

ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ที่มีต่อมูลค่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์
คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
ปีการศึกษา 2565
ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

The effect of Environmental, Social, and Governance report disclosure on the value
of listed companies on the Stock Exchange of Thailand



A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Economics in Economics

FACULTY OF ECONOMICS

Chulalongkorn University

Academic Year 2022

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์	ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ที่มีต่อมูลค่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
โดย	นายพชรพล ศุขอร่าม
สาขาวิชา	เศรษฐศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก	ศาสตราจารย์ ดร.ไพฑูรย์ ไกรพรศักดิ์

คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้หัวข้อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

..... คณะบดีคณะเศรษฐศาสตร์
(รองศาสตราจารย์ ดร.สิทธิเดช พงศ์กิจวรสิน)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พิรุณ ปรมาพจน์)

..... อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก
(ศาสตราจารย์ ดร.ไพฑูรย์ ไกรพรศักดิ์)

..... กรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พงศ์ศักดิ์ เหลืองอร่าม)

..... กรรมการภายนอกมหาวิทยาลัย
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สุรางค์ เห็นสว่าง)

พชรพล สุขอร่าม : ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และ
 บรรษัทภิบาล ที่มีต่อมูลค่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (
 The effect of Environmental, Social, and Governance report disclosure on
 the value of listed companies on the Stock Exchange of Thailand) อ.ที่
 ปริญญาหลัก : ศ. ดร.ไพฑูรย์ ไกรพรศักดิ์

การศึกษาในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้าน
 สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ที่มีต่อมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม
 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทที่จ
 ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทในดัชนี SET
 100 ระหว่างปี พ.ศ. 2558 – 2562 รวมจำนวนทั้งสิ้น 240 กลุ่มตัวอย่าง ประกอบด้วยชุดข้อมูล
 ของ 48 บริษัทจำนวน 5 ปี ใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมานในการวิเคราะห์
 ข้อมูล ผลการศึกษาพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้น
 ส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัทและอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมีค่าเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยัง
 พบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้น ทั้งภาพรวมและแต่ละ
 องค์ประกอบยังส่งผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทลดลง ดังนั้นผล
 การศึกษาในครั้งนี้จึงเป็นการสนับสนุนให้บริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และ
 บรรษัทภิบาลมากขึ้น เนื่องจากบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลมักถูกมองว่ามีความรับผิดชอบต่อสังคมและ
 สิ่งแวดล้อม ช่วยเสริมภาพลักษณ์ให้แก่บริษัทและดึงดูดนักลงทุนได้ ยิ่งไปกว่านั้น การเปิดเผยข้อมูล
 ยังส่งผลให้บริษัทมีความเสี่ยงที่ลดลง มีอันดับความน่าเชื่อถือที่ดีขึ้นส่งผลให้ต้นทุนทางการเงิน
 ลดลง อีกนัยหนึ่งคือมีมูลค่าบริษัทที่เพิ่มขึ้น

สาขาวิชา เศรษฐศาสตร์
 ปีการศึกษา 2565

ลายมือชื่อนิสิต
 ลายมือชื่อ อ.ที่ปรึกษาหลัก

6380012329 : MAJOR ECONOMICS

KEYWORD: Firm Value, Weighted Average Cost of Capital, Environmental Social and Governance, Sustainable Investment

Patcharapol Sook-aram : The effect of Environmental, Social, and Governance report disclosure on the value of listed companies on the Stock Exchange of Thailand. Advisor: Prof. PAITOON KRAIPORNSAK, Ph.D.

This research aims to study the effect of the disclosure of environmental, social, and governance (ESG) reports on the value of companies (measured by Tobin's Q), return on assets (ROA), return on equity (ROE), and the weighted average cost of capital (WACC) for companies listed on the Stock Exchange of Thailand. Data were collected from the financial statements of companies in the SET 100 index between 2015 and 2019, with a total of 48 companies, comprising 240 observations. Descriptive statistics and multiple regression analysis were employed to analyze the collected data. The results revealed that increased disclosure of ESG reports positively affects the value of companies and their return on assets. Furthermore, the study revealed that both the overall ESG disclosure and its sub-components have an impact on reducing the weighted average cost of capital, indicating lower financial costs for companies. Hence, this study supports the notion that increased ESG disclosure encourages companies to demonstrate greater social and environmental responsibility, thereby contributing to their image and attracting investors. Additionally, ESG disclosure was found to reduce corporate risk, improve the company's credibility, leading to a lower weighted average cost of capital, an increase in company value.

Field of Study: Economics

Student's Signature

Academic Year: 2022

Advisor's Signature

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้ ด้วยความอนุเคราะห์และความช่วยเหลือจากบุคคลหลายท่าน ข้าพเจ้าขอขอบพระคุณ ศาสตราจารย์ ดร. ไพฑูรย์ ไกรพรศักดิ์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ในครั้งนี้เป็นอย่างยิ่ง ที่ได้รับเป็นที่ปรึกษาและสละเวลาอันมีค่าในการให้คำปรึกษา คำแนะนำและข้อคิดเห็นต่าง ๆ อันมีส่วนทำให้งานวิจัยชิ้นนี้พัฒนาขึ้นอย่างมากจากความตั้งใจเดิม ตลอดจนการกำหนดกรอบเวลาในการเสนอความคืบหน้าของงาน ซึ่งถือเป็นแรงกระตุ้นให้กับข้าพเจ้าเป็นอย่างยิ่ง และขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พิรุวรรณ ปรมาพจน์ ประธานกรรมการสอบ ที่ได้ให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์ต่อการศึกษา ทั้งยังช่วยตรวจสอบความถูกต้อง รวมทั้งขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พงศ์ศักดิ์ เหลืองอร่าม และ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สุรางค์ เห็นสว่าง กรรมการ และกรรมการภายนอกมหาวิทยาลัย ตามลำดับ ที่ได้ให้กำลังใจและให้คำแนะนำในการปรับปรุงแก้ไขวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้มีความสมบูรณ์ทั้งในแง่ของเนื้อหาและแนวทางในการวิเคราะห์

นอกจากนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์และเจ้าหน้าที่ของหลักสูตรเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ที่ได้ให้ความช่วยเหลือจนทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

สุดท้ายนี้ข้าพเจ้าขอขอบคุณครอบครัวที่คอยให้การสนับสนุนเป็นอย่างดีเสมอมา จนสามารถสำเร็จการศึกษาได้ หากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีข้อบกพร่องหรือผิดพลาดประการใด ข้าพเจ้าน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
CHULALONGKORN UNIVERSITY

พชรพล ศุขอร่าม

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ค
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	ง
กิตติกรรมประกาศ.....	จ
สารบัญ.....	ฉ
สารบัญตาราง.....	ญ
สารบัญภาพ.....	ฎ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา.....	5
1.3 ขอบเขตการศึกษา.....	6
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	6
บทที่ 2 วรรณกรรมปริทัศน์.....	7
2.1 นิยามศัพท์.....	7
2.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	7
2.2.1 ทฤษฎีตัวแทน.....	7
2.2.2 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย.....	9
2.2.3 แนวคิดความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท (Corporate Social Responsibility : CSR).....	10
2.2.4 แนวคิดความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG).....	13
2.2.5 ความแตกต่างระหว่างการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) กับการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการ (CSR).....	16

2.2.6	หลักเกณฑ์ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลในประเทศไทย	18
2.2.7	แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนเงินทุน.....	21
2.2.8	แนวคิดเรื่องมูลค่าบริษัท (Firm Value).....	22
2.3	งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	25
2.3.1	การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น.....	25
2.3.2	การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก	29
บทที่ 3	วิธีการวิจัย.....	33
3.1	กรอบแนวคิดงานวิจัย.....	33
3.2	ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา.....	34
3.2.1	ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	34
3.2.2	เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บข้อมูล	36
3.3	แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา	36
3.4	ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา.....	38
3.4.1	ตัวแปรตาม (Dependent Variables).....	38
3.4.2	ตัวแปรอิสระ (Independent Variable).....	40
3.4.3	ตัวแปรควบคุม (Control Variables).....	50
3.5	วิธีดำเนินงานวิจัย.....	52
3.5.1	การทดสอบเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics).....	52
3.5.2	สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics).....	52
3.6	สมมติฐานในการศึกษา.....	54
3.6.1	ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่อมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	54

3.6.2 ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ทั้งในภาพรวมและในแต่ละองค์ประกอบ ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	56
บทที่ 4 วิเคราะห์ข้อมูลและผลการวิจัย.....	60
4.1 ส่วนที่ 1 การศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยรายงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่อมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	60
4.1.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	60
4.1.2 การวิเคราะห์สมการตัวแบบ.....	62
4.2 ส่วนที่ 2 การศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ทั้งในภาพรวมและในแต่ละองค์ประกอบ ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	68
4.2.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	68
4.2.2 การวิเคราะห์สมการตัวแบบ.....	70
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	79
5.1 สรุปผลการศึกษา	79
5.1.1 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่อมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	79
5.1.2 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ทั้งในภาพรวมและในแต่ละองค์ประกอบ ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	81
5.2 ข้อเสนอแนะจากการทำวิจัย	82
5.3 ข้อจำกัดของการวิจัย.....	97
บรรณานุกรม.....	99
ประวัติผู้เขียน.....	110



จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
CHULALONGKORN UNIVERSITY

สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 3.1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างของประชากรที่ใช้ในการศึกษา.....	34
ตารางที่ 3.2 กลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการประเมินคะแนน ESG จาก Bloomberg ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึง พ.ศ. 2562 จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	35
ตารางที่ 3.3 หัวข้อการให้คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบริษัทภิบาลโดย Bloomberg.....	41
ตารางที่ 3.4 ค่าความสัมพันธ์ที่คาดหวัง (Expected Signs) ของการศึกษาส่วนที่ 1	56
ตารางที่ 3.5 ค่าความสัมพันธ์ที่คาดหวัง (Expected Signs) ของการศึกษาส่วนที่ 2	58
ตารางที่ 4.1 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปร	61
ตารางที่ 4.2 คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบริษัทภิบาล และประสิทธิภาพของบริษัทระหว่างปี พ.ศ. 2558 ถึง พ.ศ. 2562	62
ตารางที่ 4.3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม	63
ตารางที่ 4.4 ผลการทดสอบ Variance Inflation Factors (VIFs).....	63
ตารางที่ 4.5 ผลการทดสอบหาแบบจำลองที่เหมาะสม.....	64
ตารางที่ 4.6 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบริษัทภิบาล ต่อมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น.....	65
ตารางที่ 4.7 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปร	69
ตารางที่ 4.8 คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบริษัทภิบาล และต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของกลุ่มตัวอย่างระหว่างปี พ.ศ. 2558 ถึง พ.ศ. 2562.....	70
ตารางที่ 4.9 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม	71
ตารางที่ 4.10 ผลการทดสอบ Variance Inflation Factors (VIFs).....	72
ตารางที่ 4.11 ผลการทดสอบหาแบบจำลองที่เหมาะสม.....	72

ตารางที่ 4.12 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิ
 บาล ทั้งในภาพรวมและในแต่ละองค์ประกอบต่อดัชนีทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทที่จ
 ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย..... 73



สารบัญภาพ

	หน้า
ภาพที่ 1.1 การเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนของบริษัทในดัชนี S&P 500	2
ภาพที่ 1.2 Google Search Volume Index (SVI) ของหัวข้อ Environmental Social and Governance ของประเทศไทย สหรัฐอเมริกา และโลก ระหว่างปีพ.ศ. 2559 ถึง 2564	3
ภาพที่ 2.1 แนวคิดตัวแทนของกิจการ	8
ภาพที่ 2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย.....	10
ภาพที่ 2.3 เป้าหมายการพัฒนาอย่างยั่งยืนขององค์การสหประชาชาติ.....	15
ภาพที่ 2.4 ตัวอย่างหลักเกณฑ์ด้าน ESG ที่นักลงทุนใช้ในการพิจารณาการลงทุนอย่างยั่งยืน.....	17
ภาพที่ 3.1 กรอบแนวคิดในการศึกษา	33
ภาพที่ 3.2 คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล โดย Bloomberg ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2552 ถึง พ.ศ. 2564..	35

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

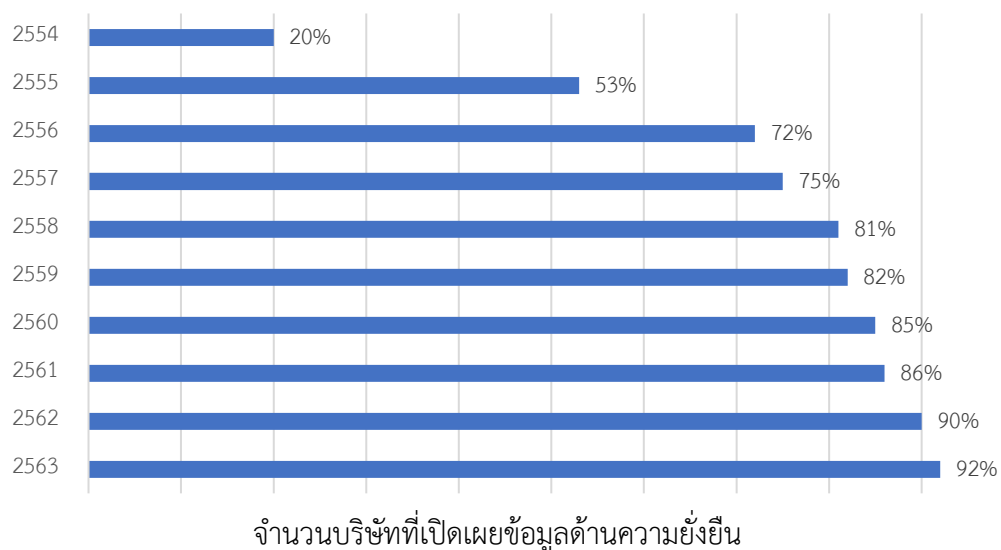
การลงทุนอย่างยั่งยืนโดยทั่วไปแล้วเป็นการกล่าวถึงการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม (Socially Responsible Investing) หรือการลงทุนในบริษัทที่รวมปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG) เข้าเป็นปัจจัยในกระบวนการตัดสินใจและการลงทุน (Braun, 2021) Harvard College Consulting Group (2021) ระบุว่า ESG investing เป็นหมวดที่เกิดขึ้นใหม่ในภาคการเงิน โดยพิจารณาตัวชี้วัดด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ว่าเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อผลตอบแทนและความยั่งยืนของบริษัทในระยะยาว ดังนั้นจึงมีความสำคัญในการลงทุนเพื่อให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ให้ความหมายของการลงทุนอย่างยั่งยืนว่า เป็นแนวคิดการลงทุนที่คำนึงถึงการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ของธุรกิจ ประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุนควบคู่ไปกับการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของธุรกิจ เพื่อสร้างผลตอบแทนในระยะยาวและสร้างผลกระทบเชิงบวก หรือลดผลกระทบเชิงลบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม (ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน, n.d.)

การลงทุนอย่างยั่งยืนเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องทั้งในแง่ของการเปิดเผยข้อมูลและด้านมูลค่าด้านการเปิดเผยข้อมูลพบว่า ในปี พ.ศ. 2554 มีเพียงร้อยละ 20 ของบริษัทในดัชนี S&P 500 ที่รายงานหรือเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืน ขณะที่ปี พ.ศ. 2563 มีบริษัทในดัชนี S&P 500 ถึงร้อยละ 92 ที่เปิดเผยรายงานด้านความยั่งยืน ดังแสดงในภาพที่ 1.1 นอกจากนี้ยังพบว่า บริษัทที่อยู่ในดัชนี Russell 1000 มีการเปิดเผยรายงานด้านความยั่งยืนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยมีบริษัทที่เปิดเผยรายงานด้านความยั่งยืนในปี พ.ศ. 2561 อยู่ที่ร้อยละ 60 และเพิ่มเป็นร้อยละ 70 ในปี พ.ศ. 2563 (Governance & Accountability Institute, 2021)

มูลค่ารวมของสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืนมีมูลค่าเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน จากรายงานของ Global Sustainable Investment Alliance (2021) พบว่า สินทรัพย์การลงทุนที่เกี่ยวข้องกับ ESG มีมูลค่ามากกว่า 35 ล้านล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐในปี พ.ศ. 2563 เพิ่มขึ้นจาก 22.8 ล้านล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐในปี พ.ศ. 2559 ทั้งนี้ Bloomberg ได้คาดการณ์ว่าในปี พ.ศ. 2565 สินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนอย่างยั่งยืนจะมีมูลค่า 41 ล้านล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐ และในปี พ.ศ. 2568 จะมีมูลค่าถึง 50 ล้านล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐ (Adams, 2022) ขณะที่ The United Nations-supported Principles for Responsible Investment (PRI) ระบุว่า สินทรัพย์ภายใต้การบริหาร

จัดการลงทุนอย่างยั่งยืนมีมูลค่า 68.4 ล้านล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐ เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากปี พ.ศ. 2549 ที่มีมูลค่าสินทรัพย์เริ่มต้นเพียง 6.5 ล้านล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐ

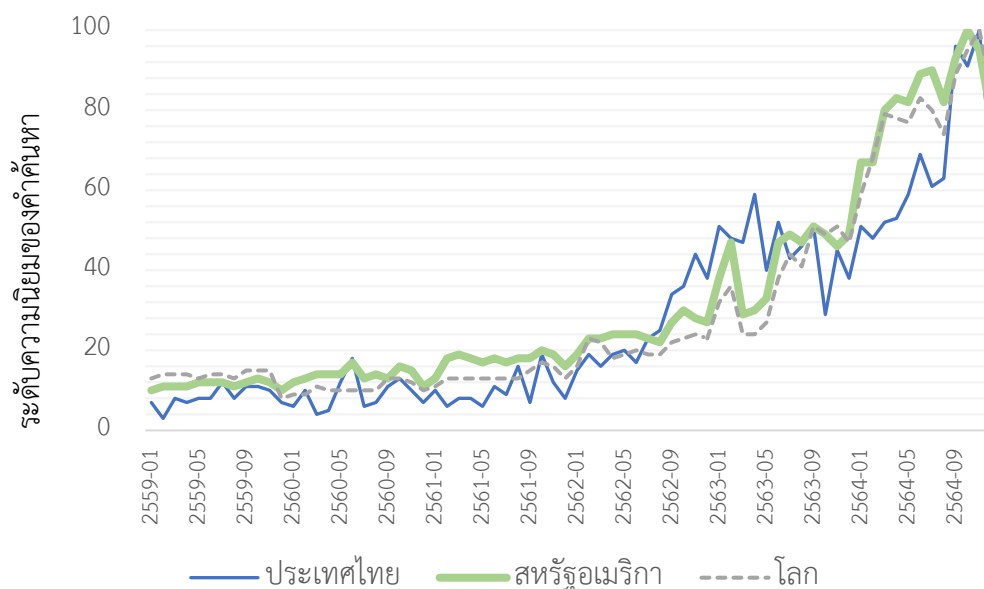
ภาพที่ 1.1 การเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนของบริษัทในดัชนี S&P 500



ที่มา : Governance & Accountability Institute (2021)

การเพิ่มขึ้นของความสนใจในการลงทุนอย่างยั่งยืนสามารถเห็นได้จากความนิยมของคำค้นหาที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนอย่างยั่งยืน ผู้วิจัยได้ใช้ Google Search Volume Index (SVI) ซึ่งเป็นดัชนีที่สามารถบ่งบอกถึงความนิยมของคำที่ใช้ค้นหาในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง ดังแสดงในภาพที่ 1.2 โดยคำที่ใช้ได้แก่ Environmental Social and Governance พบว่า มีการเพิ่มขึ้นของ SVI ในหัวข้อ ESG อย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559 ถึง พ.ศ. 2564 สอดคล้องกับมูลค่าสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น จากข้อมูลเหล่านี้ แสดงให้เห็นถึงการลงทุนอย่างยั่งยืนที่มีแนวโน้มเติบโตขึ้นตลอดระยะเวลาหลายปีที่ผ่านมา ทำให้บริษัทต่าง ๆ มีความตระหนักถึงความจำเป็นที่จะดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน หรืออย่างน้อยการดำเนินงานของบริษัทนั้น ๆ ต้องแสดงให้เห็นถึงความรับผิดชอบต่อสังคม เพื่อเป็นการลดแรงกดดันจากกลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียรวมถึงสื่อ และยังสามารถทำการตลาดตัวของบริษัทเองให้กับกลุ่มลูกค้าอีกด้วย

ภาพที่ 1.2 Google Search Volume Index (SVI) ของหัวข้อ Environmental Social and Governance ของประเทศไทย สหรัฐอเมริกา และโลก ระหว่างปีพ.ศ. 2559 ถึง 2564



ที่มา : ผู้วิจัยรวบรวมจาก Google Search Volume Index (SVI)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเข้าร่วม UN Sustainable Stock Exchanges (SSE) initiative ซึ่งเป็นเครือข่ายความร่วมมือระหว่างหน่วยงานขององค์การสหประชาชาติ 4 แห่ง ได้แก่ United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), United Nations Global Compact (UNGC), United Nations Principles for Responsible Investment (UNPRI) และ United Nations Environment Program Finance Initiative (UNEP FI) เพื่อสร้างเครือข่ายผู้เกี่ยวข้องในตลาดทุนทั่วโลกให้เกิดความร่วมมือในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์และตลาดทุนให้มีความยั่งยืนภายใต้กรอบ ESG คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงให้ความสำคัญและแนะนำให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดนโยบายและเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีหรือรายงานประจำปี เพื่อให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทได้รับทราบถึงข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจขององค์กร รวมไปถึงสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนตลอดจนสาธารณชน นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่ครบถ้วน สามารถนำไปสู่การพัฒนาที่ยั่งยืนของบริษัทและผลประกอบการที่มีความมั่นคงในระยะยาว (ศุกันยา ห้วยผัด, 2550)

ในต่างประเทศได้มีการจัดทำดัชนีด้านความยั่งยืนมานานแล้ว ไม่ว่าจะจัดทำขึ้นจากกลุ่มผู้ทำดัชนีชั้นนำ (Index Provider) หรือตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งดัชนีความยั่งยืนมีชื่อเรียกและหลักเกณฑ์การประเมินที่แตกต่างกันออกไป แต่ยังคงมุ่งเน้นหุ้นของบริษัทที่ดำเนินการโดยคำนึงถึง ESG เป็นหลัก ตัวอย่างดัชนีความยั่งยืนที่มีการจัดทำได้แก่

กลุ่มผู้ทำดัชนีชั้นนำ (Index Provider)

- S&P Dow Jones ได้แก่ Dow Jones Sustainability Indices: DJSI
- MSCI ได้แก่ MSCI ESG Index
- FTSE Russell ได้แก่ FTSE4Good Index

กลุ่มหลักทรัพย์ต่างประเทศในแถบเอเชีย

- Bursa Malaysia Stock Exchange ร่วมกับ FTSE Russell ได้แก่ FTSE4Good Bursa Malaysia Index
- Singapore Stock Exchange ได้แก่ SGX ESG Transparency/Leader Index
- Korea Stock Exchange ได้แก่ KRX ESG Leader 150 Index
- Hong Kong Stock Exchange ได้แก่ Hang Seng Corporate Sustainability Index
- Tokyo Stock Exchange ได้แก่ S&P/TOPIX 150 ESG Index

ขณะที่ประเทศไทย สถาบันไทยพัฒน์ได้จัดทำอันดับบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินงานโดดเด่นทางด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล เป็นครั้งแรกเมื่อปี พ.ศ. 2558 หรือที่เรียกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ ESG 100 สำหรับใช้เป็นดัชนีเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุน (Benchmark Index) และดัชนีอ้างอิงสำหรับการลงทุน (Investable Index) ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดทำ Thailand Sustainability Investment (THSI) หรือ รายชื่อหุ้นยั่งยืน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ซึ่งเป็นหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม มีความรับผิดชอบต่อสังคม และมีการบริหารงานตามหลักบรรษัทภิบาล เพื่อเป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับผู้ลงทุนที่ต้องการลงทุนตามแนวทางของการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม

ในปัจจุบัน บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ได้นำเอาหลักเกณฑ์ ESG เข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากการดำเนินกิจกรรมที่เกี่ยวกับ ESG นั้นก่อให้เกิดต้นทุนผลประโยชน์ (Cost-Benefit) ทั้งในรูปแบบตัวเงินและไม่ใช้ตัวเงิน โดยค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการดำเนินกิจกรรมจะส่งผลกระทบต่อผลประโยชน์ของบริษัทในอนาคต (คู่กันยา ห้วยผัด, 2550) แต่ก็มีงานวิจัยหลายงานที่ได้แย้งแนวคิดนี้ โดยระบุว่าความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลส่งผลให้กำไรของกิจการลดลง การปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ ESG ในระดับสูงอาจส่งผลเสียต่อกำไรของกิจการ (Firm's Profit) จากต้นทุนการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นได้ ดังนั้น วัตถุประสงค์เดียวของธุรกิจคือการเพิ่มความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นเท่านั้น (Friedman, 2007)

จากประเด็นข้างต้นนั้นทำให้เกิดคำถามกับผู้วิจัยว่า “การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล จะส่งผลดีต่อมูลค่าของบริษัทของบริษัทจดทะเบียนจริงหรือไม่” ผู้วิจัยจึงต้องการที่จะศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่อมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้แล้ว Ramirez et al. (2022) พบว่านักลงทุนได้นำข้อมูล ESG มาร่วมใช้ในการตัดสินใจลงทุน ส่งผลให้บริษัทเริ่มมีการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมด้วยการนำหลักเป้าหมายการพัฒนาอย่างยั่งยืน (Sustainable Development Goals : SDGs) มาใช้เป็นปัจจัยพื้นฐานในการดำเนินงาน การเปลี่ยนแปลงนี้ยังส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัท เนื่องจากต้นทุนเงินทุนมีความสำคัญในการกำหนดนโยบายทางการเงินและการตัดสินใจที่สอดคล้องกับประเด็นด้านความยั่งยืน ดังนั้นบริษัทจึงพยายามสร้างกลยุทธ์บนพื้นฐานของความยั่งยืนเพื่อลดต้นทุนเงินทุน Shad et al. (2020) พบว่า รายงานด้านความยั่งยืนสามารถลดต้นทุนเงินทุนของบริษัท เช่นเดียวกับ Wong et al. (2021) ที่พบว่า บริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลงเฉลี่ย 1.2% และมีมูลค่าบริษัทที่วัดโดย Tobin's Q เพิ่มขึ้น 31.9% เมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้เปิดเผยข้อมูล Cheng et al. (2014) พบว่าความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทที่เพิ่มขึ้นส่งผลดีต่อความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และยังสามารถเพิ่มความโปร่งใส ลดความไม่สมมาตรของข้อมูล ลดข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนส่งผลดีต่อมูลค่าบริษัทและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาว

ด้วยเหตุนี้ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลทั้งในภาพรวมและในแต่ละองค์ประกอบ ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเป็นแนวทางให้แก่กิจการ นักลงทุน และผู้กำหนดนโยบาย ได้เห็นถึงความสำคัญและผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่าบริษัทและต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่อมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลแต่ละด้านของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่อต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. จัดทำข้อเสนอแนะเชิงนโยบายที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการลงทุนอย่างยั่งยืน

1.3 ขอบเขตการศึกษา

การศึกษาในครั้งนี้ใช้คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ซึ่งได้รับการประเมินโดย Bloomberg เป็นตัวชี้วัดการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในดัชนี SET 100 ระหว่างปี พ.ศ. 2558 – 2562 เนื่องจากเป็นกรอบเวลาที่มีจำนวนกลุ่มตัวอย่างมากที่สุดโดยไม่ได้รับผลกระทบการโรคโควิด-19 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษารวบรวมจากรายงานประจำปี งบการเงิน จากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ Bloomberg Terminal

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า การศึกษาในครั้งนี้จะสามารถช่วยเพิ่มหลักฐานเชิงประจักษ์ของผลกระทบระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวมไปถึงต้นทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีประโยชน์ต่อนักลงทุนได้แก่

1. เพิ่มข้อมูลเพื่อการตัดสินใจที่ดีขึ้น
 - การเปิดเผยข้อมูล ESG สามารถช่วยให้นักลงทุนและผู้จัดการสินทรัพย์สามารถตัดสินใจลงทุนได้ดีขึ้น เนื่องจากข้อมูล ESG ประกอบด้วยข้อมูลด้านความยั่งยืนของบริษัทดังกล่าวมาข้างต้น
2. มีการจัดการความเสี่ยงที่ดีขึ้น
 - การที่บริษัทเปิดเผยข้อมูล ESG สามารถส่งผลให้บริษัทสามารถลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล ลดการเกิดปัญหาตัวแทน และช่วยให้นักลงทุนสามารถระบุความเสี่ยงและหนี้สินที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งข้อมูลการเงินอย่างเดียวอาจไม่สามารถระบุได้ส่งผลให้นักลงทุนสามารถจัดการความเสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น

นอกจากนี้หลักเกณฑ์ด้าน ESG ยังส่งผลดีต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย เช่น การปรับปรุงนโยบายด้านสิ่งแวดล้อมเพื่อลด Carbon Footprint ปรับปรุงแนวทางปฏิบัติต่อพนักงาน รวมไปถึงปรับปรุงการกำกับดูแลกิจการ องค์กรประกอบเหล่านี้สามารถสร้างความยั่งยืนให้แก่บริษัทและยังส่งผลดีต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะยาว

บทที่ 2

วรรณกรรมปริทัศน์

2.1 นิยามศัพท์

การลงทุนอย่างยั่งยืน (Sustainable Investment) หมายถึง แนวคิดการลงทุนที่นำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG) มาประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุนควบคู่ไปกับการพิจารณาข้อมูลทางการเงินของบริษัท เพื่อสร้างผลตอบแทนในระยะยาวและสร้างผลกระทบเชิงบวก ลดผลกระทบเชิงลบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมในระยะยาว

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return On Asset : ROA) หมายถึง อัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการทำกำไรของสินทรัพย์ทั้งหมดที่ธุรกิจใช้ในการดำเนินงานว่าให้ผลตอบแทนจากการดำเนินงานได้มากน้อยเพียงใด หากมีค่าสูง แสดงว่าบริษัทมีการใช้สินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return On Equity : ROE) หมายถึง อัตราส่วนที่แสดงให้เห็นประสิทธิภาพในการนำเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของหรือส่วนของผู้ถือหุ้นไปใช้สร้างผลตอบแทน หากมีค่าสูง แสดงว่าบริษัทมีประสิทธิภาพในการหากำไรสูง

Tobin's Q หมายถึง อัตราส่วนทางการเงินและเครื่องมือประเมินมูลค่าของบริษัท เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินกับมูลค่าทางตลาด ซึ่งอัตราส่วน Tobin's Q ได้มาจากการหารราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ของบริษัทด้วยราคาเปลี่ยนแปลง (Replacement Cost) ของสินทรัพย์นั้น โดยบริษัทที่มีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 จัดเป็นบริษัทที่มีการใช้สินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ ขณะที่ Tobin's Q ที่น้อยกว่า 1 แสดงว่าบริษัทมีการตัดสินใจลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนแก่การลงทุนไม่คุ้มค่า (มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548)

2.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

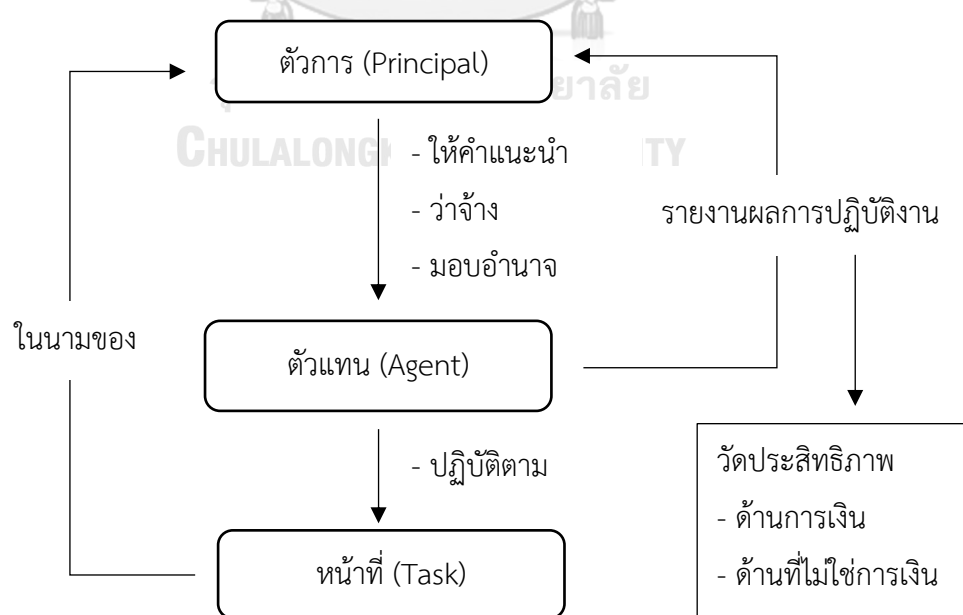
2.2.1 ทฤษฎีตัวแทน

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) มาจากแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ที่ได้พัฒนาไว้เมื่อปี ค.ศ. 1976 ทฤษฎีนี้เป็นการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มคนสองกลุ่ม โดยกลุ่มแรกเรียกว่า ตัวการ (Principal) เป็นฝ่ายมอบอำนาจ ได้แก่ ผู้ถือหุ้นหรือผู้ที่เป็นเจ้าของบริษัท ซึ่งเป็นผู้ที่ยินยอมมอบทรัพยากรและสิทธิในการจัดการทรัพยากรของตนให้กับกลุ่มคนที่สอง เรียกว่า ตัวแทน (Agent) ได้แก่ ผู้บริหารหรือคณะกรรมการของบริษัท นอกจากนี้ Jensen and Meckling

(1976) ได้นิยามความสัมพันธ์ระหว่างตัวแทนว่าเป็นสัญญาาระหว่างตัวการ (Principal(s)) หนึ่งคนหรือมากกว่าในการว่าจ้างตัวแทน (Agent) เพื่อดำเนินงานบางอย่างในนามของตัวการเพื่อให้ตัวการได้รับผลตอบแทนที่สูงที่สุด ด้วยการมอบอำนาจการตัดสินใจให้แก่ตัวแทน ดังแสดงในภาพที่ 2.1 แต่ถ้ทั้งสองฝ่ายต่างต้องการที่จะทำเพื่ออรรถประโยชน์สูงสุดต่อตนเอง ก็เป็นเหตุผลว่าตัวแทนจะไม่ดำเนินงานเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของตัวการเสมอไปและนำไปสู่การเกิดเป็นปัญหาตัวแทน (Agency Problem)

ทฤษฎีตัวแทนเกี่ยวข้องกับการแก้ไขปัญหาสองประการที่อาจเกิดขึ้นระหว่างความสัมพันธ์กับตัวแทน ประการแรกของปัญหาตัวแทนเกิดขึ้นเมื่อความต้องการหรือเป้าหมายของตัวการและตัวแทนขัดแย้งกัน และเป็นการยากที่ตัวการจะตรวจสอบความถูกต้องของการทำงานของตัวแทน เนื่องจากการตรวจสอบความถูกต้องมีค่าใช้จ่ายที่แพง ปัญหานี้คือการที่ตัวการไม่สามารถตรวจสอบได้ว่าตัวแทนมีพฤติกรรมที่เหมาะสมหรือไม่ ประการที่สองของปัญหาตัวแทน คือ การแบ่งปันความเสี่ยงที่เกิดขึ้น เนื่องจากตัวการและตัวแทนมีทัศนคติต่อความเสี่ยงที่แตกต่างกัน ผลที่ตามมาคือตัวแทนกับตัวการจะมีวิธีจัดการกับความเสี่ยงที่แตกต่างกันอันเนื่องมาจากมุมมองด้านความเสี่ยงที่แตกต่างกัน (Eisenhardt, 1989) นอกจากนี้ความขัดแย้งดังกล่าวยังส่งผลต่อการตัดสินใจทางการเงินที่สำคัญ ได้แก่ การตัดสินใจลงทุน การหาแหล่งเงินทุน และการบริหารงานด้านอื่น ๆ หากเกิดความไม่รู้เท่าทันระหว่างตัวการกับตัวแทนมากขึ้นเท่าไร ก็จะก่อให้เกิดปัญหาของตัวแทนมากขึ้นเท่านั้น

ภาพที่ 2.1 แนวคิดตัวแทนของกิจการ



ที่มา : ผู้วิจัยเรียบเรียงจาก Jensen and Meckling (1976) และ Sutkowski (2017)

ปัญหาความขัดแย้งในผลประโยชน์และปัญหาตัวแทนสามารถลดลงได้ด้วยกลไกในการกำกับดูแลกิจการ หรือที่เรียกว่า บรรษัทภิบาลหรือธรรมาภิบาล เพราะจะช่วยกำกับให้ตัวแทนทุกคนปฏิบัติตามกรอบหน้าที่ของตัวเองให้ดีที่สุด ทั้งนี้บทบาทหน้าที่ของตัวแทนได้แก่ กรรมการบริษัท มีบทบาทสำคัญในการควบคุมดูแลการดำเนินงานของบริษัทเพื่อให้บรรลุเป้าหมาย นอกจากนี้ยังต้องทำหน้าที่รักษาผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นอย่างเต็มที่ เพื่อให้บริษัทมีกำไรและได้รับผลประโยชน์สูงสุด รวมไปถึงทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่ากับเงินที่ลงทุนไป (สุภาพันธุ์ สมบูรณ์มนต์, 2559; เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์, 2557) การปฏิบัติตามหลักบรรษัทภิบาลนี้ส่งผลให้บริษัทมีการดำเนินกิจการที่โปร่งใส มีประสิทธิภาพ สามารถช่วยเสริมสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัท

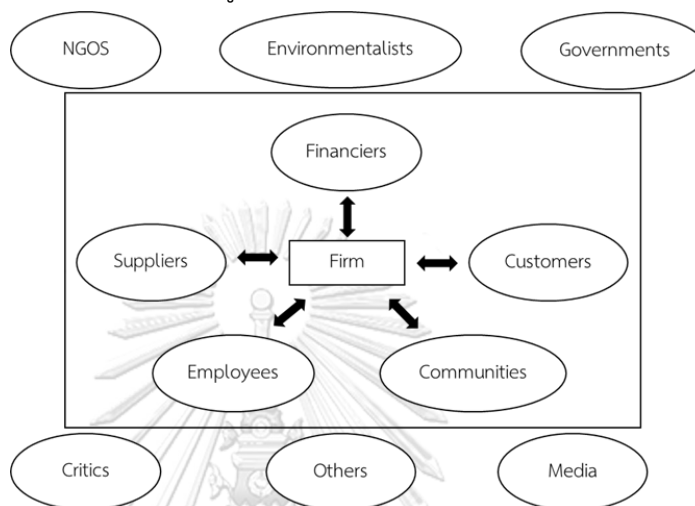
2.2.2 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholders Theory) ได้รับความนิยมนมากขึ้นจาก Friedman (2007) ซึ่งกำหนดให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย คือ กลุ่มหรือบุคคลใด ๆ ที่สามารถมีอิทธิพลหรือได้รับผลกระทบจากการบรรลุวัตถุประสงค์ของบริษัท ผู้ถือหุ้นถือเป็นกลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่สำคัญสำหรับธุรกิจ ขณะที่ลูกจ้าง พนักงาน ลูกค้า ชุมชน ผู้ผลิต รัฐบาล หรือแม้แต่สิ่งแวดล้อมก็ถือว่าเป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่สำคัญไม่แพ้กัน ดังแสดงในภาพที่ 2.2 ซึ่งผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทจะแตกต่างกันออกไป ขึ้นอยู่กับภารกิจและกิจกรรมของบริษัท ขณะที่ Rheman (1964 as cited in Strand, 2013) ได้ให้นิยามของทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียว่าเป็น บุคคลและกลุ่มบุคคลที่พึ่งพาบริษัทเพื่อการบรรลุเป้าหมายส่วนตัว และเป็นบุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่มีความจำเป็นต่อการมีอยู่ของบริษัท ส่วน Carroll (1989, 1993 as cite in Strand, 2013) ให้นิยามที่กว้างกว่า โดยกล่าวว่า ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียคือบุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่ยืนยันได้ว่ามีส่วนได้ส่วนเสียอย่างน้อยหนึ่งประเภทในธุรกิจ เท่ากับว่าผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอาจได้รับผลกระทบจากการกระทำ การตัดสินใจ นโยบาย หรือแนวทางปฏิบัติของบริษัท อีกนัยหนึ่งคือผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทอาจจะส่งผลกระทบต่อ การกระทำ การตัดสินใจ นโยบายหรือแนวทางปฏิบัติของบริษัทได้ ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัทอาจเป็นความสัมพันธ์แบบสองทิศทางหรือเป็นการแลกเปลี่ยนผลกระทบซึ่งกันและกัน

จากทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย บริษัทสามารถดำรงอยู่ได้ผ่านปฏิสัมพันธ์ ธุรกรรม และการแลกเปลี่ยนที่ดำเนินการกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเท่านั้น บริษัทอาจให้บางอย่างกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และบริษัทอาจได้รับบางอย่างจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเหล่านั้น ในระยะยาว บริษัทต้องดำเนินงานในลักษณะที่ต้องสร้างความพึงพอใจให้แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียแต่ละกลุ่ม ยิ่งผู้มีส่วนได้ส่วนเสียไม่พอใจมากเท่าใด กิจกรรมของบริษัทก็จะยุติลงเร็วเท่านั้น ดังนั้น บริษัทมีหน้าที่ในการสร้างมูลค่าให้แก่กลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของตนทั้งหมดไม่ใช่แค่ผู้ถือหุ้นเท่านั้น โดยพิจารณาถึงความต้องการ ความสนใจ

และผลกระทบที่เกิดขึ้นจากนโยบายและการดำเนินงานของบริษัทต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย เพราะความอยู่รอดของบริษัทก็ขึ้นอยู่กับความพึงพอใจของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทด้วย (Strand, 2013; สุภาพันธุ์ สมบูรณ์มนตรี, 2559)

ภาพที่ 2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย



ที่มา : ผู้วิจัยเรียบเรียงจาก Fassin (2009)

2.2.3 แนวคิดความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท (Corporate Social Responsibility : CSR)

จากภาวะเศรษฐกิจถดถอยในปี พ.ศ. 2551 ทำให้มีสิ่งหนึ่งที่ชัดเจนขึ้นมานั้นคือ จุดมุ่งหมายขององค์กรธุรกิจที่มุ่งเน้นการสร้าง ความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นแต่เพียงอย่างเดียว นั้นไม่เหมาะสมอีกต่อไป ในความเป็นจริง วิธีการเดียวที่จะทำกำไรได้คือการมีผลิตภัณฑ์และบริการที่ยอดเยี่ยม สามารถตอบสนองต่อความต้องการ และสามารถยกระดับคุณภาพชีวิตของผู้บริโภคได้ โดยกำไรนี้ได้มาจากผู้ผลิต (Supplier) ที่มุ่งมั่นจะทำให้บริษัทดีขึ้น และพนักงานบริษัทที่ได้รับแรงบันดาลใจให้สร้างสรรค์สิ่งที่มีคุณค่า หากองค์กรไม่ใช่บริษัทที่ดีของชุมชน ผู้คนก็จะใช้กระบวนการทางกฎหมายเพื่อควบคุมธุรกิจอย่างใกล้ชิด หรือแม้กระทั่งป้องกันการดำเนินงานของบริษัทในเขตชุมชนที่บริษัทตั้งอยู่ นั่นเป็นเพราะว่าผู้มีส่วนได้ส่วนเสียต่างพึ่งพาอาศัยซึ่งกันและกัน การสร้างมูลค่าให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียให้ได้มากที่สุด รวมถึงสร้างกำไรผู้ถือหุ้น ถือเป็นแบบอย่างทางธุรกิจที่จะส่งผลให้บริษัทประสบความสำเร็จในยุคนี้ เพราะในโลกเศรษฐกิจ ลูกค้า ผู้ผลิต ลูกจ้าง ชุมชน นักการเงิน ผู้ถือหุ้น ธนาคาร และแหล่งเงินทุนอื่น ๆ ล้วนเกี่ยวพันกัน (Freeman & Elms, 2018)

เมื่อพิจารณา Corporate Social Responsibility เราสามารถทำความเข้าใจจากคำ 3 คำที่นำมาประกอบกัน ได้แก่ ‘Corporate’ ‘Social’ และ ‘Responsibility’ ในความหมายอย่างกว้าง

CSR มีความเกี่ยวข้องกับความรับผิดชอบต่อสังคม โดยคำว่า Corporate หมายถึงกิจการที่ดำเนินไปเพื่อแสวงหาผลกำไร คำว่า Social หมายถึงกลุ่มคนที่มีความสัมพันธ์กันหรือมีวิถีร่วมกันโดยธรรมชาติหรือโดยเจตนา รวมถึงสิ่งมีชีวิตอื่นและสิ่งแวดล้อมที่อยู่รายรอบ และคำว่า Responsibility หมายถึงการยอมรับทั้งผลที่ดีและผลที่ไม่ดีในสิ่งที่กิจการได้ทำลงไปหรืออยู่ในความดูแลของกิจการ ตลอดจนการรับภาระหรือเป็นธุระดำเนินการป้องกันและปรับปรุงแก้ไขผลที่ไม่ดี รวมถึงการสร้างสรรค์และบำรุงรักษาผลที่ดีซึ่งกระทบไปยังผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มต่าง ๆ (สถาบันไทยพัฒนา, 2564)

แนวคิดความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการเกิดขึ้นมาอย่างยาวนาน โดยย้อนไปได้ถึงช่วง พ.ศ. 2470 เมื่อเริ่มมีการอภิปรายเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมของภาคเอกชน หลังจากนั้นแนวคิดเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมได้รับการพัฒนาให้ทันสมัยมาอย่างต่อเนื่อง ในช่วงปี พ.ศ. 2513 เกิดการตื่นตัวในเรื่องของสิ่งแวดล้อม สิทธิมนุษยชนและสิทธิแรงงาน เป็นช่วงเวลาที่ภาคเอกชนได้รับอิทธิพลจากแรงกดดันทางสังคม ซึ่งนำไปสู่ความคาดหวังทางสังคมที่สูงขึ้นในด้านพฤติกรรมขององค์กร ในปี พ.ศ. 2514 Social Responsibilities of Business Corporations ได้กำหนดหลักการพื้นฐานใหม่โดยอ้างอิงจากสมมติฐานว่า สัญญาประชาคม (Social Contract) ระหว่างธุรกิจและสังคมกำลังถูกพัฒนาขึ้น โดยภาคเอกชนถูกคาดหวังให้มีความรับผิดชอบต่อสังคมที่มากกว่าที่เคยเป็นมา ด้วยเหตุนี้แนวคิดเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทจึงได้รับความนิยมมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ยังคงให้ความสำคัญกับประเด็นด้านการจัดการของเสีย มลภาวะ สิทธิมนุษยชน และสิทธิแรงงานอย่างจำกัด (Latapi Agudelo et al., 2019)

ในปี พ.ศ. 2543 ได้มีการนำเอาเป้าหมายการพัฒนาแห่งสหัสวรรษ (Millennium Development Goals: MDGs) มาใช้ในการสร้าง UN Global Compact (UNGC) หรือ กรอบความร่วมมือการพัฒนาเพื่อความยั่งยืนแห่งสหประชาชาติ เพื่อส่งเสริมการมีส่วนร่วมขององค์กรธุรกิจในการดำเนินธุรกิจด้วยความรับผิดชอบต่อสังคม บนพื้นฐานของความสมัครใจและมาตรการที่ปฏิบัติได้จริง โดยเป้าหมายของ UNGC คือ การร่วมกันสร้างเศรษฐกิจโลกที่ยั่งยืนและเปิดโอกาสให้ทุกคนมีส่วนร่วมในการพัฒนาทั้งด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมให้มีความสมดุล โดยการสร้าง UNGC ทำให้เกิดมิติใหม่ในการทำความเข้าใจเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคม โดยเน้นที่ความรับผิดชอบต่อสังคมในวงกว้างสำหรับองค์กรต่าง ๆ ส่งผลให้สถาบันระหว่างประเทศ เช่น คณะกรรมาธิการยุโรป (European Commission: EC) ได้มองเห็นแนวทางของความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทในการจัดการกับความท้าทายใหม่ ๆ ขององค์กร ส่งผลให้เกิดการรับรู้แนวคิดนี้มากขึ้นในวงกว้างในช่วงทศวรรษแรกของศตวรรษที่ 21 (Global Trend, 2020; Latapi Agudelo et al., 2019)

- Bowen (2013) ได้ให้นิยามของความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการว่า คือ พันธกิจในการดำเนินนโยบายของบริษัท เพื่อตัดสินใจ หรือปฏิบัติตามแนวทางที่พึงปฏิบัติให้เป็นที่ไปในทางที่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์และค่านิยมของสังคม
- Carroll (1979) ได้ให้นิยามของความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการว่า คือ การที่บริษัทดำเนินธุรกิจซึ่งครอบคลุมความคาดหวังด้านเศรษฐกิจ กฎหมาย จริยธรรม และดุลยพินิจที่สังคมมีต่อองค์กร ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง
- Kotler and Lee (2008) ได้ให้นิยามของความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการว่าเป็นพันธกิจที่จะปรับปรุงความเป็นอยู่ที่ดีให้กับชุมชนผ่านการตัดสินใจดำเนินธุรกิจและทรัพยากรขององค์กร ซึ่งมีใจความสำคัญอยู่ที่คำว่า การตัดสินใจดำเนินธุรกิจเพื่อพัฒนาสังคมต้องเป็นไปด้วยความสมัครใจ ไม่ใช่การตัดสินใจปฏิบัติเพียงเพราะว่ามีกฎหมายระบุไว้ หรือกล่าวได้ว่าการทำ CSR ต้องไม่ใช่การบังคับ

ส่วนค่านิยมของความรับผิดชอบต่อสังคมที่ครอบคลุมและเป็นที่ยอมรับอย่างกว้างขวางได้แก่นิยามของ World Business Council on Sustainable Development ที่กล่าวว่า CSR หมายถึง การดำเนินธุรกิจภายใต้หลักจริยธรรมและการกำกับดูแลที่ดีควบคู่ไปกับการใส่ใจดูแลรักษาสังคมและสิ่งแวดล้อมเพื่อนำไปสู่การพัฒนาอย่างยั่งยืน (นพรัตน์ ทองเต็มดวง, 2559)

ขณะที่สถาบันไทยพัฒน์ได้ให้ความหมายของการรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการว่า CSR หมายถึง กลไกการดำเนินงานของกิจการที่เกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนได้เสียทั้งภายในและภายนอกองค์กรภายใต้จุดมุ่งหมายที่ต้องการดูแลผลกระทบจากการดำเนินงานที่จะเกิดแก่ผู้มีส่วนได้เสียของกิจการอย่างเป็นธรรม นอกเหนือจากสิทธิที่ผู้มีส่วนได้เสียพึงได้รับตามกฎหมาย รวมถึงการใช้ขีดความสามารถทางธุรกิจในการสร้างคุณค่าร่วมให้แก่สังคม ตลอดจนการสงเคราะห์ช่วยเหลือส่วนรวมตามกำลังและความสามารถของกิจการ อันจะนำไปสู่ความยั่งยืนของกิจการในระยะยาว

นอกจากนี้ Kotler and Lee (2005, 2009 as cited in สถาบันไทยพัฒน์, 2553) ยังได้แบ่งกิจกรรมเพื่อสังคมออกเป็น 7 ประเภท ได้แก่ (1) การส่งเสริมการรับรู้ประเด็นปัญหาสังคม (Cause Promotion) คือ การที่บริษัทจัดหาเงินทุนหรือทรัพยากรในรูปแบบต่าง ๆ เพื่อส่งเสริมการรับรู้ต่อประเด็นทางสังคม (2) การตลาดที่เอาใจใส่สังคม (Cause-Related Marketing) คือ การที่บริษัทนำรายได้ส่วนหนึ่งมาอุดหนุนหรือบริจาค เพื่อแก้ไขปัญหาประเด็นทางสังคมโดยไม่แสวงหากำไร (3) การตลาดเพื่อมุ่งแก้ไขปัญหาสังคม (Corporate Social Marketing) คือ การที่บริษัทมุ่งสนับสนุนการพัฒนาสร้างหรือก่อให้เกิดกิจกรรมที่เปลี่ยนแปลงพฤติกรรม (Behavior Change) เพื่อช่วยให้มีคุณภาพสาธารณสุข สิ่งแวดล้อม และการเป็นอยู่ที่ดีขึ้น (4) การบริจาคเพื่อการกุศล (Corporate Philanthropy) คือ การที่บริษัทบริจาคการกุศลโดยตรงให้กับมูลนิธิหรือกิจกรรมบางอย่าง โดยส่วนใหญ่แล้วจะอยู่ในรูปแบบของเงินช่วยเหลือ ซึ่งเป็นความคิดแบบดั้งเดิมที่สุดของการทำเพื่อสังคมของ

องค์กร (5) การอาสาช่วยเหลือชุมชน (Community Volunteering) คือ การสนับสนุนให้พนักงาน คู่ค้า หรือผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัท ในการสละเวลาเพื่อการทำงานในองค์กรท้องถิ่นหรือชุมชนที่บริษัทตั้งอยู่ โดยบริษัทจะเป็นผู้ดำเนินการเองหรือจะทำงานร่วมกับองค์กรไม่แสวงหากำไรอื่น ๆ ก็ได้ (6) การประกอบธุรกิจอย่างรับผิดชอบต่อสังคม (Socially Responsible Business Practice) คือ การดำเนินธุรกิจหรือกิจกรรมการลงทุนโดยพิจารณาทั้งในเชิงป้องกันปัญหาทางสังคม หรือแก้ไขปัญหาสังคมด้วยการดำเนินงานทางธุรกิจ เพื่อยกระดับความเป็นอยู่ของชุมชนรวมทั้งรักษาสິงแวดล้อม และ (7) การพัฒนาและส่งมอบผลิตภัณฑ์และบริการตามกำลังซื้อของคนในระดับฐานราก (Developing and Delivering Affordable Products and Services) คือ กระบวนการทางธุรกิจในการผลิตและจำหน่ายสินค้าและบริการสู่ตลาด The Bottom of the Pyramid (BoP) ในราคาไม่แพง เหมาะกับกำลังซื้อของผู้บริโภคในระดับฐานราก ให้สามารถเข้าถึงสินค้าและบริการเพื่อการพัฒนาคุณภาพชีวิต

2.2.4 แนวคิดความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG)

วิกฤตการณ์การเงินโลก (Global Financial Crisis: GFC) ที่เกิดขึ้นระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง พ.ศ. 2552 ไม่เพียงกระตุ้นให้เกิดการโต้ว่าที่สาธารณะ (Public Debate) ในหัวข้อที่เกี่ยวกับการปรับปรุงธรรมาภิบาลของตลาดการเงินเพื่อลดผลกระทบทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศ แต่ยังทำให้มีการเพิ่มความกังวลในความบกพร่องของตลาดที่เกี่ยวข้องกับตลาดการเงินแบบทุนนิยม (Finance Capitalism) และรวมไปถึงการละเลยความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม ตัวอย่างเช่น การเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ และการหลีกเลี่ยงการพัฒนาที่ยั่งยืน (Richardson, 2013) การลงทุนอย่างยั่งยืนจึงเกิดขึ้นมาโดยเป็นวิธีที่เป็นไปได้ในการแก้ไขปัญหาทางสังคมและระบบนิเวศ ด้วยการทำให้ตลาดการเงินรับผิดชอบต่อผลกระทบดังกล่าวมากขึ้น (Landier & Nair, 2009)

การลงทุนอย่างยั่งยืน (Sustainable Investment) กลายมาเป็นที่รู้จักอย่างกว้างขวางหลักจากที่องค์การสหประชาชาติได้ออกหลักปฏิบัติการลงทุนที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม (Principles for Responsible Investment: PRI) ในปี พ.ศ. 2549 โดยหลักปฏิบัตินี้เป็นความร่วมมือกันระดับนานาชาติเพื่อส่งเสริมการรวมปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล เข้ากับการตัดสินใจเพื่อการลงทุน เมื่อเดือนมีนาคม พ.ศ. 2563 มีสถาบันทางการเงินเข้าร่วมมากกว่า 2,700 แห่ง ซึ่งได้ลงนามในหลักปฏิบัติที่สำคัญ 6 ประการของ PRI และมีกรยื่นรายงานความคืบหน้าเป็นประจำ จึงทำให้หลักปฏิบัติ PRI กลายมาเป็นมาตรฐานสากลสำหรับการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม (FERNANDO et al., 2022; PRI Association, 2020) ภายหลังจากการเกิดขึ้นของหลักปฏิบัติการลงทุนที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมได้ไม่นาน ESG ก็เป็นคำที่ถูกใช้โดยทั่วไปโดยนักลงทุนและหน่วยงานที่กำกับดูแล

เพื่อแสดงถึงพฤติกรรมของบริษัทและสัญญาของประสิทธิภาพทางการเงินในอนาคต (Britton, 2021) ทั้งนี้ 6 หลักปฏิบัติของ PRI ประกอบด้วย

- หลักปฏิบัติที่ 1 พึงนำประเด็นด้าน ESG มาประกอบการวิเคราะห์และการตัดสินใจลงทุน
- หลักปฏิบัติที่ 2 พึงใช้สิทธิในฐานะผู้ถือหุ้นอย่างจริงจังและนำประเด็นด้าน ESG ไว้เป็นส่วนหนึ่งของการกำหนดนโยบายและหลักปฏิบัติการใช้สิทธิในฐานะผู้ถือหุ้น
- หลักปฏิบัติที่ 3 พึงสนับสนุนให้บริษัทต่างๆที่เราเข้าไปลงทุน เปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างเหมาะสม
- หลักปฏิบัติที่ 4 พึงส่งเสริมประเด็นด้าน ESG ให้เกิดการยอมรับและนำหลักการไปปฏิบัติในอุตสาหกรรมการลงทุน
- หลักปฏิบัติที่ 5 พึงทำงานร่วมกันเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการนำหลักปฏิบัติการลงทุนที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมมาใช้ให้เกิดผลสำเร็จ
- หลักปฏิบัติที่ 6 พึงรายงานข้อมูลข่าวสารความคืบหน้าในการดำเนินงานตามหลักปฏิบัติการลงทุนที่รับผิดชอบต่อ

ถึงแม้ว่าการลงทุนอย่างยั่งยืนจะได้รับความนิยมอย่างสูง แต่การลงทุนอย่างยั่งยืนไม่ได้มีนิยามเป็นของตัวเอง กล่าวคือ การลงทุนอย่างยั่งยืนเป็นการให้ความหมายโดยทั่วไปของการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม (Socially Responsible Investing) หรือการลงทุนในบริษัทรวมที่ปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล เข้าเป็นปัจจัยในการตัดสินใจลงทุน (Braun, 2021) นอกจากนี้ แนวคิดการลงทุนอย่างยั่งยืนยังสอดคล้องและมีบทบาทในการขับเคลื่อนเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development Goals: SDGs) ที่จัดทำขึ้นโดยองค์การสหประชาชาติ (United Nations: UN) ในปี พ.ศ. 2558 ประกอบด้วย 17 เป้าหมาย 169 เป้าประสงค์ (Targets) และ 232 ตัวชี้วัด (Indicators) ดังแสดงในภาพที่ 2.3 ซึ่งเป็นการเรียกร้องให้ดำเนินการอย่างเร่งด่วนจากทุกประเทศ ทั้งประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศที่กำลังพัฒนา โดยประเทศสมาชิกทราบดีว่าการกำจัดปัญหาความยากจนและความด้อยโอกาส จะต้องดำเนินการควบคู่ไปกับกลยุทธ์ในการพัฒนาด้านการศึกษา สุขภาพ การลดความเหลื่อมล้ำ และการเติบโตทางเศรษฐกิจ ขณะเดียวกันก็จัดการกับปัญหาการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ (Climate Change) และทำงานร่วมกันเพื่อรักษามหาสมุทรและป่าไม้ (UN Department of Economic and Social Affairs, n.d.)

ภาพที่ 2.3 เป้าหมายการพัฒนาอย่างยั่งยืนขององค์การสหประชาชาติ



ที่มา : <https://www.un.org/fr/sustainable-development-goals>

เมื่อนักลงทุนได้ให้ความสำคัญกับการลงทุนอย่างยั่งยืนและมีวิธีการเลือกบริษัทเพื่อดัดสินใจลงทุนอยู่หลายรูปแบบ พันธมิตรการลงทุนอย่างยั่งยืนระดับสากล (Global Sustainable Investment Alliance: GSIA) ได้จำแนกหลักการลงทุนอย่างยั่งยืน เพื่อให้ให้นักลงทุนใช้ตัดสินใจเลือกลงทุนจากรายงาน Global Sustainable Investment Alliance (2019) ได้แก่

1. Negative/ Exclusionary Screening การไม่ลงทุนในภาคธุรกิจหรือบริษัทที่ดำเนินงานขัดแย้งกับหลักการด้าน ESG
2. Positive/ Best-in-class Screening การเลือกลงทุนในภาคธุรกิจ บริษัท หรือโครงการที่มีการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดี เมื่อเทียบกับกลุ่มหรือประเภทของกิจการนั้น
3. Norms-Based Screening การเลือกลงทุนโดยเทียบกับมาตรฐานขั้นต่ำของแนวปฏิบัติทางธุรกิจในระดับสากล ตัวอย่างเช่นแนวปฏิบัติที่ออกโดย องค์การเพื่อความร่วมมือและการพัฒนาทางเศรษฐกิจ (The Organization for Economic Cooperation and Development: OECD), องค์การแรงงานระหว่างประเทศ (International Labour Organization: ILO) และ UN
4. ESG Integration การรวมเอาปัจจัยด้าน ESG มาประกอบเป็นส่วนหนึ่งในการวิเคราะห์ทางการเงินอย่างเป็นระบบ
5. Sustainability Themed Investing การเลือกลงทุนในหัวข้อหรือสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืน เช่น พลังงานสะอาด เทคโนโลยีสีเขียว การเกษตรอย่างยั่งยืน เป็นต้น

6. Impact/ Community Investing การลงทุนแบบมีเป้าหมายที่จะแก้ไขปัญหาทางสังคมและสิ่งแวดล้อม รวมถึงลงทุนในระดับชุมชนที่เข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ยาก ให้ความช่วยเหลือทางการเงินแก่ธุรกิจที่มีวัตถุประสงค์ที่ชัดเจนเกี่ยวกับสังคมและสิ่งแวดล้อม
7. Corporate Engagement and Shareholder Action การใช้อำนาจของผู้ถือหุ้นเพื่อการมีส่วนร่วมในองค์กร เช่น การสื่อสารกับเจ้าหน้าที่อาวุโสหรือคณะกรรมการบริษัท รวมไปถึงการยื่นข้อเสนอถึงผู้ถือหุ้นตามแนวทางของ ESG

การเติบโตด้านงานวิชาการของการลงทุนอย่างยั่งยืนในช่วงเวลาที่ผ่านมา เกิดขึ้นจากวารสารและงานประชุมทางวิชาการได้มุ่งเน้นในเรื่องของการลงทุนอย่างยั่งยืน ในทางปฏิบัติ ดัชนีและกองทุนที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนอย่างยั่งยืนได้เติบโตอย่างต่อเนื่องในช่วงสองถึงสามทศวรรษที่ผ่านมา Morgan Stanley Capital International (MSCI) ได้เปิดตัวดัชนี KLD 400 Social ในปี พ.ศ. 2533 STOXX Limited ซึ่งเป็นบริษัทในเครือ Deutsche Börse Group ได้เปิดตัวดัชนี STOXX Global ESG Leader ในปี พ.ศ. 2541 RobecoSAM ร่วมกับ S&P DowJones ได้เปิดตัว Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) ในปี พ.ศ. 2542 The Financial Times Stock Exchange ได้เปิดตัวดัชนี FTSE4Good ในปี พ.ศ. 2544 และ Johannesburg Stock Exchange (JSE) ได้เปิดตัวดัชนี Socially Responsible Investment ในปี พ.ศ. 2548 ที่กล่าวมาข้างต้นนี้เป็นตัวอย่างบางส่วนของดัชนีที่เน้นไปในการลงทุนอย่างยั่งยืน ความนิยมนี้ยังมาสู่การจัดตั้งกองทุนที่เน้นการลงทุนอย่างยั่งยืน เช่น กองทุน Fidelity Select Environment and Alternative Energy Portfolio (FSLEX) กองทุน TIAA-CREF Social Choice Bond Fund กองทุน Parnassus Core Equity Fund เป็นต้น (Talan & Sharma, 2019)

2.2.5 ความแตกต่างระหว่างการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) กับการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการ (CSR)

แนวคิดด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) และความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) ได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในด้านการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนและการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม ถึงแม้ว่าทั้งสองแนวคิดนี้จะมีเป้าหมายร่วมกันในการส่งเสริมจริยธรรมของบริษัทและผลกระทบเชิงบวกต่อสังคม แต่ก็มีขอบเขตและการนำไปปฏิบัติที่แตกต่างกัน

หลักเกณฑ์ ESG เป็นกรอบการทำงานที่นักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียใช้ในการประเมินการดำเนินงานของบริษัทใน 3 มิติด้วยกัน ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล โดยด้านสิ่งแวดล้อม บริษัทต้องพิจารณาการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพและต้องบริหารจัดการโดยใส่ใจ

ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม รวมถึงการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ด้านสังคม บริษัทต้องพิจารณาการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม โดยการคำนึงถึงสิทธิมนุษยชนและความเป็นอยู่ของสังคมทั้งภายในและภายนอกบริษัท และด้านบรรษัทภิบาล บริษัทต้องพิจารณาการกำกับดูแลกิจการที่ดี การมีระบบบริหารจัดการภายในที่ดีและแนวทางบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน รวมถึงการต่อต้านการทุจริตและคอร์รัปชัน (Li et al., 2021)

นักลงทุนได้ใช้หลักเกณฑ์ ESG ของบริษัทเป็นเครื่องมือสำคัญในการพิจารณาความเป็นไปได้ของความเสี่ยงด้านการเงินและชื่อเสียงในระยะยาว Friede et al. (2015) พบว่า บริษัทที่นำหลักเกณฑ์ ESG เข้าเป็นส่วนหนึ่งในกระบวนการตัดสินใจลงทุนมีส่วนช่วยให้ประสิทธิภาพทางการเงินของบริษัทในระยะยาวมีแนวโน้มที่ดีขึ้น The Forum for Sustainable and Responsible Investment ได้ยกตัวอย่างหลักเกณฑ์ด้าน ESG ที่นักลงทุนควรพิจารณาในการลงทุนอย่างยั่งยืน ดังแสดงในภาพที่ 2.4

ภาพที่ 2.4 ตัวอย่างหลักเกณฑ์ด้าน ESG ที่นักลงทุนใช้ในการพิจารณาการลงทุนอย่างยั่งยืน



ที่มา : The US SIF Foundation's (n.d.)

ในทางตรงข้าม CSR เน้นไปที่การดำเนินงานอย่างสมัครใจของบริษัทในด้านการช่วยเหลือสังคมและสิ่งแวดล้อม ซึ่งอาจจะรวมไปถึงกิจกรรมด้านการกุศล การมีส่วนร่วมกับชุมชน และการปฏิบัติต่อลูกค้าอย่างมีจริยธรรม (Carroll, 1979, p. 500 as cited in Carroll, 1999) กล่าวได้ว่าแนวคิด CSR เป็นกลไกที่บริษัทใช้กำกับดูแลตัวเองเพื่อรับรองว่ามีการดำเนินงานอย่างมีจริยธรรมและมีการปฏิบัติตามกฎระเบียบอย่างถูกต้อง ขณะที่นิยามของ CSR ตามนิยามของ Kotler and Lee (2008) คือ พันธกิจที่จะปรับปรุงความเป็นอยู่ที่ดีให้กับชุมชนผ่านการตัดสินใจดำเนินธุรกิจและทรัพยากรขององค์กรซึ่งมีใจความสำคัญอยู่ที่คำว่า การตัดสินใจดำเนินธุรกิจเพื่อพัฒนาสังคมต้องเป็นไปด้วยความสมัครใจ ไม่ใช่การตัดสินใจปฏิบัติเพียงเพราะว่ามีกฎหมายระบุไว้

ทั้ง ESG และ CSR มุ่งเน้นไปที่การดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน แต่ ESG นั้นคือการมองภาพที่กว้างขึ้นโดยการรวมเอาปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) ควบคู่ไปกับปัจจัยด้านสังคม และสิ่งแวดล้อม ขณะที่ CSR เน้นการดำเนินกิจกรรมโดยสมัครใจของบริษัทในการบรรเทาผลกระทบด้านลบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมเป็นหลัก

สถาบันไทยพัฒน์ให้เปรียบเทียบความแตกต่างระหว่าง ESG และ CSR ว่า ESG เป็นคำที่กลุ่มทุนใช้เพื่อพิจารณาบริษัทที่ต้องการจะเข้าไปลงทุนว่ามีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมอยู่ในเกณฑ์ที่สามารถลงทุนได้หรือไม่ ดังนั้น ESG จึงเป็นคำที่ใช้สื่อสารระหว่างนักลงทุนกับบริษัท ขณะที่ CSR เป็นคำที่บริษัทใช้แสดงถึงความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม (รวมถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดี) ผ่านกระบวนการดำเนินงานต่าง ๆ ของบริษัท ดังนั้น CSR จึงเป็นคำที่ใช้สื่อสารระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (สถาบันไทยพัฒน์, 2560)

2.2.6 หลักเกณฑ์ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลในประเทศไทย

การพัฒนาหลักเกณฑ์ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลในประเทศไทยมีความชัดเจนขึ้น เมื่อปี พ.ศ. 2557 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เข้าร่วมกับ UN Sustainable Stock Exchange (SSE) Initiative ซึ่งเป็นเครือข่ายความร่วมมือระหว่างหน่วยงานขององค์การสหประชาชาติ 4 แห่ง ได้แก่ ได้แก่ UNTAD (United Nations Conference on Trade and Development), ข้อตกลงโลกแห่งสหประชาชาติ (United Nations Global Compact), หลักการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม (United Nations Principles for Responsible Investment) และโครงการสิ่งแวดล้อมแห่งสหประชาชาติด้านการเงิน (United Nations Environment Program Finance Initiative) เพื่อสร้างเครือข่ายผู้เกี่ยวข้องในตลาดทุนทั่วโลกให้เกิดความร่วมมือในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์และตลาดทุนให้มีความยั่งยืนภายใต้กรอบสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Global Compact Network Thailand, n.d.)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดทำรายชื่อหุ้นยั่งยืน หรือ Thailand Sustainability Investment (THSI) ในปี พ.ศ. 2558 ซึ่งเป็นรายชื่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม มีความรับผิดชอบต่อสังคม และมีการบริหารงานตามหลักบรรษัทภิบาล เพื่อเป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับผู้ลงทุนที่ต้องการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม รายชื่อหุ้นใน THSI ถูกคัดเลือกจากบริษัทจดทะเบียนที่สมัครใจเข้าร่วมตอบแบบประเมินความยั่งยืนที่จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยจะต้องมีผลคะแนนจากการตอบแบบประเมินความยั่งยืนอย่างน้อย 50% ในแต่ละด้านของ ESG หรือเป็นบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการคัดเลือกให้เป็นสมาชิกของ DJSI และต้องมีคุณสมบัติตามเกณฑ์ที่กำหนด (ศูนย์พัฒนาความรับผิดชอบต่อสังคม, 2559)

สถาบันไทยพัฒน์ จัดตั้งหน่วยงาน ESG Rating ขึ้นในเดือนกันยายน พ.ศ. 2557 เพื่อประเมินข้อมูลด้านความยั่งยืนของหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยคัดเลือกบริษัทจดทะเบียนจำนวน 100 บริษัทที่มีการดำเนินงานโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล มาจัดทำเป็นดัชนี อีเอสจี ไทยพัฒน์ (Thaipat ESG Index) สำหรับใช้เป็นดัชนีเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุน (Benchmark Index) และสามารถใช้เป็นดัชนีอ้างอิงสำหรับการลงทุน (Investable Index) ในผลิตภัณฑ์ทางการเงินต่าง ๆ ทั้งนี้ดัชนีอีเอสจีไทยพัฒน์ถูกคำนวณและเผยแพร่โดย S&P Dow Jones

ในปี พ.ศ. 2561 ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้จัดทำดัชนีความยั่งยืน หรือ “SET THSI Index” ขึ้นเป็นครั้งแรกในตลาดหุ้นไทย โดยเป็นดัชนีที่ใช้แสดงระดับและความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินธุรกิจตามแนวทางการพัฒนาอย่างยั่งยืน เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุน (Benchmark) ในหุ้นยั่งยืนและเป็นข้อมูลให้แก่ผู้ลงทุนที่สนใจลงทุนระยะยาวในรูปแบบของการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคมควบคู่ไปด้วย (วารสาร กัทเรน, 2561)

ประเทศไทยได้ให้การรับรองเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนขององค์การสหประชาชาติในปี พ.ศ. 2558 และให้สัตยาบันต่อความตกลงปารีส (Paris Agreement) ในปี พ.ศ. 2559 ในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลงร้อยละ 20 ถึง 25 จากกรณีสฐานภายในปี พ.ศ. 2573 ทำให้ในปี พ.ศ. 2564 คณะทำงานด้านความยั่งยืนในภาคการเงิน (Working Group on Sustainable Finance) ซึ่งประกอบด้วย 5 หน่วยงาน ได้แก่ สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ สำนักงานคณะกรรมการกำกับและส่งเสริมการประกอบธุรกิจประกันภัย และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ร่วมกันเผยแพร่แนวทางการพัฒนาภาคการเงินเพื่อความยั่งยืน (Sustainable Finance Initiatives for Thailand) ที่จะเป็นตัวกำหนดทิศทางและกรอบการดำเนินงานของภาคการเงินไทยในฐานะที่เป็นตัวกลางในการระดมทุนและการจัดสรรทรัพยากรทางเศรษฐกิจ ให้ตระหนักถึงบทบาทในการขับเคลื่อนการเติบโตทาง

เศรษฐกิจอย่างยั่งยืน และคำนึงถึงผลกระทบทางลบที่อาจเกิดขึ้นต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมโดยรวมของประเทศไทย โดยได้ระบุแนวทางขับเคลื่อนสำคัญ 5 ข้อ (ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน, n.d.)

- 1) Developing a Practical Taxonomy: การกำหนดนิยามและจัดหมวดหมู่โครงการหรือกิจกรรมในภาคเศรษฐกิจที่ยั่งยืนและเป็นมาตรฐานเดียวกัน (Taxonomy) เพื่อให้ผู้กำกับดูแลใช้อ้างอิงในการออกนโยบายสนับสนุนการเงินที่ยั่งยืนให้สอดคล้องกัน และให้ผู้ประกอบธุรกิจการเงินนำไปพัฒนาผลิตภัณฑ์และบริการที่ตอบโจทย์การขับเคลื่อนเป้าหมายด้านความยั่งยืน
- 2) Improving the Data Environment: การเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีคุณภาพ สอดคล้องกับมาตรฐานสากล ซึ่งจะเป็นข้อมูลสำคัญสำหรับการติดตาม วิเคราะห์ และตัดสินใจทางการเงิน รวมถึงการออกแบบผลิตภัณฑ์และนโยบายที่สอดคล้องกับความต้องการของภาคธุรกิจ อีกทั้ง สามารถจำแนกประเภทการลงทุนและวัดความเสี่ยงของสินทรัพย์ที่เกิดจากประเด็นด้าน ESG ได้อย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงเพิ่มความโปร่งใสในการกำกับและตรวจสอบการดำเนินธุรกิจ
- 3) Implementing Effective Incentives: การสร้างมาตรการจูงใจ (Incentives) เพื่อกระตุ้นให้เกิดตลาดและการลงทุนในผลิตภัณฑ์การเงินเพื่อความยั่งยืน โดยส่งเสริมให้ทั้งฝั่งผู้ระดมทุนและผู้ลงทุนเห็นโอกาสในการสร้างผลตอบแทนที่ดีด้วยความเสี่ยงที่ต่ำลง
- 4) Creating Demand-led Products and Services: การสร้างสภาพแวดล้อมที่จะเอื้อให้ผู้เล่นในภาคการเงินสามารถใช้ประโยชน์จากเครื่องมือทางการเงินที่ตอบโจทย์ด้านความยั่งยืน ในขณะที่ปรับลดกฎเกณฑ์เพื่อลดภาระสำหรับการออกผลิตภัณฑ์และบริการใหม่
- 5) Building Human Capital: การสร้างทรัพยากรบุคคลในภาคการเงินที่มีคุณภาพและมีองค์ความรู้ในการผลักดันงานด้านการเงินเพื่อความยั่งยืนให้เห็นผลเป็นรูปธรรม

หลายประเทศทั่วโลก รวมถึงประเทศไทยได้นำเอาหลักเกณฑ์ ESG มาปรับใช้เป็นแนวทางปฏิบัติในการดำเนินงานอย่างแพร่หลายมากขึ้น แต่ความท้าทายของเรื่องนี้คือในปัจจุบันแต่ละภาคส่วนมีความเข้าใจเกี่ยวกับกิจกรรมที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมแตกต่างกัน ทำให้การขับเคลื่อนการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม โดยเฉพาะการจัดสรรเงินทุนยังไม่ตรงจุดซึ่งอาจนำไปสู่การกล่าวอ้างเกินจริงว่ามีการดำเนินการด้านสิ่งแวดล้อมแล้ว (Greenwashing) หรือการจัดสรรเงินทุนให้ภาคธุรกิจที่ต้องการปรับตัวโดยเฉพาะในช่วงเปลี่ยนผ่าน (Transitional Activities) ยังไม่เพียงพอ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2565; สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2566)

ในแง่ของความท้าทายเหล่านี้ทำให้จำเป็นต้องมีมาตรฐานกลางในการกำหนดนิยามและจัดกลุ่มกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่คำนึงถึงสิ่งแวดล้อม (Taxonomy) เพื่อให้ภาครัฐ ภาคธุรกิจ และภาคการเงิน มีความเข้าใจตรงกันและมีจุดยึดโยงให้นำไปใช้อ้างอิงในการกำหนดนโยบาย วางแผนเชิงกล

ยุทธ์ รวมถึงพัฒนาผลิตภัณฑ์และการบริการของภาคธุรกิจได้อย่างมีมาตรฐานและสอดคล้องกัน มาตรฐานเหล่านี้สามารถช่วยแต่ละภาคส่วนในการประเมินสถานะของการดำเนินการด้านสิ่งแวดล้อม และวางแผนสำหรับการเปลี่ยนแปลงที่เหมาะสมและทันที่สอดคล้องกับบริบทของประเทศไทย

Taxonomy คือ การกำหนดนิยามและจัดหมวดหมู่กิจกรรมในภาคเศรษฐกิจ ที่คำนึงถึง สิ่งแวดล้อมอย่างเป็นมาตรฐานเดียวกัน เพื่อใช้ในการช่วยประเมินว่า กิจกรรมใดเข้าข่ายเป็นการ ดำเนินธุรกิจที่คำนึงถึงสิ่งแวดล้อม ซึ่งการมีหลักการและแนวทางที่ชัดเจนจะช่วยให้มีความโปร่งใส ลด ปัญหาด้าน Greenwashing ตลอดจนมีมาตรฐานที่สอดคล้องกันทั้งระบบ Thailand Taxonomy เกิดการจัดตั้งคณะทำงานที่ประกอบด้วยผู้แทนจากหน่วยงานภาครัฐ ภาคธุรกิจ และภาคการเงิน เพื่อ ขับเคลื่อนให้ไทยมีแนวทางการจัดกลุ่มกิจกรรมที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมที่เป็นมาตรฐานเดียวกัน (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2566)

2.2.7 แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนเงินทุน

ต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital) หรือที่เรียกกันโดยทั่วไปว่า ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วง น้ำหนัก (Weight Average Cost of Capital: WACC) คือ ค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการจัดหาเงินลงทุน ของบริษัท เนื่องจากการลงทุนของบริษัทได้มีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งที่มาที่แตกต่างกัน ทำให้มี ต้นทุนที่ไม่เท่ากัน ดังนั้น ในการคำนวณต้นทุนเงินทุนจึงต้องมีการเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนของทั้งจำนวน โดยทั่วไปแล้วแหล่งเงินทุนที่บริษัทจัดหามาเพื่อใช้ในการดำเนินกิจการประกอบไปด้วย 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity) ซึ่งมีต้นทุนในรูปแบบของเงินปันผล และส่วนของหนี้สิน (Debt) ซึ่งมี ต้นทุนในรูปแบบของดอกเบี้ย ทั้งเจ้าหนี้และเจ้าของถือถือว่าเป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่สำคัญของบริษัท โดยทั้งเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นต้องการผลตอบแทนเพื่อชดเชยค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) และ ชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) (เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์, 2564)

ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเป็นวิธีทั่วไปในการกำหนดอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ เนื่องจากเป็นการแสดงผลตอบแทนที่ทั้งเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นเรียกร้องในการจัดหาเงินทุนให้กับบริษัท ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทมีแนวโน้มที่จะสูงขึ้นหากหุ้นของบริษัทมีความผันผวน ค่อนข้างมาก หรือหากว่าบริษัทมีความเสี่ยงทางด้านหนี้สิน นักลงทุนก็จะต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้น โดยต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก สามารถคำนวณได้จากสูตรดังนี้

$$WACC = \left[KD \times \left(\frac{TD}{V} \right) \right] + \left[KP \times \left(\frac{P}{V} \right) \right] + \left[KE \times \left(\frac{E}{V} \right) \right]$$

โดยที่

TD = หนี้สินรวม

E = ส่วนของผู้ถือหุ้น

P	=	หุ้นบุริมสิทธิ
V	=	หนี้สินรวม+หุ้นบุริมสิทธิ+ส่วนของผู้ถือหุ้น
KE	=	ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity)
K D	=	ต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt)

2.2.8 แนวคิดเรื่องมูลค่าบริษัท (Firm Value)

ตัวชี้วัดที่นิยมใช้ในการวัดมูลค่าบริษัท คือ Tobin's Q ซึ่งเป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์จากมหาวิทยาลัย Yale ผู้ได้รับรางวัลโนเบลสาขาเศรษฐศาสตร์ในปี พ.ศ. 2524 Tobin's Q เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่ได้ผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าตลาด และยังมีบทบาทสำคัญหลายอย่างในตลาดการเงิน ซึ่งคำนวณจากอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ขององค์กร กับราคาเปลี่ยนแปลงแทนของสินทรัพย์นั้น (Replacement Cost) (Chung & Pruitt, 1994; มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548) การคำนวณค่าผลการดำเนินงานด้านมูลค่าทางตลาดตามทฤษฎีของ Tobin's Q สามารถสรุปได้ดังนี้

(1) การคำนวณ Tobin's Q ตามแนวคิดของ Lindenberg & Ross (1981)

Lindenberg and Ross (1981) ได้ทำการประมาณมูลค่าทางตลาดของบริษัท โดยแบ่งประเภทหลักทรัพย์ออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และหนี้สิน และสมมติให้ราคาหุ้นสามัญที่บันทึกในวันสิ้นปีเป็นตัวแทนของมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญที่แท้จริง มูลค่าตลาดของหุ้นบุริมสิทธิคำนวณจากการหารเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิด้วยดัชนีผลตอบแทนของหุ้นบุริมสิทธิที่จัดทำโดย Standard & Poor's ขณะที่หนี้สินได้จัดประเภทเป็นกลุ่มที่ครบกำหนดภายในหนึ่งปีถัดจากปีที่คำนวณ (รวมถึงหนี้สินระยะสั้น) ซึ่งมีราคาตลาดเท่ากับมูลค่าตามบัญชี และกลุ่มหนี้สินระยะยาวซึ่งมูลค่าตลาดขึ้นกับระยะเวลาการครบกำหนดของหุ้นกู้ของบริษัท อัตราดอกเบี้ย และอัตราผลตอบแทนคำนวณถึงวันครบกำหนดไถ่ถอน ทำให้ผลรวมมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และหนี้สินจะเท่ากับมูลค่าทางการตลาดของบริษัท ในการคำนวณราคาเปลี่ยนแปลงแทนของสินทรัพย์ (Replacement Cost) ได้แบ่งสินทรัพย์ออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ อาคารและอุปกรณ์ สินค้าคงเหลือ และสินทรัพย์อื่น ๆ รวมถึงสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่อง เช่น เงินสด หลักทรัพย์ ที่ดิน เป็นต้น โดยมีสมมติฐานว่า สินทรัพย์อื่นมีราคาเปลี่ยนแปลงแทนเท่ากับมูลค่าตามบัญชี ขณะที่อาคารและอุปกรณ์ มีมูลค่าเท่ากับมูลค่าเริ่มต้นแต่สามารถมีการเปลี่ยนแปลงได้ตามเวลา โดยขึ้นกับการเปลี่ยนแปลงของระดับราคา การเปลี่ยนแปลงด้านเทคโนโลยี อัตราค่าเสื่อมราคาทางเศรษฐศาสตร์ และการลงทุนใหม่ อีกองค์ประกอบหนึ่งของราคาเปลี่ยนแปลงแทนของสินทรัพย์คือ สินค้าคงเหลือ เนื่องจากแต่ละบริษัทมีการคำนวณมูลค่าสินค้าคงเหลือที่แตกต่างกันออกไป (First In First Out (FIFO), Last In First Out

(LIFO) หรือ วิธีต้นทุนเฉลี่ย Average Cost Method) ดังนั้นจึงต้องปรับสินค้าคงเหลือในแต่ละปีด้วยดัชนีราคาที่เหมาะสมกับแต่ละบริษัท (Chung & Pruitt, 1994; Lindenberg & Ross, 1981; มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548) สมการ Tobin's Q ของ (Lindenberg & Ross, 1981)เขียนแสดงได้ดังนี้

$$\text{Tobin's } Q_{LR} = \frac{\text{MVS} + \text{MPV} + \text{D} - \text{ADJ}}{\text{TA} - \text{BKCAP} + \text{NETCAP}}$$

MVS	=	มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ คำนวณจาก ราคาตลาดของหุ้นสามัญคูณด้วยจำนวนหุ้นที่ถืออยู่ในมือผู้ถือหุ้น
MPV	=	มูลค่าของหุ้นบุริมสิทธิ คำนวณจาก เงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิหารด้วยดัชนีผลตอบแทนของหุ้นจาก Standard & Poor's
D	=	มูลค่าหนี้สิน โดยคำนวณจาก DS+DL โดย DS คือ มูลค่าหนี้สินที่ถึงวันครบกำหนดชำระก่อนวันที่ t+1 (รวมไปถึงหนี้สินระยะสั้น) โดยใช้มูลค่าตามบัญชี และ DL คือ มูลค่าของหนี้สินระยะยาวที่มีกำหนดครบชำระนานกว่า t+1 โดยมูลค่าขึ้นกับหลายปัจจัย เช่น ราคาปัจจุบันของพันธบัตรของบริษัท
ADJ	=	มูลค่าสินทรัพย์ระยะสั้นของบริษัท
TA	=	มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท
BKCAP	=	มูลค่าตามบัญชีของสต็อกทุนสุทธิ (Net Capital Stock) ของ บริษัท ใช้ข้อมูลจาก Standard and Poor's COMPUSTAT Services
NETCAP	=	สต็อกทุนสุทธิของบริษัทที่ปรับตามอัตราเงินเฟ้อแล้ว ใช้ข้อมูลจาก Standard and Poor's COMPUSTAT Services

(2) การคำนวณ Tobin's Q ตามแนวคิดของ Chung and Pruitt (1994)

อย่างไรก็ตาม การคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Lindenberg & Ross (1981) นั้นต้องใช้เวลาและต้นทุนที่ค่อนข้างสูง เนื่องจากต้องมีการเก็บข้อมูลจำนวนมากและมีการคำนวณข้อมูลที่ซับซ้อน Chung and Pruitt (1994) ได้ปรับปรุงวิธีการคำนวณ Tobin's Q ของ Lindenberg and Ross (1981) ให้ง่ายขึ้นดังสมการต่อไปนี้

$$\text{Approximate } q = \frac{(\text{MVE} + \text{PS} + \text{DEBT})}{\text{TA}}$$

โดย	MVE	=	มูลค่าทางการตลาดของบริษัทจากผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ
	PS	=	มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ

DEBT = มูลค่าทางตลาดของหนี้สิน คำนวณจากผลรวมของมูลค่าตามบัญชี
ของหนี้สินระยะสั้นและมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว

TA = มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัท

ความแตกต่างระหว่างสมการ Approximate q ของ Chung and Pruitt (1994) กับสมการ Tobin's Q ของ Lindenberg and Ross (1981) ได้แก่ สมการ Approximate q สมมติให้ราคาเปลี่ยนแปลงแทนสินทรัพย์ของบริษัท (ซึ่งประกอบด้วย อาคารและอุปกรณ์ สินค้าคงเหลือ และสินทรัพย์อื่น) ให้มีค่าเท่ากับมูลค่าตามบัญชี นอกจากนั้น ยังพบความต่างเพียงเล็กน้อยระหว่างการคำนวณมูลค่าทางตลาดของหนี้สิน โดยหนี้สินระยะยาวของ Lindenberg and Ross (1981) ขึ้นกับราคาตลาดของหุ้นกู้ของบริษัท ณ ขณะนั้นและอัตราผลตอบแทนปัจจุบัน (Current Yield to Maturity) ขณะที่ Chung and Pruitt (1994) ใช้มูลค่าทางบัญชีของหนี้สินระยะยาว ส่วนหนี้สินระยะสั้นมีวิธีการคิดที่เหมือนกัน นอกจากนี้ Chung and Pruitt (1994) ยังได้ทำการวิจัยเพื่อทดสอบว่าค่า Approximate q มีค่าใกล้เคียงกับค่า Tobin's Q Lindenberg and Ross (1981) หรือไม่ เนื่องจาก Tobin's Q ของ Lindenberg and Ross (1981) ได้รับความยอมรับว่ามีความถูกต้องตามหลักทฤษฎี ผลการวิจัยพบว่าค่าทั้งสองมีความคลึงกันอย่างมาก ค่า R^2 ที่ได้ ไม่ต่ำกว่า 0.966 นั้น เป็นเครื่องบ่งชี้ว่า Approximate q ของ Chung and Pruitt (1994) สามารถอธิบาย Tobin's Q ของ Lindenberg and Ross (1981) ได้อย่างน้อย 96.6% (Chung & Pruitt, 1994; มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548)

สำหรับงานวิจัยชิ้นนี้ ผู้วิจัยได้นำวิธีการคำนวณ Tobin's Q ของ Chung and Pruitt (1994) มาประยุกต์ใช้ เนื่องจากข้อมูลที่น่ามาคำนวณสามารถเข้าถึงได้ง่าย และมีวิธีการคำนวณไม่ซับซ้อนเท่ากับวิธีของ Lindenberg and Ross (1981) แต่ก็ยังสามารถให้ผลการคำนวณที่มีความใกล้เคียงกัน ทั้งนี้บริษัทที่มีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 จัดว่าเป็นบริษัทที่สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ เพราะแสดงว่าบริษัทมีจุดแข็งหรือข้อได้เปรียบที่ทำให้มูลค่าทางตลาดของบริษัทมีมากกว่ามูลค่าสินทรัพย์ที่ลงทุนไป แสดงว่าบริษัทกำลังสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้น ในทางตรงข้ามถ้าบริษัทมีค่า Tobin's Q น้อยกว่า 1 แสดงว่าบริษัทนั้นไม่สามารถใช้สินทรัพย์ที่มีได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ ทำให้ได้รับผลตอบแทนน้อยกว่าสินทรัพย์ที่ลงทุนไป ดังนั้น Tobin's Q จึงเป็นตัวเลือกที่เหมาะสมในการนำไปประยุกต์ใช้ในการประเมินผลการปฏิบัติงาน หรือมูลค่าของบริษัทได้

2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.3.1 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ผู้ที่สนับสนุนรายงานด้านความยั่งยืนเชื่อว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล จะเป็นประโยชน์ต่อบริษัทและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนได้รับความนิยมในฐานะที่สนับสนุนให้บริษัทมีการตัดสินใจที่ดีขึ้น มีความโปร่งใส และยังส่งเสริมเสถียรภาพทางการเงินของบริษัท รวมทั้งมีส่วนทำให้เกิดความยั่งยืนทางสังคมอีกด้วย (Eccles et al., 2015; Eccles & Saltzman, 2011) ประเทศที่มีความก้าวหน้าทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะจัดทำรายงานเชิงบูรณาการ (Integrated Report) เพิ่มขึ้น เนื่องจากเป็นรายงานที่เปิดเผยข้อมูลในเอกสารชุดเดียวอย่างครบถ้วนสมบูรณ์ การบูรณาการของรายงานทางการเงินและรายงานส่วนของข้อมูลที่ไม่ใช่การเงินได้แก่ การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล สามารถแสดงภาพรวมของการดำเนินงานที่มั่นคงในอนาคต เพราะแสดงให้เห็นถึงรายงานผลการดำเนินงานด้านการเงินและด้านที่ไม่ใช่ด้านการเงินของบริษัท (Jensen & Berg, 2012) และยังมีประโยชน์ต่อบริษัทในแง่ของการปรับปรุงชื่อเสียงที่ดีขึ้น การตอบสนองต่อการลงทุนอย่างยั่งยืนของนักลงทุน รวมไปถึงการได้รับความไว้วางใจจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมากขึ้น (Steyn, 2014) เช่นเดียวกับ Bassen and Kovács (2008) ที่ระบุว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG มีจุดมุ่งหมายเพื่อเก็บข้อมูลประสิทธิภาพของบริษัทที่ไม่ได้ระบุไว้ในข้อมูลทางการเงิน เนื่องจากข้อมูลทางการเงินที่บริษัทรายงาน ไม่ได้รวมข้อมูลเกี่ยวกับชื่อเสียง คุณภาพ คุณค่าของตราสินค้า และปัจจัยอื่น ๆ นอกเหนือจากงบการเงินของบริษัท ทำให้การเปิดเผยข้อมูล ESG จึงมีความจำเป็นเพื่อวัตถุประสงค์ด้านการจัดการและเพื่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัท

Friede et al. (2015) ได้สำรวจการศึกษาเชิงประจักษ์มากกว่า 2,000 ชิ้น ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการดำเนินงานด้าน ESG กับผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2513 ถึง พ.ศ. 2557 โดยพบว่าร้อยละ 63 มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันและร้อยละ 14.5 พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม เช่นเดียวกับ Klapper and Love (2004) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดอันดับด้านบรรษัทภิบาลของบริษัททั้งหมด 374 บริษัทจากตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) 14 แห่งในปี พ.ศ. 2543 และพบว่า อันดับบรรษัทภิบาลของบริษัทที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่าบริษัทที่วัดโดย Tobin's Q และประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าเพิ่มขึ้น Alareeni and Hamdan (2020) ได้ศึกษาผลกระทบของคะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีต่อประสิทธิภาพของบริษัทซึ่งประกอบไปด้วยประสิทธิภาพด้านตลาดที่วัดโดย Tobin's Q ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานที่วัดโดยอัตรา

ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และประสิทธิภาพด้านการเงินที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยมีกลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ S&P 500 ระหว่างปี พ.ศ. 2552 ถึง พ.ศ. 2561 และพบว่า คะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านตลาด ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงาน และประสิทธิภาพด้านการเงินเพิ่มขึ้น เมื่อพิจารณาองค์ประกอบแต่ละด้านของ ESG พบว่ามีทิศทางของผลกระทบที่แตกต่างกัน กล่าวคือการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม และด้านความรับผิดชอบต่อสังคมที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานและประสิทธิภาพด้านการเงินของบริษัทลดลง ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากบริษัทที่มีแนวทางปฏิบัติด้านความรับผิดชอบต่อสังคมประสบกับปัญหาต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่า จึงทำให้มีประสิทธิภาพด้านการเงินที่ต่ำกว่า อย่างไรก็ตาม กลับส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านตลาดเพิ่มขึ้นหรืออีกนัยหนึ่งคือมีมูลค่าบริษัทเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานและประสิทธิภาพด้านตลาดเพิ่มขึ้น ผลการศึกษานี้แสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG มีความสำคัญและเป็นประโยชน์ต่อมูลค่าและผลการดำเนินงานของบริษัท

Kim et al. (2013) เก็บตัวอย่างบริษัทของประเทศเกาหลีที่ถูกจัดอันดับด้วย MSCI ESG ในช่วง พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2556 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทกับมูลค่าบริษัท และพบว่า บริษัทที่ถูกจัดอันดับและได้รับคะแนนการประเมินด้านความรับผิดชอบต่อสังคมสูงกว่าส่งผลให้มีผลตอบแทนและมูลค่าบริษัทสูงกว่า Wong et al. (2021) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศมาเลเซียที่ได้รับการประเมินคะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG โดย Bloomberg ในช่วงปี พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2561 ผลของงานวิจัยพบว่า โดยเฉลี่ยแล้วบริษัทที่เปิดเผยข้อมูล ESG จะมีต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลงร้อยละ 1.2 ขณะที่มูลค่าบริษัทที่วัดโดย Tobin's Q เพิ่มขึ้นร้อยละ 31.9 เช่นเดียวกับ Yu et al. (2018) ที่ศึกษาผลกระทบของความโปร่งใสของการดำเนินงานด้าน ESG ที่วัดโดยคะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG ของ Bloomberg ที่มีต่อมูลค่าบริษัทที่วัดโดย Tobin's Q จากกลุ่มตัวอย่าง 1,996 บริษัทใน 47 ประเทศที่พัฒนาแล้วและกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และพบว่า คะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่าบริษัทวัดโดย Tobin's Q มีค่าเพิ่มขึ้น ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากการเปิดเผยข้อมูล ESG ส่งผลให้บริษัทมีความโปร่งใส นำไปสู่การลดลงของปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลและปัญหาตัวแทนได้ สอดคล้องกับ Bank of America Merrill Lynch (2017) ที่พบว่า บริษัทในตลาดทุนที่ได้คะแนนการจัดอันดับ ESG สูง สามารถส่งมอบความเสี่ยงที่ต่ำกว่าให้แก่นักลงทุนได้ โดยพิจารณาจากความผันผวนของราคา ความผันผวนของรายได้ หรือแม้กระทั่งความเสี่ยงในการล้มละลายที่ต่ำกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับในระดับที่ต่ำกว่า ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2560 พบว่าคะแนนด้าน ESG สามารถช่วยให้นักลงทุนหลีกเลี่ยงการลงทุนในบริษัทที่ล้มละลายได้เกือบ 90% เพียงแก่นักลงทุนได้ลงทุนใน

บริษัทที่มีคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG มากกว่าค่าเฉลี่ย ดังนั้นจึงเป็นเรื่องที่เหมาะสมที่หน่วยงานกำกับดูแลจะพิจารณานโยบายการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG แบบภาคบังคับ

แต่อย่างไรก็ตาม ยังมีการศึกษาอื่นที่พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามหรือไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับมูลค่าของบริษัท Friedman (2007) กล่าวว่า วัตถุประสงค์หลักของบริษัท คือ การเพิ่มความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นเท่านั้น ส่วนวัตถุประสงค์อื่นที่ไม่เกี่ยวข้องกับการเงินจะส่งผลให้บริษัทมีประสิทธิภาพต่ำ ซึ่งตรงข้ามกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่สนับสนุนคำพูดของ Friedman เช่น Smith et al. (2007) พบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพในการทำกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซียลดลง โดย Mackey et al. (2007) และ Zivin and Small (2005) ได้ระบุว่า สิ่งนี้นักลงทุนควรคาดหวังจากบริษัท คือ การเพิ่มความมั่งคั่งของบริษัทโดยไม่มีนโยบายด้านความยั่งยืน ส่วนนโยบายด้านความยั่งยืนควรถูกดำเนินการโดยองค์กรที่ไม่แสวงหากำไร

ขณะที่การศึกษาในประเทศไทย นิตยา โยธาจันทร์ และคณะ (2563) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนกับผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่ม ESG100 ระหว่างปี พ.ศ. 2558 ถึง พ.ศ. 2562 เมื่อกรองเอาบริษัทที่ไม่เข้าเกณฑ์และบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงินออก ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 70 บริษัท พบว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างยังมีระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนในระดับต่ำ แต่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น เมื่อศึกษาความสัมพันธ์พบว่าการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และมูลค่าบริษัท (Tobin's Q) แสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยรายงานด้านความยั่งยืนเพิ่มขึ้นส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นตามไปด้วย แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตรากำไรสุทธิ และอัตราเงินปันผลตอบแทน ผู้วิจัยระบุว่า การเปิดเผยรายงานด้านความยั่งยืนเป็นการสร้างภาพลักษณ์ที่ดีของบริษัทส่งผลต่อความน่าเชื่อถือ สามารถสร้างมูลค่าให้กับบริษัท ยิ่งไปกว่านั้นยังส่งผลให้ลูกค้ามีความเชื่อมั่นในบริษัทส่งผลต่อยอดขายและกำไร ซึ่งนอกจากจะสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทแล้วยังสามารถดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาลงทุนได้อีกด้วย เช่นเดียวกับ เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์ (2557) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลและความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการ ด้วยการใช้แบบสอบถามและการรวบรวมข้อมูลรายงานประจำปี ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีความเข้มแข็งบรรษัทภิบาล (CG) และดัชนีความมุ่งมั่นในความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการ (CSR) ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ผลประโยชน์ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนจากทรัพย์สินรวมและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่าดัชนีความยั่งยืน (ซึ่งคำนวณจากผลคูณของ CG และ CSR) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่าร่วม (Shared Value) ที่วัดโดย Tobin's Q เพิ่มขึ้น ดังนั้นบรรษัทภิบาลและความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการจึงเป็นกลไกและกระบวนการที่สำคัญ ที่ทำให้อุทรกิจอยู่ได้อย่างยั่งยืนและเสริมสร้างมูลค่าร่วมให้กับบริษัท

Van Brecht et al. (2018) ศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 719 บริษัทในปี พ.ศ. 2560 เมื่อใช้ตัวแปรหุ่นเป็นตัวแทนบริษัทที่เปิดเผยข้อมูล ESG พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ส่งผลกระทบต่อมูลค่าตลาดของบริษัทที่เปิดเผยข้อมูล และเมื่อใช้คะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นตัวแปรอิสระ พบว่าคะแนนการเปิดเผยข้อมูลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้บริษัทมีมูลค่าตลาดเพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ฯ สนใจและนำเอาข้อมูล ESG มาเป็นส่วนหนึ่งในการตัดสินใจเลือกลงทุน Thanyaorn and Muttanachai (2020) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG ในประเทศไทยกับมูลค่าบริษัทจำนวน 60 บริษัทในกลุ่มหุ้นยั่งยืน (THSI) ระหว่างปี พ.ศ. 2558 ถึง พ.ศ. 2562 ระดับของการเปิดเผยข้อมูลวัดจากจำนวนคำในรายงานประจำปีที่เปิดเผยต่อตลาดหลักทรัพย์ ฯ และพบว่ารายงานด้านบรรษัทภิบาลมีระดับการเปิดเผยข้อมูลมากที่สุดโดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1,197.84 คำ รองลงมาคือการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1,196.12 คำ ส่วนด้านสิ่งแวดล้อมมีระดับการเปิดเผยข้อมูลต่ำที่สุด โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 309.91 คำ ผลการศึกษายังพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่าบริษัทที่วัดโดยมูลค่าตลาดมีค่าเพิ่มขึ้น เนื่องจากในปัจจุบันนักลงทุนให้ความสนใจกับสิ่งแวดล้อมและสนับสนุนการดำเนินกิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัทมากขึ้น และนักลงทุนยังสนับสนุนให้บริษัทมีการดำเนินกิจกรรมเพื่อสังคมเนื่องจากการดำเนินกิจกรรมเพื่อสังคมของบริษัทสามารถลดความเสี่ยงที่ราคาหลักทรัพย์จะลดลงอย่างรวดเร็ว (Stock Price Crash Risk) ขณะที่การเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่าบริษัทมีค่าลดลง โดยผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่าการบังคับเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลอาจไม่ได้ส่งผลดีต่อมูลค่าของบริษัทเสมอไป นอกจากนี้ยังพบผลกระทบเชิงบวกระหว่างขนาดบริษัท อายุ ประเภทของอุตสาหกรรม กับมูลค่าของกิจการ

โดยสรุปแล้วการเปิดเผยข้อมูลด้าน สิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล หมายถึงการเปิดเผยข้อมูลดำเนินงานที่ไม่เกี่ยวข้องกับด้านการเงิน แต่เป็นการดำเนินงานที่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืนของสิ่งแวดล้อม ความรับผิดชอบต่อสังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งเป็นปัจจัยที่นักลงทุนจะต้องนำไปร่วมพิจารณาพร้อมกับผลการดำเนินงานทางการเงินในการพิจารณาการลงทุน ต่างจากการลงทุนในอดีตที่พิจารณาเพียงผลการดำเนินงานด้านการเงินและกำไรเท่านั้น ด้วยเหตุนี้การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ได้ปลุกกระแสให้มีการประเมินปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนและมูลค่าของบริษัทในระยะยาว ดังนั้นการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล สามารถเป็นที่ยอมรับได้ว่าเป็นกลยุทธ์ด้านการจัดการที่สำคัญสำหรับบริษัทที่ต้องการบรรลุเป้าหมายด้านความยั่งยืน (Koh et al., 2022) ถึงแม้ว่าผลการศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่าบริษัทจะยังไม่เป็นเอกฉันท์ แต่อย่างน้อยการสนับสนุนให้บริษัทมีแนวทางการ

ลงทุนอย่างยั่งยืนหรือได้รับการจัดอันดับด้าน ESG ยังสามารถส่งผลประโยชน์ให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัท รวมทั้งยังช่วยให้บริษัทสามารถดำเนินธุรกิจได้อย่างยั่งยืน

2.3.2 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเกิดจากผลรวมระหว่างต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) กับต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) โดยต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นคืออัตราผลตอบแทนจากหุ้นที่นักลงทุนคาดหวังซึ่งสะท้อนถึงการรับรู้ของนักลงทุนเกี่ยวกับความเสี่ยงของกระแสเงินสดของบริษัท (Witmer & Zorn, 2007 as cited in Atan et al., 2018) ต้นทุนของหนี้สินคือต้นทุนที่บริษัทจ่ายสำหรับเงินกู้ธนาคาร หนี้กู้ และหนี้ในรูปแบบอื่น ๆ โดยต้นทุนของหนี้สินจะเพิ่มขึ้นเมื่อนักลงทุนหรือเจ้าหนี้ต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นสำหรับความเสี่ยงที่สูงขึ้น ดังนั้นเมื่อความเสี่ยงของบริษัทลดลงต้นทุนของหนี้สินก็จะลดลงไปด้วย การเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ใช่ด้านการเงิน เช่น ข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ช่วยให้นักลงทุนเข้าใจความเสี่ยงและมองเห็นโอกาสที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในบริษัทนั้นได้ดียิ่งขึ้น สามารถเพิ่มความโปร่งใสและลดความไม่แน่นอนให้กับนักลงทุน ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลงได้ (Easley & O'Hara, 2004; Graham et al., 2005 as cited in Atan et al., 2018) Flammer (2015) พบว่าการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทนอกจากจะส่งผลดีต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตรากำไรสุทธิ และ Tobin's Q ในระยะยาวแล้วยังส่งผลถึงการทำงานร่วมกันที่ดีระหว่างบริษัทและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ผลที่ได้คือต้นทุนทางสังคมที่ดีขึ้นรวมถึงความภักดีต่อบริษัทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเพิ่มขึ้น

การศึกษาก่อนหน้านี้พบว่า บริษัทที่ส่งเสริมการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) หรือมีคะแนนจากการประเมินการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมเพิ่มขึ้นส่งผลให้มีอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้มีต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นที่ต่ำกว่าบริษัทที่ได้รับคะแนนประเมิน CSR ที่ต่ำกว่า (Attig et al., 2013) และยังพบว่าคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน CSR ที่ดีขึ้นอาจส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนลดลง ซึ่งขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย เช่น การมีชื่อเสียงที่ดีขึ้น การลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล การมีอันดับความน่าเชื่อถือที่ดีขึ้น เป็นต้น Cheng et al. (2014) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทกับความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างจาก 49 ประเทศกระจายอยู่ในแต่ละทวีปทั่วโลกและอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ต่างกัน ระหว่าง พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2552 โดยประสิทธิภาพด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทคำนวณจาก ESG Performance Score จากฐานข้อมูล Thomson Reuters ASSET4 และพบว่า ระดับความรับผิดชอบต่อสังคมที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ข้อจำกัดทางการเงินในการ

เข้าถึงแหล่งเงินทุนลดลงส่งผลให้บริษัทมีความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากขึ้น เนื่องจากระดับความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทมีผลต่อการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ได้แก่ ลูกจ้าง บริโภค และชุมชน ส่งผลให้บริษัทมีการตัดสินใจในการดำเนินกิจการได้ดีขึ้น ลดการเกิดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล ทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทสนใจการดำเนินงานและให้การสนับสนุน ผลที่ตามมาคือบริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากขึ้น นอกจากนี้ ระดับความรับผิดชอบต่อสังคมที่เพิ่มขึ้นยังส่งผลให้บริษัทมีความโปร่งใสและความรับผิดชอบต่อสังคมมากขึ้น นำไปสู่ความเสี่ยงของนักลงทุนที่ลดลง

Nguyen and Nguyen (2015) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการดำเนินกิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทซึ่งวัดจากคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน CSR กับความเสี่ยงของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยเก็บข้อมูลของบริษัทในดัชนี S&P 500 ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2534 ถึง พ.ศ. 2546 และพบว่า ความแข็งแกร่ง ความกังวลเกี่ยวกับความหลากหลายในองค์กร และความสัมพันธ์ระหว่างพนักงานส่งผลกระทบต่อทิศทางเดียวกันกับความเสี่ยงของบริษัท กล่าวคือ บริษัทต้องตัดสินใจเลือกอย่างใดอย่างหนึ่ง (Trade-Off) ระหว่างผลประโยชน์ของพนักงานกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น เนื่องจากการที่บริษัทให้ความสำคัญต่อผลประโยชน์ของพนักงานแสดงให้เห็นถึงต้นทุนที่เพิ่มขึ้น และอาจนำไปสู่ความลำบากทางการเงินได้ นอกจากนี้ ความกังวลด้านบรรษัทภิบาลของบริษัทส่งผลกระทบต่อทิศทางเดียวกับความเสี่ยงของบริษัทเช่นกัน เนื่องจากความกังวลเกี่ยวกับการบริหารงานที่ล้มเหลว และยังพบว่าบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลที่ต่ำจะมีความสัมพันธ์กับการฉ้อโกงที่สูงขึ้น ในทางกลับกัน บริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลมากกว่าสามารถสร้างบรรยากาศที่ดีต่อการตรวจสอบของนักวิเคราะห์และนักลงทุน นำไปสู่ความกังวลต่อบริษัทที่ลดลง ส่งผลให้บริษัทมีต้นทุนเงินทุนที่ต่ำกว่า Dhaliwal et al. (2011) พบว่าหากปีก่อนหน้าบริษัทมีต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นสูงจะมีแนวโน้มในการเปิดเผยข้อมูลด้าน CSR ในปีถัดไป และบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันที่มีคะแนนการเปิดเผยข้อมูล CSR ที่ดีกว่าจะมีต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นที่ต่ำกว่า

Ng and Rezaee (2015) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม โดยรวบรวมข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลของบริษัท กว่า 3,000 บริษัทจากฐานข้อมูล KLD STATS (Kinder, Lydenberg, and Domini Research & Analytics Database) และพบว่า คะแนนการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมและบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ไม่พบผลกระทบของคะแนนการดำเนินงานด้านสังคมต่อต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอาจเป็นเพราะว่าการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมสามารถลดโอกาสที่จะเกิด Environmental Liability ซึ่งก็คือการรับผิดชอบต่อกฎหมายและทางการเงินจากผลกระทบของการดำเนินงานของบริษัทที่มีต่อสิ่งแวดล้อม เช่น การทำลายที่อยู่อาศัย การปล่อยมลภาวะ การกำจัดของเสียอย่างไม่เหมาะสม เป็นต้น และการดำเนินงานด้านบรรษัทภิบาล

สามารถเพิ่มประสิทธิภาพในการกำกับดูแลส่งผลให้ต้นทุนเงินส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงได้ ส่วนการดำเนินงานด้านสังคมอาจต้องใช้ทรัพยากรของบริษัทเพิ่มขึ้นและไม่ได้ส่งผลโดยตรงแก่ผู้ถือหุ้น ดังนั้นจึงไม่ได้เกี่ยวข้องโดยตรงกับต้นทุนเงินส่วนของผู้ถือหุ้น

Middha and Doshi (2019) ศึกษาบริษัทในสหรัฐอเมริกาจำนวน 449 บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี พ.ศ. 2556 ถึง พ.ศ. 2560 และพบว่า คะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลงและส่งผลกระทบต่อมูลค่าตลาดเพิ่มขึ้น เช่นเดียวกับ Yilmaz (2022) ที่ศึกษาบริษัทในกลุ่มพลังงานจำนวน 125 บริษัทจาก 24 ประเทศ ระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552 ถึง พ.ศ. 2562 และพบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง โดยพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ส่งผลให้ต้นทุนของหนี้สินลดลงมากกว่าต้นทุนเงินส่วนของผู้ถือหุ้น

นอกจากนี้ งานวิจัยบางส่วนได้ให้ผลการศึกษาในทิศทางตรงข้ามกับการศึกษาข้างต้น Atan et al. (2018) ไม่พบผลกระทบระหว่างการเปิดเผยข้อมูลของแต่ละองค์ประกอบของ ESG กับกำไรและมูลค่าบริษัท รวมไปถึงต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทในประเทศมาเลเซีย เช่นเดียวกับ Berntsson (2019) ที่ไม่พบผลกระทบของ ESG Scores ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสวีเดน ขณะที่ Magnanelli and Izzo (2017) พบว่าคะแนนการเปิดเผยข้อมูล CSR ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินของบริษัทที่ถูกจัดอันดับด้าน CSR โดยดัชนีความยั่งยืนดาวนิโจนส์เพิ่มขึ้น

ในประเทศไทย วรณรัตน์ ปณิธานธรรม และ ดลกนิศ เต็งอำนวย (2559) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยรายงานการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนเงินส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2555 รวมทั้งสิ้น 913 กลุ่มตัวอย่าง และพบว่า บริษัทที่มีคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่าจะมีต้นทุนเงินส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำกว่า เนื่องจากคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนว่า การบริหารงานของคณะกรรมการบริษัทมีความโปร่งใสสามารถตรวจสอบได้และมุ่งเน้นไปที่ผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย เช่นเดียวกับ กิตติธัช ตันนิรันดร (2552) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ฯ ระหว่างปี พ.ศ. 2543 ถึง พ.ศ. 2550 จำนวน 411 บริษัท รวม 2,548 กลุ่มตัวอย่าง และพบว่า บริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลเพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนของหนี้สิน ต้นทุนเงินส่วนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง อุภาวดี เนื่องวรรณ (2561) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) จำนวน 970 บริษัท ในปี พ.ศ. 2559 และพบว่า การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อมที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนของหนี้สินเพิ่มขึ้น ขณะที่ส่งผลให้ต้นทุนเงินส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมด้านเศรษฐกิจ

ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น และส่งผลให้ต้นทุนของหนี้สินลดลง และการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสังคมที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนของหนี้สินและต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง ขณะที่ โสรญา เนื่องกุ่มพร และ ปิติมา ดิศกุลเนติวิทย์ (2562) ไม่พบผลกระทบของการเปิดเผยความรับผิดชอบต่อสังคมต่อต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทจดทะเบียน ๆ จำนวน 363 บริษัทในปี พ.ศ. 2558 Gracia and Siregar (2021) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนกับต้นทุนเงินทุนของบริษัทในอาเซียนจำนวน 172 บริษัทระหว่างปี พ.ศ. 2557 ถึง พ.ศ. 2562 และพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนของบริษัทที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนของหนี้สินลดลง ผลลัพธ์นี้บ่งชี้ว่าบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลที่ดีกว่าจะมีต้นทุนของหนี้สินที่ต่ำกว่า เนื่องจากเจ้าหนี้ได้ใช้ข้อมูลด้านความยั่งยืนของบริษัทในการประเมินความเสี่ยงของการปล่อยสินเชื่อ

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมีผลลัพธ์ที่แตกต่างกันออกไปในแต่ละงานวิจัยและประเทศ ในขณะที่งานวิจัยส่วนใหญ่พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง แต่ก็มีอีกหลายงานวิจัยที่ไม่พบผลกระทบหรือพบผลกระทบในทิศทางเดียวกัน ดังนั้นการศึกษาในครั้งนี้อาจช่วยอธิบายสาเหตุและให้ความเข้าใจที่ครอบคลุมมากขึ้น ของผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีต่อต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิของงบการเงินจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอยู่ในดัชนี SET 100 ระหว่างปี พ.ศ. 2558 ถึง พ.ศ. 2562 ทั้งนี้ผู้วิจัยได้แบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วนตามวัตถุประสงค์ ได้แก่ ส่วนที่หนึ่ง การศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของจดทะเบียน ๆ และส่วนที่สอง การศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ทั้งในภาพรวมและในแต่ละองค์ประกอบ ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทจดทะเบียน ๆ โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

3.1 กรอบแนวคิดงานวิจัย

จากแนวคิดและทฤษฎี รวมถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ ผู้วิจัยจึงได้กำหนดกรอบแนวคิดในการศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่อมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกำหนดความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ไว้ ดังภาพที่ 3.1

ภาพที่ 3.1 กรอบแนวคิดในการศึกษา



3.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

3.2.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลประเภท Balanced Panel Data โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอยู่ในดัชนี SET 100 เนื่องจากในปี พ.ศ. 2563 เป็นต้นมา บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับผลกระทบจากโรคโควิด-19 ซึ่งถือเป็น Shock ทางเศรษฐกิจ ดังนั้นการศึกษาในครั้งนี้ใช้ปี พ.ศ. 2562 เป็นปีฐาน แล้วรวบรวมข้อมูลย้อนหลังถึงปี พ.ศ. 2558 โดยรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้คำนวณดัชนี SET 100 จำนวน 100 บริษัท อยู่ระหว่างวันที่ 1 กรกฎาคม 2562 ถึง 31 ธันวาคม 2562 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยครั้งนี้พิจารณาจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลครบถ้วนและได้รับการประเมินคะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG จาก Bloomberg ซึ่งมีคะแนนระหว่าง 0 -100 รวมถึงข้อจำกัดที่บริษัทจะปรากฏอยู่ในดัชนี SET 100 ตลอดช่วงเวลาในการศึกษา ทั้งนี้ ไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วย ธนาคาร กลุ่มธุรกิจหลักทรัพย์ กลุ่มธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต คิดเป็น 240 กลุ่มตัวอย่าง ซึ่งประกอบไปด้วยชุดข้อมูลของ 48 บริษัทจำนวน 5 ปี

ตารางที่ 3.1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างของประชากรที่ใช้ในการศึกษา

รายการ	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
บริษัทใน SET 100 ในปี พ.ศ. 2562	100	100.00
หัก บริษัทที่ไม่คะแนน Bloomberg's ESG Disclosure Score	19	19.00
หัก บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน	10	10.00
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน และไม่ปรากฏอยู่ในดัชนี SET 100 อย่างต่อเนื่องตลอดช่วงเวลาในการศึกษา	23	23.00
บริษัทที่สามารถนำข้อมูลไปใช้วิเคราะห์	48	48.00
รวม	48	100

จากตารางที่ 3.1 แสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่างของประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ซึ่งเป็นบริษัทในกลุ่มดัชนี SET 100 ใช้ข้อมูลปี พ.ศ. 2562 เป็นปีฐานจำนวน 100 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 100.00 หักบริษัทที่ไม่มีคะแนน Bloomberg's ESG Disclosure Score จำนวน 19 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 19.00 หักบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินจำนวน 10 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 10.00 หักบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนและไม่ปรากฏอยู่ในดัชนี SET 100 ตลอดช่วงเวลาในการศึกษาจำนวน 23

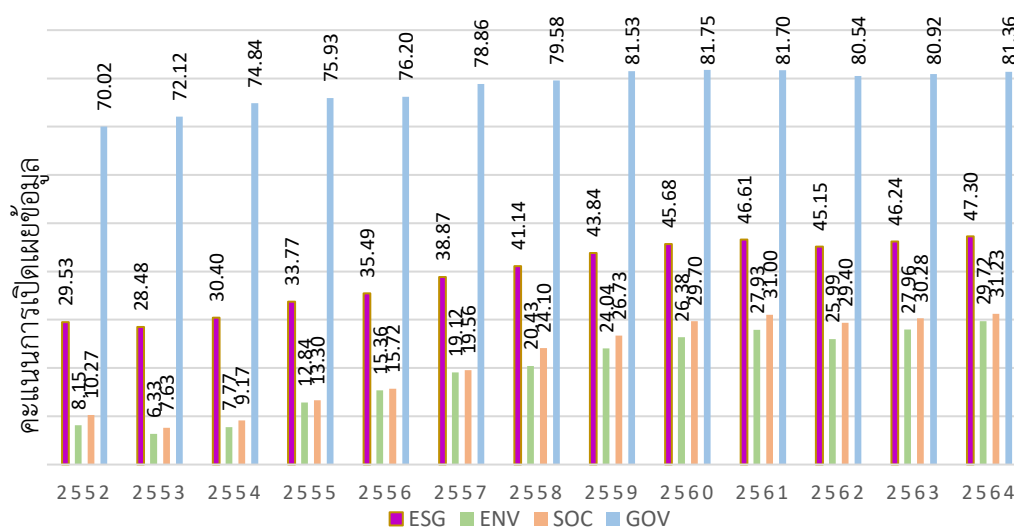
บริษัท คิดเป็นร้อยละ 23.00 รวมบริษัทที่สามารถนำข้อมูลไปใช้วิเคราะห์ผลได้ทั้งสิ้นจำนวน 48 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 48.00 โดยกระจายอยู่ใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันดังตารางที่ 3.2

ตารางที่ 3.2 กลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการประเมินคะแนน ESG จาก Bloomberg ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึง พ.ศ. 2562 จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	5	10.42
สินค้าอุตสาหกรรม	2	4.17
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	12	25.00
ทรัพยากร	11	22.92
บริการ	11	22.92
เทคโนโลยี	7	14.57
กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย	48	100

เมื่อพิจารณาคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า มีแนวโน้มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังแสดงในภาพที่ 3.3

ภาพที่ 3.2 คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล โดย Bloomberg ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2552 ถึง พ.ศ. 2564



ที่มา: ผู้วิจัยรวบรวมจาก Bloomberg Terminal

ด้านบรรษัทภิบาลพบว่า มีคะแนนการเปิดเผยข้อมูลมากที่สุด รองลงมาคือด้านสังคมและด้านสิ่งแวดล้อมตามลำดับ สอดคล้องกับการศึกษาของ Thanyaorn and Muttanachai (2020) ที่พบว่า จำนวนคำในรายงานความยั่งยืนที่เปิดเผยต่อตลาดหลักทรัพย์ ฯ ข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลมีระดับการเปิดเผยมากที่สุดโดยมีค่าเฉลี่ย 1197.84 คำ รองลงมาคือการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมมีค่าเฉลี่ย 1196.12 คำ และด้านสิ่งแวดล้อมมีระดับการเปิดเผยข้อมูลต่ำที่สุดมีค่าเฉลี่ย 309.91 คำ เห็นได้ว่า ค่าเฉลี่ยการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมและบรรษัทภิบาลมีจำนวนค่าเฉลี่ยใกล้เคียงกัน แต่เมื่อเปรียบเทียบกับคะแนนการเปิดเผยข้อมูลกลับพบว่า คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 78.10 คะแนน ด้านสังคมมีคะแนนเฉลี่ย 21.39 ค่าเฉลี่ยที่ห่างกัน 3.65 เท่า ทำให้ยังมีช่องว่างให้ผู้กำหนดนโยบายสามารถปรับปรุง พัฒนาการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมให้ครอบคลุมมากขึ้นได้

3.2.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บข้อมูล

การศึกษาในครั้งนี้เป็นงานวิจัยเชิงปริมาณ เก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งเป็นข้อมูลที่สอดคล้องกับตัวชี้วัดของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม โดยแหล่งข้อมูลที่น่ามาศึกษามีรายละเอียดดังนี้

1. การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลของบริษัทจดทะเบียน ใช้ คะแนนที่ได้รับการประเมินโดย Bloomberg หรือที่เรียกว่า Bloomberg's ESG Disclosure Score ซึ่งใช้ข้อมูลที่บริษัทได้เปิดเผยต่อสาธารณะในการให้คะแนน โดยผู้วิจัยเก็บข้อมูลผ่านทาง Bloomberg Terminal
2. ข้อมูลเกี่ยวกับประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท ได้แก่ Tobin's Q อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ผู้วิจัยเก็บข้อมูลผ่านทาง Bloomberg Terminal
3. ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท ได้แก่ ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน อัตราส่วนการหมุนเวียนของทรัพย์สิน ความเสี่ยงที่เป็นระบบ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม ผู้วิจัยเก็บข้อมูลผ่านทาง Bloomberg Terminal และ รายงานประจำปีและแบบ 56-1 จากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.3 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้ได้แบ่งออกเป็น 2 ส่วนตามวัตถุประสงค์งานวิจัย โดย

ส่วนที่ 1 ได้แก่ การศึกษาผลกระทบของตัวแปรอิสระ ได้แก่ การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม บรรษัทภิบาล (ESG Score) ต่อตัวแปรตามที่เป็นตัวแทนของประสิทธิภาพบริษัท ในแต่ละด้านตามการศึกษาของ Alareeni et al. (2020) และ Buallay (2018) ซึ่งประกอบไปด้วย 3 แบบจำลอง ดังต่อไปนี้

แบบจำลองที่ 1 มีตัวแปรตามคือ มูลค่าบริษัท (TBQ) เป็นตัวแทนประสิทธิภาพด้านตลาด (Market Performance)

$$TBQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 AGE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 AT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

แบบจำลองที่ 2 มีตัวแปรตามคือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เป็นตัวแทนประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานของบริษัท (Firm's Operational Performance)

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 AGE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 AT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

แบบจำลองที่ 3 มีตัวแปรตามคือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวแทนประสิทธิภาพด้านการเงินของบริษัท (Firm's Financial Performance)

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 AGE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 AT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

ส่วนที่ 2 ได้แก่ การศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ทั้งในภาพรวมและในแต่ละองค์ประกอบ ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ซึ่งประกอบไปด้วย 4 แบบจำลอง ดังต่อไปนี้

แบบจำลองที่ 4 มีตัวแปรอิสระคือ การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG)

$$WACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + \beta_5 MVBV_{i,t} + \beta_6 CAP_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

แบบจำลองที่ 5 มีตัวแปรอิสระคือ การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (ENV)

$$WACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ENV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + \beta_5 MVBV_{i,t} + \beta_6 CAP_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

แบบจำลองที่ 6 มีตัวแปรอิสระคือ การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม (SOC)

$$WACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SOC_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + \beta_5 MVBV_{i,t} + \beta_6 CAP_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

แบบจำลองที่ 7 มีตัวแปรอิสระคือ การเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล (GOV)

$$WACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + \beta_5 MVBV_{i,t} + \beta_6 CAP_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

3.4 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

3.4.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

Tobin's Q (TBQ) เป็นตัวแปรที่นิยมใช้ในการวัดประสิทธิภาพทางตลาด โดยเปรียบเทียบมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญเทียบกับราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ โดย Tobin's Q ที่มากกว่า 1 แสดงว่ามูลค่าตลาดของบริษัทสูงกว่าราคาเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์ แสดงให้เห็นว่านักลงทุนมีความมั่นใจในโอกาสของการเติบโตของบริษัทในอนาคต และอาจมองได้ว่าบริษัทที่มี Tobin's Q สูงกว่าส่งผลให้มีความสามารถในการเติบโตและความสามารถในการทำกำไรมากกว่า จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าการศึกษาในช่วงหลังมานี้นิยมใช้อัตราส่วน Tobin's Q ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยรายงานด้านความยั่งยืนกับประสิทธิภาพด้านตลาด (Alareeni & Hamdan, 2020; Atan et al., 2018; Buallay, 2019; Kim et al., 2013; Velte, 2017; Wong et al., 2021; Yu et al., 2018) การศึกษาในครั้งนี้ใช้วิธีการคำนวณ Tobin's Q ของ Chung and Pruitt (1994) เนื่องจากมีความซับซ้อนน้อยกว่า และผลลัพธ์ที่จะได้จากวิธีนี้ยังมีค่าใกล้เคียงกับ Tobin's Q จากการคำนวณของ Lindenberg and Ross (1981) ซึ่งได้รับการยอมรับว่าเป็นแนวทางการคำนวณ Tobin's Q ที่ใกล้เคียงกับทฤษฎีมากที่สุด โดยผู้วิจัยใช้ข้อมูล Tobin's Q จาก Bloomberg Terminal ซึ่งมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = (\text{MVE} + \text{PS} + \text{DEBT} + \text{MINOR}) / \text{TA}$$

โดยที่

MVE = มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (คำนวณจากผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญและจำนวนหุ้นที่จำหน่ายแล้ว)

PS = มูลค่าตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (คำนวณจากมูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ)

DEBT = มูลค่าตลาดของหนี้สิน (คำนวณจากผลรวมของมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียน และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว)

MINOR = มูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Minority Interest) (คำนวณจากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิของบริษัทย่อยเฉพาะส่วนที่ไม่ได้เป็นของบริษัทใหญ่ทั้งทางตรง หรือทางอ้อม)

TA = มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์หมุนเวียนและสินทรัพย์ระยะยาว

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เป็นตัวแปรที่ใช้อย่างแพร่หลายในการวัดประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานของบริษัท โดยมุ่งสนใจว่าบริษัทใช้สินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพหรือไม่ ถ้าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมสูง แสดงว่าบริษัทสามารถนำสินทรัพย์รวมไปทำกำไรสุทธิได้อย่างมีประสิทธิภาพ แต่หากค่าที่คำนวณได้มีค่าน้อย แสดงว่าบริษัทได้นำสินทรัพย์ที่มีอยู่ไปใช้

ดำเนินงานได้อย่างด้อยประสิทธิภาพ โดยงานวิจัยในช่วงหลังมานี้ก็นิยมใช้อัตรผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยรายงานด้านความยั่งยืนกับประสิทธิภาพด้านการดำเนินงาน (Alareeni & Hamdan, 2020; Atan et al., 2018; Buallay, 2019; Velte, 2017; นิตยา โยธาจันทร์, 2563) ในการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลจาก Bloomberg Terminal ซึ่งมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)} = (\text{กำไรสุทธิ 12 เดือนย้อนหลัง} / \text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}) \times 100$$

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สามารถแสดงถึงประสิทธิภาพทางการเงินของบริษัท โดยแสดงถึงความสามารถของบริษัทในการสร้างรายได้จากส่วนของผู้ถือหุ้น หากอัตราส่วนนี้มีค่าสูง ก็แสดงถึงโอกาสที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับผลตอบแทนที่สูงด้วย งานวิจัยหลายชิ้นได้ใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนกับประสิทธิภาพด้านการเงิน (Alareeni & Hamdan, 2020; Atan et al., 2018; Buallay, 2019) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)} = (\text{กำไรสุทธิ} / \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}) \times 100$$

ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) การลงทุนของบริษัทได้มีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งที่มาที่แตกต่างกัน ทำให้มีต้นทุนหรือค่าใช้จ่ายที่ไม่เท่ากัน ดังนั้นในการคำนวณต้นทุนเงินทุนจึงต้องมีการเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนของทั้งจำนวน โดยมีหน่วยเป็นร้อยละ หากบริษัทไม่มีหุ้นบุริมสิทธิและไม่มีต้นทุนของหนี้สิน WACC ของบริษัทจะเท่ากับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการจากบริษัทเพื่อรับความเสี่ยงทางการเงินจากการลงทุนในบริษัท (Berk & DeMarzo, 2013 as cited in Berntsson, 2019) การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูล WACC จาก Bloomberg Terminal ซึ่งมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$WACC = \left[KD \times \left(\frac{TD}{V} \right) \right] + \left[KP \times \left(\frac{P}{V} \right) \right] + \left[KE \times \left(\frac{E}{V} \right) \right]$$

โดยที่

TD = มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินรวม

E = มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น

P = มูลค่าตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ

V = มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินรวม+มูลค่าตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ+มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น

KE = ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity)

KD = ต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) ใช้ข้อมูลจาก Bloomberg Terminal

การคำนวณหาต้นทุนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (KE) คำนวณจากสมการ

$$KE = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

โดยที่

R_f = อัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) โดยเก็บข้อมูลจากอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว (Long-term Government Bonds)

R_m = อัตราผลตอบแทนของตลาด (Market Rate) โดยคำนวณจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) โดยมีข้อสมมติฐานว่า ตลาดหลักทรัพย์ (Market Portfolio) เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ของหุ้นสามัญทุกตัวในตลาดโดยคำนวณจากการนำหุ้นสามัญที่มีจำหน่ายทั้งหมดมาถ่วงน้ำหนักตามมูลค่าตลาด

β = ตัววัดความผันผวนของราคา กล่าวคือ เป็นตัวบ่งชี้การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ เมื่อผลตอบแทนของทั้งตลาดเปลี่ยนแปลง (Sensitivity Index)

1.4.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ได้แก่ **คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล** (Bloomberg's ESG Disclosure Scores) จาก Bloomberg ซึ่งนำเสนอข้อมูล ESG จากบริษัทมากกว่า 15,000 แห่งทั่วโลก สะท้อนถึงระดับการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล โดยใช้ข้อมูลของบริษัทที่เปิดเผยต่อสาธารณะ รายงานประจำปีและรายงานด้านความยั่งยืน การสื่อความหมายทางตรง (Direct Communication) ข่าวประชาสัมพันธ์ งานวิจัยจากบุคคลที่สาม (Third-Party Research) และบทความข่าว เพื่อให้คะแนนแก่บริษัทเกี่ยวกับนโยบายและแนวทางการดำเนินงานด้าน ESG (Christensen et al., 2021 as cited in Abraham & Forslund, 2022) โดยองค์ประกอบทั้งสามด้านมีน้ำหนักเท่ากันในการนำไปคำนวณคะแนนดังตารางที่ 3.3 โดยมีคะแนนตั้งแต่ 0 สำหรับบริษัทที่ไม่เปิดเผยข้อมูล ESG เลย ไปจนถึง 100 คะแนนสำหรับบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลครอบคลุมในทุกจุด คะแนนของ Bloomberg นี้เป็นคะแนนที่เรียบง่ายสามารถแสดงถึงความโปร่งใสและระดับการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG

ด้านสิ่งแวดล้อมกล่าวถึงการดำเนินงานของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับนโยบายด้านสิ่งแวดล้อม การเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ มลพิษ การกำจัดของเสีย การใช้พลังงาน เป็นต้น ด้านสังคมกล่าวถึงการดำเนินงานของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับชุมชน บริษัทกับลูกค้า สภาพ

การทำงาน ความเท่าเทียมในที่ทำงาน ทุนมนุษย์ เป็นต้น ด้านบรรษัทภิบาลกล่าวถึงการกำกับดูแลกิจการ ความโปร่งใส ค่าตอบแทน ความเสี่ยงในการตรวจสอบและการกำกับดูแลความเสี่ยง เป็นต้น

ตารางที่ 3.3 หัวข้อการให้คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลโดย Bloomberg

หลักเกณฑ์	หัวข้อ	คำอธิบาย	สัดส่วนคะแนน
ด้านสิ่งแวดล้อม (33%)	คุณภาพอากาศ (Air Quality)	การปล่อยแก๊สไนโตรเจนออกไซด์ (Nitrogen Oxide Emissions)	0.96%
		การปล่อยสารอินทรีย์ระเหยง่าย (VOC Emissions)	0.96%
		การปล่อยแก๊สคาร์บอนมอนอกไซด์ (Carbon Monoxide Emissions)	0.96%
		การปล่อยฝุ่นละออง (Particulate Emissions)	0.96%
		การปล่อยแก๊สซัลเฟอร์ไดออกไซด์หรือซัลเฟอร์ออกไซด์ (Sulphur Dioxide / Sulphur Oxide Emissions)	0.96%
	การเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ (Climate Change)	การลดการปล่อยแก๊สเรือนกระจก (Emissions Reduction Initiatives)	0.11%
		นโยบายเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ (Climate Change Policy)	0.11%
		Climate Change Opportunities Discussed	0.11%
		Risks of Climate Change Discussed	0.11%
		การปล่อยแก๊สคาร์บอนไดออกไซด์โดยตรง (Direct CO2 Emissions)	0.47%
		การปล่อยแก๊สคาร์บอนไดออกไซด์ทางอ้อม (Indirect CO2 Emissions)	0.47%

		การปล่อยสารทำลายโอโซน (ODS Emissions)	0.47%
		การปล่อยแก๊สเรือนกระจกโดยตรง (GHG Scope 1)	0.47%
		การปล่อยแก๊สเรือนกระจกทางอ้อมจากการใช้ไฟฟ้า (GHG Scope 2)	0.47%
		การปล่อยแก๊สเรือนกระจกทางอ้อมจากด้านอื่น ๆ (GHG Scope 3)	0.47%
		การปล่อยแก๊สเรือนกระจกทางอ้อมจาก Market Based (Scope 2 Market Based GHG Emissions)	0.47%
		Scope of Disclosure	0.47%
		คาร์บอนต่อหนึ่งหน่วยของการผลิต	0.47%
	ผลกระทบต่อระบบนิเวศและความหลากหลายทางชีวภาพ (Ecological and Biodiversity impacts)	นโยบายเกี่ยวข้องกับความหลากหลายทางชีวภาพ (Biodiversity Policy)	0.28%
		จำนวนครั้งของการโดนค่าปรับด้านสิ่งแวดล้อม (Number of Environmental Fines)	1.13%
		มูลค่าของค่าปรับด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental Fines (Amount))	1.13%
		จำนวนครั้งของค่าปรับด้านสิ่งแวดล้อมที่มีนัยสำคัญ (Number of Significant Environmental Fines)	1.13%
		มูลค่าของค่าปรับด้านสิ่งแวดล้อมที่มีนัยสำคัญ (Amount of Significant Environmental Fines)	1.13%
		พลังงาน (Energy)	นโยบายการใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพ (Energy Efficiency Policy)
		ปริมาณการใช้พลังงานทั้งหมด (Total Energy Consumption)	0.57%

		การใช้พลังงานหมุนเวียน (Renewable Energy Use)	0.57%
		ปริมาณการใช้ไฟฟ้า (Electricity Used)	0.57%
		การใช้เชื้อเพลิง ถ่านหิน/ลิกไนต์ (Fuel Used - Coal/Lignite)	0.57%
		การใช้เชื้อเพลิง แก๊สธรรมชาติ (Fuel Used - Natural Gas)	0.57%
		การใช้เพลิง น้ำมันดิบ/ดีเซล (Fuel Used - Crude Oil/Diesel)	0.57%
		การสร้างพลังงานทดแทน (Self-Generated Renewable Electricity)	0.57%
		การใช้พลังงานต่อหนึ่งหน่วยการผลิต (Energy Per Unit of Production)	0.57%
	วัสดุและของเสีย (Materials & Waste)	นโยบายลดการปล่อยของเสีย (Waste Reduction Policy)	0.16%
		ของเสียอันตราย (Hazardous Waste)	0.65%
		ปริมาณของเสียทั้งหมด (Total Waste)	0.65%
		การนำของเสียกลับมาใช้ใหม่ (Waste Recycled)	0.65%
		วัสดุตั้งต้นที่ใช้ (Raw Materials Used)	0.65%
		สัดส่วนวัสดุที่นำกลับมาใช้ใหม่ได้ (% Recycled Materials)	0.65%
		ของเสียที่ส่งไปฝังกลบ (Waste Sent to Landfills)	0.65%
		สัดส่วนวัสดุตั้งต้นจากแหล่งวัตถุดิบที่ยั่งยืน (Percentage Raw Material from Sustainable Sources)	0.65%
		ห่วงโซ่อุปทาน (Supply Chain)	การจัดการห่วงโซ่อุปทานด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental Supply Chain Management)

	น้ำ (Water)	นโยบายด้านการใช้น้ำ (Water Policy)	0.28%	
		ปริมาณการระบายน้ำทั้งหมด (Total Water Discharged)	1.13%	
		การใช้น้ำต่อหนึ่งหน่วยการผลิต (Water per Unit of Production)	1.13%	
		ปริมาณทั้งหมดของการดึงน้ำบาดาลและจากผิวน้ำ (Total Water Withdrawal)	1.13%	
		ปริมาณการใช้น้ำ (Water Consumption)	1.13%	
ด้านสังคม (33%)	ความสัมพันธ์กับชุมชน และผู้บริโภค (Community & Customers)	นโยบายด้านสิทธิมนุษยชน (Human Rights Policy)	0.34%	
		นโยบายต่อต้านการใช้แรงงานเด็ก (Policy Against Child Labor)	0.34%	
		นโยบายการรับประกันคุณภาพและการเรียกคืนสินค้า (Quality Assurance and Recall Policy)	0.34%	
		นโยบายคุ้มครองข้อมูลของผู้บริโภค (Consumer Data Protection Policy)	0.34%	
		Community Spending	1.39%	
		จำนวนครั้งของการร้องเรียนจากผู้บริโภค (Number of Customer Complaints)	1.39%	
		Total Corporate Foundation and Other Giving	1.39%	
	ความหลากหลาย (Diversity)	นโยบายด้านความเท่าเทียม (Equal Opportunity Policy)	0.13%	
		การกำจัดช่องว่างรายได้ระหว่างเพศ (Gender Pay Gap Breakout)	0.13%	
		สัดส่วนผู้หญิงในตำแหน่งบริหาร (%) (Women in Management)	0.52%	
		สัดส่วนลูกจ้างที่เป็นผู้หญิง (%) (Women in Workforce)	0.52%	

		% Minorities in Management	0.52%
		% Minorities in Workforce	0.52%
		สัดส่วนลูกจ้างที่เป็นผู้พิการ (% Disabled in Workforce)	0.52%
		สัดส่วนช่องว่างรายได้ระหว่างเพศสำหรับผู้บริหารอาวุโส (Percentage Gender Pay Gap for Senior Management)	0.52%
		สัดส่วนช่องว่างรายได้ระหว่างเพศสำหรับผู้บริหารระดับกลางและอื่น (Percentage Gender Pay Gap Mid & Other Management)	0.52%
		สัดส่วนช่องว่างรายได้ระหว่างเพศสำหรับลูกจ้างที่ไม่ใช่ผู้บริหาร (Percentage Gender Pay Gap Employees Exclude Management)	0.52%
		สัดส่วนช่องว่างรายได้ระหว่างเพศสำหรับลูกจ้างในทุกระดับ (% Gender Pay Gap Total Employees Including Management)	0.52%
		สัดส่วนผู้หญิงที่เป็นผู้บริหารระดับกลางและอื่น ๆ (% Women in Middle and or Other Management)	0.52%
	จริยธรรมและการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ (Ethics & Compliance)	นโยบายจริยธรรมทางธุรกิจ (Business Ethics Policy)	0.93%
		นโยบายต่อต้านการติดสินบน (Anti-Bribery Ethics Policy)	0.93%
		การบริจาคทางการเมือง (Political Donations)	3.72%
	สุขภาพและความปลอดภัย	นโยบายด้านสุขภาพและความปลอดภัย (Health and Safety Policy)	0.15%

(Health & Safety)	อุบัติเหตุถึงแก่ความตาย - ผู้รับเหมา (Fatalities – Contractors)	0.60%
	อุบัติเหตุถึงแก่ความตาย - ลูกจ้าง (Fatalities – Employees)	0.60%
	อุบัติเหตุถึงแก่ความตาย - ทั้งหมด (Fatalities – Total)	0.60%
	อัตราอุบัติเหตุจนถึงขั้นหยุดงาน (Lost Time Incident Rate)	0.60%
	อัตราอุบัติเหตุในการทำงาน (Total Recordable Incident Rate)	0.60%
	อัตราอุบัติเหตุจนถึงขั้นหยุดงานของผู้รับเหมา (Lost Time Incident Rate - Contractors)	0.60%
	อัตราอุบัติเหตุในการทำงานของผู้รับเหมา (Total Recordable Incident Rate - Contractors)	0.60%
	อัตราอุบัติเหตุในการทำงานของลูกจ้าง (Total Recordable Incident Rate - Workforce)	0.60%
	อัตราอุบัติเหตุจนถึงขั้นหยุดงานของลูกจ้าง (Lost Time Incident Rate - Workforce)	0.60%
	ทุนมนุษย์ (Human Capital)	นโยบายด้านการฝึกอบรม (Training Policy)
นโยบายค่าตอบแทนที่เหมาะสม (Fair Remuneration Policy)		0.21%
จำนวนพนักงานที่ดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (Number of Employees – CSR)		0.86%
สัดส่วนพนักงานที่ลาออก (Employee Turnover %)		0.86%

		สัดส่วนพนักงานที่เป็นสมาชิกของสหภาพแรงงาน (% Employees Unionized)	0.86%
		ค่าใช้จ่ายในการฝึกอบรมพนักงาน (Employee Training Cost)	0.86%
		จำนวนชั่วโมงที่บริษัทใช้เพื่อฝึกอบรมพนักงาน (Total Hours Spent by Firm - Employee Training)	0.86%
		จำนวนผู้รับเหมา (Number of Contractors)	0.86%
	ห่วงโซ่อุปทาน (Supply Chain)	การจัดการห่วงโซ่อุปทานด้านสังคม (Social Supply Chain Management)	0.26%
		จำนวนครั้งของการตรวจประเมินโดยซัพพลายเออร์ (Number of Suppliers Audited)	1.06%
		Number of Supplier Audits Conducted	1.06%
		Number Supplier Facilities Audited	1.06%
		สัดส่วนของซัพพลายเออร์ของบริษัทที่ไม่สามารถปฏิบัติตามข้อกำหนด (Percentage of Suppliers in Non-Compliance)	1.06%
		สัดส่วนของซัพพลายเออร์ที่ผ่านข้อกำหนด (Percentage Suppliers Audited)	1.06%
ด้านบรรษัทภิบาล (33%)	ความเสี่ยงในการตรวจสอบและการกำกับดูแลความเสี่ยง (Audit Risk & Oversight)	จำนวนครั้งของการประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee Meetings)	0.83%
		อายุงานของผู้ตรวจสอบบัญชี (Years Auditor Employed)	0.83%
		ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ (Size of Audit Committee)	0.83%

		จำนวนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการตรวจสอบ (Number of Independent Directors on Audit Committee)	0.83%
		สัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบที่เข้าร่วมประชุม (Audit Committee Meeting Attendance Percentage)	0.83%
	องค์ประกอบของ คณะกรรมการบริษัท (Board Composition)	การประเมินตนเองของคณะกรรมการบริษัท (Company Conducts Board Evaluations)	0.19%
		จำนวนกรรมการทั้งหมดในคณะกรรมการบริษัท (Size of the Board)	0.79%
		จำนวนครั้งของการประชุมของคณะกรรมการบริษัทในหนึ่งปี (Number of Board Meetings for the Year)	0.79%
		สัดส่วนกรรมการที่เข้าร่วมประชุม (Board Meeting Attendance %)	0.79%
		จำนวนผู้บริหารหรือผู้จัดการ (Number of Executives / Company Managers)	0.79%
		จำนวนกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (Number of Non-Executive Directors on Board)	0.79%
		ค่าตอบแทน (Compensation)	นโยบายการถือหุ้นบริษัทของผู้บริหาร (Company Has Executive Share Ownership Guidelines)
	นโยบายการถือหุ้นบริษัทของกรรมการ (Director Share Ownership Guidelines)		0.23%
	จำนวนกรรมการทั้งหมดในคณะกรรมการสรรหาและพิจารณาค่าตอบแทน (Size of Compensation Committee)		0.93%

		จำนวนกรรมการอิสระในคณะกรรมการสรรหาและพิจารณาค่าตอบแทน (Number of Independent Directors on Compensation Committee)	0.93%
		จำนวนการประชุมของคณะกรรมการสรรหาและพิจารณาค่าตอบแทน (Number of Compensation Committee Meetings)	0.93%
		สัดส่วนกรรมการสรรหาและพิจารณาค่าตอบแทนที่เข้าร่วมประชุม (Compensation Committee Meeting Attendance %)	0.93%
ความหลากหลาย (Diversity)		อายุสูงสุดของคณะกรรมการบริษัท (Board Age Limit)	0.83%
		จำนวนผู้บริหารที่เป็นผู้หญิง (Number of Female Executives)	0.83%
		จำนวนคณะกรรมการบริษัทที่เป็นผู้หญิง (Number of Women on Board)	0.83%
		กรรมการที่อายุน้อยที่สุด (Age of the Youngest Director)	0.83%
		กรรมการที่อายุมากที่สุด (Age of the Oldest Director)	0.83%
ความเป็นอิสระ (Independence)		จำนวนของคณะกรรมการอิสระ (Number of Independent Directors)	4.18%
การสรรหาและการกำกับดูกิจการ (Nominations & Governance Oversight)		จำนวนกรรมการสรรหา (Size of Nomination Committee)	1.05%
		จำนวนกรรมการอิสระในคณะกรรมการสรรหา (Number of Independent Directors on Nomination Committee)	1.05%
		จำนวนครั้งของการประชุมของคณะกรรมการสรรหา (Number of	1.05%

		Nomination Committee Meetings)	
		สัดส่วนของกรรมการสรรหาที่เข้าประชุม (Nomination Committee Meeting Attendance Percentage)	1.05%
	การกำกับดูแลกิจการ อย่างยั่งยืน (Sustainability Governance)	Verification Type	2.09%
		การฝึกอบรมพนักงานในด้านความ รับผิดชอบต่อสังคม (Employee CSR Training)	2.09%
	การดำรงตำแหน่ง (Tenure)	วาระการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการ บริษัท(ปี) (Board Duration (Years))	4.18%

ที่มา: ผู้วิจัยรวบรวมจาก Bloomberg Terminal

3.4.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

ตัวแปรควบคุม (Control Variables) ที่ใช้ในการศึกษานี้ ได้แก่

ขนาดบริษัท (Firm Size) จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่าจะมีการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก (Buallay, 2019; สุมาลี หดคำ, 2559) นอกจากนี้ บริษัทขนาดใหญ่มีสินทรัพย์ที่มากกว่า มีบุคลากรที่มีคุณภาพและมีประสิทธิภาพ จึงทำให้ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Alareeni & Hamdan, 2020) นอกจากนี้ยังพบว่าขนาดของบริษัทที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทลดลงตามหลักการประหยัดต่อขนาด (Economies of Scale) (Abraham & Forslund, 2022; Chen & Jinyi, 2022; Khosravi & Wadman, 2022; โสรญา เนื่องกมลพร, 2562) ขนาดของบริษัทวัดจากลอการิทึมของสินทรัพย์รวมของบริษัท เพื่อลดปัญหาการกระจายแบบไม่ปกติของข้อมูล

อายุบริษัท (Firm Age) วัดจากวันที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จนถึงปี พ.ศ. 2562 สามารถสะท้อนถึงประสบการณ์ของบริษัทและศักยภาพทางตลาดของบริษัท

อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (Leverage Ratio) เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดระดับภาระหนี้สิน สามารถชี้ให้เห็นถึงระดับความเสี่ยงด้านการเงินของบริษัท ในบริษัทที่มีอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินต่ำ แสดงให้เห็นว่ามีสัดส่วนหนี้สินต่ำกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทอื่น และมีความสามารถในการชำระหนี้สินได้ดีกว่าส่งผลให้มีความเสี่ยงทางการเงินที่ต่ำกว่า นอกจากนี้ยังพบว่ามี Tobin's Q ROA และ ROE ที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทที่มีอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินสูง (Abraham &

Forslund, 2022; Buallay, 2019; Chen & Jinyi, 2022; Khosravi & Wadman, 2022) นอกจากนี้ Popli et al. (2017) พบว่า รายงานด้านอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินยังสามารถใช้เป็น ตัวบ่งชี้ประสิทธิภาพทางการเงินระยะยาวของบริษัทอีกด้วย

$$\text{อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน} = \text{หนี้สินรวม} / \text{สินทรัพย์รวม}$$

อัตราส่วนการหมุนเวียนของทรัพย์สิน (Asset Turnover) Alareeni and Hamdan (2020) และ Peng and Isa (2020) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราส่วนการหมุนเวียนของทรัพย์สินกับ Tobin's Q อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยอัตราส่วนการหมุนเวียนของทรัพย์สินคำนวณจาก จำนวนของยอดขายหรือรายได้ที่เกิดขึ้นต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ใช้ข้อมูลจาก Bloomberg Terminal ซึ่งมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราส่วนการหมุนเวียนของทรัพย์สิน} = \text{ยอดขายสุทธิ 12 เดือนย้อนหลัง} / (\text{สินทรัพย์รวมงวดปัจจุบัน} + \text{สินทรัพย์รวมงวดก่อน}) / 2)$$

ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta) การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ใช้ค่า Beta เป็นตัวชี้วัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์เทียบกับการเคลื่อนไหวของตลาดหลักทรัพย์ เมื่อความเสี่ยงที่เป็นระบบเพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทเพิ่มขึ้นได้ (Chen & Jinyi, 2022; Gonçalves et al., 2022; Khosravi & Wadman, 2022; โสรญา เนื่องกมลพร, 2562) คำนวณได้จากการหาค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างผลตอบแทนจากแทนหลักทรัพย์กับตลาดหารด้วยค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนของตลาดโดยใช้ข้อมูลรายวัน (Berntsson, 2019) ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ใช้ข้อมูลจาก Bloomberg Terminal ซึ่งมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$\beta = \frac{\text{COV}(R_i, R_m)}{\text{VAR}(R_m)}$$

โดยที่

$\text{COV}(R_i, R_m)$ = ค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างผลตอบแทนจากแทนหลักทรัพย์กับตลาด

$\text{VAR}(R_m)$ = ค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนของตลาด

R_m = อัตราผลตอบแทนจากดัชนีราคาหลักทรัพย์โดยทั่วไปในตลาด

R_i = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของบริษัท

$\beta = 1$ แปลว่า หุ้นของบริษัทมีความเสี่ยงเชิงระบบเท่ากับตลาด ดังนั้น นักลงทุนควรจะได้รับผลตอบแทนเท่ากับผลตอบแทนของหุ้นในตลาดทั้งหมดโดยเฉลี่ย

$\beta > 1$ แปลว่า หุ้นของบริษัทมีความเสี่ยงเชิงระบบมากกว่าตลาด ดังนั้น นักลงทุนควรจะได้รับผลตอบแทนมากกว่าผลตอบแทนของหุ้นในตลาดทั้งหมด

$\beta < 1$ แปลว่า หุ้นของบริษัทมีความเสี่ยงเชิงระบบน้อยกว่าตลาด ดังนั้น
นักลงทุนควรจะได้รับผลตอบแทนน้อยกว่าผลตอบแทนของหุ้นในตลาด
ทั้งหมด

อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (MVBV) ใช้เป็นตัวชี้วัดโอกาสในการเติบโตและ Distress Risk ได้ โดยบริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีสูงบ่งชี้ว่า ตลาดเชื่อมั่นว่า บริษัทจะมีการเติบโตอย่างแข็งแกร่งในอนาคตเนื่องจากมูลค่าตลาดเป็นตัวสะท้อนความคาดหวังเกี่ยวกับรายได้และการโตเติบโตของบริษัทในอนาคต เมื่อนักลงทุนซื้อหุ้นของบริษัทในราคาที่สูงกว่ามูลค่าตามบัญชีส่งผลให้ผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการสูงขึ้น ขณะที่อัตราส่วนที่มีค่าต่ำ (น้อยกว่า 1) แสดงว่าบริษัทมีมูลค่าที่ต่ำเกินไป ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากการประสบปัญหาทางการเงินของบริษัทหรือ การที่นักลงทุนรู้ถึงโอกาสที่จะเกิดความเสี่ยงสูงกับการเติบโตของบริษัทในอนาคต (Fama and French, 1992, 1993 as cited in Salvi et al., 2022) จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีมีผลกระทบต่อต้นทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Berntsson, 2019; Mariani et al., 2021; Priem & Gabellone, 2022) ในการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลจาก Bloomberg Terminal ซึ่งมีสูตรการคำนวณดังนี้

อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี = มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ / มูลค่าตามบัญชี

อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (CAP) เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดว่าบริษัทมีสินทรัพย์หมุนเวียนหรือมีการลงทุนในสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนมากกว่ากัน โดยบริษัทที่มีอัตราส่วนนี้มากแสดงว่ามีสภาพคล่องที่ดี แต่ถ้าอัตราส่วนนี้มีค่าน้อยแสดงว่ามีสภาพคล่องต่ำ

อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม = (สินทรัพย์หมุนเวียนรวม / สินทรัพย์รวม) \times 100

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

CHULALONGKORN UNIVERSITY

3.5 วิธีดำเนินงานวิจัย

3.5.1 การทดสอบเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นสถิติที่ใช้ในการสรุปลักษณะเบื้องต้นของแต่ละตัวแปร ได้แก่ ค่าสูงสุดของข้อมูล ค่าต่ำสุดของข้อมูล ค่าเฉลี่ยของข้อมูล และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล

3.5.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ได้แก่

การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของหลายตัวแปร ซึ่งประกอบด้วยตัวแปรอธิบายทางขวามือจำนวนมาก ดังนั้นจึงมีความเป็นไปได้ว่าตัวแปรอธิบายบางตัวจะมีความสัมพันธ์ระหว่างกันในระดับที่สูงมาก ในกรณีที่มีความสัมพันธ์ระหว่างกันเพียงเล็กน้อยก็ไม่น่าจะส่งผลให้เกิดผลเสียต่อผลการประมาณการสมการตัว

แบบถดถอย แต่หากตัวแปรอธิบายมีความสัมพันธ์ระหว่างกันสูง ก็จะมีผลให้การประมาณการสมการถดถอยเกิดปัญหาขึ้นได้ (ไพฑูริย์ ไกรพรศักดิ์, 2559)

นอกจากการใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันในการระบุปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) ในแบบจำลองแล้ว ยังสามารถใช้วิธีทางสถิติที่เรียกว่า Variance Inflation Factors (VIFs) ในการชี้วัดขนาดความรุนแรงของปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) ได้อีกทางหนึ่ง ซึ่งสำหรับภาควิเคราะห์ขนาดความรุนแรงของปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเองสามารถดูได้จากค่าของ VIF หากค่าของ VIF ยิ่งมีค่าสูง แสดงว่ากำลังเผชิญกับปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเองที่มากขึ้นตามไปด้วย ทั้งนี้โดยทั่วไปแล้วการชี้วัดปัญหาปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเองที่รุนแรงนั้น ให้ดูค่า VIF ที่มีค่าสูงกว่า 5 ขึ้นไป (James et al., 2013)

การเลือกใช้แบบจำลองในวิเคราะห์สมการตัวแบบข้อมูลร่วมภาคตัดขวางและภาคอนุกรมเวลา (Panel Data Analysis) จะใช้วิธีการประมาณการที่รวมข้อมูลภาคตัดขวางและข้อมูลอนุกรมเวลาของตัวแปรชุดเดียวกันเข้าไว้ด้วยกัน โดยสามารถที่จะดำเนินการแบบทั่วไปแล้วประมาณการด้วยวิธีกำลังสองน้อยสุด (Ordinary Least Squares : OLS) หรืออีกนัยหนึ่งคือการดำเนินการภายใต้แบบจำลอง Fixed Effect Model (FE) และ Random Effect Model (RE) ก็ได้ ซึ่งวิธีการประมาณค่าภายใต้แบบจำลอง FE เปรียบเสมือนการใส่ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) เข้าไป จึงเท่ากับเป็นการปล่อยให้เกิดการเปลี่ยนแปลงผลประมาณการในสัมประสิทธิ์ตัวคงที่ (Intercept) นั้นเอง ส่วนในการประมาณค่าภายใต้แบบจำลอง RE จะเป็นการใช้วิธีกำลังสองน้อยสุดแบบทั่วไป (Generalized Least Square : GLS) ทั้งนี้ วิธีการประมาณการภายใต้ 2 แบบจำลองนี้ยังสามารถปรับให้ยืดหยุ่นโดยดำเนินการภายใต้ข้อเท็จจริงที่ว่าตัวแปรสุ่มคลาดเคลื่อนอาจมีความสัมพันธ์กันข้ามเวลา (Autocorrelation) และข้ามภาคตัดขวาง (Heteroscedasticity) ก็ได้ กรณีนี้จึงเสมือนว่าไม่ได้ให้ความสนใจหรือมีความเชื่อได้ว่าไม่มี FE จึงรวมผลทุกอย่างเข้าไว้เป็นความคลาดเคลื่อนแบบสุ่ม (ไพฑูริย์ ไกรพรศักดิ์, 2559)

โดยในการเลือกใช้แบบจำลองในวิเคราะห์สมการตัวแบบข้อมูลร่วมภาคตัดขวางและภาคอนุกรมเวลา (Panel Data Analysis) จะใช้การทดสอบ Breusch-Pagan test และ Hausman test เพื่อพิจารณาว่าความเหมาะสมของแบบจำลองว่าเป็นแบบ Pooled OLS , Random Effect Model หรือ Fixed Effect Model

การทดสอบ Breusch-Pagan test หรือ Breusch-Pagan LaGrange multiplier test ใช้เพื่อทดสอบว่า σ_u^2 แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ซึ่งการทดสอบนี้สามารถช่วยให้เลือกระหว่างการดำเนินการภายใต้ Random Effect Model หรือ Pooled OLS ได้ โดยมีสมมติฐานดังนี้ (Breusch and Pagan, 1980 as cite in Aarak & Werner, 2021)

$$H_0 : \sigma_u^2 \neq 0 , \text{ Pooled OLS เป็นแบบจำลองที่มีความเหมาะสม}$$

$H_a : \sigma_u^2 = 0$, Random Effect เป็นแบบจำลองที่มีความเหมาะสม

การทดสอบ Hausman test ช่วยในการตัดสินใจเลือกระหว่าง Fixed Effect Model หรือ Random Effect Model การทดสอบนี้ตรวจสอบ β_{fe} และ β_{re} ของ Fixed Effect และ Random Effect Models ตามลำดับ โดยมีสมมติฐานดังนี้

$$H_0 : \beta_{fe} - \beta_{re} = 0$$

$$H_a : \beta_{fe} - \beta_{re} \neq 0$$

3.6 สมมติฐานในการศึกษา

3.6.1 ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่อมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ทำให้ตั้งสมมติฐานงานวิจัยได้ดังนี้

H1: การเปิดเผยข้อมูล ESG ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านตลาดที่วัดโดย Tobin's Q เพิ่มขึ้น

ในการศึกษาที่ผ่านมาพบว่า ระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่เพิ่มขึ้นสามารถนำไปสู่การปรับปรุงประสิทธิภาพของบริษัทและภาพลักษณ์องค์กรที่ดีขึ้น ซึ่งสามารถส่งผลต่อความน่าเชื่อถือและมูลค่าตลาดของบริษัท (Yu et al., 2018; นิตยา โยธาจันทร์, 2563) ตัวอย่างเช่น Wong et al. (2021) พบว่าการเปิดเผย ESG ทำให้ Tobin's Q เพิ่มขึ้น 31.9% สำหรับบริษัทในมาเลเซีย Alareeni and Hamdan (2020) พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ของบริษัทที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่าบริษัทที่วัดโดย Tobin's Q เพิ่มขึ้น เช่นเดียวกับ นิตยา โยธาจันทร์ (2563) ที่พบว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและมีการเปิดเผยรายงานด้านความยั่งยืนเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้มูลค่าบริษัทที่วัดโดย Tobin's Q เพิ่มขึ้น

H2: การเปิดเผยข้อมูล ESG ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เพิ่มขึ้น

การเปิดเผยข้อมูล ESG ที่เพิ่มขึ้นสามารถนำไปสู่การใช้ทรัพยากรและประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดีขึ้น โดยการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทสามารถแสดงให้เห็นถึงความมุ่งมั่นและให้ความสำคัญต่อแนวทางการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนส่งผลให้บริษัทมีการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นและลดความสูญเปล่าทางเศรษฐกิจ (Waste Reduction) (Jensen & Berg, 2012; Tarmuji et al., 2016) นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูล ESG ยังสามารถเพิ่มชื่อเสียงและมูลค่า

ตราสินค้าของบริษัททำให้นักลงทุน ลูกค้า และผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย เชื่อว่าบริษัทมีความโปร่งใสและมีความน่าเชื่อถือที่มากกว่า นำไปสู่การเพิ่มขึ้นของความภักดีของผู้บริโภคต่อบริษัทรวมถึงยอดขายของสินค้า ซึ่งสามารถส่งผลต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมได้ (Bassen & Kovács, 2008; Eccles et al., 2015)

H3: การเปิดเผยข้อมูล ESG ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการเงินที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้น

งานวิจัยในอดีตที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับประสิทธิภาพทางการเงินของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ตัวอย่างเช่น Alareeni and Hamdan (2020) พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพทางการเงินที่วัดโดย ROE เพิ่มขึ้น เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์ (2557) พบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านความรับผิดชอบต่อสังคมและด้านบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ผลประกอบการที่วัดโดย ROA และ ROE มีค่าเพิ่มขึ้น และส่งผลให้มูลค่าบริษัทที่วัดโดย Tobin's Q มีค่าเพิ่มขึ้น ช่องทางหนึ่ง que การเปิดเผยข้อมูล ESG สามารถสร้างผลกระทบเชิงบวกต่อประสิทธิภาพทางการเงินของบริษัทได้แก่ การเพิ่มชื่อเสียงและมูลค่าของตราสินค้าซึ่งสามารถนำไปสู่ความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้บริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่ดีขึ้น ปัจจัยเหล่านี้สามารถเพิ่ม ROE ของบริษัทได้ด้วยการเพิ่มความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าของผู้ถือหุ้น (Eccles et al., 2015; Eccles & Saltzman, 2011; Jensen & Berg, 2012)

ตารางที่ 3.4 ค่าความสัมพันธ์ที่คาดหวัง (Expected Signs) ของการศึกษาส่วนที่ 1

ตัวแปร	ชื่อย่อ	การวัดค่า	ค่าความสัมพันธ์ที่คาดหวัง
ตัวแปรตาม			
มูลค่าของบริษัท (เท่า)	TBQ	Tobin's Q จากการคำนวณของ Chung and Pruitt (1994)	
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (%)	ROA	สัดส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม	
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (%)	ROE	สัดส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	
ตัวแปรอิสระ			
การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (คะแนน)	ESG	ประเมินโดย Bloomberg Terminal	+
ตัวแปรควบคุม			
ขนาดบริษัท (ล้านบาท)	SIZE	ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม	+
อายุบริษัท (ปี)	AGE	นับจากวันที่จดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์	+
อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (%)	LEV	สัดส่วนหนี้สินรวมต่อทรัพย์สินรวม	-
อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (เท่า)	AT	สัดส่วนรายได้รวมต่อสินทรัพย์รวม	+

3.6.2 ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ทั้งในภาพรวมและในแต่ละองค์ประกอบ ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ทำให้ตั้งสมมติฐานงานวิจัยได้ดังนี้
 H4: การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ลดลง

การศึกษาของ Wong et al. (2021) และ Middha and Doshi (2019) พบว่าบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง แสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ส่งผลกระทบต่อให้บริษัทมีต้นทุนส่วนของหนี้สินและต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง นำไปสู่การลดลงของต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูล ESG สามารถเพิ่มความโปร่งใสให้แก่บริษัท ลดความไม่แน่นอนให้แก่นักลงทุนส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลงได้ (Easley & O'Hara, 2004; Graham et al., 2005 as cited in Atan et al., 2018) การดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทนอกจากจะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานด้านการเงิน ยังส่งผลถึงการดำเนินงานร่วมกันที่ดีระหว่างบริษัทและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ผลที่ได้คือต้นทุนทางสังคมที่ดีขึ้น ความไม่สมมาตรของข้อมูลที่ลดลง และการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากขึ้น (Cheng et al., 2014; Flammer, 2015)

H5: การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ลดลง

จากการศึกษาของ Ng and Rezaee (2015) ซึ่งพบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมที่ลดลง เช่น ความรับผิดชอบทางกฎหมายและการเงินที่อาจเกิดขึ้นเพราะการดำเนินงานของบริษัทที่ส่งผลเสียต่อสิ่งแวดล้อม

H6: การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม (SOC) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ลดลง

แม้ว่าการศึกษาในอดีตจะให้ผลลัพธ์ที่หลากหลาย แต่ส่วนใหญ่พบว่าบริษัทที่มีคะแนนด้านความรับผิดชอบต่อสังคมสูงมักจะมีต้นทุนเงินทุนที่ต่ำกว่า (Attig et al., 2013; Weber, 2018) อาจมีสาเหตุจากการรับรู้ของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้านสังคมที่ดีกว่า ทำให้บริษัทมีโอกาสน้อยกว่าที่จะเผชิญกับความเสี่ยงด้านชื่อเสียง การคว่ำบาตรจากผู้บริโภค หรือปัญหาทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับประเด็นทางสังคมซึ่งเป็นการลดความเสี่ยงโดยรวมส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลงได้

H7: การเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล (GOV) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ลดลง

จากการศึกษาในอดีตพบว่า บริษัทที่มีคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลที่ดีจะมีต้นทุนเงินทุนที่ต่ำกว่า เนื่องจากคะแนนดังกล่าวสามารถช่วยสร้างความเชื่อมั่นด้านความโปร่งใสและความรับผิดชอบต่อพนักงานของบริษัทให้กับนักลงทุน รวมถึงมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่า (วรรณ

รัตน์ ปณิธานธรรม และ ดลกนิศ เต็งอำนวนย, 2559; Gracia and Siregar, 2021) สอดคล้องกับ Nguyen and Nguyen (2015) ที่พบว่าบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลต่ำมีความสัมพันธ์กับการฉ้อโกงที่สูงขึ้น ขณะที่บริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลมากกว่าสามารถสร้างบรรยากาศที่เอื้อต่อการตรวจสอบของนักวิเคราะห์และนักลงทุน นำไปสู่การลดความกังวลเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัทและมีต้นทุนเงินทุนที่ลดลงได้

ตารางที่ 3.5 ค่าความสัมพันธ์ที่คาดหวัง (Expected Signs) ของการศึกษาส่วนที่ 2

ตัวแปร	ชื่อย่อ	การวัดค่า	ค่าความสัมพันธ์ที่คาดหวัง
ตัวแปรตาม			
ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (%)	WACC	ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น+ต้นทุนของหนี้สิน	
ตัวแปรอิสระ			
การเปิดเผยข้อมูลด้าน สิ่งแวดล้อม สังคม และ บรรษัทภิบาล (คะแนน)	ESG		
การเปิดเผยข้อมูลด้าน สิ่งแวดล้อม (คะแนน)	ENV		-
การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม (คะแนน)	SOC	ประเมินโดย Bloomberg Terminal	-
การเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิ บาล (คะแนน)	GOV		-
ตัวแปรควบคุม			
ขนาดบริษัท (ล้านบาท)	SIZE	ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม	+
อัตราส่วนโครงสร้างทาง การเงิน (%)	LEV	สัดส่วนหนี้สินรวมต่อทรัพย์สินรวม	+
ความเสี่ยงที่เป็นระบบ	BETA	ค่าความแปรปรวนร่วมระหว่าง ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์กับตลาด ต่อความแปรปรวนของผลตอบแทน จากตลาด	+
อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่า	MVBV	สัดส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี	+

ทางบัญชี (เท่า)			
อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียน ต่อสินทรัพย์รวม (%)	CAP	สัดส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อ สินทรัพย์รวม	-



บทที่ 4

วิเคราะห์ข้อมูลและผลการวิจัย

การศึกษาในครั้งนี้ได้แบ่งออกเป็น 2 ส่วน โดยการศึกษาส่วนที่ 1 คือ การศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่อมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น การศึกษาส่วนที่ 2 คือ การศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ทั้งในภาพรวมและในแต่ละองค์ประกอบ ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัท

4.1 ส่วนที่ 1 การศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยรายงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่อมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในการศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่อมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยจะใช้ตัวแปรทางการเงินทั้ง 3 ตัวนี้เป็นตัวแทนประสิทธิภาพของบริษัท โดยแบ่งออกเป็น 3 ด้านด้วยกันตามวิธีของ Alareeni and Hamdan (2020) และ Buallay (2019) ซึ่งได้ใช้ มูลค่าบริษัท (Tobin's Q) แทนประสิทธิภาพทางด้านตลาด (Market Performance) ใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) แทนประสิทธิภาพทางการดำเนินงาน (Firm's Operational Performance) และใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แทนประสิทธิภาพทางการเงิน (Firm's Financial Performance)

4.1.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

จากตารางที่ 4.1 ค่าสถิติของตัวแปรตัวตาม คือ ประสิทธิภาพด้านตลาด (TBQ) พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.94 เท่า ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 1.18 เท่า ค่าต่ำสุดที่ 0.80 เท่า และค่าสูงสุดที่ 7.62 เท่า ประสิทธิภาพทางการดำเนินงาน (ROA) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 7.12% ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 5.71% ค่าต่ำสุดที่ -4.60% และค่าสูงสุดที่ 31.73% ประสิทธิภาพด้านการเงิน (ROE) มีค่าเฉลี่ยที่ 14.37% ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 15.50% ค่าต่ำสุดที่ -103.29% และค่าสูงสุดที่ 80.93%

ค่าสถิติสำหรับตัวแปรอิสระ คະแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 49.73 คະแนน ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 15.00 คະแนน ค่าต่ำสุดที่

18.06 คะแนน และค่าสูงสุดที่ 80.28 คะแนน ในส่วนของตัวแปรควบคุมพบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 11.45 มีค่าอยู่ที่ระหว่าง 9.25 ถึง 14.73 มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 1.20 อายุเฉลี่ยของบริษัท (AGE) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 20.81 ปี ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 8.93 ปี อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (LEV) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 52.29% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 16.31% ค่าต่ำสุดที่ 15.22% ค่าสูงสุดที่ 95.38% อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) อยู่ที่ 0.71 เท่า มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 0.48 เท่า ค่าต่ำสุดที่ 0.08 เท่า ค่าสูงสุดที่ 2.63 เท่า

ตารางที่ 4.1 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปร

ตัวแปร	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ตัวแปรตาม					
Tobin's Q (เท่า)	240	1.94	1.18	0.80	7.62
ROA (%)	240	7.12	5.71	-4.60	31.73
ROE (%)	240	14.37	15.50	-103.29	80.93
ตัวแปรอิสระ					
ESG (คะแนน)	240	49.73	15.00	18.06	80.28
ตัวแปรควบคุม					
SIZE (log ของสินทรัพย์)	240	11.45	1.20	9.25	14.73
AGE (ปี)	240	20.81	8.93	0	44
LEV (%)	240	52.29	16.31	15.22	95.38
AT (เท่า)	240	0.71	0.48	0.08	2.63

ที่มา: ผู้วิจัย

นอกจากนี้ พบว่าประสิทธิภาพของบริษัทมีค่าลดลง โดยประสิทธิภาพด้านตลาด (TBO) พบว่ามีค่าเฉลี่ยลดลงจาก 1.96 เท่า ในปี พ.ศ. 2558 เป็น 1.80 เท่า ในปี พ.ศ. 2562 แสดงให้เห็นถึงมูลค่าทางตลาดของบริษัทที่ลดลง เช่นเดียวกับประสิทธิภาพด้านการดำเนินงาน (ROA) พบว่ามีค่าเฉลี่ยลดลงจาก 8.14% ในปี พ.ศ. 2558 เป็น 5.84% ในปี พ.ศ. 2562 และประสิทธิภาพด้านการเงิน (ROE) พบว่ามีค่าเฉลี่ยลดลงจาก 17.09% ในปี พ.ศ. 2558 เป็น 10.45% ในปี พ.ศ. 2562 สาเหตุอาจเกิดจากบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีการระดมทุนหรือออกหุ้นใหม่เพิ่มมากขึ้นในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา จึงทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเพิ่มขึ้นส่งผลให้อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าลดลง นอกจากนี้ยังทำให้สินทรัพย์รวมที่คำนวณจากผลรวมระหว่างส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้

ถือหุ้นมีค่าเพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมีค่าลดลงด้วย สอดคล้องกับการศึกษาของ Cheng et al. (2014) ที่ระบุว่า การเปิดเผยคะแนน ESG ที่เพิ่มขึ้น ทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทสนใจการดำเนินงานและให้การสนับสนุน ผลที่ตามมาคือบริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากขึ้น

ค่าเฉลี่ยคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง พบว่ามีแนวโน้มสูงขึ้นในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา โดยเพิ่มขึ้นจาก 44.57 คะแนน ในปี พ.ศ. 2558 เป็น 54.32 คะแนน ในปี พ.ศ. 2562 ดังแสดงในตารางที่ 4.2 แสดงให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีระดับการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

ตารางที่ 4.2 คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล และประสิทธิภาพของบริษัทระหว่างปี พ.ศ. 2558 ถึง พ.ศ. 2562

ตัวแปร	2558	2559	2560	2561	2562
ตัวแปรตาม					
Tobin's Q (เท่า)	1.96	2.00	2.09	1.83	1.80
ROA (%)	8.14	7.77	7.14	6.70	5.84
ROE (%)	17.09	16.80	14.85	12.64	10.45
ตัวแปรอิสระ					
ESG (คะแนน)	44.57	47.62	50.14	51.98	54.32

ที่มา: ผู้วิจัย

4.1.2 การวิเคราะห์สมการตัวแปร

จากผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันของตัวแปรต่างๆ ซึ่งได้ค่าตามตารางที่ 4.3 พบว่าไม่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามที่มีค่ามากกว่า 0.8 หรือ มีความสัมพันธ์มากกว่าร้อยละ 80 แสดงว่ามีโอกาสน้อยมากที่แบบจำลองนี้จะมีปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) (Shrestha, 2020) และที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่มีค่าสูงสุดคือค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง SIZE กับ ESG ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.683 และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่มีค่าต่ำสุดคือค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง LEV กับ ROA โดยมีค่าเท่ากับ -0.528 ทั้งนี้ค่าสัมประสิทธิ์

สหสัมพันธ์ระหว่าง ROA และ ROE แม้จะมีค่าอยู่ที่ 0.752 แต่ด้วยทั้ง ROA และ ROE เป็นตัวแปรตามที่อยู่คนละแบบจำลอง ดังนั้นจึงไม่ก่อให้เกิดปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเอง

ตารางที่ 4.3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

ตัวแปร	TBQ	ROA	ROE	ESG	SIZE	AGE	LEV	AT
TBQ	1.000							
ROA	0.637***	1.000						
ROE	0.462***	0.752***	1.000					
ESG	-0.295***	-0.228***	-0.102	1.000				
SIZE	-0.375***	-0.395***	-0.184***	0.683***	1.000			
AGE	-0.043	0.025	-0.043	-0.087	0.076	1.000		
LEV	-0.269***	-0.528***	-0.192***	0.053	0.347***	-0.033	1.000	
AT	0.003	0.155**	0.067	0.084	-0.095	0.064	-0.110*	1.000

***, ** และ * มีความสัมพันธ์ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% 5% และ 10% ตามลำดับ

การทดสอบ Variance Inflation Factors (VIFs) ซึ่งเป็นอีกการทดสอบที่สามารถใช้ชี้วัดขนาดความรุนแรงของปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเอง ค่าจากตารางที่ 4.4 ไม่พบว่าไม่มีตัวแปรใดที่มีค่า VIF มากกว่า 5 และ Tolerance น้อยกว่า 0.10 ดังนั้นจึงสามารถตีความได้ว่า สมการถดถอยที่ใช้ในการวิจัยไม่มีปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเอง จึงไม่จำเป็นที่จะต้องตัดตัวแปรใดตัวแปรหนึ่งออกจากแบบจำลอง (Studenmund, 1992 อ้างถึงใน ไพฑูรย์ ไกรพรศักดิ์ ,2559)

ตารางที่ 4.4 ผลการทดสอบ Variance Inflation Factors (VIFs)

ตัวแปร	VIF	Tolerance
SIZE	2.51	0.40
ESG	2.22	0.45
LEV	1.24	0.80
AGE	1.07	0.93
AT	1.07	0.94
Mean VIF	1.62	

ที่มา: ผู้วิจัย

ในการเลือกใช้แบบจำลองในวิเคราะห์สมการตัวแบบข้อมูลร่วมภาคตัดขวางและภาคอนุกรมเวลา (Panel Data Analysis) จะใช้การทดสอบ Breusch-Pagan test หรือ Breusch-Pagan LaGrange multiplier test ใช้เพื่อทดสอบว่า σ_u^2 แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ซึ่งการทดสอบนี้สามารถช่วยให้เลือกระหว่างการดำเนินการภายใต้ Random Effect Model หรือ Pooled Regression Model จากผลการทดสอบพบว่าทั้ง 3 แบบจำลองมีค่า P-Value เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานหลักและสรุปได้ว่า การประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธี Random Effect Model มีความเหมาะสมกว่า Pooled Regression Model

การทดสอบ Hausman test พิจารณาว่าความเหมาะสมของแบบจำลองจะเป็นแบบ Random Effect Model หรือ Fixed Effect Model ผลการทดสอบพบว่า แบบจำลองประสิทธิภาพด้านตลาด ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงาน และประสิทธิภาพด้านการเงิน มีค่า P-Value เท่ากับ 0.0009 0.0000 และ 0.0002 ตามลำดับ ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และสรุปได้ว่าการประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธี Fixed Effect Model มีความเหมาะสมกับทั้ง 3 แบบจำลองมากที่สุด ดังที่สรุปไว้ในตารางที่ 4.5

ตารางที่ 4.5 ผลการทดสอบหาแบบจำลองที่เหมาะสม

ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	Breusch-Pagan	Hausman	Model Choice
TBQ	ESG	ปฏิเสธ H_0	ปฏิเสธ H_0	Fixed Effects
ROA	ESG	ปฏิเสธ H_0	ปฏิเสธ H_0	Fixed Effects
ROE	ESG	ปฏิเสธ H_0	ปฏิเสธ H_0	Fixed Effects

ที่มา: ผู้วิจัย

เมื่อได้วิธีการประมาณค่าแบบจำลองที่เหมาะสมแล้ว ผู้วิจัยได้วิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณตามแบบจำลองของกลุ่มตัวอย่างบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในดัชนี SET 100 ผลวิเคราะห์แสดงในตารางที่ 4.6

ตารางที่ 4.6 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่อมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

	(1)TBQ	(2)ROA	(3)ROE
Constant	1.998 (1.03)	-11.14 (-1.00)	-31.02 (-0.84)
Independent Variable			
ESG	0.019** (2.07)	0.108** (2.10)	0.268 (1.56)
Control Variable			
SIZE	-0.0137 (-0.07)	2.071* (1.82)	7.211* (1.90)
AGE	-0.0542* (-1.68)	-0.593*** (-3.20)	-2.404*** (-3.89)
LEV	-0.0138** (-1.99)	-0.173*** (-4.37)	-0.282** (-2.14)
AT	1.430*** (4.75)	14.77*** (8.57)	20.05*** (3.49)
Observation	240	240	240
Prob > F	0.0000	0.0000	0.0000
R-Square	0.1786	0.4019	0.1806
Adj. R-Square	-0.050	0.236	-0.047

***, ** และ * มีความสัมพันธ์ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% 5% และ 10% ตามลำดับ

แบบจำลองที่ 1 ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อประสิทธิภาพด้านตลาด (TBQ)

สมมติฐาน H1: การเปิดเผยข้อมูล ESG ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านตลาดที่วัดโดย Tobin's Q เพิ่มขึ้น

จากตารางที่ 4.6 พบว่า R-Square มีค่าเท่ากับ 0.1786 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรในแบบจำลองที่ 1 สามารถอธิบายประสิทธิภาพด้านตลาดที่วัดโดย Tobin's Q ได้ 17.86% อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิ

บาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านตลาดเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ 0.019 กล่าวคือ หากคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลเพิ่มขึ้น 1 คะแนน จะส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านตลาดของบริษัทที่วัดโดย Tobin's Q เพิ่มขึ้น 0.019 เท่า ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Alareeni and Hamdan (2020) และ Wong et al. (2021) แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีคะแนน ESG สูงกว่ามีแนวโน้มที่จะมีมูลค่าตลาดสูงกว่ามูลค่าทางบัญชี ซึ่งสะท้อนการรับรู้ของนักลงทุนถึงความสำคัญของการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัท

นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) ไม่มีผลกระทบต่อประสิทธิภาพด้านตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อายุของบริษัท (AGE) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านตลาดลดลงอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ -0.0542 กล่าวคืออายุของบริษัทที่เพิ่มขึ้น 1 ปี ส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านตลาดลดลง 0.0542 เท่า อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (LEV) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านตลาดลดลงอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 กล่าวคืออัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินเพิ่มขึ้น 1% ส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านตลาดลดลง 0.0138 เท่า ขณะที่อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านตลาดเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ 1.430 กล่าวคืออัตราส่วนการหมุนเวียนของทรัพย์สินเพิ่มขึ้น 1 เท่า ส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านตลาดเพิ่มขึ้น 1.430 เท่า

แบบจำลองที่ 2 ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อประสิทธิภาพด้านการดำเนินงาน (ROA)

สมมติฐาน H2: การเปิดเผยข้อมูล ESG ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานที่วัดโดย ROA เพิ่มขึ้น

จากตารางที่ 4.6 พบว่า R-Square มีค่าเท่ากับ 0.4019 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรในแบบจำลองที่ 2 สามารถอธิบายประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานที่วัดโดย ROA ได้ 40.19% อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ 0.108 กล่าวคือ หากคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลเพิ่มขึ้น 1 คะแนน จะส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานที่วัดโดย ROA เพิ่มขึ้น 0.108% สอดคล้องกับ Alareeni and Hamdan (2020) และ ซึ่งอาจมีสาเหตุจากการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลที่เป็นส่วนหนึ่งของ ESG สามารถช่วยกำกับดูแลการทำงานของตัวแทน ได้แก่ ผู้บริหารหรือคณะกรรมการบริษัท ให้ปฏิบัติหน้าที่เพื่อผลประโยชน์สูงสุดต่อเจ้าของและผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทสามารถแสดงให้เห็นถึงความมุ่งมั่นและให้ความสำคัญต่อแนวทางการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนส่งผลให้มีการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ

มากขึ้นและลดความสูญเปล่าทางเศรษฐกิจ และยังส่งผลต่อการลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล ลดการเกิดปัญหาตัวแทนส่งผลสามารถบริหารสินทรัพย์ที่มีอยู่ให้กลายเป็นผลกำไรได้ดีกว่า

นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญที่ 0.10 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ 2.071 กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีขนาดเพิ่มขึ้น 1 ส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานเพิ่มขึ้น 2.071% อายุของบริษัท (AGE) ที่เพิ่มขึ้นมีส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานลดลงอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ -0.593 กล่าวคืออายุของบริษัทที่เพิ่มขึ้น 1 ปี ส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานลดลง 0.593 % อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (LEV) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานลดลงอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 กล่าวคือ อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินเพิ่มขึ้น 1 % ส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานลดลง 0.173% อัตราส่วนการหมุนเวียนของทรัพย์สิน (AT) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านตลาดเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ 14.77 กล่าวคืออัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์เพิ่มขึ้น 1 เท่าส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานเพิ่มขึ้น 14.77%

แบบจำลองที่ 3 ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อประสิทธิภาพด้านการเงิน (ROE)

สมมติฐาน H3: การเปิดเผยข้อมูล ESG ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการเงินที่วัดโดย ROE เพิ่มขึ้น

จากตารางที่ 4.6 พบว่า R-Square มีค่าเท่ากับ 0.1806 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรในแบบจำลองที่ 3 สามารถอธิบายประสิทธิภาพด้านการเงินที่วัดโดย ROE ได้ 18.06% อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ ไม่พบผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลต่อการดำเนินงานด้านการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศไทยของ นิตยา โยธาจันทร์ (2563) ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และมูลค่าบริษัทที่วัดโดย Tobin's Q เพิ่มขึ้น แต่ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการเงินเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญที่ 0.10 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ 7.211 กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีขนาดเพิ่มขึ้น 1 ส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการเงินเพิ่มขึ้น 7.211% อายุของบริษัท (AGE) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการเงินลดลงอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ -2.404 กล่าวคืออายุของบริษัทที่เพิ่มขึ้น 1 ปี ส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานลดลง 2.404 % อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (LEV) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการเงินลดลงอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 กล่าวคืออัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินเพิ่มขึ้น

1% ส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานลดลง 0.282% อัตราส่วนการหมุนเวียนของทรัพย์สิน (AT) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านตลาดเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ 20.05 กล่าวคืออัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์เพิ่มขึ้น 1 เท่า ส่งผลให้ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานเพิ่มขึ้น 20.05%

4.2 ส่วนที่ 2 การศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ทั้งในภาพรวมและในแต่ละองค์ประกอบ ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในการศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ทั้งในภาพรวมและในแต่ละองค์ประกอบของบริษัทจดทะเบียน ๆ มีวัตถุประสงค์คือ 1. ศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) 2. ศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลในแต่ละองค์ประกอบของ ESG ซึ่งได้แก่ การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม (SOC) การเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล (GOV) ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)

4.2.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

จากตารางที่ 4.7 ตัวแปรตามได้แก่ ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 8.25% มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 2.56% มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 18.99% และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 2.73% ในส่วนของตัวแปรอิสระพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) พบว่ามีคะแนนเฉลี่ยอยู่ที่ 49.73 คะแนน ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 15.00 คะแนน ค่าต่ำสุดที่ 18.06 คะแนน และค่าสูงสุดที่ 80.28 คะแนน การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) มีคะแนนเฉลี่ยอยู่ที่ 33.38 คะแนน มีค่าต่ำสุดที่อยู่ 0 คะแนน มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 89.10 คะแนน และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 26.78 คะแนน การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม (SOC) มีคะแนนเฉลี่ยอยู่ที่ 32.57 คะแนน มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 3.17 คะแนน มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 70.38 คะแนน มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 15.16 คะแนน และการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล (GOV) มีคะแนนเฉลี่ยอยู่ที่ 83.10 คะแนน มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 48.37 คะแนน มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 98.62 คะแนน มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 8.10 คะแนน

ด้านตัวแปรควบคุมพบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 11.45 มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 1.20 และอยู่ในช่วงระหว่าง 9.25 ถึง 14.73 อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (LEV) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 52.29% มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 16.31% และอยู่ในช่วงระหว่าง 15.22% ถึง 95.38% ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (BETA) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.07 มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.77 มีค่าสูงสุดอยู่ที่

2.56 มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 0.43 อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MVBV) พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3.18 เท่า และอยู่ในช่วงระหว่าง 0.50 เท่า ถึง 13.35 เท่า มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 2.65 เท่า แสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทส่วนใหญ่มีมูลค่าทางตลาดสูงกว่ามูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (CAP) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.37 เท่า มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.23 เท่า มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.06 เท่า และมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.94 เท่า

ตารางที่ 4.7 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปร

ตัวแปร	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ตัวแปรตาม					
WACC (%)	240	8.25	2.73	2.56	18.99
ตัวแปรอิสระ					
ESG (คะแนน)	240	49.73	15.00	18.06	80.28
ENV (คะแนน)	240	33.38	26.78	0	89.10
SOC (คะแนน)	240	32.57	15.16	3.17	70.38
GOV (คะแนน)	240	83.10	8.10	48.37	98.62
ตัวแปรควบคุม					
SIZE (log ของสินทรัพย์)	240	11.45	1.20	9.25	14.73
LEV (%)	240	52.29	16.31	15.22	95.38
BETA	240	1.07	0.43	0.77	2.56
MVBV (เท่า)	240	3.18	2.65	0.50	13.35
CAP (เท่า)	240	0.37	0.23	0.06	0.94

ที่มา: ผู้วิจัย

นอกจากนี้การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม (SOC) และการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล (GOV) ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง ยังมีแนวโน้มสูงขึ้นในระยะเวลาที่ทำการศึกษา การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) พบว่ามีคะแนนเฉลี่ยเพิ่มขึ้นจาก 25.93 คะแนน ในปี พ.ศ. 2558 เป็น 40.15 คะแนน ในปี พ.ศ. 2562 การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม (SOC) มีคะแนนเฉลี่ยเพิ่มขึ้นจาก 26.91 คะแนน ในปี พ.ศ. 2558 เป็น 37.91 คะแนน ในปี พ.ศ. 2562 และการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล (GOV) มีคะแนนเฉลี่ยเพิ่มขึ้นจาก 80.74 คะแนน ในปี พ.ศ. 2558 เป็น 84.79 คะแนน ในปี พ.ศ. 2562 ดังค่าที่แสดงในตารางที่ 4.8

ตารางที่ 4.8 คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล และต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของกลุ่มตัวอย่างระหว่างปี พ.ศ. 2558 ถึง พ.ศ. 2562

ตัวแปร	ปี				
	2558	2559	2560	2561	2562
<u>Dependent</u>					
WACC (%)	9.20	8.44	8.40	7.61	7.63
<u>Independent</u>					
ESG (คะแนน)	44.57	47.62	50.14	51.98	54.32
ENV (คะแนน)	25.93	30.80	34.00	36.02	40.15
SOC (คะแนน)	26.91	29.58	32.86	35.60	37.91
GOV (คะแนน)	80.74	82.35	83.44	84.19	84.79

ที่มา: ผู้วิจัย

4.2.2 การวิเคราะห์สมการตัวแปร

จากตารางที่ 4.9 การทดสอบปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน (Multicollinearity) ด้วยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน ไม่พบว่ามีตัวแปรใดมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรมากกว่า 0.80 หรือ มีความสัมพันธ์มากกว่าร้อยละ 80 โดยค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่มีค่าสูงสุดคือ BETA กับ WACC โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.696 ซึ่งมีสาเหตุมาจาก BETA เป็นองค์ประกอบหนึ่งนำไปคำนวณ WACC ขณะที่ ESG ENV SOC มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มากกว่า 0.80 แต่ตัวแปรเหล่านี้เป็นตัวแปรอิสระที่อยู่คนละแบบจำลอง จึงไม่ส่งผลต่อปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน

จากนั้นนำข้อมูลของตัวแปรมาทำการทดสอบ Variance Inflation Factors (VIFs) โดยค่าจากตารางที่ 4.10 ไม่พบว่ามีตัวแปรใดที่มีค่า VIF มากกว่า 5 และ Tolerance น้อยกว่า 0.10 ดังนั้นจึงสามารถตีความได้ว่า แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัยไม่มีปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเอง จึงไม่จำเป็นที่จะต้องตัดตัวแปรใดตัวแปรหนึ่งออกจากแบบจำลอง

ตารางที่ 4.9 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

ตัวแปร	WACC	ESG	ENV	SOC	GOV	SIZE	LEV	BETA	MVBV	CAP
WACC	1.000									
ESG	0.044	1.000								
ENV	0.059	0.968***	1.000							
SOC	-0.005	0.932***	0.860***	1.000						
GOV	0.060	0.614***	0.465***	0.467***	1.000					
SIZE	-0.040	0.683***	0.644***	0.648***	0.454***	1.000				
LEV	-0.175***	0.053	0.022	0.087	0.058	0.347***	1.000			
BETA	0.696***	0.253***	0.237***	0.232***	0.185***	0.281***	0.212***	1.000		
MVBV	0.265***	-0.245***	-0.229***	-0.226***	-0.185***	-0.228***	0.099	-0.118*	1.000	
CAP	-0.059	-0.257***	-0.266***	-0.266***	-0.054	-0.327***	-0.335***	-0.104	-0.321***	1.000

***, ** และ * มีความสัมพันธ์ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% 5% และ 10% ตามลำดับ

ตารางที่ 4.10 ผลการทดสอบ Variance Inflation Factors (VIFs)

ตัวแปร	VIF				Tolerance			
	(4)	(5)	(6)	(7)	(4)	(5)	(6)	(7)
SIZE	2.41	2.18	2.17	1.76	0.41	0.45	0.46	0.57
ESG	2.13				0.47			
ENV		1.96				0.51		
CAP	1.47	1.48	1.47	1.43	0.68	0.68	0.68	0.70
LEV	1.37	1.38	1.31	1.26	0.73	0.72	0.76	0.79
MVBV	1.34	1.34	1.34	1.32	0.75	0.76	0.75	0.76
SOC			1.87				0.54	
BETA	1.13	1.13	1.12	1.12	0.89	0.89	0.89	0.89
GOV				1.30				0.77
Mean VIF	1.64	1.59	1.55	1.36				

ที่มา: ผู้วิจัย

ในการเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมในการวิเคราะห์สมการตัวแบบข้อมูลร่วมภาคตัดขวางและภาคอนุกรมเวลา จะใช้การทดสอบ Breusch-Pagan test และ Hausman test ผลการทดสอบด้วยวิธี Breusch-Pagan พบว่าค่า P-Value ของทั้ง 4 แบบจำลองมีค่าเท่ากับ 0.0000 ดังนั้นการวิเคราะห์แบบจำลองด้วยวิธี Random Effect Model จึงมีความเหมาะสมกว่าวิธี Pooled Regression Model และจากการทดสอบ Hausman test พบว่าทั้ง 4 แบบจำลองมีค่า P-Value เท่ากับ 0.0000 ดังนั้นในการวิเคราะห์แบบจำลองด้วยวิธี Fixed Effect Model จึงมีความเหมาะสมกว่า Random Effect Model ดังที่สรุปไว้ในตารางที่ 4.11

ตารางที่ 4.11 ผลการทดสอบหาแบบจำลองที่เหมาะสม

ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	Breusch-Pagan	Hausman	Model Choice
WACC	ESG	ปฏิเสธ H_0	ปฏิเสธ H_0	Fixed Effects
WACC	ENV	ปฏิเสธ H_0	ปฏิเสธ H_0	Fixed Effects
WACC	SOC	ปฏิเสธ H_0	ปฏิเสธ H_0	Fixed Effects
WACC	GOV	ปฏิเสธ H_0	ปฏิเสธ H_0	Fixed Effects

ที่มา: ผู้วิจัย

เมื่อได้วิธีการประมาณค่าแบบจำลองที่เหมาะสมแล้ว ผู้วิจัยได้วิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณตามแบบจำลองของกลุ่มตัวอย่างบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในดัชนี SET 100 ผลวิเคราะห์แสดงในตารางที่ 4.12

ตารางที่ 4.12 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ทั้งในภาพรวมและในแต่ละองค์ประกอบต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

	(4) WACC	(5) WACC	(6) WACC	(7) WACC
Constance	28.313 (6.51)	29.11*** (6.37)	25.54*** (5.86)	36.31*** (7.85)
Independent Variable				
ESG	-0.082*** (-5.46)			
ENV		-0.033*** (-3.73)		
SOC			-0.074*** (-6.19)	
GOV				-0.049** (-2.40)
Control Variable				
SIZE	-1.849*** (-4.61)	-2.221*** (-5.47)	-1.770*** (-4.52)	-2.605*** (-6.64)
LEV	-1.838 (-1.29)	-0.012 (-0.82)	-0.015 (-1.06)	-0.009 (-0.57)
BETA	5.133*** (22.24)	5.081*** (21.22)	5.127*** (22.68)	5.036*** (20.64)
MVBV	0.245*** (3.43)	0.250*** (3.37)	0.250*** (3.58)	0.242*** (3.20)
CAP	-0.399 (-0.26)	0.163 (0.10)	-0.378 (-0.25)	0.320 (0.20)

Observation	240	240	240	240
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000
R-Square	0.7486	0.7286	0.7581	0.7171
Adj. R-Square	0.677	0.651	0.689	0.636

***, ** และ * มีความสัมพันธ์ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% 5% และ 10% ตามลำดับ

แบบจำลองที่ 4 ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อต้นทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)

สมมติฐาน H4: การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ลดลง

จากตารางที่ 4.12 พบว่า R-Square มีค่าเท่ากับ 0.7486 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรในแบบจำลองที่ 4 สามารถอธิบายต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักได้ 74.86% อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลงอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ -0.082 กล่าวคือ หากคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลเพิ่มขึ้น 1 คะแนน จะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง 0.082% ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Wong et al. (2021) และ Middha and Doshi (2019) ที่พบว่าบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูล ESG สามารถเพิ่มความโปร่งใสให้แก่บริษัท ลดความไม่แน่นอนให้แก่นักลงทุนส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลงได้ (Easley & O'Hara, 2004; Graham et al., 2005 as cited in Atan et al., 2018) นอกจากนี้การเปิดเผยข้อมูล ESG ของบริษัทนอกจากจะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานด้านการเงิน ยังส่งผลถึงการทำงานร่วมกันที่ดีระหว่างบริษัทและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ผลที่ได้คือต้นทุนทางสังคมที่ดีขึ้น ลดความไม่สมมาตรของข้อมูล มีอันดับความน่าเชื่อถือที่ดีขึ้น และเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากขึ้น (Cheng et al., 2014; Flammer, 2015) ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงที่ลดลงส่งผลให้บริษัทมีต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่ลดลง

นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลงอย่างมีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ -1.849 กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีขนาดเพิ่มขึ้น 1 ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง 1.849% ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (BETA) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ 5.133 กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีความเสี่ยงที่เป็นระบบเพิ่มขึ้น 1 ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้น 5.133% อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MVBV) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ 0.245 กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีเพิ่มขึ้น 1 เท่า ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้น 0.245% ขณะที่ไม่พบผลกระทบของอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (LEV) และอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (CAP) ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

แบบจำลองที่ 5 ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)

สมมติฐาน H5: การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ลดลง

จากตารางที่ 4.12 พบว่า R-Square มีค่าเท่ากับ 0.7286 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรในแบบจำลองที่ 5 สามารถอธิบายต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักได้ 72.86% อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลงอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ -0.033 กล่าวคือ หากคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมเพิ่มขึ้น 1 คะแนน จะส่งผลให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง 0.033% ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Ng and Rezaee (2015) ซึ่งพบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมที่ลดลงสามารถลดโอกาสที่จะเกิด Environmental Liability ได้ ซึ่งก็คือการรับผิดชอบทางกฎหมายและทางการเงินจากการดำเนินกิจกรรมของบริษัทต่อสิ่งแวดล้อม เช่น การทำลายที่อยู่อาศัย การปล่อยมลภาวะ การกำจัดของเสียอย่างไม่เหมาะสม เป็นต้น

นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลงอย่างมีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ -2.221 กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีขนาดเพิ่มขึ้น 1 ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง 2.221% ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (BETA) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ 5.081 กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีความเสี่ยงที่เป็นระบบ

เพิ่มขึ้น 1 ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้น 5.081% อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MVBV) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ 0.250 กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีเพิ่มขึ้น 1 เท่า ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้น 0.250% ขณะที่ไม่พบผลกระทบของอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (LEV) และอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (CAP) ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

แบบจำลองที่ 6 ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม (SOC) ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)

สมมติฐาน H6: การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม (SOC) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ลดลง

จากตารางที่ 4.12 พบว่า R-Square มีค่าเท่ากับ 0.7581 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรในแบบจำลองที่ 6 สามารถอธิบายต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักได้ 75.81% อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลงอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ -0.074 กล่าวคือ หากคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมเพิ่มขึ้น 1 คะแนน จะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง 0.074% สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศไทยของ อุภาวดี เนื่องวรรณะ (2561) ที่ศึกษาการเปิดเผยข้อมูลด้านความรับผิดชอบต่อสังคมที่มีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และพบว่า การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสังคมที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนของหนี้สินและต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมเป็นการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญ เช่น นโยบายด้านสิทธิมนุษยชน นโยบายต่อต้านการใช้แรงงานเด็ก นโยบายการรับประกันคุณภาพและการเรียกคืนสินค้า นโยบายคุ้มครองข้อมูลของผู้บริโภค นโยบายจริยธรรมทางธุรกิจ นโยบายต่อต้านการติดสินบน เป็นต้น ซึ่งเป็นการส่งเสริมภาพลักษณ์ของการดำเนินงานที่คำนึงถึงผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ดังนั้นบริษัทจึงได้รับการสนับสนุนจากนักลงทุนที่สนใจในการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคมส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่ลดลงได้

นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลงอย่างมีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ -1.770 กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีขนาดเพิ่มขึ้น 1 ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง 1.770% ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (BETA) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ 5.127 กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีความเสี่ยงที่เป็นระบบเพิ่มขึ้น 1 ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้น 5.127% อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่า

ทางบัญชี (MVBV) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ 0.250 กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีเพิ่มขึ้น 1 เท่า ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้น 0.250% ขณะที่ไม่พบผลกระทบของอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (LEV) และอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (CAP) ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

แบบจำลองที่ 7 ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล (GOV) ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)

สมมติฐาน H7: การเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล (GOV) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ลดลง

จากตารางที่ 4.12 พบว่า R-Square มีค่าเท่ากับ 0.7171 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรในแบบจำลองที่ 7 สามารถอธิบายต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักได้ 71.71% อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลงอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ -0.049 กล่าวคือ หากคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลเพิ่มขึ้น 1 คะแนน จะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง 0.049% ซึ่งสอดคล้องกับ วรรณรัตน์ ปณิธานธรรม และ ดลกนิศ เต็งอำนาจ (2559) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยรายงานการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียน ฯ ในช่วงปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2555 จำนวน 913 กลุ่มตัวอย่าง และพบว่าบริษัทที่มีคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่าจะมีต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำกว่า เนื่องจากคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนว่าการบริหารงานของคณะกรรมการบริษัทมีความโปร่งใสสามารถตรวจสอบได้ เช่นเดียวกับ กิตติธัช ต้นนิรันดร (2552) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ฯ ระหว่างปี พ.ศ. 2543 ถึง พ.ศ. 2550 จำนวน 411 บริษัท รวม 2,548 กลุ่มตัวอย่าง และพบว่า บริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลเพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนของหนี้สิน ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง

นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลงอย่างมีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ -2.605 กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีขนาดเพิ่มขึ้น 1 ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง 2.605% ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (BETA) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ 5.036 กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีความเสี่ยงที่เป็นระบบเพิ่มขึ้น 1 ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้น 5.036% อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MVBV) ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญ

ทางสถิติที่ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ 0.242 กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีเพิ่มขึ้น 1 เท่า ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้น 0.242% ขณะที่ไม่พบผลกระทบของอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (LEV) และอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (CAP) ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก



บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

งานวิจัยนี้ในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่อมูลค่าของบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น รวมไปถึงต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลงบการเงินและ ESG Score จาก Bloomberg Terminal ระหว่างปี พ.ศ. 2558 ถึง 2562 ของบริษัทจำนวน 48 บริษัท หรือ 240 กลุ่มตัวอย่าง ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์มีลักษณะเป็น Panel data และจากการทดสอบพบว่าการประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธี Fixed Effects Model เป็นวิธีที่เหมาะสมที่สุด

5.1.1 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่อมูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษาพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพทางด้านตลาดที่วัดโดย Tobin's Q และประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานที่วัดโดย ROA มีค่าเพิ่มขึ้น ผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีคะแนน ESG ดีกว่ามีแนวโน้มที่จะมีมูลค่าตลาดสูงกว่ามูลค่าทางบัญชี ซึ่งสะท้อนความสนใจของนักลงทุนที่มีต่อหุ้นของบริษัทที่เปิดเผยข้อมูล ESG และยังแสดงให้เห็นถึงการบริหารสินทรัพย์เพื่อสร้างผลกำไรได้ดีกว่า สอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีต (Alareeni & Hamdan, 2020; Barbaric, 2021; Buallay, 2019; Kim et al., 2013; Van Brecht et al., 2018; Wong et al., 2021) การเปิดเผยข้อมูล ESG สามารถแสดงภาพรวมของการดำเนินงานที่มั่นคงในอนาคต เพราะแสดงให้เห็นถึงรายงานผลการดำเนินงานด้านการเงินและด้านที่ไม่ใช่ด้านการเงินของบริษัท ตัวอย่างเช่น ด้านสิ่งแวดล้อมกล่าวถึงการดำเนินงานของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับนโยบายด้านสิ่งแวดล้อม การเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ มลพิษ การกำจัดของเสีย การใช้พลังงาน เป็นต้น ด้านสังคมกล่าวถึงการดำเนินงานของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับชุมชน บริษัทกับลูกค้า สภาพการทำงาน ความเท่าเทียมในที่ทำงาน ทุนมนุษย์ เป็นต้น ด้านบรรษัทภิบาลกล่าวถึงการกำกับดูแลกิจการ ความโปร่งใส ค่าตอบแทน ความเสี่ยงในการตรวจสอบและการกำกับดูแลความเสี่ยง เป็นต้น Yu et al. (2018) พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ส่งผลให้บริษัทมีความโปร่งใสเพิ่มขึ้น นำไปสู่การลดลงของปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลและ

ปัญหาตัวแทนส่งผลให้มูลค่าบริษัทที่วัดโดย Tobin's Q มีค่าเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังสามารถปรับปรุงภาพลักษณ์ที่ดีของบริษัท ดึงดูดนักลงทุนที่สนใจในการลงทุนอย่างยั่งยืนได้อีกด้วย

ขณะที่ไม่พบผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อประสิทธิภาพด้านการเงินที่วัดโดย ROE สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศไทยของ นิตยา โยธาจันทร์ และคณะ (2563) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนกับผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่ม ESG100 ระหว่างปี พ.ศ. 2558 ถึง พ.ศ. 2562 พบว่าการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และมูลค่าบริษัท (Tobin's Q) แสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยรายงานด้านความยั่งยืนเพิ่มขึ้นส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นตามไปด้วย แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

ในส่วนของตัวแปรควบคุมพบว่า ขนาดของบริษัทที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ ROA และ ROE เพิ่มขึ้น บ่งชี้ว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่าอาจสามารถใช้ประโยชน์จากทรัพยากรที่มีเพื่อสร้างผลกำไรได้ดีกว่า อายุบริษัทที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ Tobin's Q ROA และ ROE ลดลง ซึ่งอาจบ่งชี้ว่าบริษัทที่มีอายุมากกว่า อาจกำลังอยู่ในช่วงอิมิตัวทำให้มีโอกาสเติบโตที่ต่ำกว่า อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ Tobin's Q ROA และ ROE ลดลง ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีส่วนของหนี้สินสูงกว่าอาจมีความเสี่ยงในการชำระหนี้มากกว่าส่งผลโดยตรงต่อประสิทธิภาพของบริษัท อัตราส่วนการหมุนเวียนของทรัพย์สินที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ Tobin's Q ROA และ ROE เพิ่มขึ้น บ่งชี้ว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนการหมุนเวียนของทรัพย์สินที่สูงกว่าจะมีประสิทธิภาพมากกว่าในการใช้ทรัพย์สินของบริษัทเพื่อสร้างยอดขายหรือรายได้ส่งผลให้มี Tobin's Q ROA และ ROE ที่ดีกว่า

การศึกษาในครั้งนี้เป็นการเพิ่มหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลต่อมูลค่าบริษัท อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทไม่เพียงแต่จะมีบทบาทด้านจริยธรรมในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลของบริษัทเพียงเท่านั้น แต่ยังมีบทบาทสำคัญต่อมูลค่าบริษัทและอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมอีกด้วย ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่บริษัทจะสามารถดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพเมื่อคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมด ไม่เพียงแต่ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเท่านั้น

5.1.2 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ทั้งในภาพรวมและในแต่ละองค์ประกอบ ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษาพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาในอดีต (Attig et al., 2013; Dhaliwal et al., 2011; Middha & Doshi, 2019; Weber, 2018; Wong et al., 2021; Yilmaz, 2022; กิตติธัช ตันนิรันดร, 2552; วรณรัตน์ ปณิธานธรรม, 2559) เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ใช่ด้านการเงินได้แก่ ข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ช่วยให้นักลงทุนเข้าใจความเสี่ยงและมองเห็นโอกาสที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในบริษัทนั้นได้ดียิ่งขึ้น สามารถเพิ่มความโปร่งใสและลดความไม่แน่นอนให้แก่นักลงทุนส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลงได้ (Easley & O'Hara, 2004; Graham et al., 2005 as cited in Atan et al., 2018) Cheng et al. (2014) พบว่า ระดับความรับผิดชอบต่อสังคมที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ข้อจำกัดทางการเงินในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนลดลง ทำให้บริษัทมีความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากขึ้น เนื่องจากระดับความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทส่งผลต่อการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ได้แก่ ลูกจ้าง บริโภค และชุมชน ส่งผลให้บริษัทมีการตัดใจในการดำเนินกิจการได้ดีขึ้น ลดการเกิดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล ทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทสนใจการดำเนินงานและให้การสนับสนุนส่งผลให้บริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากขึ้น นอกจากนี้ ระดับความรับผิดชอบต่อสังคมที่เพิ่มขึ้นยังส่งผลให้บริษัทมีความโปร่งใสและความรับผิดชอบต่อสังคมมากขึ้น นำไปสู่ความเสี่ยงของนักลงทุนที่ลดลง และเมื่อพิจารณาในแต่ละองค์ประกอบ พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลงมากที่สุด นักลงทุนสนับสนุนให้บริษัทมีการดำเนินกรรมเพื่อสังคมเนื่องจากการดำเนินกิจกรรมเพื่อสังคมของบริษัทสามารถลดความเสี่ยงที่ราคาหลักทรัพย์จะลดลงอย่างรวดเร็วได้ (Stock Price Crash Risk) (Thanyaorn & Muttanachai, 2020)

นอกจากนี้พบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่าจะมีต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลงสอดคล้องกับทฤษฎีการประหยัดต่อขนาด เนื่องจากบริษัทเหล่านั้นมีการลงทุนและการดำเนินงานที่หลากหลายในประเภทธุรกิจและกลุ่มอุตสาหกรรมที่มากกว่า ซึ่งช่วยกระจายความเสี่ยงส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่ต่ำกว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้น กล่าวคือบริษัทที่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบสูงกว่าจะมีต้นทุนเงินทุนที่สูงกว่า เช่นเดียวกับอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้น สาเหตุจากอัตราส่วนนี้สามารถใช้วัดโอกาสในการเติบโต ดังนั้นการที่บริษัทมี MVBV ที่สูงกว่าจะมี WACC ที่สูงกว่า อาจมีสาเหตุจากโอกาสในการเติบโตสอดคล้องกับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นและ

เป็นการเพิ่มความคาดหวังผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นจากนักลงทุนส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักสูงขึ้นได้ ขณะที่อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินและอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมพบว่าไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

โดยสรุป การศึกษาในครั้งนี้พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และด้านบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง แสดงให้เห็นว่านักลงทุนและสถาบันทางการเงินได้ให้ความสนใจข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืนนอกเหนือจากข้อมูลด้านการเงินของบริษัทอีกด้วย การที่บริษัทมีการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลหรือมีการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนมากขึ้น สามารถส่งผลให้บริษัทมีชื่อเสียงที่ดีขึ้น ลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล ลดการเกิดปัญหาตัวแทน ส่งผลให้บริษัทมีความโปร่งใสเพิ่มขึ้นและมีความเสี่ยงที่ลดลงส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง

5.2 ข้อเสนอแนะจากการทำวิจัย

ผลการศึกษาในครั้งนี้ได้เน้นย้ำถึงความสำคัญของการเปิดเผยข้อมูล ESG สำหรับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การเปิดเผยข้อมูล ESG สามารถช่วยให้นักลงทุนและผู้จัดการสินทรัพย์สามารถตัดสินใจลงทุนได้ดียิ่งขึ้น เนื่องจากข้อมูล ESG ประกอบด้วยข้อมูลด้านความยั่งยืนของบริษัทซึ่งไม่ได้รวมอยู่ในข้อมูลงบการเงินของบริษัท และยังพบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่าบริษัท อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น และส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง

นักลงทุนที่สนใจการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคมหรือสนใจนำเอาปัจจัยด้านการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล มาเป็นส่วนหนึ่งในการตัดสินใจลงทุนในหุ้นของบริษัทสามารถเข้าถึงข้อมูลได้จาก www.settrade.com ในหัวข้อ “ข้อมูลหุ้นยั่งยืน (ESG Investment)” ซึ่งประกอบไปด้วยข้อมูลของบริษัทที่เปิดเผยข้อมูล ESG และได้รับการจัดให้อยู่ในดัชนีความยั่งยืน Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) ดัชนี SET THSI และรายชื่อหุ้นยั่งยืน นอกจากนี้ยังมีข้อมูลคะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG ของบริษัท ซึ่งสามารถแสดงถึงระดับการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนและความโปร่งใสของบริษัท ถูกประเมินโดยบริษัทภายนอกตลาดหลักทรัพย์ เช่น Moody’s ESG Solution MSCI Refinitiv และ S&P Global เป็นต้น

นอกจากนี้ยังสามารถช่วยในการกำหนดนโยบายที่สนับสนุนให้บริษัทต่างๆเปิดเผยข้อมูล ESG และปรับปรุงประสิทธิภาพด้านความยั่งยืน ตัวอย่างเช่น Thanyaorn and Muttanachai (2020) พบว่าจำนวนคำจากรายงานด้านความยั่งยืนของ 60 บริษัทที่อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน รายงานด้านบรรษัทภิบาลมีจำนวนคำเฉลี่ย 1197.84 คำ การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมมีจำนวนคำเฉลี่ย

1196.12 คำ ซึ่งมีความใกล้เคียงกัน แต่เมื่อเปรียบเทียบกับคะแนนที่ได้รับการประเมินจาก Bloomberg กลับพบว่าคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 83.10 คะแนน ขณะที่การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 32.57 คะแนน ซึ่งมีค่าเฉลี่ยที่ห่างกัน 2.55 เท่า ทำให้ยังมีช่องว่างให้ผู้กำหนดนโยบายสามารถปรับปรุง พัฒนาการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมให้ครอบคลุมได้มากยิ่งขึ้น

ในปี พ.ศ. 2564 คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ได้ปรับเกณฑ์รวมแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีและรายงานประจำปีให้เป็นแบบรายงานเดียว (แบบ 56-1 One Report) และปรับหัวข้อการเปิดเผยข้อมูล “ความรับผิดชอบต่อสังคม” เป็น “การขับเคลื่อนธุรกิจเพื่อความยั่งยืน” ซึ่งเป็นจุดเปลี่ยนสำคัญในการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนหรือ ESG (Environment, Social and Governance) One Report โดยมีรายละเอียดดังนี้

การขับเคลื่อนธุรกิจเพื่อความยั่งยืน

1. นโยบายและเป้าหมายการจัดการด้านความยั่งยืน
 - อธิบายนโยบายการจัดการด้านความยั่งยืนระดับองค์กรที่สอดคล้องกับทิศทางและกลยุทธ์การดำเนินธุรกิจ เพื่อสะท้อนถึงเจตนารมณ์และความมุ่งมั่นที่จะขับเคลื่อนธุรกิจ โดยคำนึงถึงประเด็น ด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม ที่ครอบคลุมการเคารพสิทธิมนุษยชน และด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี
2. การจัดการผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียในห่วงโซ่คุณค่าของธุรกิจ
 - 2.1. ห่วงโซ่คุณค่าของธุรกิจ (Value Chain)
 - อธิบายลักษณะห่วงโซ่คุณค่าของธุรกิจ (value chain) ที่แสดงถึงความสัมพันธ์ ของผู้มีส่วนได้เสียที่สำคัญในกิจกรรมซึ่งเกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำจนถึงปลายน้ำ โดยสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทมุ่งมั่นที่จะสร้างคุณค่าให้แก่สินค้าและบริการเพื่อตอบสนองความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสีย
 - 2.2. การวิเคราะห์ผู้มีส่วนได้เสียในส่วนเสียในห่วงโซ่คุณค่าของธุรกิจ
 - ระบุกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียที่สำคัญทั้งภายในและภายนอกองค์กรซึ่งมีความสัมพันธ์กับห่วงโซ่คุณค่าของธุรกิจ โดยสรุปความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียที่มีต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัท
3. การจัดการด้านความยั่งยืนในมิติสิ่งแวดล้อม
 - 3.1. นโยบายและแนวปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
 - อธิบายนโยบายและแนวปฏิบัติที่สอดคล้องกับกฎหมาย ระเบียบ และข้อบังคับ ด้านสิ่งแวดล้อมซึ่งเกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจของบริษัทและบริษัทย่อย โดยสะท้อนให้

เห็นว่าบริษัทมีความมุ่งมั่นที่จะลดผลกระทบเชิงลบต่อสิ่งแวดล้อมในประเด็นต่าง ๆ เช่น พลังงาน น้ำ ขยะ ของเสีย มลพิษ และการจัดการเพื่อลดปัญหาก๊าซเรือนกระจก

3.2. ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม

- อธิบายข้อมูลผลการดำเนินงานและผลลัพธ์ที่เกี่ยวกับการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม ในเฉพาะประเด็นที่สำคัญกับกระบวนการดำเนินธุรกิจ เช่น การจัดการพลังงาน น้ำ ขยะ ของเสีย มลพิษ เป็นต้น อีกทั้ง ควรอธิบายแผนงานที่สะท้อนถึงความสามารถของธุรกิจ ในการใช้ทรัพยากรอย่างคุ้มค่า การจัดการความยั่งยืนในมิติสังคม
- นอกจากนี้ให้เปิดเผยข้อมูลการปล่อยก๊าซเรือนกระจกตามมาตรฐานสากลหรือเทียบเท่า

4. การจัดการความยั่งยืนในมิติสังคม

4.1. นโยบายและแนวปฏิบัติด้านสังคม

- อธิบายนโยบายและแนวปฏิบัติของบริษัทที่สอดคล้องกับกฎหมาย ระเบียบ และ ข้อบังคับที่เกี่ยวกับการจัดการด้านสังคมในกระบวนการดำเนินธุรกิจ ซึ่งรวมถึง การเคารพสิทธิมนุษยชน ตลอดห่วงโซ่คุณค่า เช่น การปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม การผลิตและบริการอย่างมีความรับผิดชอบต่อลูกค้า การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชนและสังคม

4.2. ผลการดำเนินงานด้านสังคม

- อธิบายข้อมูลผลการดำเนินงานและผลลัพธ์ที่เกี่ยวกับการจัดการด้านสังคม ซึ่งรวมถึง การเคารพสิทธิมนุษยชนตลอดห่วงโซ่คุณค่า เช่น การปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม การผลิตและบริการอย่างมีความรับผิดชอบต่อลูกค้า การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชนและสังคมในประเด็นที่สำคัญกับกระบวนการดำเนินธุรกิจ อีกทั้งควรอธิบายแผนงานที่แสดงให้เห็นถึงความสามารถของบริษัทในการจัดการด้านสังคมในกระบวนการดำเนินธุรกิจ อย่างมีประสิทธิภาพ โดยบริษัทอาจเพิ่มเติมผลการดำเนินงาน ผลลัพธ์ รวมถึงแผนงาน (ถ้ามี) เกี่ยวกับการจัดการด้านสังคมอื่น ๆ ตามที่บริษัทพิจารณาแล้วว่าสอดคล้องกับ นโยบายและแนวปฏิบัติด้านสังคม

ด้านการกำกับดูแลกิจการ

5. นโยบายการกำกับดูแลกิจการ

5.1. ภาพรวมของนโยบายและแนวปฏิบัติการกำกับดูแลกิจการ

- นโยบายและแนวปฏิบัติที่เกี่ยวกับคณะกรรมการ ครอบคลุมการสรรหาและกำหนด ค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหาร ความเป็นอิสระของคณะกรรมการจากฝ่ายจัดการ การพัฒนากรรมการ และการประเมินผลการปฏิบัติหน้าที่ของกรรมการ รวมถึงการ กำกับดูแลบริษัทย่อยและบริษัทร่วม

- นโยบายและแนวปฏิบัติที่เกี่ยวกับผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย ครอบคลุมการดูแลผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นโดยเท่าเทียมกัน การส่งเสริมการใช้สิทธิของผู้ถือหุ้น การป้องกันการใช้ข้อมูลภายใน การป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสีย การชดเชยกรณีที่เกิดการละเมิดสิทธิ การต่อต้านทุจริตคอร์รัปชัน และมาตรการดำเนินการกับผู้ที่ไม่เป็นไปตามนโยบายและแนวปฏิบัติดังกล่าว

5.2 จรรยาบรรณธุรกิจ

- กรณีที่บริษัทมีการจัดทำจรรยาบรรณธุรกิจให้อธิบายความเชื่อมโยงของแนวปฏิบัติกับ วิสัยทัศน์ วัตถุประสงค์ เป้าหมาย หรือกลยุทธ์ที่นำไปสู่การสร้างคุณค่าในองค์กร (values) พร้อมอธิบาย กระบวนการที่สนับสนุนให้คณะกรรมการ ผู้บริหาร และ พนักงานของบริษัทปฏิบัติตามจรรยาบรรณธุรกิจ เพื่อสร้างให้เกิดเป็นวัฒนธรรม องค์กร

5.3 การเปลี่ยนแปลงและพัฒนากิจการที่สำคัญของนโยบาย แนวปฏิบัติ และระบบการกำกับดูแล กิจการในรอบปีที่ผ่านมา

- อธิบายข้อมูลการเปลี่ยนแปลงและพัฒนากิจการที่สำคัญเกี่ยวกับการทบทวนนโยบาย แนวปฏิบัติ และระบบการกำกับดูแลกิจการ หรือกฎบัตรคณะกรรมการในรอบปีที่ผ่านมา เพื่อแสดงว่าบริษัท ได้มีการปรับปรุงนโยบาย แนวปฏิบัติ และระบบการกำกับดูแล กิจการอย่างต่อเนื่อง เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการกำกับดูแลและแสดงให้เห็นว่ามีการ ยกระดับมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัท ที่สอดคล้องกับหลักการกำกับดูแล กิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2560 (CG Code) อย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง

6. โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ และข้อมูลสำคัญเกี่ยวกับคณะกรรมการ คณะกรรมการชุดย่อย ผู้บริหาร พนักงานและอื่น ๆ

6.1. โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ

- แสดงแผนภาพการบริหารจัดการองค์กรตั้งแต่คณะกรรมการ คณะกรรมการชุดย่อย ฝ่ายจัดการ ไปจนถึงฝ่ายงานต่าง ๆ รวมถึงหน่วยงานที่เป็นกลไกในการกำกับดูแล กิจการ เช่น หน่วยงานตรวจสอบภายใน หน่วยงานกำกับดูแลองค์กร หน่วยงานบริหาร ความเสี่ยง เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงลำดับชั้นสายการบังคับบัญชา การสนับสนุน การ ตรวจสอบ ความเป็นอิสระ และการแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างคณะกรรมการและฝ่าย จัดการ

6.2. ข้อมูลเกี่ยวกับคณะกรรมการ

- อธิบายองค์ประกอบและข้อมูลพื้นฐานของคณะกรรมการที่สะท้อนถึงคุณสมบัติ ความสามารถ ความเป็นอิสระ และความหลากหลายด้านทักษะความชำนาญ เพศ และอายุของคณะกรรมการ เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถนำข้อมูลไปวิเคราะห์ถึงองค์ประกอบ บทบาทหน้าที่ความรับผิดชอบ และความเหมาะสมของคณะกรรมการสอดคล้องกับ ความต้องการของธุรกิจทั้งในมิติความโปร่งใส การตรวจสอบและถ่วงดุล และ ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ โดยให้บริษัทอธิบายข้อมูลดังนี้
 - 6.2.1. องค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัท พร้อมแสดงจำนวนกรรมการทั้งหมด สัดส่วน ของกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด และสัดส่วนของกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารต่อ กรรมการทั้งหมด
 - 6.2.2. ข้อมูลคณะกรรมการและผู้มีอำนาจควบคุมบริษัทรายบุคคล โดยให้ระบุชื่อประธาน กรรมการ รายชื่อของกรรมการ และผู้มีอำนาจควบคุมบริษัท (ถ้ามี)
 - 6.2.3. ข้อมูลเกี่ยวกับบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการ เพื่อให้สามารถควบคุม ดูแล และ ติดตามการดำเนินงานอย่างโปร่งใสและมีประสิทธิภาพ อีกทั้งระบุบทบาทหน้าที่ของ ประธานกรรมการ และผู้จัดการหรือผู้ดำรงตำแหน่งเทียบเท่าที่เรียกชื่อเรียกอย่างอื่น
- 6.3. ข้อมูลเกี่ยวกับคณะกรรมการชุดย่อย
 - 6.3.1. แสดงข้อมูลคณะกรรมการชุดย่อยแต่ละชุดที่ได้รับการแต่งตั้ง เช่น คณะกรรมการ ตรวจสอบ คณะกรรมการบริหาร คณะกรรมการบริหารความเสี่ยง คณะกรรมการสรรหา คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน คณะกรรมการบรรษัทภิบาลและความยั่งยืน ของกิจการ พร้อมทั้งอธิบาย ขอบเขต อำนาจ หน้าที่และบทบาทความรับผิดชอบของ คณะกรรมการชุดย่อยแต่ละชุด
 - 6.3.2. ระบุรายชื่อของคณะกรรมการชุดย่อยแต่ละชุด โดยระบุรายชื่อประธาน คณะกรรมการชุดย่อย รายชื่อกรรมการชุดย่อยแต่ละชุด และระบุกรณีที่มีการรายนาม ดังกล่าวเป็นกรรมการอิสระ กรณีของคณะกรรมการตรวจสอบให้ระบุรายชื่อกรรมการ ตรวจสอบที่มีความรู้และประสบการณ์ในการสอบทานงบการเงินของบริษัท และ ประสบการณ์ในการสอบทานงบการเงินของกรรมการรายดังกล่าว
- 6.4. ข้อมูลเกี่ยวกับผู้บริหาร
 - 6.4.1. ระบุรายชื่อและตำแหน่งของผู้บริหาร ประกอบด้วยรายชื่อผู้บริหารสูงสุดและผู้บริหาร 4 รายแรกนับจากผู้บริหารสูงสุด ทั้งนี้ หากเป็นกรณีที่ holding company มีการ ประกอบธุรกิจ หลากหลายประเภทธุรกิจ โดยมีบริษัทที่เป็นศูนย์กลางทำหน้าที่บริหาร จัดการบริษัทย่อยหรือบริษัทร่วมในแต่ละกลุ่มธุรกิจ ให้ระบุรายชื่อและตำแหน่งของ ผู้บริหาร รวมถึงแผนภาพโครงสร้างภายในของ บริษัทที่เป็นศูนย์กลาง บริษัทย่อยที่

ประกอบธุรกิจหลักแต่ไม่ได้อยู่ภายใต้บริษัทที่เป็นศูนย์กลาง และบริษัทย่อยภายในกลุ่มของบริษัทที่เป็นศูนย์กลางซึ่งขนาดของบริษัทดังกล่าวมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับขนาดของ holding company

6.4.2. ให้อธิบายนโยบายการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการบริหารและผู้บริหาร เช่น การกำหนดค่าตอบแทนตามผลการปฏิบัติหน้าที่ เป็นต้น พร้อมระบุความเห็นของคณะกรรมการบริษัท หรือคณะกรรมการค่าตอบแทนเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลและความเหมาะสมของการจ่ายค่าตอบแทน ผู้บริหาร (ถ้ามี)

6.4.3. ให้ระบุจำนวนค่าตอบแทนรวมของกรรมการบริหารและผู้บริหาร ทั้งกรณี ได้รับจากบริษัทและบริษัทย่อย โดยเปรียบเทียบกับค่าตอบแทนรวมทั้งหมดของกิจการเพื่อแสดงให้เห็นถึงความเหมาะสมของการจ่ายค่าตอบแทนและความโปร่งใสในการบริหารงานรวมทั้งให้เปิดเผยค่าตอบแทนอื่นที่ไม่ใช่ตัวเงิน (ถ้ามี)

6.5. ข้อมูลเกี่ยวกับพนักงาน

- ระบุจำนวนพนักงานทั้งหมดและจำนวนพนักงานตามแต่ละสายงานหลัก เพื่อแสดงให้เห็นถึงความเหมาะสมของจำนวนแรงงานทั้งหมดที่ใช้ในการประกอบธุรกิจ ความเสี่ยงในการขาดแคลนแรงงาน และการกระจายของแรงงานในหน่วยงานที่สำคัญ และกรณีที่บริษัทมีการเปลี่ยนแปลงจำนวนพนักงานอย่างมีนัยสำคัญในระยะ 3 ปีที่ผ่านมา ให้อธิบายเหตุผลในเรื่องดังกล่าว นอกจากนี้ให้แสดงผลตอบแทนรวมของพนักงานและอธิบายลักษณะของผลตอบแทน เช่น เงินเดือน โบนัส และเงินสมทบกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ เป็นต้น เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงการควบคุมต้นทุนแรงงาน การจ่ายค่าตอบแทนอย่างเป็นธรรมและโปร่งใส

6.6. ข้อมูลสำคัญอื่น ๆ

6.6.1. ระบุรายชื่อผู้ที่ได้รับมอบหมายให้รับผิดชอบโดยตรงในการควบคุมดูแลการทำบัญชีเลขานุการบริษัท หัวหน้างานตรวจสอบภายใน หรือผู้ตรวจสอบภายในที่ว่าจ้างจากภายนอก หัวหน้างานกำกับดูแลการปฏิบัติงานของบริษัท (compliance) พร้อมทั้งแนบข้อมูลของบุคคลดังกล่าวที่ได้รับมอบหมาย

6.6.2. ระบุรายชื่อหัวหน้างานนักลงทุนสัมพันธ์ และข้อมูลเพื่อการติดต่อ (ถ้ามี)

6.6.3. แสดงค่าตอบแทนที่ผู้สอบบัญชี สำนักงานสอบบัญชีที่ผู้สอบบัญชีสังกัด และบุคคลหรือกิจการที่เกี่ยวข้องกับผู้สอบบัญชีและสำนักงานสอบบัญชีที่ผู้สอบบัญชีสังกัด โดยให้ระบุแยกเป็น ค่าตอบแทนจากการสอบบัญชี (audit fee) และค่าบริการอื่นที่นอกเหนือจากงานสอบบัญชี (non-audit fee) รวมทั้งเปิดเผยข้อมูลประเภทและขอบเขตงานบริการอื่นที่นอกเหนือจากงานสอบบัญชี (non-audit service) ด้วย

6.6.4. ในกรณีที่เป็นบริษัทต่างประเทศ ให้ระบุชื่อบุคลากรที่ได้รับมอบหมายให้เป็นตัวแทนในประเทศไทยและข้อมูลในการติดต่อในประเทศไทยให้ชัดเจนด้วย

7. รายงานผลการดำเนินงานสำคัญด้านการกำกับดูแลกิจการ

7.1. สรุปผลการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการในรอบปีที่ผ่านมา

- อธิบายสรุปผลการปฏิบัติหน้าที่ว่าคณะกรรมการบริษัทมีบทบาทสำคัญอย่างไรต่อการกำหนดนโยบายและกลยุทธ์ที่อาจนำไปสู่การเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน การสร้างวัฒนธรรมและค่านิยมองค์กรรวมถึงการเพิ่มประสิทธิภาพการกำกับดูแลความเพียงพอของระบบควบคุมภายใน และการบริหารความเสี่ยงขององค์กร หรือการให้ความเห็นอื่น ๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาองค์กร

7.1.1. การสรรหาพัฒนาและประเมินผลการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ

- อธิบายผลการดำเนินงานเกี่ยวกับการสรรหา การพัฒนา การประเมินผลของกรรมการและคณะกรรมการชุดย่อยในรอบปีที่ผ่านมา เพื่อแสดงให้เห็นถึงการดำเนินงานที่โปร่งใสสอดคล้องกับหน้าที่ความรับผิดชอบ

7.1.2. การเข้าร่วมประชุมและการจ่ายค่าตอบแทนคณะกรรมการรายบุคคล

- ให้ระบุจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการและจำนวนครั้งที่กรรมการแต่ละรายเข้าประชุมคณะกรรมการบริษัทในปีที่ผ่านมา รวมถึงการเข้าร่วมประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปีและการประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น (ถ้ามี) เพื่อให้ทราบว่าคณะกรรมการมีการติดตามและกำกับดูแลการดำเนินงานอย่างทั่วถึง ครอบคลุมหน่วยงานต่าง ๆ ภายในองค์กรและมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นอย่างเหมาะสม

7.1.3. การกำกับดูแลบริษัทย่อยและบริษัทร่วม

- (1) ให้อธิบายว่าคณะกรรมการบริษัทมีกลไกในการกำกับดูแลที่ทำให้สามารถควบคุมดูแลการจัดการและรับผิดชอบต่อกรรมการดำเนินงานของบริษัทย่อยและบริษัทร่วมเพื่อดูแลรักษาผลประโยชน์ในเงินลงทุนของบริษัทอย่างไร
- (2) ให้เปิดเผยข้อตกลงระหว่างบริษัทกับผู้ถือหุ้นอื่นในการบริหารจัดการบริษัทย่อยและบริษัทร่วม (shareholders' agreement) (ถ้ามี)

7.1.4. การติดตามให้มีการปฏิบัติตามนโยบายและแนวปฏิบัติในการกำกับดูแลกิจการ ให้แสดงผลการติดตามให้มีการปฏิบัติตามนโยบายและแนวปฏิบัติในการกำกับดูแลกิจการที่บริษัทได้กำหนดไว้ นอกจากนี้ให้บริษัทติดตามเพื่อให้เกิดการปฏิบัติตามการกำกับดูแลกิจการที่ดีอีก 4 ประเด็น ดังนี้ (1) การป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (2) การใช้ข้อมูลภายในเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ (3) การต่อต้านทุจริตคอร์รัปชัน (4) การแจ้งเบาะแส (Whistleblowing)

- 7.2. รายงานผลการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการตรวจสอบในรอบปีที่ผ่านมา
- 7.2.1. ให้แสดงจำนวนครั้งการประชุมและการเข้าประชุมของกรรมการตรวจสอบรายบุคคล
- 7.2.2. ให้อธิบายผลการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการตรวจสอบ
- 7.3. สรุปผลการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการชุดย่อยอื่น ๆ
- ครอบคลุมการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง คณะกรรมการสรรหา คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน คณะกรรมการบรรษัทภิบาลและความยั่งยืนของกิจการ และคณะกรรมการ ชุดย่อยอื่น ๆ (ถ้ามี)
- 7.3.1. ให้แสดงจำนวนครั้งการประชุมและการเข้าประชุมของคณะกรรมการย่อยรายบุคคล
- 7.3.2. ให้อธิบายผลการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการชุดย่อยดังกล่าว ที่ได้รับมอบหมายจากคณะกรรมการบริษัท
8. การควบคุมภายในและรายการระหว่างกัน
- 8.1. การควบคุมภายใน
- ให้สรุปความเห็นของคณะกรรมการบริษัทเกี่ยวกับระบบการควบคุมภายในของบริษัทในเรื่องดังต่อไปนี้ ทั้งนี้ ให้คณะกรรมการบริษัทใช้แบบประเมินความเพียงพอของระบบการควบคุมภายใน ซึ่งรวมถึงการบริหารจัดการความเสี่ยงที่จัดไว้บนเว็บไซต์ของสำนักงาน เพื่อประกอบการประเมินความเพียงพอของระบบการควบคุมภายในของบริษัทด้วย
- 8.1.1. ความเพียงพอและความเหมาะสมของระบบการควบคุมภายในของบริษัทและการจัดให้มีบุคลากรอย่างเพียงพอที่จะดำเนินการดังกล่าวได้อย่างมีประสิทธิภาพ รวมทั้งการติดตามควบคุมดูแลการดำเนินงานของบริษัทย่อยว่า สามารถป้องกันทรัพย์สินของบริษัทและบริษัทย่อยจากการที่กรรมการหรือผู้บริหารนำไปใช้โดยมิชอบหรือโดยไม่มีอำนาจหรือไม่
- 8.1.2. ให้อธิบายว่าที่ผ่านมามีข้อบกพร่องเกี่ยวกับระบบการควบคุมภายในเรื่องใดบ้าง ถ้ามี บริษัทได้แก้ไขข้อบกพร่องดังกล่าวเสร็จสิ้นแล้วหรือไม่
- 8.1.3. ให้ระบุความเห็นของคณะกรรมการตรวจสอบในกรณีที่มีความเห็นแตกต่างไปจากความเห็นของคณะกรรมการบริษัท หรือผู้สอบบัญชีมีข้อสังเกตเกี่ยวกับการควบคุมภายในประการใด ให้ระบุไว้ด้วย
- 8.1.4. ความเห็นของคณะกรรมการตรวจสอบว่าได้ดูแลให้ผู้ดำรงตำแหน่งหัวหน้างานตรวจสอบภายในมีวุฒิการศึกษา ประสบการณ์ การอบรม ที่เหมาะสมเพียงพอกับการปฏิบัติหน้าที่ดังกล่าวแล้วหรือไม่ อย่างไร

8.1.5. การแต่งตั้ง ถอดถอน และโยกย้ายผู้ดำรงตำแหน่งหัวหน้างานตรวจสอบภายในต้องได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือไม่ กรณีที่ไม่ได้เป็นหน้าที่ของคณะกรรมการตรวจสอบ บริษัทมีแนวปฏิบัติอย่างไร

8.2. รายการระหว่างกัน (ถ้ามี)

- ให้เปิดเผยรายการระหว่างกันในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา หรืออาจเลือกเปิดเผยเฉพาะปีล่าสุด โดยระบุข้อความให้ผู้ถือหุ้นและ/หรือผู้ลงทุนสามารถดูข้อมูลย้อนหลังเพื่อเปรียบเทียบข้อมูล 3 ปี ได้จากเว็บไซต์ของบริษัท การเปิดเผยข้อมูลรายการระหว่างกัน มีรายละเอียดดังนี้

8.2.1. ให้ระบุชื่อกลุ่มบุคคลที่อาจมีความขัดแย้ง ลักษณะความสัมพันธ์ และเปิดเผยข้อมูลรายการระหว่างกัน เช่น ลักษณะ ปริมาณ เงื่อนไขของรายการระหว่างกัน อัตราดอกเบี้ย ราคาซื้อ ราคาขาย มูลค่าของรายการระหว่างกัน หรือค่าเช่าที่เกิดขึ้นจริง พร้อมทั้งแสดงราคาประเมิน หรืออัตราค่าเช่าที่ประเมินโดยบุคคลที่สาม หรือแสดงได้ว่าเป็นราคาที่เป็นธรรม ทั้งนี้ หากเป็นรายการระหว่างกันกับบริษัทร่วมหรือบริษัทย่อยที่มีกรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ถือหุ้นไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดจะไม่เปิดเผยข้อมูลนั้นก็ได้

8.2.2. ให้อธิบายความจำเป็นและความสมเหตุสมผลของรายการดังกล่าวว่าเป็นไปเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทแล้วหรือไม่ อย่างไร โดยให้จัดให้มีการเห็นของคณะกรรมการตรวจสอบในเรื่องดังกล่าวด้วย

8.2.3. ให้อธิบายนโยบายและแนวโน้มการทำรายการระหว่างกันในอนาคต รวมทั้ง การปฏิบัติตามข้อผูกพันที่บริษัทให้ไว้ในหนังสือชี้ชวน

8.2.4. กรณีที่มีการแสดงราคาประเมินประกอบการทำรายการระหว่างกัน ให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับทรัพย์สินที่มีการประเมินราคาและราคาประเมิน พร้อมทั้งให้แนบข้อมูลเกี่ยวกับการประเมินราคาดังกล่าว

ขณะที่การให้คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ที่จัดทำขึ้นโดย Bloomberg มีหัวข้อการให้คะแนนดังต่อไปนี้

ด้านสิ่งแวดล้อม

คุณภาพอากาศ (Air Quality)

- การปล่อยแก๊สไนโตรเจนออกไซด์ (Nitrogen Oxide Emissions)
- การปล่อยสารอินทรีย์ระเหยง่าย (VOC Emissions)

- การปล่อยแก๊สคาร์บอนมอนอกไซด์ (Carbon Monoxide Emissions)
- การปล่อยฝุ่นละออง (Particulate Emissions)
- การปล่อยแก๊สซัลเฟอร์ไดออกไซด์หรือซัลเฟอร์ออกไซด์ (Sulphur Dioxide / Sulphur Oxide Emissions)

การเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ (Climate Change)

- การลดการปล่อยแก๊สเรือนกระจก (Emissions Reduction Initiatives)
- นโยบายเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ (Climate Change Policy)
- Climate Change Opportunities Discussed
- Risks of Climate Change Discussed
- การปล่อยแก๊สคาร์บอนไดออกไซด์โดยตรง (Direct CO2 Emissions)
- การปล่อยแก๊สคาร์บอนไดออกไซด์ทางอ้อม (Indirect CO2 Emissions)
- การปล่อยสารทำลายโอโซน (ODS Emissions)
- การปล่อยแก๊สเรือนกระจกโดยตรง (GHG Scope 1)
- การปล่อยแก๊สเรือนกระจกทางอ้อมจากการใช้ไฟฟ้า (GHG Scope 2)
- การปล่อยแก๊สเรือนกระจกทางอ้อมจากด้านอื่น ๆ (GHG Scope 3)
- การปล่อยแก๊สเรือนกระจกทางอ้อมจาก Market Based (Scope 2 Market Based GHG Emissions)
- Scope of Disclosure
- คาร์บอนต่อหนึ่งหน่วยของการผลิต

ผลกระทบต่อระบบนิเวศและความหลากหลายทางชีวภาพ (Ecological and Biodiversity impacts)

- นโยบายเกี่ยวข้องกับความหลากหลายทางชีวภาพ (Biodiversity Policy)
- จำนวนครั้งของการโดนค่าปรับด้านสิ่งแวดล้อม (Number of Environmental Fines)
- มูลค่าของค่าปรับด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental Fines (Amount))
- จำนวนครั้งของค่าปรับด้านสิ่งแวดล้อมที่มีนัยสำคัญ (Number of Significant Environmental Fines)
- มูลค่าของค่าปรับด้านสิ่งแวดล้อมที่มีนัยสำคัญ (Amount of Significant Environmental Fines)

พลังงาน (Energy)

- นโยบายการใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพ (Energy Efficiency Policy)

- ปริมาณการใช้พลังงานทั้งหมด (Total Energy Consumption)
- การใช้พลังงานหมุนเวียน (Renewable Energy Use)
- ปริมาณการใช้ไฟฟ้า (Electricity Used)
- การใช้เชื้อเพลิง ถ่านหิน/ลิกไนต์ (Fuel Used - Coal/Lignite)
- การใช้เชื้อเพลิง แก๊สธรรมชาติ (Fuel Used - Natural Gas)
- การใช้เชื้อเพลิง น้ำมันดิบ/ดีเซล (Fuel Used - Crude Oil/Diesel)
- การสร้างพลังงานทดแทน (Self-Generated Renewable Electricity)
- การใช้พลังงานต่อหนึ่งหน่วยการผลิต (Energy Per Unit of Production)

วัสดุและของเสีย (Materials & Waste)

- นโยบายลดการปล่อยของเสีย (Waste Reduction Policy)
- ของเสียอันตราย (Hazardous Waste)
- ปริมาณของเสียทั้งหมด (Total Waste)
- การนำของเสียกลับมาใช้ใหม่ (Waste Recycled)
- วัสดุตั้งต้นที่ใช้ (Raw Materials Used)
- สัดส่วนวัสดุที่นำกลับมาใช้ใหม่ได้ (% Recycled Materials)
- ของเสียที่ส่งไปฝังกลบ (Waste Sent to Landfills)
- สัดส่วนวัสดุตั้งต้นจากแหล่งวัตถุดิบที่ยั่งยืน (Percentage Raw Material from Sustainable Sources)

ห่วงโซ่อุปทาน (Supply Chain)

- การจัดการห่วงโซ่อุปทานด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental Supply Chain Management)

น้ำ (Water)

- นโยบายด้านการใช้น้ำ (Water Policy)
- ปริมาณการระบายน้ำทิ้งทั้งหมด (Total Water Discharged)
- การใช้น้ำต่อหนึ่งหน่วยการผลิต (Water per Unit of Production)
- ปริมาณทั้งหมดของการดึงน้ำบาดาลและจากผิวน้ำ (Total Water Withdrawal)
- ปริมาณการใช้น้ำ (Water Consumption)

ด้านสังคม

ความสัมพันธ์กับชุมชนและผู้บริโภค (Community & Customers)

- นโยบายด้านสิทธิมนุษยชน (Human Rights Policy)
- นโยบายต่อต้านการใช้แรงงานเด็ก (Policy Against Child Labor)

- นโยบายการรับประกันคุณภาพและการเรียกคืนสินค้า (Quality Assurance and Recall Policy)
- นโยบายคุ้มครองข้อมูลของผู้บริโภค (Consumer Data Protection Policy)
- Community Spending
- จำนวนครั้งของการร้องเรียนจากผู้บริโภค (Number of Customer Complaints)
- Total Corporate Foundation and Other Giving

ความหลากหลาย (Diversity)

- นโยบายด้านความเท่าเทียม (Equal Opportunity Policy)
- การกำจัดช่องว่างรายได้ระหว่างเพศ (Gender Pay Gap Breakout)
- สัดส่วนผู้หญิงในตำแหน่งบริหาร (% Women in Management)
- สัดส่วนลูกจ้างที่เป็นผู้หญิง (% Women in Workforce)
- % Minorities in Management
- % Minorities in Workforce
- สัดส่วนลูกจ้างที่เป็นผู้พิการ (% Disabled in Workforce)
- สัดส่วนช่องว่างรายได้ระหว่างเพศสำหรับผู้บริหารอาวุโส (Percentage Gender Pay Gap for Senior Management)
- สัดส่วนช่องว่างรายได้ระหว่างเพศสำหรับผู้บริหารระดับกลางและอื่น (Percentage Gender Pay Gap Mid & Other Management)
- สัดส่วนช่องว่างรายได้ระหว่างเพศสำหรับลูกจ้างที่ไม่ใช่ผู้บริหาร (Percentage Gender Pay Gap Employees Exclude Management)
- สัดส่วนช่องว่างรายได้ระหว่างเพศสำหรับลูกจ้างในทุกระดับ (% Gender Pay Gap Total Employees Including Management)
- สัดส่วนผู้หญิงที่เป็นผู้บริหารระดับกลางและอื่น ๆ (% Women in Middle and or Other Management)

จริยธรรมและการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ (Ethics & Compliance)

- นโยบายจริยธรรมทางธุรกิจ (Business Ethics Policy)
- นโยบายต่อต้านการติดสินบน (Anti-Bribery Ethics Policy)
- การบริจาคทางการเมือง (Political Donations)

สุขภาพและความปลอดภัย (Health & Safety)

- นโยบายด้านสุขภาพและความปลอดภัย (Health and Safety Policy)
- อุบัติเหตุถึงแก่ความตาย - ผู้รับเหมา (Fatalities – Contractors)

- อุบัติเหตุถึงแก่ความตาย - ลูกจ้าง (Fatalities – Employees)
- อุบัติเหตุถึงแก่ความตาย - ทั้งหมด (Fatalities – Total)
- อัตราอุบัติเหตุจนถึงขั้นหยุดงาน (Lost Time Incident Rate)
- อัตราอุบัติเหตุในการทำงาน (Total Recordable Incident Rate)
- อัตราอุบัติเหตุจนถึงขั้นหยุดงานของผู้รับเหมา (Lost Time Incident Rate - Contractors)
- อัตราอุบัติเหตุในการทำงานของผู้รับเหมา (Total Recordable Incident Rate - Contractors)
- อัตราอุบัติเหตุในการทำงานของลูกจ้าง (Total Recordable Incident Rate - Workforce)
- อัตราอุบัติเหตุจนถึงขั้นหยุดงานของลูกจ้าง (Lost Time Incident Rate - Workforce)

ทุนมนุษย์ (Human Capital)

- นโยบายด้านการฝึกอบรม (Training Policy)
- นโยบายค่าตอบแทนที่เหมาะสม (Fair Remuneration Policy)
- จำนวนพนักงานที่ดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (Number of Employees – CSR)
- สัดส่วนพนักงานที่ลาออก (Employee Turnover %)
- สัดส่วนพนักงานที่เป็นสมาชิกของสหภาพแรงงาน (% Employees Unionized)
- ค่าใช้จ่ายในการฝึกอบรมพนักงาน (Employee Training Cost)
- จำนวนชั่วโมงที่บริษัทใช้เพื่อฝึกอบรมพนักงาน (Total Hours Spent by Firm - Employee Training)
- จำนวนผู้รับเหมา (Number of Contractors)

ห่วงโซ่อุปทาน (Supply Chain)

- การจัดการห่วงโซ่อุปทานด้านสังคม (Social Supply Chain Management)
- จำนวนครั้งของการตรวจประเมินโดยซัพพลายเออร์ (Number of Suppliers Audited)
- Number of Supplier Audits Conducted
- Number Supplier Facilities Audited
- สัดส่วนของซัพพลายเออร์ของบริษัทที่ไม่สามารถปฏิบัติตามข้อกำหนด (Percentage of Suppliers in Non-Compliance)

- สัดส่วนของซัพพลายเออร์ที่ผ่านข้อกำหนด (Percentage Suppliers Audited)

ด้านบริษัทภิบาล

ความเสี่ยงในการตรวจสอบและการกำกับดูแลความเสี่ยง (Audit Risk & Oversight)

- จำนวนครั้งของการประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee Meetings)
- อายุงานของผู้ตรวจสอบบัญชี (Years Auditor Employed)
- ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ (Size of Audit Committee)
- จำนวนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการตรวจสอบ (Number of Independent Directors on Audit Committee)
- สัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบที่เข้าร่วมประชุม (Audit Committee Meeting Attendance Percentage)

องค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัท (Board Composition)

- การประเมินตนเองของคณะกรรมการบริษัท (Company Conducts Board Evaluations)
- จำนวนกรรมการทั้งหมดในคณะกรรมการบริษัท (Size of the Board)
- จำนวนครั้งของการประชุมของคณะกรรมการบริษัทในหนึ่งปี (Number of Board Meetings for the Year)
- สัดส่วนกรรมการที่เข้าร่วมประชุม (Board Meeting Attendance %)
- จำนวนผู้บริหารหรือผู้จัดการ (Number of Executives / Company Managers)
- จำนวนกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (Number of Non-Executive Directors on Board)

ค่าตอบแทน (Compensation)

- นโยบายการถือหุ้นบริษัทของผู้บริหาร (Company Has Executive Share Ownership Guidelines)
- นโยบายการถือหุ้นบริษัทของกรรมการ (Director Share Ownership Guidelines)
- จำนวนกรรมการทั้งหมดในคณะกรรมการสรรหาและพิจารณาค่าตอบแทน (Size of Compensation Committee)
- จำนวนกรรมการอิสระในคณะกรรมการสรรหาและพิจารณาค่าตอบแทน (Number of Independent Directors on Compensation Committee)

- จำนวนการประชุมของคณะกรรมการสรรหาและพิจารณาค่าตอบแทน (Number of Compensation Committee Meetings)
- สัดส่วนกรรมการสรรหาและพิจารณาค่าตอบแทนที่เข้าร่วมประชุม (Compensation Committee Meeting Attendance %)

ความหลากหลาย (Diversity)

- อายุสูงสุดของคณะกรรมการบริษัท (Board Age Limit)
- จำนวนผู้บริหารที่เป็นผู้หญิง (Number of Female Executives)
- จำนวนคณะกรรมการบริษัทที่เป็นผู้หญิง (Number of Women on Board)
- กรรมการที่อายุน้อยที่สุด (Age of the Youngest Director)
- กรรมการที่อายุมากที่สุด (Age of the Oldest Director)

ความเป็นอิสระ (Independence)

- จำนวนของคณะกรรมการอิสระ (Number of Independent Directors)

การสรรหาและการกำกับดูกิจการ (Nominations & Governance Oversight)

- จำนวนกรรมการสรรหา (Size of Nomination Committee)
- จำนวนกรรมการอิสระในคณะกรรมการสรรหา (Number of Independent Directors on Nomination Committee)
- จำนวนครั้งของการประชุมของคณะกรรมการสรรหา (Number of Nomination Committee Meetings)
- สัดส่วนของกรรมการสรรหาที่เข้าประชุม (Nomination Committee Meeting Attendance Percentage)

การกำกับดูแลกิจการอย่างยั่งยืน (Sustainability Governance)

- Verification Type
- การฝึกอบรมพนักงานในด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (Employee CSR Training)

การดำรงตำแหน่ง (Tenure)

- วาระการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการบริษัท(ปี) (Board Duration (Years))

เมื่อเปรียบเทียบแนวทางการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลจากแบบ 56-1 และหัวข้อการให้คะแนนการเปิดเผยข้อมูลโดย Bloomberg พบว่าในด้านสิ่งแวดล้อม แนวทางการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมของแบบ 56-1 มีหัวข้อที่ใกล้เคียงกับหัวข้อที่ได้รับการประเมินโดย Bloomberg ซึ่งขาดเพียงหัวข้อ ผลกระทบต่อระบบนิเวศและความหลากหลายทางชีวภาพ ที่ไม่มีอยู่ในแนวทางการเปิดเผยข้อมูลของแบบ 56-1 ด้านสังคมพบว่า แนวทางการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมของแบบ 56-1 ยังขาดหัวข้อ สุขภาพและความปลอดภัย ห่วงโซ่อุปทาน และบาง

หัวข้อย่อยของความหลากหลายในที่ทำงาน เช่น สัดส่วนช่องว่างรายได้ระหว่างเพศสำหรับผู้บริหารอาวุโส สัดส่วนช่องว่างรายได้ระหว่างเพศสำหรับผู้บริหารระดับกลางและอื่น สัดส่วนช่องว่างรายได้ระหว่างเพศสำหรับลูกจ้างที่ไม่ใช่ผู้บริหาร สัดส่วนช่องว่างรายได้ระหว่างเพศสำหรับลูกจ้างในทุกระดับ สัดส่วนผู้หญิงที่เป็นผู้บริหารระดับกลางและอื่น ๆ และด้านบรรษัทภิบาลพบว่าแนวทางการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลของแบบ 56-1 ครอบคลุมทั้งหัวข้อหลักและหัวข้อย่อยที่ได้รับการประเมินโดย Bloomberg ซึ่งจำนวนคำเฉลี่ยที่เปิดเผยในรายงานด้านความยั่งยืนจากการศึกษาของ Thanyaorn and Muttanachai (2020) พบว่า มีความสอดคล้องกับคะแนนเฉลี่ยของการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล ดังนั้นคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ยังสามารถที่จะปรับปรุงและเพิ่มข้อกำหนดแนวทางการเปิดเผยข้อมูลของแบบ 56-1 ให้ดียิ่งขึ้นได้ เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมที่เพิ่มขึ้น

5.3 ข้อจำกัดของการวิจัย

1. การศึกษาในครั้งนี้ประกอบไปด้วยข้อมูลจากบริษัทจำนวน 48 บริษัทจาก 100 บริษัทที่อยู่ในดัชนี SET 100 และจาก 725 บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้ อาจจะไม่ครอบคลุมไปถึงบริษัทอื่นๆและบริษัทในอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งมีสาเหตุมาจากตัวแปรอิสระของการศึกษาในครั้งนี้มาจากคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลที่ถูกรวบรวมโดย Bloomberg Terminal ซึ่งในปี พ.ศ. 2558 มีบริษัทที่ได้รับการประเมินโดย Bloomberg Terminal จำนวน 70 บริษัท ขณะที่ในปีพ.ศ. 2564 มีบริษัทที่ได้รับการประเมินจำนวน 137 บริษัท ซึ่งเห็นได้ว่ามีจำนวนเพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัว ดังนั้นการศึกษาในอนาคตควรจะใช้ข้อมูลของบริษัทที่ได้รับการประเมินทั้งหมดเพื่อให้สามารถเป็นตัวแทนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้

2. การศึกษาในครั้งนี้มีระยะเวลาในการศึกษาเพียง 5 ปี เนื่องจากมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใหญ่ที่สุดและได้รับการประเมินคะแนนอย่างต่อเนื่อง วิกฤตการณ์การระบาดของโรคโควิด 19 ส่งผลกระทบอย่างหนักต่อเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2563 จนถึง พ.ศ. 2564 จึงทำให้ผู้วิจัยไม่ได้นำข้อมูลช่วงที่มีการระบาดของโรคโควิด 19 เข้ามาร่วมศึกษาด้วย เนื่องจากการระบาดของโรคโควิด 19 เป็นเหตุการณ์ที่ถือว่าเป็น Shock ทางระบบเศรษฐกิจซึ่งอาจส่งผลให้การวิเคราะห์ขาดความแม่นยำ

3. การศึกษาในครั้งนี้ไม่ได้แยกประเภทของอุตสาหกรรม เนื่องจากข้อจำกัดด้านกลุ่มตัวอย่างที่มีขนาดเล็ก ดังนั้นการศึกษาในอนาคตเมื่อกลุ่มตัวอย่างมีขนาดใหญ่พอ จึงเป็นที่น่าสนใจที่จะทำการศึกษาลงลึกถึงแต่ละประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม

4. มีหลายสถาบันทางการเงินที่นำการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ไปจัดอันดับ ตัวอย่างเช่น MSCI ESG Rating Morningstar Sustainalytics และ Refinitiv เป็นต้น ดังนั้นการวิเคราะห์ผลจากคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG Disclosure score) จากผู้จัดทำที่แตกต่างกันอาจส่งผลให้การวิเคราะห์ที่ได้มีค่าที่แตกต่างกัน



บรรณานุกรม

- Aarak, S., & Werner, H. W. (2021). *ESG and corporate financial performance: A study on differences across countries and industries in Europe* Handelshøyskolen BI].
- Abraham, D., & Forslund, M. (2022). The link between ESG and financial performance in sensitive and non-sensitive industries. A quantitative study of the European market.
- Adams, G. M. (2022). *Global ESG 2022 Outlook*
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(7), 1409-1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29(2), 182-194. <https://doi.org/10.1108/MEO-03-2017-0033>
- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Suh, J. (2013). Corporate Social Responsibility and Credit Ratings. *Journal of Business Ethics*, 117(4), 679-694. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1714-2>
- Bank of America Merrill Lynch. (2017). ESG Part II: a deeper dive [Report]. *Equity Strategy Focus Point*, 1-14. https://www.iccr.org/sites/default/files/page_attachments/esg_part_2_deeper_dive_bof_of_a_june_2017.pdf
- Barbaric, M. (2021). *ESG scores and financial performance of Swedish-listed companies – Is there a link?* [Student thesis, DiVA]. <http://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:hj:diva-54495>
- Bassen, A., & Kovács, A. (2008). Environmental, Social and Governance Key Performance - Indicators from a Capital Market Perspective. *Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik - Journal for Business, Economics & Ethics*, 9, 182-182. <https://doi.org/10.5771/1439-880X-2008-2-182>
- Berntsson, W. (2019). *The impact of ESG score on firm's cost of capital and riskiness*

[Student essay, University of Gothenburg].

- Bowen, H. R. (2013). *Social Responsibilities of the Businessman*. University of Iowa Press.
<https://doi.org/10.2307/j.ctt20q1w8f>
- Braun, P. (2021). *Why 'Doing Good' With Sustainable Investing Doesn't Necessarily Mean Doing Well*. Forbes. Retrieved 26 April 2022 from
<https://www.forbes.com/sites/phillipbraun/2021/07/23/why-doing-good-with-sustainable-investing-doesnt-necessarily-mean-doing-well/?sh=7eadcc2b793d>
- Britton, N. (2021). *What is ESG and why corporate tax departments should care*. THOMSON REUTERS. Retrieved 1 May 2022 from
<https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/tax-and-accounting/esg-corporate-tax-departments/>
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98-115. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149>
- Carroll, A. B. (1979). A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *The Academy of Management Review*, 4(4), 497-505.
<https://doi.org/10.2307/257850>
- Carroll, A. B. (1999). Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct. *Business & Society*, 38(3), 268-295.
<https://doi.org/10.1177/000765039903800303>
- Chen, Y., & Jinyi, Y. (2022). ESG practices and the cost of capital: Evidence from CA100+ companies.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance [<https://doi.org/10.1002/smj.2131>]. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), 70-74. <https://doi.org/10.2307/3665623>
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.

<http://www.jstor.org/stable/29780225>

Eccles, R. G., Krzus, M. P., & Ribot, S. (2015). Models of Best Practice in Integrated Reporting 2015 [<https://doi.org/10.1111/jacf.12123>]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(2), 103-115.

<https://doi.org/https://doi.org/10.1111/jacf.12123>

Eccles, R. G., & Saltzman, D. (2011). Achieving Sustainability Through Integrated Reporting. *Stanford Social Innovation Review*, 9(3), 56-61.

<https://doi.org/10.48558/7XS8-MX90>

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74. <https://doi.org/10.2307/258191>

Fassin, Y. (2009). The Stakeholder Model Refined. *Journal of Business Ethics*, 84(1), 113-135. <http://www.jstor.org/stable/40294649>

FERNANDO, J., RHINEHART, C., & MA, J. (2022). *UN Principles for Responsible Investment (PRI)? Definition*. Investopedia. Retrieved 24 April 2022 from

<https://www.investopedia.com/terms/u/un-principles-responsible-investment-pri.asp>

Flammer, C. (2015). Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach. *Management Science*, 61(11), 2549-2568. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.2038>

Freeman, R. E., & Elms, H. (2018). *The Social Responsibility of Business Is to Create Value for Stakeholders*. MIT Sloan Management Review. Retrieved 29 April 2022 from <https://sloanreview.mit.edu/article/the-social-responsibility-of-business-is-to-create-value-for-stakeholders/>

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.

<https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>

Friedman, M. (2007). *The social responsibility of business is to increase its profits*. Springer.

Global Compact Network Thailand. (n.d.). *Sustainable Stock Exchanges Initiative*.

Retrieved 13 May from <https://globalcompact-th.com/resources/detail/117>

- Global Sustainable Investment Alliance. (2019). *Global Sustainable Investment Review 2018* [Report]. Global Sustainable Investment Alliance. http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf
- Global Sustainable Investment Alliance. (2021). *Global Sustainable Investment Review 2020* [Report]. Global Sustainable Investment Alliance. <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>
- Global Trend. (2020). ยูเอ็นโกลบอลคอมแพ็ค (UN Global Compact UNGC). THAILND SUSTAINABILITY EXPO. Retrieved 19 April 2022 from <https://www.thailandsustainabilityexpo.com/post/un-global-compact-ungc1>
- Gonçalves, T., Dias, J., & Barros, V. (2022). Sustainability Performance and the Cost of Capital. *International Journal of Financial Studies*, 10, 63. <https://doi.org/10.3390/ijfs10030063>
- Governance & Accountability Institute. (2021). SUSTAINABILITY REPORTING IN FOCUS. 2021 S&P 500 + RUSSELL 1000 Examining 2020 sustainability reporting trends of the largest publicly-traded companies in the U.S., 1-24.
- Gracia, O., & Siregar, S. V. (2021). Sustainability practices and the cost of debt: Evidence from ASEAN countries. *Journal of Cleaner Production*, 300, 126942. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126942>
- Harvard College Consulting Group. (2021). *ESG Investing*. Harvard College Consulting Group. Retrieved 30 April 2022 from <https://static1.squarespace.com/static/5edeedaed417cb4da8b5864a/t/621c00451f6148500818921e/1646002253501/%5BHCCG%5D+ESG+Investing.pdf>
- James, G., Witten, D., Hastie, T., & Tibshirani, R. (2013). *An introduction to statistical learning* (Vol. 112). Springer.
- Jensen, J. C., & Berg, N. (2012). Determinants of Traditional Sustainability Reporting Versus Integrated Reporting. An Institutional Approach [https://doi.org/10.1002/bse.740]. *Business Strategy and the Environment*, 21(5), 299-316. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/bse.740>
- 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. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Khosravi, N., & Wadman, A. (2022). *Impact of ESG Score on Cost of Capital - Evidence from the Swedish Market* [Master's Thesis, University of Gothenburg].
- Kim, J., Chung, S., & Park, C. (2013). Corporate Social Responsibility and Financial Performance: The impact of the MSCI ESG Ratings on Korean Firms. *Journal of the Korea Academia-Industrial cooperation Society*, 14.
<https://doi.org/10.5762/KAIS.2013.14.11.5586>
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
[https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)
- Koh, H.-K., Burnasheva, R., & Suh, Y. G. (2022). Perceived ESG (Environmental, Social, Governance) and Consumers's Responses: The Mediating Role of Brand Credibility, Brand Image, and Perceived Quality. *Sustainability*, 14(8).
- Kotler, P., & Lee, N. (2008). *Corporate social responsibility: Doing the most good for your company and your cause*. John Wiley & Sons.
- Landier, A., & Nair, V. B. (2009). *Investing for change: Profit from responsible investment*. Oxford University Press on Demand.
- Latapí Agudelo, M. A., Jóhannsdóttir, L., & Davídsdóttir, B. (2019). A literature review of the history and evolution of corporate social responsibility. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 4(1), 1.
<https://doi.org/10.1186/s40991-018-0039-y>
- Li, T.-T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D. D. (2021). ESG: Research progress and future prospects. *Sustainability*, 13(21), 11663.
- Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's q Ratio and Industrial Organization. *The Journal of Business*, 54(1), 1-32. <http://www.jstor.org/stable/2352631>
- Mackey, A., Mackey, T. B., & Barney, J. B. (2007). Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investor Preferences and Corporate Strategies. *The Academy of Management Review*, 32(3), 817-835. <http://www.jstor.org/stable/20159337>
- Magnanelli, B. S., & Izzo, M. F. (2017). Corporate social performance and cost of debt: the relationship. *Social Responsibility Journal*, 13(2), 250-265.
<https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2016-0103>
- Mariani, M., Pizzutilo, F., Caragnano, A., & Zito, M. (2021). Does it pay to be

environmentally responsible? Investigating the effect on the weighted average cost of capital [<https://doi.org/10.1002/csr.2164>]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(6), 1854-1869.

<https://doi.org/https://doi.org/10.1002/csr.2164>

Middha, D., & Doshi, Y. S. (2019). *RELATIONSHIP BETWEEN ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE OF PUBLICLY LISTED FIRMS ON THE S&P 500* [Master's Thesis, Simon Fraser University].

Ng, A. C., & Rezaee, Z. (2015). Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 34, 128-149.

<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.003>

Nguyen, P., & Nguyen, A. (2015). The effect of corporate social responsibility on firm risk. *Social Responsibility Journal*, 11(2), 324-339. <https://doi.org/10.1108/SRJ-08-2013-0093>

<https://doi.org/10.1108/SRJ-08-2013-0093>

Peng, L. S., & Isa, M. (2020). Environmental, social and governance (ESG) practices and performance in Shariah firms: agency or stakeholder theory? *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 16(1).

Popli, M., Ladkani, R. M., & Gaur, A. S. (2017). Business group affiliation and post-acquisition performance: An extended resource-based view. *Journal of Business Research*, 81, 21-30. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.08.003>

PRI Association. (2020). *Enhance our global footprint*. UNPRI. Retrieved 24 April 2022 from <https://www.unpri.org/annual-report-2020/how-we-work/building-our-effectiveness/enhance-our-global-footprint>

Priem, R., & Gabellone, A. (2022). The Impact of a Firm's ESG Score on Its Cost of Capital: Can a High ESG Score Serve as a Substitute for a Weaker Legal Environment? *Available at SSRN 4286057*.

Ramirez, A. G., Monsalve, J., González-Ruiz, J. D., Almonacid, P., & Peña, A. (2022). Relationship between the Cost of Capital and Environmental, Social, and Governance Scores: Evidence from Latin America. *Sustainability*, 14(9), 5012.

Richardson, B. J. (2013). Socially Responsible Investing for Sustainability: Overcoming Its Incomplete and Conflicting Rationales. *Transnational Environmental Law*, 2(2), 311-338. <https://doi.org/10.1017/S2047102513000150>

- Salvi, A., Raimo, N., Petruzzella, F., & Vitolla, F. (2022). The financial consequences of human capital disclosure as part of integrated reporting. *Journal of Intellectual Capital*, 23(6), 1221-1245. <https://doi.org/10.1108/JIC-03-2021-0079>
- Shad, M. K., Lai, F.-W., Shamim, A., & McShane, M. (2020). The efficacy of sustainability reporting towards cost of debt and equity reduction. *Environmental Science and Pollution Research*, 27, 22511-22522.
- Shrestha, N. (2020). Detecting Multicollinearity in Regression Analysis. *American Journal of Applied Mathematics and Statistics*, 8, 39-42. <https://doi.org/10.12691/ajams-8-2-1>
- Smith, M., Yahya, K., & Marzuki Amiruddin, A. (2007). Environmental disclosure and performance reporting in Malaysia. *Asian Review of Accounting*, 15(2), 185-199. <https://doi.org/10.1108/13217340710823387>
- Steyn, M. (2014). Organisational benefits and implementation challenges of mandatory integrated reporting. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 5(4), 476-503. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-11-2013-0052>
- Strand, R. (2013). Scandinavian Stakeholder Thinking: Seminal Offerings from the Late Juha Näsi. *Journal of Business Ethics*, 127. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1793-0>
- Sułkowski, Ł. (2017). Doskonalenie organizacyjne polskich uczelni. *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, XVIII, 9-21.
- Talan, G., & Sharma, G. D. (2019). Doing Well by Doing Good: A Systematic Review and Research Agenda for Sustainable Investment. *Sustainability*, 11(2), 353. <https://www.mdpi.com/2071-1050/11/2/353>
- Tarmuji, I., Maelah, R., & Tarmuji, N. (2016). The Impact of Environmental, Social and Governance Practices (ESG) on Economic Performance: Evidence from ESG Score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 7, 67-74. <https://doi.org/10.18178/ijtef.2016.7.3.501>
- Thanyaorn, Y., & Muttanachai, S. (2020). *The Influence of ESG Disclosures on Firm Value in Thailand*. <https://ideas.repec.org/p/gtr/gatrjs/jfbr178.html>
- The US SIF Foundation's. (n.d.). Sustainable Investing Basics. In: The Forum for

Sustainable and Responsible Investment.

UN Department of Economic and Social Affairs. (n.d.). *THE 17 GOALS*. United Nations.

Retrieved 25 April 2022 from <https://sdgs.un.org/goals>

Van Brecht, D., Maga, A., Luciani, K., Sahakijpicharn, D., & Semmerling, A. (2018).

Exploring the link between environmental, social and governance (ESG) disclosure and market value of the firm: Evidence from Thai listed companies.

AJMI-ASEAN Journal of Management and Innovation, 5(2), 95-106.

Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance?

Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169-178.

<https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>

Weber, J. L. (2018). Corporate social responsibility disclosure level, external assurance and cost of equity capital. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 16(4),

694-724. <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2017-0112>

Wong, W. C., Batten, J. A., Ahmad, A. H., Mohamed-Arshad, S. B., Nordin, S., & Adzis, A.

A. (2021). Does ESG certification add firm value? *Finance Research Letters*, 39,

101593. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101593>

Yilmaz, I. (2022). ESG-Based Sustainability Performance and its Impact on Cost of

Capital: International Evidence from the Energy Sector. *International Journal of Applied Economics, Finance and Accounting*, 12(2), 21-30.

<https://doi.org/10.33094/ijaefa.v12i2.529>

Yu, E. P.-y., Guo, C. Q., & Luu, B. V. (2018). Environmental, social and governance

transparency and firm value [<https://doi.org/10.1002/bse.2047>]. *Business*

Strategy and the Environment, 27(7), 987-1004.

<https://doi.org/https://doi.org/10.1002/bse.2047>

Zivin, J., & Small, A. (2005). A Modigliani-Miller Theory of Altruistic Corporate Social

Responsibility. *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy*, topics.5, 10-10.

<https://doi.org/10.2139/ssrn.325921>

กิตติธัช ตันนิรันดร. (2552). บรรษัทภิบาลและต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย].

ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2565). มาตรฐานการจัดกลุ่มกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่คำนึงถึงสิ่งแวดล้อม

(Taxonomy). ทิศทางการพัฒนาสู่ความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมภายใต้ภูมิทัศน์ใหม่ภาคการเงิน

ไทย, 17.

<https://www.bot.or.th/Thai/SustainableBanking/Documents/GreenDirectionalPaper-TH.pdf>

- นพรัตน์ ทองเต็มดวง. (2559). ความรับผิดชอบต่อสังคมของรัฐวิสาหกิจไทย : กรณีศึกษาธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตรในภาคใต้ตอนล่าง [วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์].
- นิตยา โยธาจันทร์, ศศิวิมล มีอำพล, ไพบูลย์ ผจงวงศ์. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนกับผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่ม ESG100. วารสารบรรณศาสตร์ มศว, 13(2), 12-26.
- ไพฑูริย์ ไกรพรศักดิ์. (2559). เศรษฐมิติ (พิมพ์ครั้งที่ 1 ed.). สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- มนวิกา ผดุงสิทธิ์. (2548). การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q. วารสารบริหารธุรกิจ ม.ธรรมศาสตร์ (106), 13-21.
- วรรณรัตน์ ปณิธานธรรม, ดลภณิศ เต็งอำนาจ. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์, 10(13), 27-39.
- วรางคณา ภัทรเสน. (2561). ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดทำดัชนีความยั่งยืน SET THSI Index ครั้งแรกของตลาดทุนไทย. Setsustainability. Retrieved 13 May from <https://www.setsustainability.com/download/tn7olbdfuck5yj1>
- ศุภันยา ห้วยผัด. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมและการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย].
- ศูนย์พัฒนาความรับผิดชอบต่อสังคม. (2559). *Sustainable Development Showcases 2015*. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน. (n.d.-a). *SUSTAINABLE FINANCE INITIATIVES FOR THAILAND*. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. Retrieved 13 May 2023 from <https://www.setsustainability.com/libraries/1029/item/sustainable-finance-initiatives-for-thailand?category=41&type=&search=>
- ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน. (n.d.-b). *SUSTAINABLE INVESTMENT*. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. Retrieved 30 April 2022 from <https://setsustainability.com/page/sustainable-investment>
- สถาบันไทยพัฒนา. (2553). ชนิดของกิจกรรม CSR. สถาบันไทยพัฒนา. Retrieved 10 เมษายน 2565

from https://www.thaicr.com/2008/01/blog-post_07.html

สถาบันไทยพัฒนา. (2560). CSR กับ ESG ต่างกันหรือไม่. Retrieved 5 พฤษภาคม 2566 from

<https://www.thaicr.com/2017/06/csr-esg.html?m=0>

สถาบันไทยพัฒนา. (2564). คุณลักษณะของ CSR. สถาบันไทยพัฒนา. Retrieved 9 เมษายน 2565,

from https://www.thaicr.com/2006/03/blog-post_20.html

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2566). *Taxonomy* กับการพัฒนาการ

เงินเพื่อความยั่งยืน. สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.).

Retrieved 13 May from

<https://www.sec.or.th/TH/Template3/Articles/2566/210166.pdf>

สุภาพันธุ์ สมบูรณ์มนต์. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลกับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน

ของธุรกิจการเงิน:หลักฐานเชิงประจักษ์จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [วิทยานิพนธ์

ปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยบูรพา].

สุมาลี หดคำ. (2559). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนกับราคา

หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [วิทยานิพนธ์ปริญญา

มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยบูรพา].

เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์. (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลและความรับผิดชอบต่อสังคมต่อ

สังคมกับผลกระทบต่อมูลค่ารวมของกิจการ: กรณีประเทศไทย. วารสารการจัดการภาครัฐ

และภาคเอกชน, 21(2 (กรกฎาคม - ธันวาคม)), 150-175.

เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์. (2564). การบริหารการเงิน [E-Book]. เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์.

โสธรญา เนื่องกุ่มพร, ป. ด. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยความรับผิดชอบต่อสังคมกับต้นทุน

เงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารบริหารศาสตร์

มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี, 8(16).

อุภาวดี เนื่องวรรณะ. (2561). การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมที่มีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุน

ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [วิทยานิพนธ์ปริญญาโทศึกษาศาสตร์,

มหาวิทยาลัยศรีปทุม].



จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
CHULALONGKORN UNIVERSITY

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ-สกุล	พชรพล สุขอร่าม
วัน เดือน ปี เกิด	2 มีนาคม 2535
สถานที่เกิด	เชียงใหม่
วุฒิการศึกษา	วิทยาศาสตรบัณฑิต สาขาวิชาเคมี คณะวิทยาศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
ที่อยู่ปัจจุบัน	2 ถ.ศรีวิชัย ต.สุเทพ อ.เมือง จ.เชียงใหม่
รางวัลที่ได้รับ	งานวิจัยดีเด่นในหัวข้อ "ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่มีต่อมูลค่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย" จาก "โครงการนำเสนอผลงานวิชาการระดับชาติ ครั้งที่10" มหาวิทยาลัยนเรศวร



จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
CHULALONGKORN UNIVERSITY