญในการเพิ่มมูลค่าของบริษัท รวมทั้งการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนอย่างต่อเนื่องเป็นการส่งสัญญาณเพื่อสื่อสารข้อมูลให้แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ทำให้บริษัทมีต้นทุนเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในระยะแรกบริษัทต้องลงทุนทางด้านทรัพยากรบุคคล และทางด้านเทคโนโลยี รวมทั้งต้นทุนที่ต้องปฏิบัติตามกฎระเบียบหรือมาตรการบังคับตามที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นผู้กำหนด จึงส่งผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัท



(Khunthong & Racharak, 2022 ; Yothachan et al., 2020) อย่างไรก็ตามในระยะยาว เมื่อบริษัทได้เรียนรู้พร้อมสื่อสารให้กับนักลงทุนผ่านรายงานความยั่งยืนจนกลายเป็นเรื่องปกติ การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนจึงจะส่งผลทางบวกต่อมูลค่าของบริษัทในระยะยาว

สรุปผลการวิจัย

ผลการศึกษาอิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) อย่างต่อเนื่องต่อผลการดำเนินงานและการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของหุ้นกลุ่มยั่งยืนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า หุ้นกลุ่มยั่งยืนที่มีการเปิดเผยข้อมูลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (CGR) อย่างต่อเนื่องมีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานที่ใช้ตัววัดคือ ROA และการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนที่ใช้ตัววัดคือ HSDG ที่อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ .01 จึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย ตัวแปรที่ไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติคือ รางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG (AWARD) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลการดำเนินงานและการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน สำหรับผลประเมินการจัดการประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) และการได้รับการจัดอันดับใน ESG 100 พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานและการเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่อง

ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

1. ประโยชน์ในเชิงทฤษฎีของงานวิจัยนี้ ทำให้ทราบข้อมูลที่ชัดเจนเพิ่มมากขึ้นเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG เพิ่มมากขึ้นของหุ้นกลุ่มยั่งยืนเป็นเวลา 3-5 ปี ส่งผลต่อผลการดำเนินงานในระยะสั้นโดยมีตัวชี้วัดคือ ROA มีทิศทางตรงกันข้ามส่วนในระยะยาววัดจากอัตราการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนมีทิศทางตรงกันซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย นับได้ว่างานวิจัยนี้เป็นการยืนยันถึงความเป็นไปได้ของการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่ส่งผลกระทบทั้งเชิงลบและเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานและอัตราการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนในสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน โดยการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้าน ESG จะต้องมีการบูรณาการความรู้ในศาสตร์หลายด้าน เช่น การเงินและการลงทุน เศรษฐศาสตร์และการบัญชี ที่ใช้ข้อมูลที่เป็นตัวเงินและที่ไม่เป็นตัวเงินทั้งเชิงบวกและเชิงลบในการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานเพื่อสร้างความยั่งยืนให้กับองค์กรได้

2. ประโยชน์ในเชิงปฏิบัติ การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล เป็นแนวคิดที่มีความจำเป็นต่อการบริหารงานเพื่อสร้างความโปร่งใส มีธรรมาภิบาล รวมทั้งคำนึงถึงสังคมและสิ่งแวดล้อม โดยมุ่งเน้นให้บริษัทต่างๆ ให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยกำหนดเป็นแผนกลยุทธ์ในระดับองค์กร ที่เป็นแนวทางในการปฏิบัติกับองค์กรเพื่อสร้างกระบวนการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่โปร่งใส รวมทั้งปลูกจิตสำนึกที่ดีให้กับบริษัท รวมทั้งเป็นข้อมูลให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถนำผลการศึกษาไปเป็นแนวทางในการกำหนดรายการที่ต้องเปิดเผยให้มีความเหมาะสม รวมทั้งเพิ่มเนื้อหาหรือปรับปรุงเกณฑ์การประเมินเพื่อให้การเปิดเผยข้อมูลไม่ใช่ความสมัครใจและแต่เป็นจิตสำนึกที่บริษัทจะต้องให้ความสำคัญและตระหนักในการดูแลสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลเพื่อสร้างความสมดุลระหว่างการทำธุรกิจและผลประโยชน์ส่วนรวมของประเทศชาติ

ข้อเสนอแนะเพื่อการวิจัย

ข้อเสนอแนะเพื่อนำผลการวิจัยไปใช้

1. องค์กรที่เปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล และหน่วยงานกำกับดูแล ควรให้ความสำคัญในการเปิดเผยข้อมูลของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่มอย่างรอบด้านทั้งด้านที่เป็นประโยชน์และไม่เป็นประโยชน์ต่อองค์กร เพื่อให้เกิดกระบวนการในการประเมินที่เป็นมาตรฐานและมีผลประโยชน์ที่น่าเชื่อถือ รวมทั้งมีการสร้างเกณฑ์มาตรฐานที่สามารถปฏิบัติได้จริง

2. หน่วยงานกำกับดูแล จะการกำหนดแนวทางให้บริษัทที่จดทะเบียนมีการกำหนดนโยบาย แผนงานเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลอย่างชัดเจนเพื่อสร้างจิตสำนึกในเรื่องดังกล่าวกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัทในทุกมิติให้รอบด้านเพื่อสร้างจิตสำนึกที่ยั่งยืนให้กับธุรกิจ สังคม และประเทศชาติ

ข้อเสนอแนะเพื่อการวิจัยครั้งต่อไป

จากผลวิจัยพบว่า การเปิดเผยข้อมูลมีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อผลการดำเนินงานและการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเป็นการเก็บข้อมูลระยะเวลา 5 ปี สำหรับงานวิจัยในครั้งต่อไปควรมีการเก็บข้อมูลการเปิดเผยข้อมูล ESG ระยะเวลามากกว่า 10 ปี เพื่อตรวจสอบผลการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ในระยะยาวมีความสัมพันธ์ในทิศทางที่เป็นบวกต่อผลการดำเนินงานและการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน และนำผลกระทบบระยะยาวและปัจจัยอื่น ได้แก่ พลวัตเฉพาะอุตสาหกรรม ความพึงพอใจของผู้ลงทุนมาประกอบการพิจารณา และประเด็นที่ส่งผลกระทบต่อสังคม

ข้อจำกัดการวิจัย

1. การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล แต่ละเกณฑ์การประเมินของแต่ละหน่วยงานกำกับ เป็นข้อมูลแบบสมัครใจที่บริษัทจดทะเบียนเป็นผู้ส่งข้อมูลเท่านั้น จึงมีแต่ข้อมูลในเชิงบวกไม่ได้นำข้อมูลเชิงคุณภาพและข้อคิดเห็นของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมาร่วมการประเมินด้วย
2. การเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนจะต้องพิจารณาข้อมูลระยะยาวที่มากกว่า 10 ปี โดยหน่วยงานกำกับและเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ในประเทศไทยมีการเปิดเผยข้อมูลน้อยกว่า 10 ปี

References

- Adiputra, IG. & Hermawan, A. (2020). The effect of corporate social responsibility, firm size, dividend policy and liquidity on firm value: Evidence from manufacturing companies in Indonesia. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 11(6), 325-338. <https://doi.org/10.32400/ja.24760.8.2.2019.91-101>
- Alareeni, B. A. & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed Firms. *Corporate Governance*, 20(7), 1409-1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- Bai, X., Han, J., Ma, Y. & Zhag, W. (2022). ESG performance, institutional investors' preference and financing constraints: Empirical evidence from China. *Borsa Istanbul Review*, 22(S2), S157-S168. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.013>
- Bhaskaran, R. K., Ting, I. W. K., Sukumaran, S. K. & Sumod, S. D. (2020). Environmental, social and governance initiatives and wealth creation for firms: An empirical examination. *Managerial and Decision Economics*, 41(5), 710-729. <https://doi.org/10.1002/mde.3131>
- Bubpha, P. (2020). An Influence of Role of Stakeholders in Asean CG Scorecard Disclosures on Environment Disclosures from Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand on the Environmentally Sensitive Industries (*Unpublished Master's thesis*). Prince of Songkla University, Songkla, Thailand.
- Chitlaoarporn, C., Thirasirikul J. & Suksermsongchai, S. (2021). Sustainable Development and the World Economic Change. *Thai Research and Management Journal*, 2(3), 77-93. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/TRDMJOPLSU/article/download/254525/171929>
- Chuamaunphan, O. & Chuacoo, M. (2020). The Analysis of Causal Factors Influencing Sustainable Growth of Listed in the Stock Exchange of Thailand: Real Estate and Construction Business Group. *Journal of Legal Entity Management and Local Innovation*, 6(4), 1-13. <https://so04.tci-thaijo.org/index.php/jsa-journal/article/view/241291>
- Devi, P. & Sapna. (2024). Relationship of ESG Scores with Firm Performance: A Study of Indian Listed Companies. *IMIB Journal of Innovation and Management*, 2(2), 243-255. <https://doi.org/10.1177/jinm.241242865>
- Duque, E. & Caracuel, A. J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multinationals: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168(4), 315-334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>



- Garcia, A. S. & Orsato, R. J. (2020). Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance, and financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 29(8), 3261-3272. <https://doi.org/10.1002/bse.2570>
- Giannopoulos, G., Fagernes, R. V. K., Elmarzouky, M. & Hossain, A. (2022). The ESG disclosure and the financial performance of Norwegian listed firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(6), 237-252. <https://doi.org/10.3390/jrfm15060237>
- Huang, R., Meng, J. & Xiu, S. (2024). A Review of the Role of ESG Performance of Listed Companies on Financial Performance: Theory, Effect, Influencing Factor and Path. *Journal of Statistics and Economics*, 1(3), 7-15. <https://doi.org/10.62517/jse.202411302>
- Husnaini, W. & Basuki, B. (2020). ASEAN Corporate Governance Scorecard: Sustainability Reporting and Firm Value. *Journal of Asian Finance Economics and Business*, 7(11), 315-326. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.315>
- Khunthong, U. & Racharak, B. (2022). The Influence of Responsibility Disclosure on Environment, Societies and Corporate Governance on Firm Performance of Companies Listed in Stock Exchange of Thailand. *Rajapark Journal*, 17(50), 278-294. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RJPJ/article/view/261344/177553>
- Levin, A., Lin, C. F. & Chu, C. S. J. (2002). Unit Root Tests in panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties. *Journal of Econometrics*, 108(1), 1-24. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(01\)00098-7](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(01)00098-7)
- Lin, Z. (2024). Does ESG performance indicate corporate economic sustainability? Evidence based on the sustainable growth rate. *Borsa Istanbul Review*, 24(3), 485-493. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2024.02.010>
- Machmuddah, Z., Sari, D. W. & Utomo, S. D. (2020). Corporate social responsibility, profitability and firm value: Evidence from Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(9), 631-638. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no9.631>
- Meepramool, M. & Srijunpetch, S. (2021). Does Participating in Corporate Governance Program Increase Firm Value?. *Journal of Federation of Accounting Professions*, 3(8), 46-62. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/JFAC/article/view/249636/169495>
- Naeem, M., Ullah, H., Shahid, J. & Kakakhel, S. J. (2022). The impact of ESG practices on firm performance: Evidence from emerging countries. *Indian Journal of Economics and Business*, 20(1), 731-750. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Nguyen, A., Doan, D. & Nguyen, L. (2020). Corporate Governance and Agency Cost: Empirical Evidence from Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(5), 1-15. <https://doi.org/10.3390/jrfm13050103>
- Panich, R. (2022). The dynamic relationships between returns and financial performance of companies listed in Thailand Sustainability Investment (THSI) rated by Environment, Social and Governance. *APHEIT Journal*, 28(2), 31-45. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/apheit-ss/article/view/256670>
- Patel, P. C., Guedes, M. J., Pagano, M. S. & Olson, G. T. (2020). Industry profitability matters: The value of sustainable growth rate and distance from bankruptcy as enablers of venture survival. *Journal of Business Research*, 47(114), 80-92. <https://doi-org.chula.idm.oclc.org/10.1016/j.jbusres.2020.04.004>
- Peatrat, N. (2021). The Relationship between the Social Responsibility Investment Disclosure and the Firms' Market Values. *The Journal of the University of the Thai Chamber of Commerce in Humanities and Social Sciences*, 41(3), 73-87. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/utccjournalhs/article/view/246945>
- Phakdee, A. & Srijunpetch, S. (2023). The impact of Thailand Sustainability Investment (THSI) on Value Relevance of Earnings Under COVID-19 Pandemic: Evidence from Thailand. *Journal of Business Administration - (JBA)*, 46(177), 1-22. <https://doi.org/10.14456/jba.2023.1>



- Promgird, P., Sririn, W., Khammek, S. & Pholmat. P. (2023). Reflections on Defining and the characteristics of a Resource Dependence Theory Relating to Organizational Environment. *Journal of Politics and Governance*, 13(1), 222-242. <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/jopag/article/view/259244>
- Promprasit, P. (2022). *The Relation of Environment, Social and Governance (ESG) and Growth opportunity of listed Thai companies (Unpublished Master's thesis)*, Thammasat University, Bangkok, Thailand.
- Qiao, S., Shen, T., Zhang, R. R. & Chen, H. H. (2021). The impact of various factor market distortions and innovation efficiencies on profit sustainable growth: From the view of China's renewable energy industry. *Energy Strategy Reviews*, 9(38), 1-10. <https://doi.org/10.1016/j.esr.2021.100746>
- Saygili, E., Arslan, S. & Birkan, A. O. (2021). ESG practices and corporate financial performance: Evidence from Borsa Istanbul. *Borsa Istanbul Review*, 22(3), 525-533. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.07.001>
- Stock Exchange of Thailand. (2024). *Sustainable Investment*. Retrieved June 2024, from <https://setsustainability.com/page/sustainable-investment>
- Sustainable Capital Market Development. (2024). *Disclosure and Reporting*. Retrieved June 2024, from https://setsustainability.com/development_tools
- Thailand Development Research Institute. (2023). *Exploring Thai Listed companies's corporate sustainability reporting and the stakeholder involvement in coporate materialit analysis*. Retrieved June 2024, from https://www.cmri.or.th/uploads/images/CMRI_Publication/16921722831%20Final%20Report_ESG%20Report_JUN2023.pdf
- Thanjunpong, S. Chaiwong, D. & Awirothananon, T. (2021). The Influence of Good Corporate Governance and Free Float Shares on Stock Price and Financial Performance: An Empirical Evidence from Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 17(56), 57-74. <http://www.jap.tbs.tu.ac.th/files/Article/Jap56/Full/JAP56SattDontThat.pdf>
- Wanganusorn, B., Tulasombat, S. & Thechatakerng, P. (2022). Agent Theory: Challenges of Business Administration in Thailand. *Maejo Business Review (MBR)*, 4(1), 1-22. <https://doi.org/10.14456/mjba.2022.1>
- Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T. & Clark, C. (2021). *ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015-2020*. NYU STERN Center for sustainable business.
- Yothachan, N., Meeampol, S. & Pajongwong, P. (2020). The Relationship between the Disclosure Data of Sustainability Reports and Operating Performance in ESG100 index. *Journal of Library and Information Science Srinakharinwirot University*, 13(2), 1-15. https://so02.tci-thaijo.org/index.php/JLIS_SWU/article/view/244718