

รูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และ
บรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
THE CAUSAL RELATIONSHIP MODEL OF ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND
GOVERNANCE (ESG) DISCLOSURE AND FIRM VALUE OF COMPANIES LISTED
ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

ปิยาภิศกดิ์ เจียรสุคนธ์^{1*}

Piyaphisak Jaeresukon^{1*}

(Received: March 19, 2024; Revised: June 6, 2024; Accepted: June 23, 2024)

บทคัดย่อ

ภายใต้แนวโน้มการลงทุนอย่างยั่งยืน และการให้ความสำคัญกับคะแนนการเปิดเผยข้อมูลที่มากขึ้น การวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบความสอดคล้องของรูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) กับมูลค่ากิจการจากหลักฐานเชิงประจักษ์ และวิเคราะห์อิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวมของปัจจัยเชิงสาเหตุในรูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของคะแนนการเปิดเผยข้อมูลกับมูลค่ากิจการ โดยใช้ข้อมูลงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนที่ถูกประเมินความยั่งยืนขององค์กรในระดับสากล ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560 ถึง 2566 จำนวน 203 กลุ่มตัวอย่าง วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอ้างอิง ผลการวิจัยพบว่ารูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของคะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG กับมูลค่ากิจการที่พัฒนาขึ้นมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ใน “ระดับดี” และพบว่ามูลค่ากิจการและต้นทุนเงินทุนได้รับอิทธิพลทางตรงเชิงบวกจากคะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในขณะที่มูลค่ากิจการได้รับอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบจากคะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยมีต้นทุนเงินทุนเป็นตัวแปรส่งผ่าน ผลวิจัยสะท้อนถึงความไม่สอดคล้องระหว่างนโยบายด้านความยั่งยืนกับการเพิ่มความมั่นคงของกิจการและมีความเป็นไปได้ว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG มีแนวโน้มที่จะใช้ต้นทุนเงินทุนสูงหากขาดความเชื่อมโยงกับกลยุทธ์ที่ชัดเจนสำหรับการตัดสินใจมีส่วนร่วมกับธุรกิจของนักลงทุนหรือข้อมูลที่เปิดเผยใช้ประโยชน์ได้น้อยอาจส่งผลกระทบต่อการสร้างผลกำไรที่ไม่ดีเท่าที่ควร

คำสำคัญ: ข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล คะแนนการเปิดเผยข้อมูล มูลค่ากิจการ

¹ อาจารย์ คณะวิทยาการจัดการและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยนครพนม

* Corresponding author, e-mail: Rsu_18@hotmail.com

Abstract

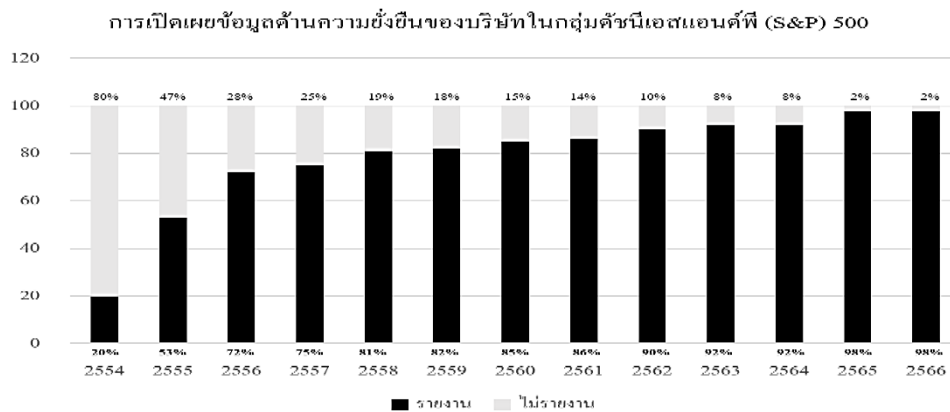
The recent trend focus on sustainable investment has emphasized the growing significance of ESG (Environment, Social, and Governance) disclosure. This has led to examining its impact on a firm's value. This research aims to: 1) Empirically assess the harmoniousness of the structural relation model of the causal relationship model between ESG disclosure scores and firm value. 2) Analyze the direct, indirect, and total effects of factors within the model. Data from the financial statements of 29 publicly listed companies, as evaluated in The Sustainability Yearbook from 2017 to 2023, were used (total samples = 203). Descriptive and inferential statistical analyzes were conducted. The findings reveal that the causal relationship model between ESG disclosure scores and firm value exhibits a good empirical fit. Firm value and cost of capital demonstrate a statistically significant ($p < 0.01$) positive direct influence from ESG disclosure scores. Furthermore, ESG disclosure scores negatively indirectly affect firm value through the cost of capital, acting as a partial mediator. These findings imply a potential conflict between sustainable policies and wealth creation. The high cost of capital related to ESG disclosure may be due to a lack of a clear approach to engaging investors or limited transparency in information, which can lead to suboptimal profitability.

Keywords: ESG Information, disclosure scores, firm value

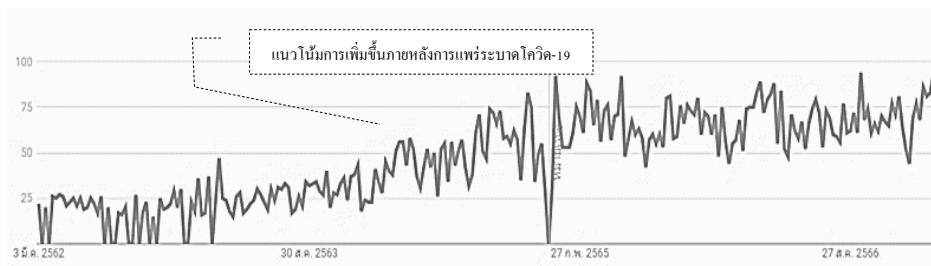
1. บทนำ

การลงทุนอย่างยั่งยืนมีแนวโน้มเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องทั้งในแง่ของการเปิดเผยข้อมูลและคุณค่า การเปิดเผยข้อมูล โดยผลสำรวจของ Governance & Accountability Institute (2023) พบว่า บริษัทในกลุ่มดัชนีเอสแอนด์พี (S&P 500) มีการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนจากเดิมร้อยละ 20 ในปี 2554 เติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วในปี 2566 อยู่ที่ร้อยละ 98 (ภาพที่ 1) โดยการเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วแสดงให้เห็นว่าการดำเนินธุรกิจที่คำนึงถึงสิ่งแวดล้อมและสังคมได้รับความสนใจจากนักลงทุนมากขึ้น ผู้วิจัยใช้ Google Search Volume Index (SVI) เพื่อค้นหาความนิยมของคำที่ใช้ในการค้นหาในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง พบว่า ระดับความสนใจของการค้นหา ESG จากทั่วโลกมีอัตราการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะช่วงภายหลังการแพร่ระบาดของโรคโควิด-19 (ภาพที่ 2) เมื่อเจาะลึกลงไปตามภูมิภาคตะวันออกเฉียงใต้ พบว่า ประเทศสิงคโปร์มีระดับความสนใจของการค้นหา ESG มากที่สุด (62%) รองลงมาฟิลิปปินส์กับมาเลเซีย (37%) กัมพูชา (25%) และอินโดนีเซีย (12%) ในขณะที่ประเทศไทยกับเวียดนามน้อยกว่า (1%) แสดงให้เห็นได้ว่าระดับความสนใจในเรื่อง ESG ของประเทศไทยยังไม่เป็นที่เผยแพร่เท่าที่ควร (ภาพที่ 3)

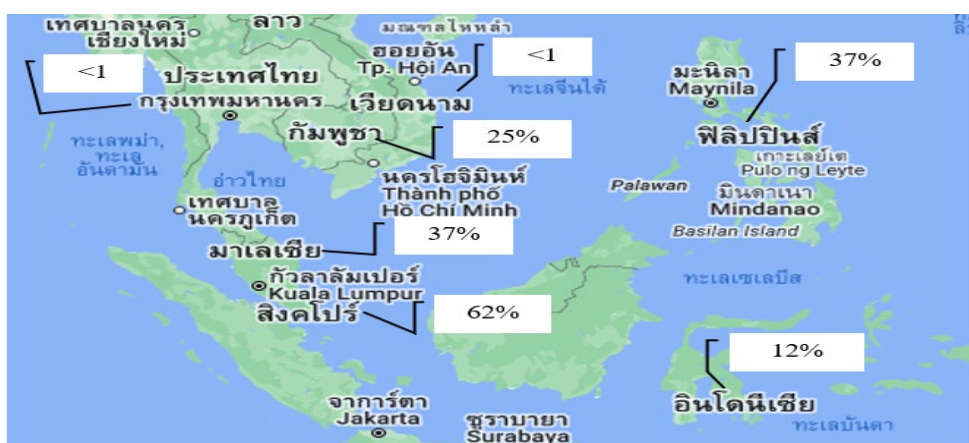
ดังนั้น การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนจึงเป็นเครื่องมือสำคัญในการสื่อสารผลการดำเนินงานในมุมมองเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมให้ผู้มีส่วนได้เสียได้อย่างครบถ้วน แม้ว่าการเปิดเผยข้อมูลในประเทศไทยจะยังเป็นในรูปแบบการสมัครใจไม่มีกฎหมายบังคับที่ต้องทำการเปิดเผยข้อมูลเพราะ การปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ ESG ส่งผลทำให้ธุรกิจต้องมีค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการดำเนินกิจกรรม ด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม (Alareeni & Hamdan, 2020; Barbaric, 2021; Middha & Doshi, 2019; Wong et al., 2021) การที่ธุรกิจต้องแบกรับภาระค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นส่งผลทำให้ต้นทุนเงินทุนของธุรกิจทั้งในส่วนด้านหนี้สินและด้านส่วนผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นทำให้กำไรของกิจการลดลง



ภาพที่ 1 สัดส่วนการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนของบริษัทในกลุ่มดัชนีเอสแอนด์พี (S&P) 500
ที่มา: Governance & Accountability Institute (2023)



ภาพที่ 2 ระดับความสนใจของการค้นหา “ESG” ทั่วโลก
ที่มา: ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลจาก Google Search Volume Index (SVI)



ภาพที่ 3 ระดับความสนใจของการค้นหา “ESG” แยกตามภูมิภาค
ที่มา: ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลจาก Google Search Volume Index (SVI)

งานวิจัยของ Atan et al. (2018), Berntsson (2019) และ Ramirez et al. (2022) พบว่า การปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ด้าน ESG ในระดับสูงอาจส่งผลทำให้ธุรกิจต้องมีต้นทุนในการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นหรืออาจต้องจัดสรรจำนวนเงินบางส่วนจากการดำเนินงานหลักเพื่อนำไปใช้ในการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ด้าน ESG ส่งผลทำให้กำไรของธุรกิจลดลงและมูลค่าการย่อมลดลงไปในทิศทางเดียว เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Magnanelli and Izzo (2017) พบว่า คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินของกิจการที่ถูกจัดอันดับดัชนีดาวโจนส์ (DJSI) เพิ่มขึ้น Balatbat, Siew, and Carmichael (2012) พบว่าการวัดผลคะแนนที่เกี่ยวข้องกับ ESG อาจไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงหลักการปฏิบัติที่แต่ละบริษัทเลือกกิจกรรมด้าน ESG เพราะบางกิจกรรมอาจไม่ได้เพิ่มคุณค่าหรือมูลค่าให้แก่ธุรกิจแต่กลับกลายเป็นภาระที่ธุรกิจต้องรับผิดชอบค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการเลือกกิจกรรม อย่างไรก็ตามมีงานวิจัยโต้แย้งว่าหากบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG มากเท่าไรจะทำให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการทั้งในส่วนหนี้สินและส่วนผู้ถือหุ้นลดลง ทำให้กำไรเพิ่มขึ้น มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นในทิศทางเดียวกัน (Alareeni & Hamdan, 2020; Attig et al., 2013; Atan et al., 2018; Friede, Busch, & Bassen, 2015; Flammer, 2015; Lu, Wang, & Lee, 2013; Ng & Rezaee, 2015; Ramirez et al., 2022; Shad et al., 2020; Wong et al., 2021) ตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) ของ Freeman (1984) เชื่อว่า การให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียจะนำไปสู่การสร้างผลการดำเนินงานที่ดี ธุรกิจไม่ควรจะรายงานเฉพาะข้อมูลเชิงปริมาณแต่ต้องมีการรายงานข้อมูลเชิงคุณภาพในประเด็นที่สังคมกำลังให้ความสนใจด้วย นั่นก็คือ “การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG” (Freeman, Dmytriiev, & Phillips, 2017) ทฤษฎีความรับผิดชอบต่อสาธารณะ (Public Responsibility) มองว่า “บริษัทต้องระมัดระวังและใส่ใจถึงผลที่ตามมาจากการดำเนินธุรกิจที่เกิดขึ้นในพื้นที่โดยตรงและพื้นที่ต่อเนื่องที่จะกลายมาเป็นประเด็นทางสังคม” รวมถึงทฤษฎีความชอบธรรมหรือทฤษฎีชอบด้วยกฎหมาย (Legitimacy Theory) ของ Suchman (1995) กล่าวว่า “กิจการควรใช้ประโยชน์จากทรัพยากรธรรมชาติและทรัพยากรบุคคลตามความชอบธรรมหรือกฎเกณฑ์ที่สังคมกำหนด โดยการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมจะแสดงให้เห็นถึงการปฏิบัติตามความคาดหวังของสังคม (Deegan, 2002) เมื่อไรที่สังคมยินยอมสิ่งตอบแทนที่ธุรกิจจะได้รับจากสังคม คือ การที่สังคมยินยอมให้ธุรกิจมีสิทธิใช้และจัดการทรัพยากร (Lindlom, 1994 อ้างอิงใน ปิยะดา เนตรสุวรรณ, มนทิพย์ ตั้งเอกจิต, และ ภูริทัต อินยา, 2565) แม้ว่าจะมีทฤษฎีต่างๆ ที่กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างองค์กรกับผู้มีส่วนได้เสีย แต่ในสถานการณ์ที่องค์กรอาจต้องเผชิญกับการลดลงของผลประโยชน์ การให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียที่มากจนเกินไปอาจนำไปสู่ภาระต้นทุนที่สูงขึ้นส่งผลทำให้การดำเนินงานหลักได้รับผลกระทบที่ตามมา (Deng, Kang, & Low, 2013; Hogan, Olson, & Sharma, 2014; Khana et al., 2021)

จากเหตุผลที่กล่าวมาข้างต้นล้วนเป็นข้อมูลพื้นฐานที่ยังไม่อาจสรุปได้อย่างแน่ชัดว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล จะส่งผลในทิศทางดีหรือไม่ดีต่อมูลค่ากิจการ กล่าวคือ คะแนนการเปิดเผยด้าน ESG จะมีผลทำให้ต้นทุนเงินทุนด้านหนี้สินและด้านผู้ถือหุ้นลดลงจริงหรือไม่ หากมีการลดลงจะมีผลทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นจริงหรือไม่ และในทางตรงกันข้าม คะแนนการเปิดเผยด้าน ESG จะมีผลทำให้ต้นทุนเงินทุนด้านหนี้สินและด้านผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นจริงหรือไม่ หากมีการเพิ่มขึ้นจะทำให้มูลค่ากิจการลดลงจริงหรือไม่ ยังคงเป็นคำถามที่ผู้วิจัยต้องการค้นหาคำตอบ งานวิจัยที่ผ่านมาส่วนใหญ่เลือกศึกษากับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET 100 SET 50 หรือบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการคัดเลือกให้อยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน แต่ยังมีงานวิจัยน้อยมากที่เลือกศึกษากับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกคัดเลือกเข้าสู่ฐานดัชนีการประเมินความยั่งยืนขององค์กรในระดับสากล (Dow Jones Sustainability Indices: DJSI) ถึงแม้ว่าประเทศไทยจะยังไม่ได้ได้รับความสนใจในด้าน ESG มากเท่าไรเมื่อเทียบกับต่างประเทศ แต่เพื่อเป็นการรองรับการพัฒนาความยั่งยืนของตลาดทุนไทยที่จะเกิดขึ้นในอนาคตเพื่อให้บริษัทก้าวไปสู่การประเมินความยั่งยืนขององค์กรในระดับสากล รวมถึงการสร้างองค์ความรู้ใหม่เพื่อเป็นรากฐานสำหรับวงการวิชาการ และ

วงการวิชาชีพ ผู้วิจัยเห็นควรอย่างยิ่งที่จะต้องมีการศึกษาและการวิจัยเพื่อพัฒนา “รูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับมูลค่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” ต่อไป

2. วัตถุประสงค์

- 1) ตรวจสอบความสอดคล้องของรูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของการเปิดเผยข้อมูล ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับมูลค่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับหลักฐานเชิงประจักษ์
- 2) วิเคราะห์อิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวมของปัจจัยเชิงสาเหตุในรูปแบบ ความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับมูลค่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัย

แนวคิดความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล

ด้วยกระแสสังคมโลกต่างให้ความสนใจกับการดำเนินธุรกิจที่คำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล หรือที่เรียกว่า “ESG” มากขึ้น องค์การสหประชาชาติ หรือ “UN” จึงได้ออกแนวทางการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อ (Principles for Responsible Investment : PRI) ไว้ 6 ประการ² โดยผนวกเรื่อง ESG เข้ากับการตัดสินใจการลงทุน แต่ภายหลังการออก PRI ได้ไม่นาน ESG ก็เป็นคำที่ถูกนำมาใช้กันอย่างแพร่หลายโดยนักลงทุนและหน่วยงานที่กำกับดูแล (Britton, 2021) ดังนั้น การดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนจึงมีบทบาทสำคัญในการขับเคลื่อนการดำเนินธุรกิจตามเป้าหมายของการพัฒนาอย่างยั่งยืนระดับโลก (Sustainable Development Goals: SDGs) ประกอบด้วย 17 เป้าหมาย (Goal) 169 เป้าประสงค์ (Target) และ 232 ตัวชี้วัด (Indicator)

หลักเกณฑ์การดำเนินงานด้าน ESG เป็นกรอบการดำเนินงานที่นักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียใช้ในการประเมินผลการดำเนินงานขององค์กรใน 3 มุมมอง คือ ด้านสิ่งแวดล้อม (Environment: E) มุ่งเน้นใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ และรักษาสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ด้านสังคม (Social: S) มุ่งเน้นการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม รวมถึงดูแลความปลอดภัยและอาชีวอนามัย และด้านธรรมาภิบาล (Governance: G) มุ่งเน้นการมีนโยบายที่ใช้กำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใสปฏิบัติเป็นไปตามกฎระเบียบต่อต้านการทุจริต (Friede, Busch, & Bassen, 2015) ซึ่งกลยุทธ์การลงทุนอย่างยั่งยืนมีหลากหลายรูปแบบ โดยพันธมิตรการลงทุนอย่างยั่งยืนระดับสากล (The Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)) จำแนกกลยุทธ์การลงทุนอย่างยั่งยืนออกเป็น 7 กลุ่ม³ โดยในปัจจุบัน Global Reporting Initiative (GRI) ได้พัฒนาแนวปฏิบัติสำหรับการจัดทำรายงานข้อมูลความยั่งยืนรุ่นที่ 4 หรือ G4 (Global Reporting Initiative, 2015) ประกอบด้วย 91 ตัวชี้วัดย่อยเป็นที่นิยมและได้รับการยอมรับในระดับสากลที่ให้บริษัทสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการวัดและรายงานผลการดำเนินงานขององค์กรในมุมมองด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม

² 6 หลักปฏิบัติการลงทุนที่มีความรับผิดชอบต่อ ประกอบด้วย หลักปฏิบัติที่ 1 พึงนำประเด็นด้าน ESG มาประกอบการวิเคราะห์และการตัดสินใจลงทุน หลักปฏิบัติที่ 2 พึงใช้สิทธิในฐานะผู้ถือหุ้นอย่างจริงจังและนำประเด็นด้าน ESG ไว้เป็นส่วนหนึ่งของการกำหนดนโยบายและหลักปฏิบัติการใช้สิทธิในฐานะผู้ถือหุ้น หลักปฏิบัติที่ 3 พึงสนับสนุนให้บริษัทต่างๆที่เราเข้าไปลงทุน เปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างเหมาะสม หลักปฏิบัติที่ 4 พึงส่งเสริมประเด็นด้าน ESG ให้เกิดการยอมรับและนำหลักการปฏิบัติในอุตสาหกรรมการลงทุน หลักปฏิบัติที่ 5 พึงทำงานร่วมกันเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการนำหลักปฏิบัติการลงทุนที่มีความรับผิดชอบต่อมาใช้ให้เกิดผลสำเร็จ และหลักปฏิบัติที่ 6 พึงรายงานข้อมูลข่าวสารความคืบหน้าในการดำเนินงานตามหลักปฏิบัติการลงทุนที่รับผิดชอบ

³ 1) คัดเลือกหลักทรัพย์ออกจากพอร์ตเมื่อไม่เป็นไปตามเกณฑ์ ESG (Negative/ Exclusionary Screening) 2) ลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีคะแนนการปฏิบัติด้าน ESG สูง (Positive/ Best-in-class Screening) 3) ลงทุนในหลักทรัพย์ที่เป็นไปตามมาตรฐานขั้นต่ำของ ESG (Norms-Based Screening) 4) วิเคราะห์หลักทรัพย์โดยนำผลการดำเนินงานด้าน ESG ไปวิเคราะห์ควบคู่ด้วย (ESG Integration) 5) ลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการประกอบธุรกิจเพื่อความยั่งยืน (Sustainability Themed Investing) 6) ลงทุนเฉพาะเจาะจงเฉพาะโครงการที่แก้ไขปัญหาด้านสิ่งแวดล้อม สังคมชุมชน (Impact/ Community/Investing) และ 7) ใช้พลังของผู้ถือหุ้นโดยตรงเพื่อการแก้ไขหรือเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมบางอย่างของบริษัท (Corporate Engagement and Shareholder Action)

การศึกษาการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนเป็นเรื่องที่มีความซับซ้อนที่ไม่สามารถอธิบายได้ด้วย หนึ่งทฤษฎี และทฤษฎีที่ถูกนำมาใช้ในการอธิบายมากที่สุด คือ ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ของ Freeman (1984) และทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) ของ Suchman (1995) ดังนั้นผู้วิจัยจึงเลือกใช้ 2 ทฤษฎีนี้เป็นหลักในการอธิบายขอบเขตและเนื้อหาของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน และจะทำการเสริมด้วยทฤษฎี แนวคิด รวมถึงงานวิจัยอื่นที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) มีพื้นฐานมาจากกรอบแนวคิดของ Barnard (1938) นำเสนอมุมมองของผู้บริหารที่คำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดขององค์กร ซึ่งทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเป็นรากฐานของการพัฒนาแนวคิดความรับผิดชอบต่อสังคมเป็นการคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียนอกเหนือไปจากผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการ โดย Freeman, Dmytriiev, and Phillips (2017) มองว่า “ผู้บริหารต้องสร้างความพึงพอใจต่อผู้มีส่วนได้เสีย คือ ผู้ที่มีผลกระทบหรือได้รับผลกระทบจากการตัดสินใจการกำหนดนโยบาย และการปฏิบัติของบริษัท” (Harabida & Radi, 2021) เพราะการบริหารจัดการธุรกิจให้เกิดประสิทธิภาพไม่ได้เกิดขึ้นด้วยตัวของธุรกิจแต่เพียงผู้เดียวแต่ยังเชื่อมโยงเข้ากับผู้มีส่วนได้เสียหลากหลายกลุ่มเป็นห่วงโซ่คุณค่า (Value Chain) ดังนั้น การดำเนินธุรกิจต้องพิจารณาให้ได้ว่าองค์กรธุรกิจของตนเองมีความเกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มใด เพราะผู้มีส่วนได้เสียแต่ละกลุ่มมีลักษณะเฉพาะที่แตกต่างกันออกไปนำมาควบคู่กับการวิเคราะห์ความสำคัญและความสอดคล้องกับกลยุทธ์ของธุรกิจเพื่อกำหนดแนวทางและการดำเนินกิจกรรมได้อย่างมีประสิทธิภาพตรงตามเป้าหมายที่กำหนด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567; Brown & Tregidga, 2017)

ดังนั้นการรายงานข้อมูลสังคมและสิ่งแวดล้อมเป็นวิธีการหลักที่องค์กรใช้ในการสื่อสารกับผู้มีส่วนได้เสียยิ่งองค์กรได้รับแรงกดดันจากภายนอกมากเท่าไรยิ่งจะทำให้องค์กรเปิดเผยข้อมูลสังคมและสิ่งแวดล้อมมากขึ้น และการเปิดเผยข้อมูลจะเป็นหนทางนำไปสู่การสร้าง ความชอบธรรมให้กับองค์กร (Campbell, Craven, & Shrivies, 2003) สอดคล้องตาม ทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) ของ Suchman (1995) มองว่า “กิจการควรใช้ประโยชน์จากทรัพยากรธรรมชาติและทรัพยากรบุคคลตามความชอบธรรมหรือกฎเกณฑ์ที่สังคมกำหนด โดยการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมจะสะท้อนถึงการปฏิบัติตามความคาดหวังของสังคม” และ แนวคิดความรับผิดชอบต่อสาธารณะ (Public Responsibility) กล่าวว่า “บริษัทต้องระมัดระวังและใส่ใจถึงผลที่จะตามมาจากการดำเนินธุรกิจที่เกิดขึ้นในพื้นที่โดยตรง และพื้นที่ต่อเนื่องที่จะกลายมาเป็นประเด็นทางสังคม” โดย Lghian (2015) สนับสนุนทฤษฎีและแนวคิดข้างต้นว่า “ธุรกิจต้องเริ่มตระหนักถึงการพัฒนาเพื่อความยั่งยืนและเปิดเผยข้อมูลทีนอกเหนือจากข้อมูลงบการเงิน” ดังนั้นการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนผ่านรายงานประจำปีเป็นหนึ่งวิธีการสื่อสารที่มีประสิทธิภาพสำหรับกลยุทธ์ความชอบธรรมที่จะช่วยลดแรงกดดันจากสังคม Lindlom มองว่า “การที่บริษัทจะดำเนินธุรกิจภายใต้มาตรฐานของสังคมซึ่งเปรียบเสมือนการให้สัญญาประชาคม โดยการแสดงออกอย่างชัดเจน เช่น การเปิดเผยข้อมูลสังคมและสิ่งแวดล้อมในรายงานประจำปีเพื่อแสดงถึงความรับผิดชอบต่อสังคมและเป็นการส่งข้อมูลข่าวสารขององค์กรไปยังผู้ใช้ข้อมูล และสิ่งตอบแทนที่ธุรกิจจะได้กลับมา คือ การที่สังคมยินยอมให้บริษัทมีสิทธิใช้และจัดการทรัพยากรในสังคม” (Lindlom, 1994 อ้างอิงใน ปิยะดา เนตรสุวรรณ, มนทิพย์ ตั้งเอกจิต, และ ภูริทัต อินยา, 2565) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (The Signaling Theory) Spence (1973) อธิบายว่า “ผู้บริหารย่อมมีข้อมูลข่าวสารที่มากกว่า ผู้ลงทุน ดังนั้น ผู้บริหารจึงอาจส่งสัญญาณให้กับผู้ลงทุนผ่านช่องทางต่าง ๆ เพื่อให้นักลงทุนทราบถึงทิศทางและแนวโน้ม ต่าง ๆ ของกิจการในอนาคตนั้นก็คือ การรายงานความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ที่จะสะท้อนให้เห็นถึงนโยบายและการดำเนินงานที่โปร่งใสไปยังผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มนำไปวิเคราะห์และประเมินการตัดสินใจ” ทฤษฎีตลาดทุน (Capital Market Theory) Sharpe (1964) เชื่อว่า “นักลงทุนจะมีปฏิกิริยาตอบสนองทันทีต่อข้อมูลที่กิจการทำการเปิดเผย โดยปฏิกิริยาที่ตอบสนองนั้นจะเห็นได้จากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น” ดังนั้น ผู้บริหารจะเลือกนโยบายการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสในด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมเพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสีย

ได้ทราบข้อมูลอย่างชัดเจน และทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) กล่าวถึง ปัญหา 2 ประการที่อาจเกิดขึ้นระหว่างความสัมพันธ์กับตัวแทน ประการแรก เมื่อความต้องการหรือเป้าหมายของตัวการและตัวแทนมีความขัดแย้งซึ่งกันและกัน และเป็นการยากที่ตัวการจะทำการตรวจสอบความถูกต้องของการทำงานของตัวแทน เพราะการตรวจสอบจะต้องมีต้นทุนค่าใช้จ่ายที่สูง ประการที่สอง การแบ่งปันความเสี่ยงที่เกิดขึ้น กล่าวคือ ตัวแทนกับตัวการจะมีวิธีการจัดการความเสี่ยงที่แตกต่างกันด้วยเพราะมุมมองและความคิดเห็นแตกต่างกันส่งผลกระทบต่อ การตัดสินใจการกำหนดนโยบาย และการบริหารงานธุรกิจ (พชรพล สุขอร่าม, 2565) ดังนั้นการแก้ไขปัญหาคือ การเพิ่มความโปร่งใสด้วยการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอเพื่อลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล เช่นเดียวกับ ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ของ Akerlof (1970) กล่าวว่า “การลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล คือ การที่บริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสและจะทำให้นักลงทุนเกิดความเชื่อมั่นตามมา” (Raimo et al., 2022)

แนวคิดต้นทุนเงินทุน

ต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital) วัดจากต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity: EC) คือ อัตราผลตอบแทนจากหุ้นที่นักลงทุนคาดหวังจะสะท้อนถึงการรับรู้ของนักลงทุนเกี่ยวกับความเสี่ยงของ กระแสเงินสดของบริษัท (Witmer & Zorn, 2007 อ้างอิงใน Atan et al., 2018) และต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt: DC) คือ ต้นทุนที่บริษัทจ่ายสำหรับเงินกู้ธนาคาร หุ้นกู้ และหนี้ในรูปแบบอื่น โดยต้นทุนของหนี้สินจะเพิ่มขึ้นเมื่อนักลงทุนหรือเจ้าหนี้ต้องการผลตอบแทนหรือข้อมูลข่าวสารที่สูงขึ้นสำหรับความเสี่ยงที่สูงขึ้น

แนวคิดมูลค่ากิจการ

ทฤษฎี Tobin's Q ของ Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale ซึ่งได้รับรางวัลโนเบลสาขาเศรษฐศาสตร์ในปี ค.ศ. 1981 เป็นทฤษฎีที่ได้รับการยอมรับและนิยมนำมาใช้ศึกษาในการวัดมูลค่าของกิจการในงานวิจัยทางด้านบัญชีและการเงิน โดย Professor Tobin เชื่อว่าทฤษฎี Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดที่ดีที่จะสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าขององค์กร เนื่องจากอัตราส่วนนี้สามารถใช้ในการคาดการณ์การตัดสินใจจ่ายลงทุนในอนาคต และทฤษฎีนี้ยังได้รับความนิยมจากงานวิจัยด้านบริหารธุรกิจจำนวนมากในการวัดมูลค่าบริษัทมาถึงปัจจุบัน การคำนวณค่า Tobin's Q มีวิธีการคำนวณที่แตกต่างกันออกไป (ปานมน จันทบุตร, สุนิย์รัตน์ วุฒิจินดานนท์, และ อุษารัตน์ ธีรร, 2563) ดังนี้ (1) แนวทางของ Lindenberg and Ross (1981) คำนวณจากราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ถาวรทุกชนิด โดยใช้ค่าเสื่อมราคาอัตราเดียวกันทั้งหมดทำให้ค่าเสื่อมราคาสูงส่งผลทำให้ค่า Tobin's Q สูงตามมา แต่วิธีการคำนวณนี้ยังเป็นแนวทางที่ได้รับการยอมรับว่ามีความถูกต้องตามหลักทฤษฎี (2) แนวทางของ National Bureau of Economic Research (NBER) โดย Hall et al. (1988) คำนวณราคาเปลี่ยนแปลงจากผลิตภัณฑ์ประชาชาติ (GNI) ทำให้มีอายุเฉลี่ยของสินทรัพย์สูง (3) แนวทางของ Lewellen and Badrinath (1997) คำนวณจากราคาเปลี่ยนแปลงจากเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้นในแต่ละปีทำให้ใช้เวลานานในการเก็บรวบรวมข้อมูล และ (4) แนวทางของ Chung and Pruitt (1994) มูลค่ากิจการทางการตลาดของกิจการ จากผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ ซึ่งได้จากผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญหรือราคาปิดของหุ้นสามัญคูณด้วยจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิคำนวณจากมูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินที่คำนวณจากมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียนและมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว โดยหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมแทนราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์

อย่างไรก็ตามยังไม่เป็นที่แน่ชัดว่าแนวทางการคำนวณใดเป็นวิธีการคำนวณที่ได้ค่า Tobin's Q สะท้อนถึงมูลค่ากิจการได้อย่างถูกต้องแม่นยำที่สุด ในงานวิจัยนี้ผู้วิจัยเลือกใช้วิธีการคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ส่วนใหญ่เป็นข้อมูลการเปิดเผยต่อบุคคลภายนอก และเป็นการคำนวณเกี่ยวกับการวัดผลการ

ดำเนินงานด้านมูลค่าทางการตลาด และการคำนวณตามแนวคิดของ Chung and Pruitt ได้พัฒนาปรับปรุงจากวิธีการคำนวณตามแนวคิดของ Lindenberg and Ross (1981) ทำให้มีการคำนวณได้ง่ายและเป็นที่ยอมรับในทางปฏิบัติมากกว่าวิธีการคำนวณอื่น นอกจากนี้การทดสอบ ค่า Tobin's Q ระหว่างแนวคิดของ Lindenberg and Ross กับ Chung and Pruitt ให้ผลที่ใกล้เคียงกันมากถึงร้อยละ 96 ดังนั้น ค่า Tobin's Q จึงมีความมั่นใจในระดับที่เชื่อถือได้อย่างสมเหตุและสมผล โดยองค์กรที่มีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 จะถูกจัดว่าเป็นองค์กรที่สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพที่จะทำให้องค์กรได้รับผลตอบแทนของเงินลงทุนในอัตราที่สูงกว่าต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (ณัฐพัชร นวลมนัสนิติ, 2563)

ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่มีต่อมูลค่ากิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมามีการศึกษางานวิจัยที่พยายามศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับมูลค่ากิจการ เช่น งานวิจัยของ Friede, Busch, and Bassen (2015) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับมูลค่ากิจการ โดยการสังเคราะห์งานวิจัยมากกว่า 2,000 เรื่อง ผลการวิจัยพบว่า ร้อยละ 63 ของงานวิจัยให้ผลเป็นไปในทิศทางเดียว คือ การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ งานวิจัยของ Tang, Hull, and Rothenberg (2012) ศึกษาการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG จำนวน 130 บริษัท พบว่า บริษัทที่มีความสามารถในการบริหารความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสีย จะมีภาพลักษณ์ที่ดีขึ้นเป็นผลดีต่อผลการดำเนินงานทางการเงินและไม่ใช้ทางการเงิน เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Lu et al. (2013) และ Alareeni and Hamdan (2020) พบว่า คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG มีผลต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q และ Wong et al. (2021) พบว่า บริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยน้ำหนักลดลงและส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับกิจการที่ไม่มีการเปิดเผยข้อมูล รวมถึงงานวิจัยอื่นที่ให้ผลเป็นไปในทิศทางเดียวกัน คือ การนำแนวคิดการพัฒนาเพื่อความยั่งยืนมาใช้ในองค์กรมีผลดีต่อชื่อเสียงและภาพลักษณ์ที่ดีแก่องค์กรช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการองค์กรให้เกิดมูลค่ามากที่สุด (Alareeni & Hamdan, 2020; Aydogmus, Gulay, & Ergun, 2022; Ben-Eli, 2018; Farooque & Ahulu, 2015; Peng & Lsa, 2020; Pu, 2023; Wong et al., 2021) ตามหลักฐานเชิงประจักษ์ที่ได้กล่าวมานั้น ผู้วิจัยจึงเชื่อได้ว่าคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นที่วัดโดย Tobin's Q เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูล ESG ส่งผลให้กิจการมีความโปร่งใสไปสู่การลดปัญหาที่เกิดขึ้นตามที่ทฤษฎีตัวแทนกล่าวไว้ รวมถึงทฤษฎีอื่นตามที่ได้กล่าวมาก่อนหน้านี้ จึงนำมาสู่การกำหนดสมมติฐานที่ 1 ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 (H1) คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q เพิ่มขึ้น

ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่มีต่อต้นทุนเงินทุนและมูลค่ากิจการ

การศึกษาก่อนหน้านี้พบว่า กิจการที่ส่งเสริมการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมหรือมีคะแนนการประเมินการเปิดเผยข้อมูลเพิ่มขึ้นส่งผลให้อันดับความน่าเชื่อถือสูงส่งผลให้ต้นทุนหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงมากกว่ากิจการที่ได้รับคะแนนการเปิดเผยที่ต่ำ (Berntsson, 2019) เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลอย่างครบถ้วนจะทำให้เกิดความเชื่อมั่นต่อนักลงทุนถึงการบริหารงานที่มีความโปร่งใส โดยไม่ถูกจำกัดขอบเขตข้อมูลทำให้ผู้มีส่วนได้เสียเกิดความรู้สึกที่ดีต่อองค์กรผลที่ตามมา คือ ต้นทุนทางสังคมที่ดีขึ้น (Flammer, 2015; Ng & Rezaee, 2015)

แต่มีงานวิจัยบางส่วนที่ให้ผลในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับต้นทุนเงินทุนและมูลค่ากิจการ เช่น การศึกษาของ Mackey, Mackey, and Barney (2007) และ Graff Zivin and

Small (2005) มองว่า “สิ่งที่นักลงทุนควรคาดหวังจากกิจการ คือ การเพิ่มความมั่งคั่งของบริษัทโดยไม่มีนโยบายด้านความยั่งยืน ส่วนนโยบายความยั่งยืนควรถูกดำเนินการด้วยองค์ที่ไม่แสวงหาผลประโยชน์” งานวิจัยของ Berntsson (2019) พบว่า “การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมส่งผลทำให้กิจการต้องมีค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นส่งผลทำให้กำไรลดลงและมูลค่ากิจการลดลงตามมา” และ Atan et al. (2018) พบว่า “การเปิดเผยข้อมูลในแต่ละมิติของ ESG ไม่มีส่วนช่วยในการเพิ่มขึ้นของกำไรและมูลค่ากิจการ เป็นไปทิศทางเดียวกันกับงานวิจัยอื่น เช่น Magnanelli and Izzo (2017) พบว่า บริษัทกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) ที่มีคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมและ สังคมสูงจะมีต้นทุนเงินทุนเพิ่มขึ้น รวมถึงงานวิจัยอื่น เช่น Cardamone, Carnevale, and Giunta (2012) และ Crisostomo, Freire, and Vasconcellos (2011)

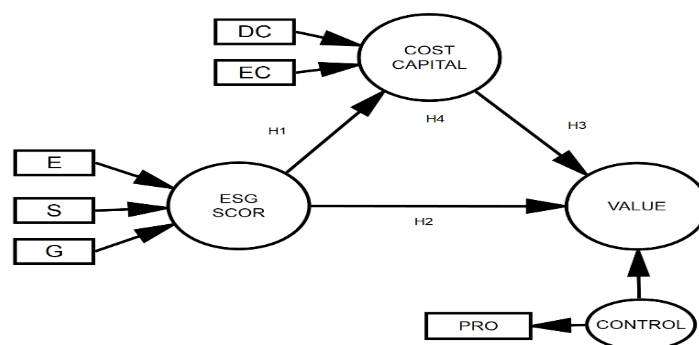
จากข้อมูลข้างต้นจะเห็นได้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนและมูลค่ากิจการยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน เพราะแม้ว่าการเพิ่มขึ้นของคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลจะช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการไปพร้อมกับการเพิ่มต้นทุนเงินทุนมากขึ้น แต่อย่างไรก็ตามมูลค่าของกิจการที่เพิ่มขึ้นนั้นอาจไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนนั่นคือ การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล มีแนวโน้มต่อการเพิ่มขึ้นของต้นทุนเงินทุน ในขณะที่การเพิ่มขึ้นของต้นทุนเงินทุนมีทิศทางตรงข้ามกับมูลค่าของกิจการที่วัดโดย Tobin's Q จึงนำมาสู่การกำหนดสมมติฐานที่ 2, 3 และ 4 ดังนี้

สมมติฐานที่ 2 (H2) คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการเพิ่มขึ้น

สมมติฐานที่ 3 (H3) ต้นทุนเงินทุนของกิจการที่เพิ่มขึ้นส่งผลทำให้มูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q ลดลง

สมมติฐานที่ 4 (H4) คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลทำให้มูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q ลดลง โดยมีตัวแปรต้นทุนเงินทุนของกิจการที่เพิ่มขึ้นเป็นตัวแปรส่งผ่าน

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้นจะเห็นได้ว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลมีความเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานของกิจการโดยตรง จึงนำมาสู่การกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัยเพื่อพัฒนารูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับมูลค่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามภาพที่ 4



ภาพที่ 4 กรอบแนวคิดการวิจัย⁴

⁴ หมายเหตุ: 1) ESG SCOR แทน คะแนนการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล COST CAPITAL แทน ต้นทุนเงินทุน DC แทน ต้นทุนเงินทุน ด้านหนี้สิน EC แทน ต้นทุนเงินทุน ด้านส่วนผู้ถือหุ้น VALUE แทน มูลค่ากิจการ PRO แทน ความสามารถในการทำกำไร 2) การวิจัยนี้ใช้ผลการวัดทั้งแบบ Formative และ Reflective

4. วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 913 บริษัท ข้อมูล ณ วันที่ 15 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2567 เลือกกลุ่มตัวอย่างโดยวิธีเจาะจง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ถูกคัดเลือกเข้าสู่ฐานดัชนีการประเมินความยั่งยืนขององค์กรในระดับสากล (Dow Jones Sustainability Indices: DJSI) ในรอบระยะเวลาปี พ.ศ. 2560 ถึง 2566 จำนวน 31 บริษัท ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน กองทุนรวม กองทรัสต์ จำนวน 2 บริษัท คงเหลือ 29 บริษัท และใช้การวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง (PLS-SEM) ที่ต้องมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างเพียงพอเพื่อให้ค่าพารามิเตอร์จากการวิเคราะห์ข้อมูลเกิดความเที่ยงตรง โดย Hair et al. (2021) เสนอว่าขนาดกลุ่มตัวอย่างที่มีความเพียงพอและเหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์สมการโครงสร้างต้องอยู่ระหว่าง 100 ถึง 200 ตัวอย่างหรือมีอัตราส่วน 15 ถึง 20 หน่วยต่อ 1 ตัวแปรสังเกตได้ ตามกรอบแนวคิดการวิจัยประกอบด้วยตัวแปรสังเกตได้ จำนวน 6 ตัวแปร ดังนั้นขนาดกลุ่มตัวอย่างที่เหมาะสม คือ 90 ตัวอย่าง (15 คูณ 6) และ 120 ตัวอย่าง (20 คูณ 6) เพื่อให้ได้ข้อมูลที่มากเพียงพอผู้วิจัยใช้ข้อมูลตัวอย่างจำนวน 203 ตัวอย่าง (มาจาก 29 บริษัท คูณ 7 ปี) ดังนั้นข้อมูลมีความเหมาะสมตามข้อเสนอแนะของ Hair et al. (2021) สามารถทำการวิเคราะห์ข้อมูลต่อไป

การวัดค่าของตัวแปร

1) การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG Scores) ผู้วิจัยใช้คะแนน ESG ที่ได้รับจากผู้ประเมิน (RobecoSAM) ที่มีค่าคะแนนตั้งแต่ 0 ถึง 100 คะแนน 2) ต้นทุนของเงินทุน (Capital Cost) วัดค่าจากต้นทุนเงินทุนด้านหนี้สิน (DC) คำนวณจากดอกเบี้ยจ่ายหารด้วยหนี้สินรวมคูณหนึ่งร้อย และต้นทุนเงินทุนด้านส่วนผู้ถือหุ้น (EC) คำนวณจากต้นทุนของส่วนผู้ถือหุ้นสามัญด้วยวิธี Capital Asset Pricing Model (CAPM) 3) มูลค่ากิจการ (VALUE) วัดมูลค่ากิจการตามแนวคิดของ Chung and Pruitt ซึ่งได้ทำการพัฒนาปรับปรุงจากทฤษฎี Tobin's Q คำนวณได้จากสูตรดังนี้ $Approximate\ Q\ (Tobin's\ Q) = \frac{MVE + PS + DEBT}{TA}$ กำหนดให้ MVE แทน มูลค่าทางตลาดของบริษัทจากผลของมูลค่าทางตลาดของหุ้นสามัญ, PS แทน มูลค่าทางตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ, DEBT แทน มูลค่าทางตลาดของหนี้สิน คำนวณจากผลรวมของมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะสั้นและมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว, TA แทน มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัท และ 4) ตัวแปรควบคุม คือ ความสามารถในการทำกำไร (PRO) วัดค่าจากอัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวม

การพิทักษ์สิทธิกลุ่มตัวอย่าง

การวิจัยนี้ได้รับการรับรองจากคณะกรรมการจริยธรรมการวิจัยในมนุษย์ สำนักวิจัยและพัฒนา มหาวิทยาลัยนครพนม เลขที่ HE 95/67 จะไม่มีการเปิดเผยรายชื่อองค์กรไม่ว่าทุกกรณีใด ๆ ที่จะเป็นความเสี่ยงชื่อเสียงและจะทำลายเอกสารทั้งสิ้นเมื่อเสร็จสิ้นกระบวนการวิจัย

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากเว็บไซต์ที่รวมข้อมูลราคาซื้อขายหลักทรัพย์ อนุพันธ์ ดัชนีหลักทรัพย์ และข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา นอกจากนี้ผู้วิจัยยังเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี รายงานความยั่งยืน แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รอบระยะเวลาดังแต่ปีพ.ศ. 2560 ถึงพ.ศ. 2566⁵

⁵ ผู้วิจัยรวมข้อมูลในปีพ.ศ. 2563-2564 แม้ว่าจะเป็นช่วงวิกฤตเศรษฐกิจจากสถานการณ์ COVID-19 แต่ภายใต้สถานการณ์นี้ผู้บริหารและนักลงทุนให้ความสำคัญ ESG มากกว่าสถานการณ์ “ปกติ” (Broadstock et al., 2021; Ding, Daugaard, & Linnenluecke, 2020) จึงสามารถนำมาวิเคราะห์ข้อมูลร่วมกับข้อมูลอื่นได้

การวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติเพื่อทำการวิเคราะห์ข้อมูลจากสถิติพื้นฐานเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ในการอธิบายลักษณะของข้อมูล และสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ในการตรวจสอบความสอดคล้องของรูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ และวิเคราะห์อิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวม

5. ผลการวิจัย

การวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานเชิงพรรณนา

ตารางที่ 1 การวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยพื้นฐานของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ค่าสถิติ	ตัวแปรที่ใช้ศึกษา						
	E	S	G	DC	EC	VALUE	PRO
M	0.796	0.849	0.746	0.038	0.040	0.818	0.117
SD	0.108	0.072	0.093	0.000	0.011	0.080	0.179
MIN	0.45	0.70	0.49	0.02	0.04	0.66	0.03
MAX	0.99	0.98	0.90	0.05	0.07	0.98	0.076

จากตารางที่ 1 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ถูกคัดเลือกเข้าสู่ฐานดัชนีการประเมินความยั่งยืนขององค์กรในระดับสากลมีค่าคะแนนการประเมินด้าน E ด้าน S และด้าน G คิดเป็นค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.796 0.849 และ 0.746 ตามลำดับ และมีต้นทุนเงินทุนด้าน EC คิดเป็นค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.040 และต้นทุนเงินทุนทางด้าน DC คิดเป็นค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.038 และ VALUE มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.818 และ PRO มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.117

การตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรและภาวะร่วมเส้นตรงพหุ

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

ตัวแปร	VALUE	E	S	G		DC	EC	PRO
มูลค่ากิจการ (VALUE)	1.000							
ด้านสิ่งแวดล้อม (E)	0.418*	1.000						
ด้านสังคม (S)	0.801**	0.389*	1.000					
ด้านบรรษัทภิบาล (G)	0.653**	0.310	0.786**	1.000				
ต้นทุนเงินทุนด้านหนี้สิน (DC)	0.185	-0.020	0.166	0.214	1.000			
ต้นทุนเงินทุนด้านส่วนผู้ถือหุ้น (EC)	-0.012	0.060	0.066	0.012	0.812**	1.000		
ความสามารถในการทำกำไร (PRO)	-0.156	-0.076	-0.003	0.038	0.106	0.076	1.000	
Tolerance (ควรมากกว่า 0.1)		0.882	0.381	0.398		0.164	0.168	0.755
Variance Inflation Factor (VIF) (ควรน้อยกว่า 10)		1.133	2.622	2.514		6.110	5.968	1.325
Condition Index (CI) (ควรน้อยกว่า 30)	1.000	3.025	8.039	21.663		27.658	53.692	63.574

จากตารางที่ 2 พบว่า ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างชุดตัวแปรสังเกตได้ รวม 7 ตัวแปร มีค่า Tolerance มากกว่า 0.1 ค่า VIF มีค่าน้อยกว่า 10 สำหรับค่า CI ของตัวแปร VALUE, E, S, G และ DC มีค่าน้อยกว่า 30 ในขณะที่ตัวแปร EC และ PRO มีค่ามากกว่า 30 ผู้วิจัยจึงพิจารณาต่อจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient (r)) มีค่าน้อยกว่า 9 กล่าวโดยสรุป ทุกตัวแปร มีค่าดัชนีผ่านเกณฑ์ตามหลักทางสถิติที่กำหนดจึงไม่ทำให้เกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงเชิงพหุ (Multicollinearity) และสามารถนำไปวิเคราะห์โครงสร้างความสัมพันธ์เชิงสาเหตุต่อไป (Hair et al., 2021)

การทดสอบสมมติฐานและการวิเคราะห์โครงสร้างความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ

การทดสอบสมมติฐาน

ผู้วิจัยใช้วิธีการทดสอบความมีนัยสำคัญทางสถิติของพารามิเตอร์และทดสอบการวิเคราะห์ข้อมูลเสมือนซ้ำจำนวน 5,000 รอบ ด้วยสถิติบูตสตรैป (Bootstrapping) และทดสอบสมมติฐานที่มีเขตการปฏิเสธสองทาง (two-tailed) โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง (Path Coefficient) ที่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ และค่าสถิติ t-statistics ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 หรือค่ามากกว่าหรือเท่ากับ 1.96 แสดงว่าค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางสนับสนุนสมมติฐานงานวิจัยตามรายละเอียดในตารางที่ 3

ตารางที่ 3 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง (Path Coefficient) และผลการทดสอบสมมติฐาน

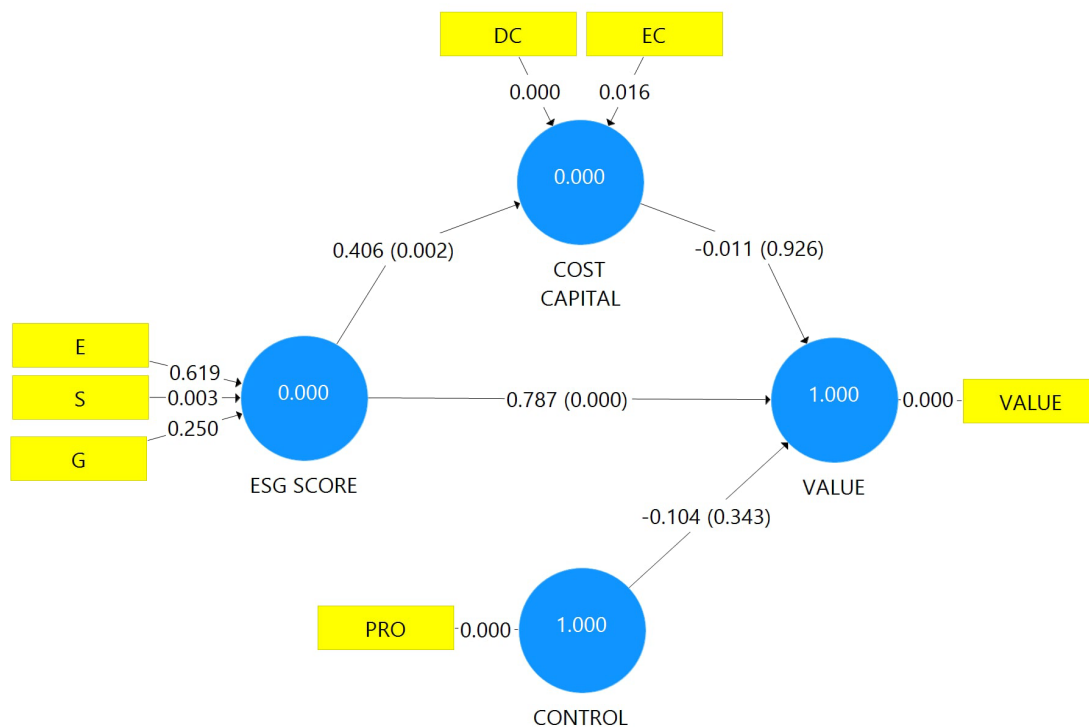
สมมติฐาน / ความสัมพันธ์	คู่ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร	Path Coefficient (β)	S.D.	t-statistics	p-value	ผลการทดสอบ
H:1 (+)	ESG SCORE $\rightarrow$ VALUE	0.787	0.137	5.758	0.000**	สนับสนุน
H:2 (+)	ESG SCORE $\rightarrow$ COST CAPITAL	0.406	0.130	3.113	0.002**	สนับสนุน
H:3 (+)	COST CAPITAL $\rightarrow$ VALUE	-0.011	0.123	5.758	0.928	ไม่สนับสนุน

จากตารางที่ 3 พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลมีอิทธิพลทางตรงในทางบวกต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ (H1) และการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลมีอิทธิพลทางตรงในทางลบต่อต้นทุนเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ (H2) และต้นทุนเงินทุนของกิจการมีอิทธิพลทางตรงในทางลบต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ (H3) นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลมีอิทธิพลทางอ้อมในทางลบต่อมูลค่ากิจการ โดยมีตัวแปรต้นทุนเงินทุนของกิจการเป็นตัวแปรส่งผ่าน ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ (H4)

ตารางที่ 4 แสดงค่าอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวม

ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม					
	COST CAPITAL			VALUE		
	DE	IE	TE	DE	IE	TE
ESG SCORE	0.406**	-	0.406	0.787**	0.395	1.182
COST CAPITAL	-	-	-	-0.011	-	-0.011

หมายเหตุ: 1) DE คือ อิทธิพลทางตรง, IE คือ อิทธิพลทางอ้อม, TE คือ อิทธิพลรวม 2) ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01



ภาพที่ 5 โมเดลสมการโครงสร้างกำลังสองน้อยที่สุด

จากภาพที่ 5 การวิเคราะห์แบบจำลองคุณภาพโดยรวม พบว่า รูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับมูลค่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีคุณภาพโดยรวมใน “ระดับดี” และผลการทดสอบจากการวิเคราะห์สถิติบูทสเตร็ปเพื่อทดสอบ Saturate Model (SM) และ Estimate Model (EM) พบว่า ค่าสถิติทั้ง 4 ค่าเป็นที่ยอมรับทั้งหมด ได้แก่ 1) ค่า Standardized Root Mean Square Residual (SRMR) มีค่าน้อยกว่า 0.08 (SM = 0.046 EM = 0.043) 2) ค่า Square Euclidian distance (duls) มีค่ามากกว่า 0.01,0.05 (SM = 0.060 EM = 0.051) 3) Geodesic Distance (dG) มีค่ามากกว่า 0.01,0.05 (SM = 0.020 EM = 0.975) และ 4) ค่า Normal Fit Index (NFI) มีค่ามากกว่า 0.95 (SM = 0.977 EM = 0.975)

6. สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลสามารถสรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์การวิจัย ดังนี้

วัตถุประสงค์ที่ 1 ผลการวิจัยพบว่า รูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของคะแนนการเปิดเผยข้อมูล ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับมูลค่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่พัฒนาขึ้น มีความสอดคล้องกับหลักฐานเชิงประจักษ์ในระดับ “ดี” เมื่อพิจารณาตัวชี้วัดที่มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบจากมากที่สุด คือ ด้านสิ่งแวดล้อม (E) (0.620) รองลงมาด้านบรรษัทภิบาล (G) (0.233) และด้านสังคม (S) (0.002) ซึ่งผู้บริหารเลือกการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสในด้านสิ่งแวดล้อมเพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มได้รับทราบข้อมูลอย่างชัดเจน โดยคะแนนการเปิดเผยข้อมูลจะสะท้อนให้เห็นถึงการดำเนินธุรกิจที่คำนึงถึงผู้ที่จะได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ โดยผลการวิจัยสนับสนุนตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย นำเสนอมุมมองด้านบวกของผู้บริหารในการสนับสนุนความรับผิดชอบต่อสังคม หากธุรกิจมีระบบการจัดการความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียเป็นอย่างดีก็ย่อมส่งผลทำให้การดำเนินธุรกิจประสบความสำเร็จ

และเป็นที่ยอมรับของผู้มีส่วนได้เสีย สอดคล้องกับแนวคิดความรับผิดชอบต่อสาธารณะ กล่าวว่า “บริษัทต้องระมัดระวังและใส่ใจถึงผลที่ตามมาจากการดำเนินธุรกิจที่อาจเกิดขึ้นและจะกลายมาเป็นประเด็นทางสังคม” ทฤษฎีความชอบธรรมหรือทฤษฎีชอบด้วยกฎหมาย ของ Suchman (1995) กล่าวว่า “การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมจะแสดงให้เห็นถึงการปฏิบัติตามความคาดหวังของสังคม (Deegan, 2002) หากธุรกิจไม่ตอบสนองต่อความคาดหวังของสังคมก็อาจนำไปสู่การเลิกหรือยินยอมให้บริษัทมีสิทธิใช้และจัดการทรัพยากรในสังคมและผลที่อาจตามมา คือ ผลกระทบโดยตรงต่อภาพลักษณ์และการดำเนินธุรกิจ” (Lindlom, 1994 อ้างอิงใน ปิยะดา เนตรสุวรรณ, มนทิพย์ ตั้งเอกจิต, และ ภูริทัต อินยา, 2565) ดังนั้นผู้บริหารจึงเลือกกลยุทธ์การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และยึดหลักปฏิบัติตามบรรษัทภิบาลเป็นการสื่อสารให้กับผู้มีส่วนได้เสียทราบถึงผลการดำเนินงานในมุมมองเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมเพื่อลดช่องว่างทางกฎหมายให้สังคมได้รับทราบและเพื่อไม่ให้เกิดความเข้าใจผิดในการละเลยการดำเนินธุรกิจที่ปราศจากการคำนึงถึงสังคมและชุมชน ทฤษฎีการส่งสัญญาณ ของ Spence (1973) กล่าวว่า ผู้บริหารมีข้อมูลข่าวสารมากกว่าผู้ลงทุน ดังนั้น ผู้บริหารจึงอาจส่งสัญญาณผ่านช่องทางต่างๆ เช่น รายงานความยั่งยืน หรือรายงานประจำปี เพื่อให้นักลงทุนได้ทราบการดำเนินกิจกรรมต่างๆ เพื่อสังคมและสิ่งแวดล้อม และในทิศทางเดียวกันกับทฤษฎีตลาดทุน ของ Sharpe (1964) กล่าวว่า “นักลงทุนจะมีปฏิกิริยาตอบสนองทันทีต่อข้อมูลข่าวสารที่ผู้บริหารได้สื่อสารออกมา” รวมถึงทฤษฎีตัวแทน ของ Jensen and Meckling (1976) อธิบายว่าการลดความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทน คือ การเปิดเผยข้อมูลให้มีความเพียงพอที่จะช่วยเพิ่มความโปร่งใสตามมา (ปาณมน จันทบุตร, สุนัยรัตน์ วุฒิจินดานนท์, และ อุษารัตน์ อธิธรรม, 2563) เช่นเดียวกับทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ของ Akerlof (1970) เชื่อว่า “การลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล คือ การที่บริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสและจะทำให้เกิดความเชื่อมั่นต่อนักลงทุน” (Raimo et al., 2022)

กล่าวโดยสรุป “การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q เพิ่มขึ้น” จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1 สอดคล้องกับการศึกษาของ Kim and Park (2013) พบว่า บริษัทที่ถูกจัดอันดับและได้รับการประเมินการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG จะมีมูลค่ากิจการ สูงกว่าบริษัทที่ไม่ได้ถูกจัดอันดับและได้รับการประเมินการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG และการศึกษาผลกระทบของคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ต่อมูลค่ากิจการของ Van Brecht et al. (2018) พบว่า คะแนนการเปิดเผยที่เพิ่มขึ้นโดยเฉพาะด้านสิ่งแวดล้อมส่งผลให้บริษัทมีมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น ซึ่งแสดงให้เห็นได้ว่านักลงทุนต่างให้ความสำคัญและให้ความสนใจที่นำเอาปัจจัยด้าน ESG มาพิจารณาควบคู่กับการวิเคราะห์รายงานทางการเงินของธุรกิจ และ Yordudom and Suttipun (2020) พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมเพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่าบริษัทที่วัดโดยมูลค่าตามราคาตลาดเพิ่มขึ้น เนื่องจากนักลงทุนให้ความสนใจกับสิ่งแวดล้อมและสนับสนุนกิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัทมากขึ้น เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Yu, Guo, and Luu (2018) ศึกษาผลกระทบของความโปร่งใสของการดำเนินงานด้าน ESG ที่วัดจากคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ผลการวิจัยพบว่า บริษัทที่ได้รับค่าคะแนน ด้านบรรษัทภิบาล (G) จะมีผลต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin Q เช่นเดียวกับ Love and Petchchechoo (2019) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดอันดับด้านบรรษัทภิบาล 374 บริษัท พบว่า บริษัทที่ให้ความสำคัญต่อการปฏิบัติตามหลักบรรษัทภิบาลจะมีมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้นโดยวัดจากค่า Tobin Q และ Chen, Feldmann, and Tang (2015) พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเติบโตของยอดขาย และ พชรพล ศุขอร่าม (2565) พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG มีความสำคัญและเป็นประโยชน์ต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทแต่มีผลตรงกันข้ามในมุมมองทางการเงิน และ Farooque and Ahulu (2015) มองว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นช่องทางสำคัญในการส่งสัญญาณทางธุรกิจไปยังกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม โดยการเปิดเผยข้อมูลจะช่วยเพิ่มความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือขององค์กรการส่งเสริมภาพลักษณ์ และการสร้างความไว้วางใจจากกลุ่มเป้าหมาย

แต่อย่างไรก็ตามแม้ว่าทฤษฎีต่างๆ ตามที่กล่าวมาข้างต้นจะสนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่าง การเปิดเผยข้อมูล ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการ แต่ผลการวิจัยก็พบข้อสังเกตกล่าวคือ มูลค่ากิจการไม่ได้รับ อิทธิพลทางตรงในทางบวกจากต้นทุนเงินทุน และต้นทุนเงินทุนได้รับอิทธิพลทางตรงในทางบวกจากคะแนนการเปิดเผย ข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลหรืออธิบายอีกนัยได้ว่า “การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และ บรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการเพิ่มขึ้น” และ “ต้นทุนเงินทุนของกิจการที่เพิ่มขึ้นส่งผลทำให้มูลค่า กิจการที่วัดโดย Tobin's Q ลดลง” และ “คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้มูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q ลดลง โดยมีตัวแปรต้นทุนเงินทุนของกิจการที่เพิ่มขึ้นเป็นตัวแปรส่งผ่าน” ซึ่ง อาจเป็นผลมาจากการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ด้าน ESG ในระดับสูงจะส่งผลทำให้กิจการต้องมีต้นทุนในการดำเนินงานที่ เพิ่มขึ้นหรืออาจต้องจัดสรรจำนวนเงินบางส่วนไปจากการดำเนินงานหลักเพื่อใช้ในการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ด้าน ESG ส่งผลทำให้กำไรของกิจการลดลงและ มูลค่ากิจการลดลงในทิศทางเดียว สอดคล้องกับงานวิจัยของ Friedman (2007), Atan et al. (2018), Berntsson (2019) และ Ramirez et al. (2022) พบว่า การเปิดเผยข้อมูลของแต่ละองค์ประกอบ ด้าน ESG ไม่มีผลทำให้ต้นทุนเงินทุนลดลงและจะส่งผลกระทบต่อกำไรกิจการตามมา เช่นเดียวกับ Magnanelli and Izzo (2017) พบว่า คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินของกิจการที่ถูกจัดอันดับดัชนีดาว์น โจนส์ (DJSI) เพิ่มขึ้น เช่นเดียวกับ อุภาวดี เนื่องวรรณะ (2561) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดเอ็ม เอ ไอ พบว่า การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อมที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของ กิจการเพิ่มขึ้น และ Balatbat, Siew, and Carmichael (2012) พบว่า ได้ให้ข้อสรุปว่าการวัดผลคะแนนที่เกี่ยวข้องกับ ESG อาจไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงหลักการทางปฏิบัติของแต่ละบริษัทที่เลือกกิจกรรมด้าน ESG ที่มีความแตกต่างกันออกไป และกิจกรรมบางกิจกรรมอาจไม่ได้เพิ่มคุณค่าหรือมูลค่าให้แก่บริษัทแต่กลับกลายเป็นต้นทุนที่กิจการต้องแบกรับภาระของ การดำเนินกิจกรรมด้าน ESG และ Chen, Feldmann, and Tang (2015) พบว่า บริษัทจดทะเบียนในประเทศไต้หวันที่มี การดำเนินงานด้าน ESG จะมีต้นทุนเงินทุนที่เพิ่มขึ้นและมูลค่ากิจการจะลดลงในทิศทางเดียวกัน Cardamone, Carnevale, and Giunta, (2012) และ Crisostomo, Freire, and Vasconcellos (2011) ให้เหตุผลว่าการดำเนินธุรกิจที่ เกี่ยวข้องกับด้าน ESG ต้องอาศัยเงินลงทุนจำนวนมากซึ่งต้องจัดสรรจำนวนเงินไปจากการดำเนินงานหลักทำให้กิจการไม่ อาจสร้างผลกำไรได้ดีเท่าที่ควร ดังนั้น นักลงทุนในประเทศบราซิลจึงไม่เห็นความสำคัญของรายงานด้าน ESG สอดคล้อง กับ Mackey, Mackey, and Barney (2007) และ Graff Zivin and Small (2005) ระบุว่า นักลงทุนควรคาดหวังจาก บริษัท คือ การเพิ่มความมั่นคงของบริษัทโดยไม่มีนโยบายด้านความยั่งยืน ส่วนนโยบายความยั่งยืนควรถูกดำเนินการโดย องค์กรที่ไม่แสวงหาผลประโยชน์ จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2 3 และ 4 และปฏิเสธผลการวิจัยในอดีตที่ผ่านมาพบว่า หาก บริษัทมีระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG สูงมากเท่าไร ยิ่งจะทำให้ต้นทุนเงินทุนทั้งในส่วนด้านหนี้สินและด้านส่วนผู้ถือหุ้น ลดลงและเป็นการเพิ่มขึ้นของกำไรส่งผลต่อมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น (Alareeni & Hamdan, 2020; Atan et al., 2018; Attig et al., 2013; Friede, Busch, & Bassen, 2015; Flammer, 2015; Lu, Wang, & Lee, 2013; Ng & Rezaee, 2015; Ramirez et al., 2022; Shad et al., 2020; Wong et al., 2021)

7. ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

แม้ว่าการดำเนินกิจกรรมเพื่อสังคมจะส่งผลทำให้กิจการต้องมีภาระต้นทุนที่เกิดขึ้น แต่ต้นทุนที่เกิดขึ้นนี้จะกลาย มาเป็นต้นทุนประโยชน์ (Cost Benefit) ที่กิจการจะได้รับคืนจากสังคม เช่น ชื่อเสียง ภาพลักษณ์ ทัศนคติที่ดี ความเชื่อมั่น

และความโปร่งใส ซึ่งปัจจัยเหล่านี้อาจตีมูลค่าทางการเงินไม่ได้ชัดเจนเท่าที่ควรในระยะเวลาอันสั้น แต่ปัจจัยเหล่านี้ล้วนสร้างมูลค่าเพิ่มและคุณค่าให้กับการดำเนินธุรกิจในระยะยาวและสิ่งที่ธุรกิจจะได้รับตามมาก็คือ ผลการดำเนินงานทางการเงินที่ดีขึ้น

ดังนั้น หน่วยงานที่กำกับดูแลและส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุน อาทิ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย รวมถึงหน่วยงานอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุนไทย เช่น สมาคม ผู้ตรวจสอบภายในแห่งประเทศไทย (สทท.) และสภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์ สามารถนำผลการวิจัยนี้ไปเป็นแนวทางในการกำหนดวิธีปฏิบัติทั้งในเชิงนโยบายและกฎเกณฑ์ให้มีการเปิดเผยข้อมูล อย่างครบถ้วนและชัดเจนเพิ่มมากขึ้นทั้งในแบบสมัครใจและภาคบังคับ โดยเฉพาะอย่างยิ่งกับบริษัทที่ยังไม่เคยเปิดเผยข้อมูลผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน

2. ข้อเสนอแนะเชิงวิชาการ

ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่มากจนเกินไปส่งผลทำให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการเพิ่มขึ้นและการลดลงของมูลค่าของกิจการ แต่อีกหนึ่งมุมมองของการวิจัยนี้กลับพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นไปตามที่ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียและทฤษฎีความชอบธรรมรวมถึงทฤษฎีอื่นๆ ได้กล่าวไว้ โดยผู้วิจัยให้ความเห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลมีเป้าหมายหลักเพื่อต้องการรายงานผลการดำเนินงานของกิจการที่นอกเหนือจากผลการดำเนินงานทางการเงินไปยังผู้มีส่วนได้เสีย และเมื่อผู้มีส่วนได้เสียได้รับข้อมูลอย่างครบถ้วนจะส่งผลทำให้บริษัทมีความโปร่งใสนำไปสู่การลดลงของปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลและปัญหาตัวแทน สอดคล้องตามที่ทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล กล่าวว่า “การลดปัญหาเหล่านี้ คือ การที่บริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสและจะทำให้เกิดความเชื่อมั่นต่อผู้มีส่วนได้เสียตามมา” ดังนั้นผลการวิจัยนี้จึงสนับสนุนตามทฤษฎีดังกล่าว แต่อย่างไรก็ตามแม้ว่าทฤษฎีดังกล่าว จะสนับสนุนผลการศึกษาในมุมมองของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการ แต่ไม่สนับสนุนในมุมมองของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนและมูลค่าของกิจการ โดยมีเหตุผลว่าการให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียที่มากจนเกินไปอาจทำให้กิจการต้องเผชิญกับภาระต้นทุนที่สูงขึ้น ซึ่งภาระต้นทุนนี้อาจนำไปสู่ผลกระทบต่อผลการดำเนินงานหลักของกิจการ

3. ข้อเสนอแนะเชิงผู้ใช้ข้อมูล

ผู้บริหารและผู้ปฏิบัติ ควรให้ความสำคัญกับการนำกลยุทธ์ด้าน ESG ไปประยุกต์ปรับใช้เข้ากับการดำเนินธุรกิจ ควรมีการประเมินประเด็นสำคัญทางธุรกิจ และการมีส่วนร่วมกับผู้มีส่วนได้เสียเพื่อช่วยให้องค์กรสามารถกำหนดทิศทางการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลได้อย่างถูกต้อง แม้ว่าผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าการดำเนินงานด้าน ESG จะส่งผลทำให้ธุรกิจต้องมีต้นทุนค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นแต่ต้นทุนค่าใช้จ่ายเหล่านี้จะก่อให้เกิดต้นทุนประโยชน์ (Cost-Benefit) ทั้งในรูปแบบตัวเงินและไม่ใช้ตัวเงินต่อมูลค่ากิจการที่จะเกิดขึ้นในอนาคตระยะยาว เช่น ภาพลักษณ์ ชื่อเสียง ความเชื่อมั่นต่อผู้มีส่วนได้เสีย ดังนั้น การบริหารจัดการธุรกิจที่มีประสิทธิภาพไม่ได้เกิดขึ้นด้วยตัวองค์กรเองเท่านั้น แต่เกี่ยวข้องกับห่วงโซ่คุณค่าซึ่งประกอบด้วยผู้มีส่วนได้เสียหลากหลายกลุ่ม ดังนั้น องค์กรต้องพิจารณาให้ได้ว่ามีความเกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มใดบ้าง แต่ละกลุ่มมีลักษณะเฉพาะอย่างไร รวมทั้งองค์กรต้องเข้าใจความคาดหวังหรือประเด็นที่ผู้มีส่วนได้เสียสนใจ เพราะความคาดหวังหรือประเด็นเหล่านี้อาจมีผลกระทบต่อโอกาสเติบโตที่ยั่งยืนของธุรกิจจึงเป็นสิ่งสำคัญและความท้าทายที่ผู้บริหารจะต้องหาวิธีการบริหารจัดการความเสี่ยง เพื่อสร้างโอกาส และลด

ความเสี่ยงต่อไป สำหรับ ผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม อาจใช้ข้อมูลจากผลการวิจัยนี้ร่วมกับการพิจารณาทั้งในมุมมองของความ
เสี่ยงและโอกาสทางธุรกิจเพื่อนำมาใช้ในการวิเคราะห์ราคาหลักทรัพย์และการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ ต่อไป

ข้อจำกัดของการวิจัยและการศึกษาในอนาคต

1. การศึกษานี้ผู้วิจัยไม่ได้แยกประเภทของอุตสาหกรรม เนื่องจากข้อจำกัดด้านขนาดกลุ่มตัวอย่าง ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ถูกคัดเลือกเข้าสู่ฐานดัชนีการประเมินความยั่งยืนขององค์กรในระดับสากล (Dow Jones Sustainability Indices: DJSI) ในรอบระยะเวลาปี พ.ศ. 2560 ถึง 2566 มีจำนวนเพียง 31 บริษัทเท่านั้น
หักบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน จำนวน 2 บริษัท คงเหลือ 29 บริษัท จำนวน 203 ชุดข้อมูล ดังนั้นการศึกษาในอนาคตเมื่อมีบริษัทจดทะเบียนถูกคัดเลือกเข้าสู่ฐานดัชนี DJSI มากขึ้นก็ยังคงเป็นประเด็นที่น่าสนใจที่ควรศึกษาให้
เชิงลึกมากขึ้น เช่น การเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมหรือระหว่างประเทศ เป็นต้น

2. การศึกษานี้ผู้วิจัยเลือกใช้คะแนนการประเมินด้าน ESG จากดัชนี DJSI ซึ่งประเมินโดย RobecoSAM ยังมีผู้
ประเมินอีกบางส่วน อาทิ Refinitiv, MSCI, ESG Research, FTSE Russell, ESG Book, Moody's ESG Solutions, SET
ESG Ratings และ Sustainalytics ซึ่งอาจให้คะแนนการประเมินที่แตกต่างกัน ดังนั้น การศึกษาในอนาคตควรขยาย
ขอบเขตการวิจัยโดยนำคะแนนจากหลากหลาย ผู้ประเมินมาวิเคราะห์เปรียบเทียบกัน

3. การศึกษานี้ศึกษาโดยใช้คะแนนจากการประเมินด้าน ESG ซึ่งเป็นงานวิจัยเชิงปริมาณ ในอนาคตควรศึกษา
การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG เพิ่มเติมจากแนวความคิดทางภาษาศาสตร์เชิงจิตวิทยา (Psycholinguistics) เป็นงานวิจัยเชิง
คุณภาพ โดยเฉพาะของลักษณะการใช้คำในการเปิดเผยข้อมูลมีผลกระทบต่อความรู้สึกของผู้ใช้ข้อมูลที่แตกต่างกันหรือไม่
หรือศึกษาบทบาทของผู้ตรวจสอบภายในต่อการรายงาน ESG รวมถึงประเด็นทางพระพุทธศาสนาที่เกี่ยวข้องกับการ
ดำเนินกิจกรรมทางสังคมและสิ่งแวดล้อม

8. กิตติกรรมประกาศ

ผู้เขียนขอขอบพระคุณรายการ BanShiOnline และโครงการ “ก้าวไปด้วยกันกับการบัญชี” ครั้งที่ 18 ที่จัดขึ้น
โดยภาควิชาบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ที่ได้จุดประกายความคิดให้ผู้เขียนเขียน
บทความวิจัยฉบับนี้ขึ้น

9. เอกสารอ้างอิง

- ณัฐพัชร์ นวลมนัญญิตติ. (2563). อิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- ปานมน จันทบุตร, สุนิย์รัตน์ วุฒิจินดามนต์, และ อุษารัตน์ อธิธรรม. (2563). การศึกษาผลกระทบที่ไม่ใช่เชิงเส้นของ CSR
ต่อมูลค่าทางการตลาดของกิจการ. *จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์*, 42(4), 22-43.
- ปิยะดา เนตรสุวรรณ, มณฑิพย์ ตั้งเอกจิต, และ ภูริทัต อินยา. (2565). การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์*, 39(1), 7-11.
- พชรพล สุขอร่าม. (2565). ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่มีต่อมูลค่าบริษัทที่จัด
ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- อุภาวดี เนื่องวรรณ. (2561). การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมที่มีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจบัณฑิต). มหาวิทยาลัยศรีปทุม.

- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- 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.
- 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/MEQ-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>
- Aydogmus, M., Gulay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG Performance on Firm Value and Profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(2), 119-127. <http://dx.doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Balatbat, M., Siew, R., & Carmichael, D. (2012). ESG scores and its influence on firm performance: Australian evidence. In *Australian school of business school of accounting, school of accounting seminar series semester* (p. 1-30). University of New South Wales.
- Barbaric, M. (2021). *ESG Scores and Financial Performance of Swedish-listed Companies– Is there a link?* (Master's thesis). Jönköping University.
- Barnard, C. I. (1938). *The Functions of the Executive*. Cambridge: Harvard University Press.
- Ben-Eli, M. U. (2018). Sustainability: definition and five core principles, a systems perspective. *Sustainability Science*, 13(5), 1337-1343. <https://doi.org/10.1007/s11625-018-0564-3>
- Berntsson, W. (2019). *The Impact of ESG Score on Firm's Cost of Capital and Riskiness* (Master's thesis). University of Gothenburg.
- 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/>
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38(1), 101716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- Brown, J & Tregidga, H. (2017). Re-Politicizing Social and Environmental Accounting Through Ranciere: On the Value of Dissensus. *Accounting, Organizations and Society*, 61, 1-21. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2017.08.002>
- Campbell, D., Craven, B. & Shrives, P. (2003). Voluntary Social Reporting in Three FTSE Sectors: A Comment on Perception and Legitimacy. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 16(4), 558-581. <https://doi.org/10.1108/09513570310492308>
- Cardamone, P., Carnevale, C., & Giunta, F. (2012). The Value Relevance of Social Reporting: Evidence from Listed Italian Companies. *Journal of Applied Accounting Research*, 13(3), 255. <https://doi.org/10.1108/09675421211281326>

- Chen, L., Feldmann, A., & Tang, O. (2015). The relationship between disclosures of corporate social performance and financial performance: Evidences from GRI reports in manufacturing industry. *International Journal of Production Economics*, 170(PB), 445-456.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- Crisostomo, V. L., Freire, F. d., & Vasconcellos, F. C. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social responsibility journal*, 7(2), 295-309. <http://dx.doi.org/10.1108/174711111111141549>
- Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures—a theoretical foundation. *Accounting, auditing & accountability journal*, 15(3), 282-311. <https://doi.org/10.1108/09513570210435852>
- Deng, X., Kang, J. K., & Low, B. S. (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of financial Economics*, 110(1), 87-109. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.014>
- Ding, A., Daugaard, D., & Linnenluecke, M. K. (2020). The Future Trajectory for Environmental Finance: Planetary Boundaries and Environmental, Social and Governance Analysis. *Accounting & Finance*, 60(1), 3–14. <https://doi.org/10.1111/acfi.12599>
- Farooque, O. A., & Ahulu, H. (2015). Environmental Reporting in the UK, Australia, and South African Multinational Companies. *Journal of Developing Areas*, 49(6), 103-118. <https://doi.org/10.1353/jda.2015.0117>
- 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. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. New York: Cambridge University Press.
- Freeman, R. E., Dmytriiev, S., & Phillips, R. (2017). Stakeholder Theory and the Resource-Based View. *Journal of Management*, 47(5), 1-14.
- 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. In *Corporate ethics and corporate governance* (p. 173-178). Heidelberg: Springer-Verlag Berlin.
- Global Reporting Initiative. (2015). *G4 Sustainability Reporting Guidelines*. Retrieved 1 May 2023, from <https://commdev.org/publications/global-reporting-initiative-g4-sustainability-reporting-guidelines-reporting-principles-and-standard-disclosures/>
- Governance & Accountability Institute. (2023). New Research Shows Mid-Cap U.S. Public Companies Closing Sustainability Reporting Gap in 2022. Retrieved 1 May 2023, from <https://www.ga-institute.com/research/research/sustainability-reporting-trends/2023-sustainability-reporting-in-focus.html>

- Graff Zivin, J., & Small, A. (2005). A Modigliani-Miller theory of altruistic corporate social responsibility. *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy*, 5(1), 0000101515153806531369. <https://doi.org/10.1515/1538-0653.1369>
- Hair Jr., J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M., Sarstedt, M., Danks, N. P., Ray, S. et al. (2021). Evaluation of Reflective Measurement Models. In *Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM) Using R. Classroom Companion: Business* (p. 75-90). Heidelberg: Springer.
- Hall, B. H., Cumminq, C., Laderman, E. S., & Mundy, J. (1988). *The R&D master file documentation*. Retrieved 1 May 2023, from https://www.nber.org/system/files/working_papers/t0072/t0072.pdf
- Harabida, M., & Radi, B. (2021). The Impact of Membership in a Socially Responsible Index on Stock Prices: A Systemic Review of the Literature. *Journal of Economics, Finance and Management Studies*, 4(6), 743-752. <https://doi.org/10.47191/jefms/v4-i6-09>
- Hogan, K., Olson, G. T., & Sharma, R. (2014). The role of corporate philanthropy on ratings of corporate social responsibility and shareholder return. *Journal of Leadership, Accountability and Ethics*, 11(3), 108-125.
- 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.
- Khan, N., Malik, Q. A., Saghir, A., Rasheed, M. H., & Husnain, M. (2021). Does corporate social responsibility reduce financial distress? Evidence from emerging economy. *Management Science Letters*, 8(11), 2225-2232.
- Kim, S., & Park, H. (2013). Effects of Various Characteristics of Social Commerce on Consumers' Trust and Trust Performance. *International Journal of Information Management*, 33(2), 318-332. <https://doi.org/10.1016/j.ijinfomgt.2012.11.006>
- Lewellen, W. G., & Badrinath, S. G. (1997). On the measurement of Tobin's q. *Journal of financial economics*, 44(1), 77-122. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00013-X](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00013-X)
- Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's Q Ratio and Industrial Organization. *Journal of business*, 54(1), 1-32.
- Love, C. & Petchchedchoo, P. (2019). Environment, Social and Governance Performance (ESG) with Earnings Quality. *Suthiparithat*. 33(106). 179-194.
- Lu, W. M., Wang, W. K., & Lee, H. L. (2013). The relationship between corporate social responsibility and corporate performance: Evidence from the US semiconductor industry. *International Journal of Production Research*, 51(19), 5683-5695. <http://dx.doi.org/10.1080/00207543.2013.776186>
- Mackey, A., Mackey, T. B., & Barney, J. B. (2007). Corporate social responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies. *Academy of management review*, 32(3), 817-835.
- 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>
- 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/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.003>
- 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). 1-34.
- Pu, G. (2023). A non-linear assessment of ESG and firm performance relationship: evidence from China. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 36(1). 2113336. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2022.2113336>
- Raimo, N., Caragnano, A., Mariani, M., & Vitolla, F. (2022). Integrated reporting quality and cost of debt financing. *Journal of Applied Accounting Research*, 23(1), 122-138. <https://doi.org/10.1108/JAAR-04-2021-0097>
- 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. <https://doi.org/10.3390/su14095012>
- 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. <https://doi.org/10.1007/s11356-020-08398-9>
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Spence, M. (1973) Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87, 355-373. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of management review*, 20(3), 571-610. <https://doi.org/10.2307/258788>
- Tang, Z., Hull, C. E., & Rothenberg, S. (2012). How corporate social responsibility engagement strategy moderates the CSR-financial performance relationship. *Journal of management Studies*, 49(7), 1274-1303. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2012.01068.x>
- 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. *ASEAN Journal of Management & Innovation*, 5(2), 95-106.
- Wong, W. C., Batten, J. A., Mohamed-Arshad, S. B., Nordin, S., & Adzis, A. A. (2021). Does ESG certification add firm value?. *Finance Research Letters*, 39, 101593. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101593>
- Yordudom, T; Suttipun, M. (2020). The Influence of ESG Disclosures on Firm Value in Thailand. *GATR Journal of Finance and Banking Review*, 5(3),108-114.
- Yu, E. P. Y., Guo, C. Q., & Luu, B. V. (2018). Environmental, social and governance transparency and firm value. *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 987-1004. <https://doi.org/10.1002/bse.2047>