

THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE SUSTAINABILITY AND RETURN ON INVESTED CAPITAL

Pimnara THEPPAITOON^{1*} and Eakapat MANITKAJORNKIT¹

1 Faculty of Business Administration, Kasetsart University, Thailand; pimnara.th@ku.th (P. T.)
(Corresponding Author)

ARTICLE HISTORY

Received: 21 April 2023

Revised: 10 May 2023

Published: 22 May 2023

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the relationship between corporate sustainability and return on invested capital. The study aims to inform executives and board of directors of both listed and non-listed companies in Thailand about how to plan and evaluate sustainable operations. The independent variables are divided into two groups: 1) ESG score, including environment score, social score, and governance score, and 2) Sustainable Development Goals (SDGs) by UN Global Compact score, including anti-corruption score, human rights score, and labor rights score. Historical annual data for five years, from 2017 to 2021, was collected, resulting in a sample size of 320 items. The results of this study indicate that social score and anti-corruption score have a positive effect on return on invested capital, while environment score and human rights score have a negative effect. Additionally, governance score and labor rights score were not statistically significant.

Keywords: ESG, SDGs, Return on Invested Capital

CITATION INFORMATION: Theppaitoon, P., & Manitkajornkit, E. (2023). The Relationship Between Corporate Sustainability and Return on Invested Capital. *Procedia of Multidisciplinary Research*, 1(5), 22.

ความสัมพันธ์ระหว่างความยั่งยืนขององค์กรกับความสามารถ ในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุน

พิมพินารา เทพไพฑูรย์^{1*} และ เอกภัทร มานิตขจรกิจ¹

1 คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์; pimnara.th@ku.th (พิมพินารา) (ผู้ประพันธ์บทความ)

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความยั่งยืนขององค์กรกับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุน และเพื่อต้องการให้ผู้บริหาร คณะกรรมการบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทย ทั้งที่อยู่ในและนอกตลาดหลักทรัพย์ สามารถนำมาใช้ในการวางแผน และประเมินความคุ้มค่าในการดำเนินงานด้านความยั่งยืน โดยตัวแปรอิสระออกเป็น 2 กลุ่ม คือ 1) ระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) แบ่งเป็น 3 ด้าน คือ สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล 2) การตอบสนองต่อเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (SDG) แบ่งเป็น 3 ด้าน คือ สิทธิมนุษยชน แรงงาน และการต่อต้านทุจริตคอร์รัปชัน จากการเก็บรวบรวมข้อมูลเป็นระยะเวลา 5 ปี ในช่วงปี 2560 - 2564 จำนวนทั้งสิ้น 320 ตัวอย่าง ผลการศึกษาพบว่า คะแนนด้านสังคม และคะแนนด้านการต่อต้านคอร์รัปชัน มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุน ในขณะที่คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม และคะแนนด้านสิทธิมนุษยชนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุน สำหรับคะแนนด้านอื่นๆ คือ คะแนนด้านบรรษัทภิบาล และคะแนนด้านแรงงาน ไม่มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

คำสำคัญ: ระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล, เป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน, ผลตอบแทนของเงินลงทุน

ข้อมูลการอ้างอิง: พิมพินารา เทพไพฑูรย์ และ เอกภัทร มานิตขจรกิจ. (2566). ความสัมพันธ์ระหว่างความยั่งยืนขององค์กรกับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุน. *Procedia of Multidisciplinary Research*, 1(5), 22.

บทนำ

การตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในปัจจุบัน นอกจากการให้ความสำคัญเกี่ยวกับเรื่องข้อมูลทางการเงินแล้ว นักลงทุนยังให้ความสำคัญกับข้อมูลด้านความยั่งยืน ที่ประกอบไปด้วย 3 ด้าน คือ ด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านบรรษัทภิบาล (Environment, Social, and Governance: ESG) แนวคิดเรื่อง ESG มีพัฒนาการมาจากคำว่า “การพัฒนาที่ยั่งยืน” ซึ่งมีจุดเริ่มต้นมาจากการประชุมสหประชาชาติเรื่องสิ่งแวดล้อมของมนุษย์ ที่ประเทศสวีเดนในปี ค.ศ.1972 โดยคำว่า ESG ความหมายคล้ายกับ กิจกรรมเพื่อสังคม (Corporate Social Responsibility: CSR) ต่างกันเพียงบริบท โดย ESG เป็นบริบทของกิจการในด้านของข้อมูล ที่ควรตอบโจทยกลุ่มผู้ลงทุน การเปิดเผยข้อมูลจากการดำเนินงานอย่างรับผิดชอบต่อสังคมที่คำนึงถึงความคาดหวังของนักลงทุน โดยเฉพาะนักลงทุนสถาบัน ในขณะที่ CSR เป็นบริบทของกิจการด้านการดำเนินงานที่ควรตอบโจทยของกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้อง

เมื่อบริษัทมีความสนใจในการดำเนินงานด้านความยั่งยืน การตอบสนองต่อเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development Goals: SDGs) ก็เริ่มเข้ามามีบทบาทมากขึ้น สำหรับ SDGs คือ เป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน ริเริ่มโดยสหประชาชาติ (United Nations: UN) เพื่อทำให้โลกดีขึ้นภายในปี ค.ศ. 2030 เป็นแนวทางให้แต่ละประเทศดำเนินการร่วมกัน โดยควบคู่ไปกับการดำเนินงานด้านความยั่งยืน

สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลด้าน ESG และ SDGs ให้สามารถวัดได้ในรูปของตัวเลขนั้น เป็นเรื่องยากที่จะวัดได้ เนื่องจากเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ รวมถึงยังไม่มีหน่วยงานใดของประเทศไทยที่ทำการประเมินข้อมูลด้าน ESG อย่างครบทุกมิติ จึงต้องอาศัยการประเมินจากหน่วยงานภายนอกที่เป็นที่ยอมรับในระดับสากล

ด้วยสาเหตุดังกล่าว ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาถึงการประเมินข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อด้าน ESG เพื่อที่จะสามารถวัดได้ในรูปของตัวเลข และสามารถเปรียบเทียบกันได้ โดยควบคู่ไปกับ SDGs เพื่อจะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความยั่งยืนขององค์กรกับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุน ที่แทนด้วย อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุน (ROIC) โดยมีวัตถุประสงค์การวิจัยเพื่อ 1) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความยั่งยืนขององค์กร กับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุน 2) เพื่อต้องการให้ผู้บริหาร คณะกรรมการบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทย ทั้งที่อยู่ในและนอกตลาดหลักทรัพย์สามารถนำมาใช้ในการวางแผน และประเมินความคุ้มค่าในการดำเนินงานด้านความยั่งยืน 3) เพื่อเป็นแนวทางประกอบการพิจารณาการลงทุนสำหรับนักลงทุนที่คำนึงถึงการลงทุนด้านความยั่งยืน เพื่อให้เกิดประโยชน์ 1) ผู้บริหาร คณะกรรมการบริษัท สามารถนำไปใช้เป็นข้อมูลประกอบการวางแผน การประเมินความคุ้มค่าสำหรับการลงทุนด้านความยั่งยืนของบริษัท (ESG) 2) นักลงทุน และผู้ที่สนใจการลงทุนด้านความยั่งยืน สามารถนำข้อมูลไปใช้ในการพิจารณาประกอบการลงทุน

การทบทวนวรรณกรรม

แนวคิดด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล (Environment, Social, และ Governance: ESG) มีแนวคิดพื้นฐานมาจากการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance: CG) และ กิจกรรมเพื่อสังคม (Corporate Social Responsibility: CSR) โดย ESG ประกอบไปด้วย 3 ด้าน คือ ด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล หมายถึง การดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่ไม่ได้คำนึงถึงเพียงประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมเพียงอย่างเดียว ยังรวมถึงการมีส่วนช่วยให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียพิจารณาว่าบริษัทมีการจัดการความเสี่ยงและโอกาสที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลอย่างไร แม้ว่า ESG จะเป็นคำที่ใช้ในบริบทของนักลงทุน แต่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียไม่ได้มีเพียงแต่นักลงทุนเท่านั้น ยังรวมถึง ลูกค้า ซัพพลายเออร์ (Supplier) และพนักงานอีกด้วย ซึ่งผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเริ่มให้ความสนใจในเรื่องการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัท (Peterdy, 2022)

Brest et al. (2018) กล่าวเกี่ยวกับแนวคิดเรื่อง ESG ไว้ว่า นักลงทุนส่วนใหญ่เริ่มให้ความสำคัญกับการสร้างมูลค่าทางสังคม (Social Value Creation) นอกเหนือจากผลประโยชน์ของบริษัทที่ต้องการเพิ่มผลกำไรสูงสุด เพื่อใช้ประกอบการพิจารณาการตัดสินใจลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Bialkowski & Starks (2016) และบริษัทที่

ดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงความยั่งยืน จะส่งผลให้บริษัทมีประสิทธิภาพการทำงานที่ดี โดยการขยายธุรกิจไม่ควรมุ่งเน้นเพียงเป้าหมายระยะสั้น แต่ควรวางแผนในระยะยาว (Al Habsi, 2017)

ข้อตกลงโลกแห่งสหประชาชาติ หรือ (UN Global Compact: UNGC) ถูกริเริ่มขึ้นในปี ค.ศ. 1999 โดยเลขาธิการสหประชาชาติ ที่เรียกร้องให้บริษัททุกแห่งทั่วโลกดำเนินงานและกลยุทธ์ของตนให้สอดคล้องกับหลักสากล 10 ประการ ที่ครอบคลุมในด้านการต่อต้านการทุจริต สิ่งแวดล้อม สิทธิมนุษยชน และแรงงาน โดยหลักสากลทั้ง 10 ประการนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ องค์กรไปปรับใช้ในกิจกรรมทางธุรกิจ และการกระตุ้นให้เกิดการลงมือปฏิบัติเพื่อสนับสนุนเป้าหมายต่าง ๆ ของสหประชาชาติ (United Nations: UN) ซึ่งรวมถึงเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development Goals SDGs) (สถาบันไทยพัฒนา, 2564) สำหรับการตอบสนองต่อเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development Goals: SDGs) ริเริ่มโดยสหประชาชาติ (United Nations: UN) ในปี ค.ศ. 2015 ได้กำหนดเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development Goals: SDGs) เพื่อให้โลกดีขึ้นภายในปี ค.ศ. 2030 เป็นแนวทางให้แต่ละประเทศดำเนินการร่วมกัน โดยประกอบไปด้วยเป้าหมายทั้งหมด 17 เป้าหมาย

แม้ว่า UNGC และ SDGs จะมีจุดประสงค์ที่แตกต่างกัน แต่ยังคงเกี่ยวข้องกับภาคธุรกิจอย่างลึกซึ้ง และมีเป้าหมายเหมือนกัน คือ วาระการพัฒนาที่ยั่งยืน 2030 ซึ่งเป้าหมายเหล่านี้เป็นเป้าหมายและปณิธานระยะยาวที่ รัฐบาล ภาคธุรกิจ และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นๆ ต้องบรรลุเพื่อที่จะสร้างโลกที่ต้องการ หลักของ UNGC และ SDGs จะมอบคุณค่าและวิสัยทัศน์ให้องค์กรธุรกิจ และช่วยให้บริษัทสร้างการเปลี่ยนแปลงที่มีความหมายต่อผู้คนและโลกใบนี้ (สมาคมเครือข่ายโกลบอลคอมแพ็กแห่งประเทศไทย, ม.ป.ป.)

การดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงความรับผิดชอบต่อด้าน ESG ส่งผลให้บริษัทมีการดำเนินงานทางการเงินที่ดีขึ้น โดยงานวิจัยของ Elsayed and Paton (2005), Ramic (2019), Tarmuji et al. (2016), Al Habsi (2017), Alareeni and Hamdan (2020) และศิริพันธ์ ปิยะอัฐารัตน์ (2563) พบว่า การดำเนินงานด้าน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ต่างจากงานวิจัยของ Buallay (2020) พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ในขณะที่งานวิจัยของ Junius et al. (2020) ไม่พบความสัมพันธ์ ซึ่งความแตกต่างคือ กลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษา โดยกลุ่มแรกเน้นศึกษาในประเทศทางตะวันตก ที่คำนึงถึงและมีการดำเนินงานในเรื่องความยั่งยืนมาเป็นเวลานานส่งผลให้ผลการศึกษาเป็นไปในทิศทางบวกสำหรับ 2 กลุ่มที่เหลือมีการนำบริษัทในภูมิภาคอาเซียนมาใช้เป็นตัวอย่างในการวิจัย

จากการศึกษางานวิจัยของ อัญชิสา เต็มวาณิช (2558) พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น สำหรับการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมและบรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์เชิงลบ ในขณะที่งานวิจัยของ สุกิสรา นามจันทร์ (2564) พบว่ามีเพียงการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมที่มีความสัมพันธ์เชิงลบ ในขณะที่การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม และด้านบรรษัทภิบาล ไม่มีความสัมพันธ์ ซึ่งความแตกต่างคือ ตัวชี้วัดที่นำมาใช้ในการวัดการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG แตกต่างกัน โดยต้องใช้การวิเคราะห์ข้อมูลคนละมุมมอง

งานวิจัยของ Orzes et al. (2020) และ Rodríguez-Fernández (2015) พบว่า ผลกระทบของข้อตกลงโลกแห่งสหประชาชาติ United Nations global compact (UNGCG) ส่งผลต่อการดำเนินงานของบริษัท โดยมีปัจจัยของประเทศที่พัฒนาแล้ว และประเทศกำลังพัฒนาเกี่ยวข้องด้วย ซึ่งบริษัทที่ตั้งอยู่ในประเทศกำลังพัฒนามีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นเมื่อนำหลักการของ UNGC มาใช้ มากกว่าบริษัทที่ตั้งอยู่ในประเทศที่พัฒนาแล้ว

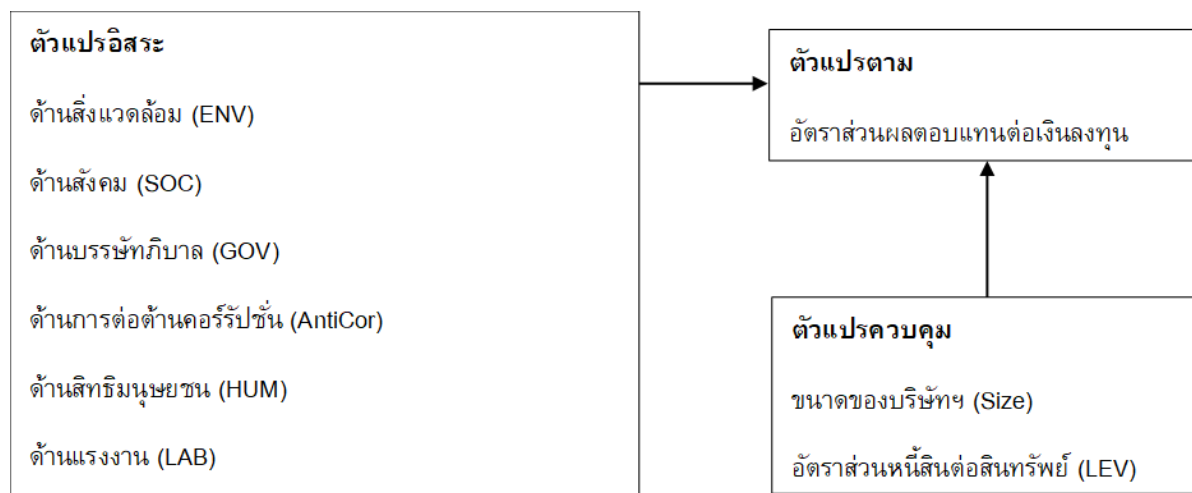
จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในความสัมพันธ์ของการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน กับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนจากเงินลงทุน ซึ่งส่วนใหญ่จะใช้ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น มูลค่ากิจการ เป็นต้น มาใช้เป็นตัวแปรตาม รวมถึงตัวชี้วัดระดับความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) นั้นมีการตัวชี้วัดที่หลากหลาย และมีหลายหน่วยงานภายนอกที่ประเมินเรื่อง ESG หนึ่งในนั้นคือตัวชี้วัดของ ESG Book ในการศึกษาครั้งนี้จึงต้องการนำตัวชี้วัดของ ESG Book มาใช้ในการประเมินระดับความรับผิดชอบต่อ

สังคมด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ควบคู่กับการตอบสนองต่อเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (SDGs) เพื่อให้สะท้อนถึงการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทได้อย่างเหมาะสม

สมมติฐานการวิจัย

- 1) คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุนในทิศทางเดียวกัน
- 2) คะแนนด้านการตอบสนองต่อเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (SDGs) มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุนในทิศทางเดียวกัน

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิด

วิธีดำเนินการวิจัย

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยเป็นข้อมูลทุติยภูมิ โดยคะแนนความยั่งยืนใช้ฐานข้อมูลจาก ESG Book ซึ่งเป็นหน่วยงานประเมินข้อมูลความยั่งยืนชั้นนำ เป็นสากล สำหรับผลตอบแทนของเงินลงทุน (ROIC) ใช้ฐานข้อมูลจาก Morningstar และข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการประเมินจาก ESG Book และทำการศึกษาในระหว่างปี พ.ศ.2560 - 2564 ซึ่งไม่รวมบริษัทที่ไม่ได้รับการประเมินตั้งแต่ปี พ.ศ.2560 และบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน ทำให้มีบริษัทที่นำมาใช้ในการศึกษาจำนวน 64 บริษัท 320 ข้อมูล

เมื่อทำการรวบรวมข้อมูลเสร็จแล้ว จะนำข้อมูลที่ได้มาวิเคราะห์และทดสอบสมมติฐานด้วยเครื่องมือทางสถิติ โดยจะแบ่งการวิเคราะห์เป็น 2 ส่วน การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ซึ่งในการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เนื่องจากข้อมูลที่นำมาใช้มีลักษณะเป็น Panel Data สามารถทำการวิเคราะห์ข้อมูลทั้งหมดได้ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) 3 วิธี คือ 1) Pooled OLS Regression 2) Fixed Effect Regression Model และ 3) Random Effect Regression Model โดยจะใช้วิธีการทดสอบ Hausman Test ในการเลือกใช้แบบจำลองที่เหมาะสมระหว่างวิธี Fixed Effect Regression Model หรือ วิธี Random Effect Regression Model ภายใต้สมมติฐานหลัก คือ ค่าความคลาดเคลื่อนไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ และใช้วิธีการทดสอบ Redundant Fixed Effects Tests ในการเปรียบเทียบการเลือกใช้แบบจำลองที่เหมาะสมระหว่างวิธี Fixed Effect Regression Model และ Pooled OLS Regression Model เพื่อเลือกแบบจำลองในการทดสอบว่าควรใช้วิธีใดในการประมาณค่าที่จะมีความเหมาะสม และให้ผลลัพธ์การทดสอบที่มีประสิทธิภาพมากที่สุด

ผลการวิจัย

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

จากการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเบื้องต้นของตัวแปรต่างๆ ที่นำมาศึกษา พบว่า ผลตอบแทนของเงินลงทุน (ROIC) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ ($\bar{X}$ = 7.45%, SD = 6.79) ค่าสูงสุดอยู่ที่ 29.39% และค่าต่ำสุดอยู่ที่ -13.83% สำหรับตัวแปรอิสระมีค่าเฉลี่ยที่ใกล้เคียงกัน หากดูที่ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน พบว่า คะแนนด้านบรรษัทภิบาล (GOV) มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมากที่สุด (SD = 12.92, $\bar{X}$ = 52.66 คะแนน) มีคะแนนสูงสุดเท่ากับ 77.37 คะแนน และคะแนนต่ำสุดอยู่ที่ 21.96 คะแนน คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานรองลงมา (SD = 10.61, $\bar{X}$ = 60.30) คะแนนสูงสุดเท่ากับ 81.93 คะแนน และคะแนนต่ำสุดอยู่ที่ 35.96 คะแนน คะแนนด้านสิทธิมนุษยชน (HUM) (SD = 6.12, $\bar{X}$ = 61.31 คะแนน) คะแนนสูงสุดอยู่ที่ 74.78 คะแนน และคะแนนต่ำสุดเท่ากับ 43.97 คะแนน คะแนนความรับผิดชอบต่อสังคม (SOC) (SD = 5.67, $\bar{X}$ = 61.52 คะแนน) คะแนนสูงสุดเท่ากับ 73.24 คะแนน คะแนนต่ำสุดอยู่ที่ 46.24 คะแนน คะแนนด้านแรงงาน (LAB) (SD = 5.43, $\bar{X}$ = 60.90 คะแนน) คะแนนสูงสุดเท่ากับ 72.04 คะแนน คะแนนต่ำสุดอยู่ที่ 46.65 คะแนน คะแนนด้านการต่อต้านทุจริตคอร์รัปชัน (AntiCor) (SD = 4.94, $\bar{X}$ = 58.70 คะแนน) คะแนนสูงสุดเท่ากับ 67.99 คะแนน และคะแนนต่ำสุดอยู่ที่ 42.86 คะแนน

การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณเชิงเส้น

จากตารางที่ 1 พบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (b = -0.1557, P-value = 0.0711) และด้านสิทธิมนุษยชน (b = -0.3615, P-value = 0.0827) มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางตรงกันข้าม ที่ P-value < ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ สำหรับ คะแนนด้านสังคม (b = 0.5007, P-value = 0.0518) และคะแนนด้านการต่อต้านทุจริตคอร์รัปชัน (b = 0.4512, P-value = 0.0027) มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในทิศทางเดียวกัน ที่ P-value < ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 และ 0.01 ตามลำดับ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ในส่วนของตัวแปรควบคุม ขนาดบริษัท และอัตราส่วนหนี้สิน มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในทิศทางตรงกันข้าม ที่ P-value < ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

ตารางที่ 1 การประมาณการค่าแบบจำลองด้วยวิธี Fixed Effect Regression Model

ตัวแปร	b	Std. Error	t-statistic	P-value
ค่าคงที่	27.5175	17.7740	1.5482	0.1229
คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม	-0.1557	0.0859	-1.8128	0.0711*
คะแนนด้านสังคม	0.5007	0.2562	1.9543	0.0518*
คะแนนด้านบรรษัทภิบาล	0.0509	0.0519	0.9815	0.3273
คะแนนด้านสิทธิมนุษยชน	-0.3615	0.2075	-1.7422	0.0827*
คะแนนด้านแรงงาน	-0.1808	0.2081	-0.8691	0.3856
คะแนนด้านการต่อต้านทุจริต	0.4512	0.1486	3.0358	0.0027***
ขนาดบริษัท	-6.7203	3.0329	-2.2158	0.0276**
อัตราส่วนหนี้สิน	-10.5590	4.8810	-2.1633	0.0315**
R-squared		0.665235	F-statistic	6.941113
Adjusted R-squared		0.569396	P-value (F-statistic)	0.000000

*** $P < 0.01$, ** $P < 0.05$, * $P < 0.10$

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

ความสัมพันธ์ระหว่างความยั่งยืนขององค์กร กับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุน (ROIC) สามารถอธิบายผลได้ ดังนี้

ในส่วนของแนวคิด ESG คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุนอย่างมีสาระสำคัญ โดยเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม สอดคล้องกับงานวิจัยของ Buallay (2020) และ Zeng et al. (2022) ในขณะที่คะแนนด้านสังคมมีความสัมพันธ์อย่างมีสาระสำคัญ โดยเป็นไปในทิศทางเดียวกัน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ramic (2019) และ Tarmuji et al. (2016) และคะแนนด้านบรรษัทภิบาลนั้น ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Junius et al. (2020) และปิยมาส เปรมจิตต์เสถียร (2561) แสดงให้เห็นว่า บริษัทของประเทศไทยส่วนใหญ่มักจัดกิจกรรมเพื่อสังคมในการเสริมสร้างชื่อเสียงและภาพลักษณ์ของบริษัทเป็นหลัก และแม้ว่าบริษัทจะมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีการบริหารความเสี่ยงที่เหมาะสม หรือการมีโครงการบริหารจัดการทรัพยากรที่ดี ก็ไม่ได้ทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้น เนื่องจากบริษัทยังคงมุ่งเน้นที่ผลกำไรเป็นสำคัญ รวมถึงการดำเนินงานด้านความยั่งยืนต้องใช้ต้นทุนสูง และให้ผลตอบแทนในระยะยาว ซึ่งต้องอาศัยการวางแผนและการบริหารทรัพยากรภายในบริษัทอย่างเหมาะสม ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ (Elsayed & Paton, 2005) (Alareeni & Hamdan, 2020) (อัญชิสา เต็มวานิช, 2558) และ (สุกิสรา นามจันทร์, 2564)

อีกทั้งบริษัทของประเทศไทยอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการนำแนวคิดการดำเนินงานด้านความยั่งยืนมาปฏิบัติ โดยดูจากการออกมาตรการต่างๆ ของหน่วยงานกำกับดูแล เช่น ก.ล.ต. ได้จัดทำ Thailand Sustainability Investment (THSI) หรือ หุ่นยั่งยืน ในปี พ.ศ.2558 และการออกดัชนีความยั่งยืน “SET THSI Index” ซึ่งถือเป็นดัชนีความยั่งยืนครั้งแรกที่จัดทำในตลาดทุนไทย เผยแพร่เมื่อวันที่ 2 ก.ค. พ.ศ.2561 เป็นต้น

สำหรับแนวคิด SDGs โดยคะแนนด้านสิทธิมนุษยชนมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุนอย่างมีสาระสำคัญ โดยเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ในขณะที่คะแนนด้านการต่อต้านทุจริตมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกัน และคะแนนด้านแรงงานไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า การที่บริษัทดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงกรอบความร่วมมือการพัฒนาเพื่อความยั่งยืน จะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ซึ่งการตอบสนองต่อเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน นั้นเป็นผลมาจากการดำเนินงานด้านความยั่งยืน เนื่องจากการดำเนินงานด้านความยั่งยืนเพียงอย่างเดียวอาจไม่เพียงพอ เนื่องจากบริษัทไม่สามารถทราบได้ว่าสิ่งที่บริษัทได้ดำเนินการ เพื่อให้องค์กรเติบโตไปพร้อมกับ การลดความเสี่ยงจากการดำเนินงานด้านความยั่งยืน สุดท้ายแล้วจะทำให้เกิดผลกระทบได้จริงในระยะยาวกับผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม อย่างครอบคลุม และสมดุลหรือไม่ จึงเริ่มมีการตอบสนองต่อเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนมาปฏิบัติควบคู่กันไป นอกจากนี้ ก.ล.ต. ได้กำหนดให้บริษัทรายงานเรื่องการขับเคลื่อนธุรกิจเพื่อความยั่งยืน เป็นหัวข้อหนึ่งใน One Report ซึ่งมีผลบังคับใช้ในปี พ.ศ.2565 แสดงให้เห็นว่า นอกจากการดำเนินงานด้านความยั่งยืนแล้ว บริษัท หน่วยงานกำกับดูแล และนักลงทุนก็หันมาให้ความสำคัญกับการตอบสนองต่อเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนด้วยเช่นกัน ทั้ง 2 กรอบแนวคิดนี้ควรดำเนินการโดยสอดรับกันในทางปฏิบัติ เพื่อให้เกิดการพัฒนาอย่างยั่งยืนภายใต้การอยู่ร่วมกันอย่างรับผิดชอบและแบ่งปัน

สำหรับผู้บริหาร หรือฝ่ายบริหารสามารถนำผลการวิจัยนี้ไปใช้ในการวางแผนการตัดสินใจลงทุนในโครงการด้านต่างๆ ที่เกี่ยวกับความยั่งยืนว่าจะเกิดความคุ้มค่าเพียงใด โดยด้านสิ่งแวดล้อม การที่บริษัทจะตัดสินใจลงทุนเรื่องการพัฒนาประสิทธิภาพกระบวนการทำงาน ให้ใช้ทรัพยากรให้ได้คุ้มค่าที่สุด ผลตอบแทนที่ได้รับจะคุ้มหรือไม่ ใช้ระยะเวลานานเพียงใดกว่าจะคืนทุน หากดูจากผลการศึกษาซึ่งเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม เห็นได้ว่า หากบริษัทลงทุนในด้านสิ่งแวดล้อมด้วยต้นทุนที่สูงเกินไป ก็อาจจะไม่ได้ส่งผลให้บริษัทได้รับผลตอบแทนที่ดีเท่าที่ควร หรืออาจจะต้องใช้ระยะเวลานานกว่าจะเห็นผล ในส่วนของการลงทุนด้านสังคม เนื่องจากเป็นด้านที่แสดงให้เห็นถึงชื่อเสียงและภาพลักษณ์

ขององค์กรอย่างเห็นได้ชัด หากบริษัทมีการจัดกิจกรรม ที่สามารถสร้างความสัมพันธ์และเป็นประโยชน์กับชุมชน หรือ พนักงานอย่างแท้จริง ก็ควรจะส่งผลให้บริษัทได้รับผลตอบแทนกลับมาอย่างเหมาะสมเช่นกัน ซึ่งเป็นไปตามผล การศึกษาที่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ผู้บริหารอาจจะสามารถใช้เป็นแนวทางในการวางแผนโครงการ หรือตัดสินใจ ลงทุนในโครงการด้านสังคมได้ สำหรับด้านสิทธิมนุษยชน เป็นสิ่งที่องค์กรควรสนับสนุนและเคารพในการปกป้องสิทธิ มนุษยชน รวมถึงมีมาตรการตรวจสอบดูแลไม่ให้องค์กรไปมีส่วนเกี่ยวข้องกับการล่วงละเมิดสิทธิมนุษยชน โดยมัก ควบคู่ไปกับด้านแรงงาน หากองค์กรเคารพ และให้เกียรติต่อตัวพนักงาน ไม่เอินเอียง มีความเป็นธรรม จะส่งผลให้ พนักงานมีความภาคภูมิใจในองค์กร พร้อมทั้งยังเป็นการเสริมสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้กับตัวบริษัทอีกด้วย หรือจะเป็น ด้านการต่อต้านทุจริต ก็เป็นสิ่งที่องค์กรควรให้ความสำคัญ การบริหารงานด้วยความโปร่งใส ตรวจสอบได้ ไม่มีการให้ สินบนในทุกรูปแบบ รวมถึงการมีจรรยาบรรณในการประกอบธุรกิจ ซึ่งการที่บริษัทจะตัดสินใจลงทุนในโครงการใด ควร ศึกษาว่าคุ้มค่ากับการตัดสินใจลงทุนในโครงการนั้นๆ หรือไม่ หากลงทุนไปแล้วใช้ระยะเวลานานเพียงใดกว่าจะเห็น ผล และบริษัทจะได้รับประโยชน์หรือไม่

สำหรับนักลงทุน หรือผู้ที่สนใจในการลงทุนด้านความยั่งยืน สามารถนำผลการศึกษามาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยพิจารณาว่าหากลงทุนในบริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่ดี จะส่งผลให้ได้รับผลตอบแทนที่ดีตามไป ด้วยหรือไม่ ซึ่งจากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า มีทั้งข้อดีและข้อเสีย แตกต่างกันไปในแต่ละด้าน โดยบางเรื่องอาจต้องใช้ ต้นทุนที่สูง และใช้ระยะเวลานานกว่าจะเห็นผล ส่งผลให้ได้รับผลตอบแทนที่ยังไม่เป็นที่พอใจได้ แต่ทั้งนี้ทั้งนั้น นัก ลงทุนหรือผู้ที่สนใจการลงทุนด้านความยั่งยืนควรศึกษาข้อมูลอื่นๆ ประกอบด้วย

ข้อเสนอแนะที่ได้รับจากการวิจัย

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความยั่งยืนขององค์กรกับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุน ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

- 1) จากผลการศึกษาพบว่า ระดับความรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) โดยคะแนนด้าน สิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุน แสดงให้ เห็นว่า การลงทุนในโครงการด้านสิ่งแวดล้อมอาจไม่ได้ทำให้บริษัทได้รับผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น หรือได้รับความคุ้มค่า จากการลงทุน เนื่องจากการลงทุนที่ต้องใช้ต้นทุนค่อนข้างสูง และมักเห็นผลในระยะยาว ซึ่งผู้บริหาร หรือฝ่าย บริหารจะต้องประเมินความคุ้มค่าและวางแผนการลงทุนในโครงการดังกล่าว รวมถึงวางแผนการบริหารความเสี่ยง ควบคู่กันไป
- 2) จากผลการศึกษาพบว่า การตอบสนองต่อเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (SDGs) โดยในส่วนของคะแนนด้านสิทธิ มนุษยชนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของเงินลงทุน แสดงให้เห็น ว่า แม้บริษัทจะมีการกำหนดนโยบาย หรือมีโครงการใดๆ เพื่อสนับสนุนด้านสิทธิมนุษยชน และเป็นการสร้างชื่อเสียง และภาพลักษณ์ให้กับองค์กร ก็อาจไม่ได้ทำให้บริษัทได้รับผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น หรือได้รับความคุ้มค่าจากการลงทุน เนื่องจากในเรื่องของสิทธิมนุษยชนเป็นเรื่องที่หลายๆ ส่วนได้หันมาให้ความสำคัญมากขึ้นในปัจจุบัน บริษัทส่วนใหญ่จึง มีการปรับตัวตามไปด้วย
- 3) ระดับความรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) และการตอบสนองต่อเป้าหมายการพัฒนาที่ ยั่งยืน (SDGs) ถือว่ายังเป็นค่อนข้างเรื่องใหม่สำหรับบริษัทในประเทศไทย โดยเฉพาะเรื่อง SDGs เห็นได้จากการที่ หน่วยงานกำกับดูแลได้ออกมาตรการต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานด้านความยั่งยืน รวมถึงการออกดัชนีหุ้น ยั่งยืน (SETTHSI Index) และรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) ทำให้บริษัทยังอยู่ในช่วงวางแผนและปรับตัวเพื่อให้สอดคล้องกับ มาตรการต่างๆ ซึ่งหากบริษัทสามารถนำ ESG และ SDGs มาปฏิบัติให้สอดคล้องกันได้ นอกจากจะเป็นการลดความ เสี่ยงในการดำเนินงาน และเพิ่มประสิทธิภาพในกระบวนการทำงานแล้ว ยังเป็นการสร้างแรงดึงดูดต่อนักลงทุน และผู้มี ส่วนได้เสียในทุกฝ่ายเพิ่มมากขึ้น แต่ทั้งนี้ทั้งนั้นผู้บริหารก็ควรคำนึงถึงความคุ้มค่า และผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุน ควบคู่ไปด้วย เนื่องจากการลงทุนด้านความยั่งยืนอาจเห็นผลในระยะยาว

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

- 1) ตัวชี้วัดสำหรับตัวแปรด้าน ESG ปัจจุบันมีหลายหน่วยงานที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล ได้ทำการประเมินไว้ และบริษัทในประเทศไทยก็ได้รับการประเมินเพิ่มขึ้นในทุกปี เนื่องจากเรื่อง ESG ยังเป็นเรื่องใหม่ของบริษัทในประเทศไทย ที่กำลังให้ความสำคัญ หากสามารถหาตัวชี้วัดจากหน่วยงานอื่นๆ มาใช้ในการศึกษาเพิ่มเติม รวมถึงช่วงเวลาในการศึกษาและเก็บข้อมูลที่มากขึ้น อาจทำให้ได้ผลการศึกษาลากหลายมากขึ้น
- 2) แนวคิดการตอบสนองต่อเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (SDGs) ยังเป็นเรื่องที่ใหม่สำหรับบริษัทในประเทศไทย หากนำมาหาความสัมพันธ์ในประเด็นด้านอื่น หรือการหาตัวชี้วัดด้าน SDGs เพิ่มเติม อาจทำให้ได้ผลการศึกษาใหม่ๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อผู้บริหาร ฝ่ายบริหาร ในการวางแผนการตัดสินใจลงทุน หรือนักลงทุนและผู้สนใจ ในการตัดสินใจลงทุน

เอกสารอ้างอิง

- ปิยมาส เปรมจิตต์เสถียร (2561). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมกับอันดับเครดิตองค์กร สำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ศิริพันธ์ ปิยะธวัชรัตน์. (2563). การศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง ESG Performance กับประสิทธิภาพทางการเงิน ในกลุ่มบริษัทอุตสาหกรรมที่อ่อนไหว (Sensitive Industries) กรณีศึกษาในกลุ่มสมาชิกสหภาพยุโรป. มหาวิทยาลัยมหิดล.
- สถาบันไทยพัฒนา. (2564). ข้อตกลงโลกแห่งสหประชาชาติ. สถาบันไทยพัฒนา. <https://www.thaicssr.com/2006/05/10.html?m=0>.
- สุกสิรา นามจันทรา (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) กับการจ่ายผลตอบแทนคืนให้กับเจ้าของ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- สมาคมเครือข่ายโกลบอลคอมแพ็กแห่งประเทศไทย. (ม.ป.ป.). ONE GLOBAL COMPACT เร่งและขยายผลกระทบเชิงบวก ระดับโลกร่วมกัน. สมาคมเครือข่ายโกลบอลคอมแพ็กแห่งประเทศไทย. https://globalcompact-th.com/download/ungc-brochure_th.pdf.
- อัญชิสา เต็มวาณิช. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับของความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น: กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่ม ESG100. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Alareeni, B. & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance*. The International Journal of Business in Society. 20. 1409-1428. <http://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>.
- Al Habsi, M. S. A. (2017). *Sustainability factors influence on high and low performing firms*. (Thesis). University of Hull. Retrieved from <https://hull-repository.worktribe.com/output/4224055>.
- Bialkowski, J. & Starks, L. T. (2016). *SRI Funds: Investor Demand, Exogenous Shocks and ESG Profiles*. San Francisco, CA, USA: 2016 BlackRock Research Conference.
- Brest, P., Gilson, R. J., Wolfson M. A. (2018). *How Investors Can (and Can't) Create Social Value*. Law Working Paper N° 394/2018: The European Corporate Governance Institute.
- Buallay, A. M. (2020). *The level of sustainability reporting and its impact on firm performance: the moderating role of a country's sustainability reporting law*. [Doctoral dissertation, Brunel University London]. Bura. <http://bura.brunel.ac.uk/handle/2438/21254>.

- Elsayed, K. & Paton, D. (2005). *The impact of environmental performance on firm performance: Static and dynamic panel data evidence*. Structural Change and Economic Dynamics. 16. 395-412. <http://doi.org/10.1016/j.strueco.2004.04.004>.
- Junius, D. & Adisurjo, A. & Rijanto, A. & Adelina, Y. (2020). *The impact of esg performance to firm performance and market value*. Jurnal Aplikasi Akuntansi. 5. 21-41. <http://doi.org/10.29303/jaa.v5i1.84>.
- Orzes, G. & Moretto, A. & Moro, M. & Rossi, M. & Sartor, M. & Caniato, F. & Nassimbeni, G. (2020). *The Impact of the United Nations Global Compact on firm performance: A longitudinal analysis*. International Journal of Production Economics. 227. 107664. <http://doi.org/10.1016/j.ijpe.2020.107664>.
- Peterdy, K. (2023). *ESG (Environmental, Social and Governance) - Overview and Framework*. CFI Education. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/esg/esg-environmental-social-governance/>
- Ramic, H. (2019). *Relationship between ESG performance and financial performance of companies: an overview of the issue*. <http://doi.org/10.13140/RG.2.2.34837.68322>.
- Rodríguez-Fernández, M. (2015). *Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance*. BRQ Business Research Quarterly. 19. 137-151. <http://doi.org/10.1016/j.brq.2015.08.001>.
- 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. <http://doi.org/10.18178/ijtef.2016.7.3.501>.
- Zeng, H. & Li, R.Y.M. & Zeng, L. (2022). *Evaluating green supply chain performance based on ESG and financial indicators*. Frontiers in Environmental Science. 10. <http://doi.org/10.3389/fenvs.2022.982828>.

Data Availability Statement: The raw data supporting the conclusions of this article will be made available by the authors, without undue reservation.

Conflicts of Interest: The authors declare that the research was conducted in the absence of any commercial or financial relationships that could be construed as a potential conflict of interest.

Publisher's Note: All claims expressed in this article are solely those of the authors and do not necessarily represent those of their affiliated organizations, or those of the publisher, the editors and the reviewers. Any product that may be evaluated in this article, or claim that may be made by its manufacturer, is not guaranteed or endorsed by the publisher.



Copyright: © 2023 by the authors. This is a fully open-access article distributed under the terms of the Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0).