

อิทธิพลของการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการต่อความยั่งยืนทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

พิมล เลิศทรัพย์อนันต์^{1*} ปริญญ์ มากกลิ่น²

^{1,2}คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร, กรุงเทพมหานคร, ประเทศไทย

*ผู้ประพันธ์บรรณกิจ อีเมล : phimonlertsabanant@gmail.com

รับต้นฉบับ: 7 เมษายน 2565; รับบทความฉบับแก้ไข: 27 เมษายน 2565; ตอรับบทความ: 12 พฤษภาคม 2565

เผยแพร่ออนไลน์: 22 ธันวาคม 2565

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาอิทธิพลของการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ ที่มีต่อความยั่งยืนทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (1) บริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องทุกปี ทั้งหมด 29 บริษัท (2) บริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างไม่ต่อเนื่องทุกปี ทั้งหมด 17 บริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึง ปี พ.ศ. 2563 รวม 6 ปี โดยการศึกษาแบบผสมผสาน ทั้งการวิจัยเชิงปริมาณ ด้วยการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์การถดถอยแบบ Panel Data ด้วยวิธี Hausman Test และการวิจัยเชิงคุณภาพ ด้วยการสัมภาษณ์เชิงลึก ผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืน จำนวน 5 ท่าน

ผลการศึกษาในบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องทุกปี พบว่า การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม มีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DAR) ลดลง และมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้มูลค่าตลาดของกิจการ (TBQ) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เพิ่มขึ้น และในบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างไม่ต่อเนื่องทุกปี พบว่า การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคม มีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DAR) ลดลง และการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการกำกับดูแลกิจการ มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้มูลค่าตลาดของกิจการ (TBQ) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้น

คำสำคัญ : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การบริหารจัดการความยั่งยืน ความยั่งยืนทางการเงิน การลงทุนอย่างยั่งยืน



Influences of Sustainability Management of Environmental, Social & Governance on Sustainable Corporate Finance of the Listed Companies in The Stock Exchange of Thailand

Phimon Lertsabanant^{1*} Parinya Maglin²

^{1*,2}*Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Phra Nakhon, Bangkok, Thailand*

*Corresponding Author. E-mail address: phimonlertsabanant@gmail.com

Received: 7 April 2022; Revised: 27 April 2022; Accepted: 12 May 2022

Published online: 22 December 2022

Abstract

This research has the purposes for studying the influences of sustainability management of environmental, social and governance on sustainable corporate finance of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand including (1) the listed companies which have been selected to continuously get the Thailand Sustainability Investment award all of 29 companies and (2) the listed companies which have been selected to discontinuously get the Thailand Sustainability Investment award all of 17 companies, for 6 years from 2015 to 2018. This research is the mixed method research in both the Quantitative Research by using Descriptive Statistic Analysis, Comparison of means Analysis, Correlation Coefficient Analysis and Panel Data Regression Analysis with Hausman Test and the Qualitative Research by in-depth interview with 5 persons of the management of the Thailand Sustainability Investment awarded companies. The research results found that in continued Thailand Sustainability Investment awarded companies, the sustainability management of Environmental has negatively statistically significantly influenced the sustainable corporate finance by making Debt to Assets (DAR) to decrease and positively statistically significantly influenced it by making Market Value (TBQ), Return on Equity (ROE) and Return on Assets (ROA) to increase. In discontinued Thailand Sustainability Investment awarded companies, it found that the sustainability management of Social has negatively statistically significantly influenced sustainable finance by making Debt to Assets (DAR) to decrease and the sustainability management of governance has positively statistically significantly influenced sustainable corporate finance by making Market Value (TBQ), Return on Assets (ROA) and Return on Equity (ROE) to increase.

Keywords: Stock Exchange of Thailand, Sustainability management, Sustainable corporate finance, Thailand sustainability investment

1) บทนำ

การบริหารจัดการธุรกิจต้องคำนึงถึงความสามารถในการปรับตัวให้เข้ากันได้ต่อการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วของเทคโนโลยี (disruptive technology) ซึ่งมีการพัฒนาและเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา รวมถึงปัญหาที่เกิดขึ้นจากสิ่งแวดล้อม เช่น ปัญหาภาวะโลกร้อน (global warming) ปัญหาการเปลี่ยนแปลงของภูมิอากาศโลก (climate change) เป็นต้น ปัญหาที่เกิดขึ้นทางด้านสังคม เช่น การเคารพสิทธิมนุษยชน ปัญหาการให้ความสำคัญต่อแรงงานและการปฏิบัติที่เป็นธรรมต่อแรงงาน เป็นต้น และปัญหาที่เกิดขึ้นจากการกำกับดูแลกิจการ เช่น ปัญหาการบริหารจัดการความเสี่ยงและภาวะวิกฤติ ปัญหาจรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจ ปัญหาการเกิดคอร์รัปชัน เป็นต้น ดังนั้น เพื่อที่จะสามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้อย่างมั่นคงและยั่งยืน โดยในปี พ.ศ. 2558 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ได้ริเริ่มคัดเลือกและประกาศให้บริษัทจดทะเบียนที่มีคุณสมบัติของการลงทุนอย่างยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment: THSI) หรือบริษัทจดทะเบียนที่มีคุณสมบัติของการเป็น “บริษัทที่ยั่งยืน” ซึ่งต้องเป็นบริษัทดำเนินธุรกิจควบคู่ไปกับการดำเนินการบริหารจัดการความยั่งยืนทั้ง 3 ด้าน คือ 1) ด้านสิ่งแวดล้อม (environmental) 2) ด้านสังคม (social) และ 3) ด้านการกำกับดูแลกิจการหรือบรรษัทภิบาล (governance) หรือที่เรียกว่า ESG เพื่อใช้เป็นกลยุทธ์หลักในการดำเนินธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนให้ยั่งยืนควบคู่ไปกับการให้ความสำคัญต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและชุมชน ซึ่งในปัจจุบันนี้ผู้มีส่วนได้เสียต่างเล็งเห็นถึงคุณประโยชน์ของความยั่งยืนทางธุรกิจ โดยพิจารณาได้จากผลประกอบการทางการเงินของกิจการ ซึ่งนักลงทุนสามารถใช้เป็นอีกหนึ่งทางเลือกในการตัดสินใจลงทุนได้ เนื่องจากการลงทุนในบริษัทที่ยั่งยืน (THSI) ซึ่งมีผลประกอบการดี มีอัตราการเติบโตของธุรกิจที่สูงเพิ่มขึ้น ทำให้การลงทุนนั้นได้รับผลตอบแทนที่ดี ทั้งเงินปันผลหรือกำไรจากราคาหุ้นที่ปรับตัวสูงเพิ่มขึ้น (Vitoorapakorn, Channuwong, Yodthong, & Chutikornatweesin, 2017) ดังนั้น การลงทุนในบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการคัดเลือกเป็นบริษัทที่ยั่งยืน (THSI) รวมทั้งการได้รับรางวัลหุ้นยั่งยืน (Sustainability Award) เช่น รางวัล Sustainability Awards of Honor รางวัล Best Sustainability Awards เป็นต้น ทำให้การลงทุนนั้นได้รับผลตอบแทนที่สูงมากกว่าบริษัทจดทะเบียนทั่วไป (Jetasanon, 2017) ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนจึงมุ่งดำเนินการบริหารจัดการความยั่งยืน โดยมุ่งหวังให้เกิดความยั่งยืนทางการเงิน สำนักงาน

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ต้องการให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินธุรกิจพร้อมกับการดำเนินการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ (ESG) ซึ่งจะทำให้ประสบผลสำเร็จในการดำเนินธุรกิจ มีผลประกอบการทางการเงินที่ดีและสามารถจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้อย่างสม่ำเสมอและต่อเนื่อง

อย่างไรก็ดี ผลประกอบการทางการเงินถือว่าเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่สำคัญของบริษัทจดทะเบียน ดังนั้น จึงต้องให้ความสำคัญต่อการบริหารจัดการการเงินของกิจการ (corporate finance management) โดยสามารถแบ่งความสำคัญของการบริหารจัดการการเงินของกิจการออกได้เป็น 4 ด้าน คือ 1) ด้านบริหารสินทรัพย์ (asset management) 2) ด้านบริหารหนี้สิน (debt management) 3) ด้านบริหารเงินทุน (capital management) 4) ด้านบริหารความเสี่ยง (risk management) บริษัทจดทะเบียนจึงต้องให้ความสำคัญต่อการบริหารจัดการการเงินของกิจการ เพื่อที่จะดำเนินธุรกิจและบรรลุผลสำเร็จตามวัตถุประสงค์ของกิจการที่กำหนดไว้และเพื่อให้เกิดความยั่งยืนทางการเงินของกิจการ (sustainable corporate finance)

ดังนั้นจากความสำคัญดังกล่าวผู้วิจัยจึงเกิดความสนใจที่จะศึกษาวิจัย เรื่อง อิทธิพลของการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแลกิจการต่อความยั่งยืนทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเข้าใจถึงกลยุทธ์ของการบริหารจัดการทางธุรกิจที่จะทำให้เกิดความยั่งยืนทางธุรกิจ ซึ่งสามารถพิจารณาได้จากผลประกอบการทางการเงินที่เติบโตอย่างมั่นคงและยั่งยืน รวมถึงแนวทางในการพัฒนาบริษัทจดทะเบียนไปสู่ระดับบริษัทที่ยั่งยืน ซึ่งจะประโยชน์อย่างมากทั้งต่อผู้บริหาร นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสีย

2) วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาอิทธิพลของการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อความยั่งยืนทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทที่ยั่งยืนอย่างต่อเนื่องทุกปี
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลของการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อความยั่งยืนทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทที่ยั่งยืนอย่างต่อเนื่องทุกปี

3) นิยามศัพท์ แนวคิด ทฤษฎี และการทบทวนวรรณกรรม

3.1) นิยามศัพท์

การลงทุนอย่างยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment -THSI) หมายถึง การลงทุนในบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืน โดยบริษัทหุ้นยั่งยืนนั้นต้องนำแนวคิดของการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม (environmental) สังคม (social) และการกำกับดูแลกิจการ (governance) หรือ ESG เข้ามาใช้เป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจ เพื่อมุ่งเน้นการเติบโตของธุรกิจ การสร้างผลตอบแทนอย่างมั่นคง และต่อเนื่อง และการดำเนินธุรกิจอย่างมีจริยธรรม

การบริหารจัดการความยั่งยืน (sustainability management) หมายถึง การดำเนินธุรกิจควบคู่กับการพัฒนาความยั่งยืนทั้ง 3 ด้านอย่างต่อเนื่อง คือ ด้านสิ่งแวดล้อม (environmental) ด้านสังคม (social) และด้านการกำกับดูแลกิจการ (governance) หรือ ESG ซึ่งการบริหารจัดการความยั่งยืนนี้ จะส่งผลให้ธุรกิจมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องและมีผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นอย่างยั่งยืน

ความยั่งยืนทางการเงินของกิจการ (sustainable corporate finance) หมายถึง ผลการดำเนินงานหรือผลประกอบการทางการเงินที่ดีภายใต้การบริหารจัดการความยั่งยืน ซึ่งสามารถแบ่งความยั่งยืนทางการเงินของกิจการได้เป็น 4 ด้าน คือ 1) ด้านสินทรัพย์ (asset) คือ กิจการต้องมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่เป็นบวก 2) ด้านหนี้สิน (debt) คือ กิจการต้องมีอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่ลดลง 3) ด้านเงินทุน (equity หรือ capital) คือ กิจการต้องมีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นบวก 4) ด้านความเสี่ยง (risk) คือ กิจการต้องมีระดับความเสี่ยงทางการเงินที่ลดลง

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand) หมายถึง ศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยมีการดำเนินงานหลัก ได้แก่ การรับหลักทรัพย์จดทะเบียนและดูแลการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน การซื้อขายหลักทรัพย์ และการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ การกำกับดูแลบริษัทสมาชิกส่วนที่เกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ตลอดจนถึงการเผยแพร่ข้อมูลและการส่งเสริมความรู้ให้แก่ผู้ลงทุน บริษัทจดทะเบียนที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ 1. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) 2. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

3.2) แนวคิดการพัฒนาอย่างยั่งยืน (Sustainable Development)

คือ การพัฒนาตามเป้าหมายที่มุ่งมั่นต่อการพัฒนาที่ยั่งยืนใน 3 มิติ คือ เศรษฐกิจ (economic) สังคม (social) และสิ่งแวดล้อม (environmental) โดยในปี ค.ศ. 2030 จะมีการขยายมิติการพัฒนาอย่างยั่งยืนออกไปอีก 5 ด้าน หรือ 5P's คือ 1) ด้านคน (people) ซึ่งเกี่ยวข้องกับปัจจัยด้านสังคม 2) ด้านความมั่งคั่ง (prosperity) ซึ่งเกี่ยวข้องกับปัจจัยด้านเศรษฐกิจ 3) ด้านโลก (planet) ซึ่งเกี่ยวข้องกับปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม 4) ด้านสันติภาพ (peace) และ 5) ด้านความเป็นหุ้นส่วน (partnership) ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้เล็งเห็นถึงความสำคัญของแนวคิดและเป้าหมายของการพัฒนาอย่างยั่งยืน (SDGs) จึงได้กำหนดหลักการและแนวทางปฏิบัติแก่บริษัทจดทะเบียน ให้นำไปใช้เป็นแนวทางในการดำเนินธุรกิจเพื่อมุ่งสู่ความยั่งยืน โดยมุ่งเน้นคำนึงถึงความสำคัญของ 3 ด้าน คือ 1) ด้านสิ่งแวดล้อม (environmental) 2) ด้านสังคม (social) และ 3) ด้านการกำกับดูแลกิจการ (governance) หรือ ESG (Laskar, Chakraborty, & Maji, 2017; Amacha, & Dastane, 2017; Sroufe, & Remani, 2018)

3.3) แนวคิดการบริหารการเงินของกิจการ (Corporate Finance Management)

คือ หลักการบริหารจัดการทางการเงินอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อก่อให้เกิดผลตอบแทนสูงสุดจากการดำเนินธุรกิจทั้งการจัดการเงินทุน การลงทุน โดยปราศจากความเสียหาย หรืออาจมีความเสี่ยงในระดับที่สามารถยอมรับได้ (Ukhriyawati, Ratnawat, & Riyadi, 2017) เพื่อให้ผลประโยชน์ทางการเงินที่ดี มีสภาพคล่องทางการเงินและสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการให้สูงขึ้นได้ ดังนั้นการบริหารการเงินของกิจการ จึงควรมุ่งเน้นการบริหารที่ให้ความสำคัญใน 4 ด้าน ดังต่อไปนี้ คือ 1) ด้านการบริหารสินทรัพย์ 2) ด้านการบริหารหนี้สิน 3) ด้านการบริหารเงินทุน และ 4) ด้านการบริหารความเสี่ยง

3.4) ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

คือ ทฤษฎีที่แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวการ (principal) กับตัวแทน (agency) ซึ่ง Jensen and Meckling (1976) ได้กล่าวว่า ตัวการไม่สามารถบริหารงานได้เพียงลำพัง จึงต้องการให้ตัวแทนเข้ามาช่วยบริหารกิจการ จึงมอบทรัพยากรและสิทธิในการจัดการทรัพยากรที่ตนมีอยู่ให้ตัวแทนไปบริหารจัดการ เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ตามที่ตัวการกำหนดไว้และได้รับผลตอบแทนที่สูงที่สุด

และตัวแทนจะได้รับคำตอบแทนจากการบริหารจัดการนั้น ๆ ซึ่งในบางครั้งผู้ถือหุ้นอาจจะไม่สามารถรับรู้ข้อมูลการตัดสินใจต่าง ๆ ของตัวแทนได้ทั้งหมด จึงทำให้เกิดข้อขัดแย้ง (conflict of interest) ขึ้น อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันนี้ตัวการส่วนใหญ่จะเพิ่มการมอบหมายให้ตัวแทนดูแลรับผิดชอบต่อความยั่งยืนของกิจการให้มากขึ้น เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการหรือบรรษัทภิบาล (corporate governance) สามารถช่วยทำหน้าที่เป็นกลไกควบคุมฝ่ายบริหารหรือตัวแทนได้ ทำให้ระบบการบริหารจัดการมีประสิทธิภาพเพิ่มมากขึ้น มีความโปร่งใสและสามารถตรวจสอบได้ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของการพัฒนาอย่างยั่งยืน หรือการบริหารจัดการความยั่งยืนที่ต้องให้ความสำคัญต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ พร้อมทั้งทำหน้าที่ในการบริหารและควบคุมดูแลกำกับกิจการ (Jiamsagul, 2018); Lin, & Lin, 2018; Poowadin, Prasertsri, & Nilapornkul, 2018; Alqatan, Chbib, & Hussainey, 2019; Prapoh, Chuaychu, & Chammuangpak, 2020; Dakhallh, Rashid, Amalina, Abdullah, 2020)

3.5) ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)

คือ ทฤษฎีที่ได้อธิบายถึงความเข้าใจในมุมมองของผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท (Freeman, 1994) ทั้งกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียภายในกิจการ เช่น พนักงาน ผู้ถือหุ้น เป็นต้น และกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียภายนอกกิจการ เช่น ลูกค้า คู่ค้า คู่แข่งขัน ภาครัฐและชุมชน เป็นต้น โดยกิจการต้องให้ความสำคัญต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม นอกเหนือไปจากการคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเพียงฝ่ายเดียวเท่านั้น ดังนั้นผู้บริหารจึงต้องทำหน้าที่ของตนในการปกป้องผลประโยชน์ของกิจการและการปกป้องผลประโยชน์อันชอบธรรมของผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องกับกิจการด้วย จึงจำเป็นที่ผู้บริหารต้องให้ความสำคัญต่อการดำเนินกิจกรรมทางสังคม (Simionescu, & Dumitrescu, 2018; Rukphanichmanee, Thammasiri & Duangchaiyoosook, 2019) โดยเฉพาะการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสียซึ่งมีผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจให้มากขึ้นด้วย เพื่อที่จะตอบสนองต่อความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม และเพื่อให้กิจการสามารถดำเนินธุรกิจควบคู่กับการอยู่ร่วมกันได้ทั้งธุรกิจ สังคมและชุมชนอย่างยั่งยืน

3.6) การทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

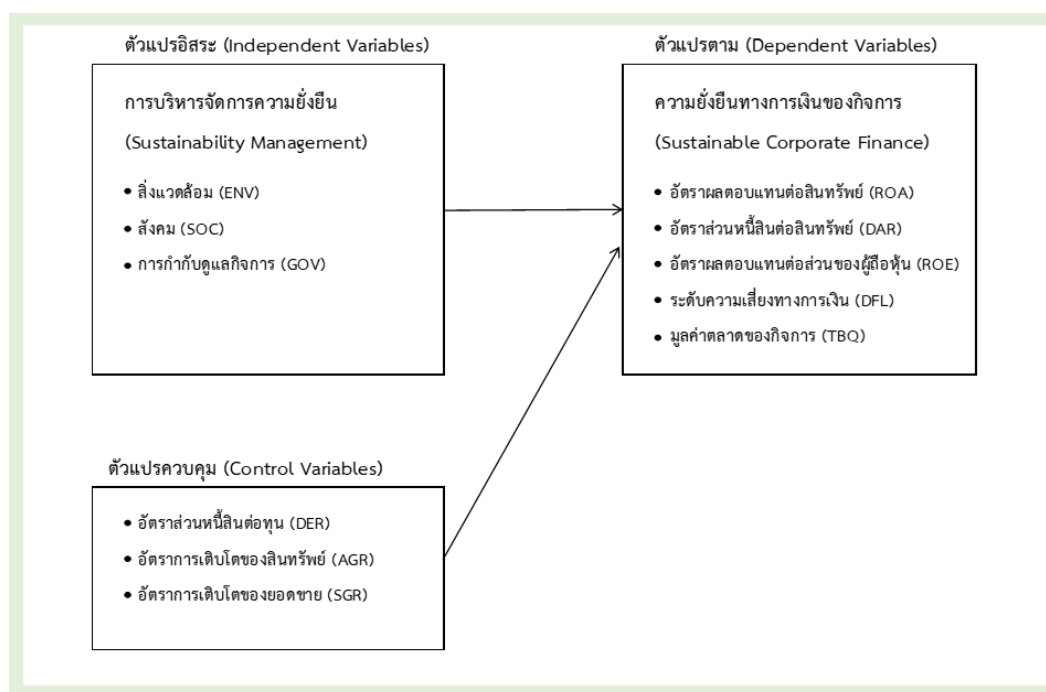
3.6.1) การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ โดยการบริหารจัดการความยั่งยืนด้าน

สิ่งแวดล้อม ทั้งการเปิดเผยข้อมูลด้านการจัดการสิ่งแวดล้อม การลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก การลดขยะ การลดปริมาณการใช้น้ำและลดการใช้พลังงาน หรือการใช้ทรัพยากรให้เกิดประโยชน์สูงสุด ซึ่งนับได้ว่าเป็นการบริหารจัดการสิ่งแวดล้อมที่ดีนั้น มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และมูลค่าตลาดของกิจการ (TBQ) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (Neeveditah, Karishma, & Devi, 2017; Zamil, & Hassan, 2019; Utomo, Rahayu, Kaujan, & Irv&i, 2020) ส่วนการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคม การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม การมีส่วนร่วมต่อสังคมและชุมชน รวมทั้งการเอาใจใส่ต่อพนักงาน ทั้งการสนับสนุน การฝึกฝนทักษะความรู้ความสามารถของพนักงาน และสวัสดิการด้านอื่น ๆ ให้แก่พนักงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และมูลค่าตลาดของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (Dewi, & Monalisa, 2016; Margaretha, & Rachmawati, 2016; Obeitoh, Ridzwana, & Olusegun, 2018; Yang, & Maresova, 2020) และการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการกำกับดูแลกิจการ ทั้งการดำเนินธุรกิจด้วยจริยธรรม การให้ความสำคัญต่อความเสี่ยงและการจัดการวิกฤติและความเสี่ยง การบริหารจัดการด้วยบรรษัทภิบาลโดยการแต่งตั้งคณะกรรมการอิสระเพื่อบริหาร มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและมูลค่าตลาดของกิจการ (Mohammed, & Knapkova, 2016; Abidin, Hashim, & Arif, 2017; Munir, Khan, Usman, & Sobia, 2019; Zhi, & Ramzan, 2020) ดังนั้น จึงสรุปได้ว่า การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และมูลค่าตลาดของกิจการ (TBQ) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

3.6.2) การบริหารจัดการความยั่งยืนทางการเงินด้านการบริหารสินทรัพย์ โดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดที่สำคัญของการเติบโตของสินทรัพย์และมูลค่ากิจการที่เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งมีผลการศึกษาวิจัยพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (TBQ) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (Rosikah, Prananingrum, Muthalib, Azis, & Rohansyah, 2018; Ilmiyono, 2019; Kartika, 2020) ส่วนการบริหารจัดการความยั่งยืนทางการเงินด้านการบริหารหนี้สิน โดย

ใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DAR) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดถึงภาระหนี้สินและความน่าเชื่อถือของกิจการ ซึ่งมีงานศึกษาวิจัยพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DAR) มีผลกระทบเชิงลบต่อ ROE อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (Mamaro, & Legotlo, 2020) การบริหารจัดการความยั่งยืนทางการเงินด้านการบริหารเงินทุน โดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดถึงผลตอบแทนที่รับจากการนำส่วนของผู้ถือหุ้นหรือส่วนของทุนไปลงทุนหรือไปใช้ในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งมีงานศึกษาวิจัยพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีผลกระทบเชิงบวกต่อราคาหุ้น หรือต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (TBQ) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (Nursiam & Rahayu, 2019; Soewignyo, 2020) ส่วนการบริหารจัดการความยั่งยืนทางการเงินด้านการบริหารความเสี่ยงทางการเงิน โดยใช้ระดับความเสี่ยงทางการเงิน (DFL) แสดงให้เห็นถึงภาระผูกพันทางการเงิน หรือค่าใช้จ่ายทางการเงินที่กิจการต้องจ่ายให้แก่เจ้าหนี้เงินกู้ในรูปของดอกเบี้ย ซึ่งมีการศึกษาวิจัยพบว่า ความเสี่ยงทางการเงิน (DFL) มีผลกระทบเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

(Savitri, Gumanti, & Yulinda, 2020) และการบริหารจัดการความยั่งยืนทางการเงินด้านมูลค่าตลาดของกิจการ (TBQ) โดยใช้มูลค่ากิจการมาเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานในปัจจุบัน และผลการดำเนินงานในอนาคตที่คาดการณ์ไว้ ซึ่งจากงานศึกษาวิจัยพบว่า มูลค่าตลาดของกิจการ (TBQ) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน (EBIT) ของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (Fu, L., Singhal, & Parkash, 2016) ดังนั้น จึงสรุปได้ว่า การบริหารจัดการความยั่งยืนทางการเงิน โดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (TBQ) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DAR) มีอิทธิพลเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (TBQ) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ระดับความเสี่ยงทางการเงิน (DFL) มีอิทธิพลเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมูลค่าตลาดของกิจการ (TBQ) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อกำไรจากการดำเนินงาน (EBIT) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ



รูปที่ 1 : กรอบแนวคิดการวิจัย

3.7) กรอบแนวคิดการวิจัย

จากกรอบแนวคิดการวิจัย ผู้วิจัยจึงได้กำหนดสมมติฐานการวิจัยดังต่อไปนี้

3.7.1) สมมติฐานการวิจัยที่ 1 การบริหารจัดการความยั่งยืน

มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 1.1 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 1.2 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 1.3 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

3.7.2) สมมติฐานการวิจัยที่ 2 การบริหารจัดการความยั่งยืนมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 2.1 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 2.2 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 2.3 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์

3.7.3) สมมติฐานการวิจัยที่ 3 การบริหารจัดการความยั่งยืนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 3.1 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสมมติฐานที่ 3.2 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 3.3 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

3.7.4) สมมติฐานการวิจัยที่ 4 การบริหารจัดการความยั่งยืนมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านระดับความเสี่ยงทางการเงิน

สมมติฐานที่ 4.1 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านระดับความเสี่ยงทางการเงิน

สมมติฐานที่ 4.2 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านระดับความเสี่ยงทางการเงิน

สมมติฐานที่ 4.3 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านระดับความเสี่ยงทางการเงิน

3.7.5) สมมติฐานการวิจัยที่ 5 การบริหารจัดการความยั่งยืนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านมูลค่าตลาดของกิจการ

สมมติฐานที่ 5.1 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านมูลค่าตลาดของกิจการ

สมมติฐานที่ 5.2 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านมูลค่าตลาดของกิจการ

สมมติฐานที่ 5.3 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านมูลค่าตลาดของกิจการ

3) วิธีการดำเนินวิจัย

ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ เป็นงานวิจัยแบบผสมผสาน (mixed method research) ระหว่างการวิจัยเชิงปริมาณ (quantitative research) และการวิจัยเชิงคุณภาพ (qualitative research) โดยการศึกษาวิจัยเชิงปริมาณนั้น จะทำการศึกษาวิจัยเชิงพรรณนา (descriptive research) และทำการศึกษาเชิงอนุมาน (inferential statistics) ซึ่งได้แก่ การวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยโดยการทดสอบ t-test การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ การทดสอบด้วยวิธี Hausman Test พร้อมทั้งการทดสอบสมมติฐาน โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) จากรายงานความยั่งยืนประจำปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึง ปี พ.ศ. 2563 งบการเงินรวมประจำปีไตรมาสและงบการเงินรวมประจำปีและรายงานประจำปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึง ปี พ.ศ. 2563 และราคาปิดการซื้อขายของหุ้น ณ วันทำการสุดท้ายของแต่ละไตรมาส ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึงปี พ.ศ. 2563 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึง ปี พ.ศ. 2563 รวมระยะเวลา 6 ปี ติดต่อกันทุกปี ซึ่งเรียกว่า “บริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่อง” จำนวน 29 บริษัท โดยแสดงในตารางที่ 1

และบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นหุ้นยังยืน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึง ปี พ.ศ. 2563 รวมระยะเวลา 6 ปี ไม่ติดต่อกันทุกปี หรือได้รับคัดเลือกเพียงบางปีเท่านั้น ซึ่งเรียกว่า “บริษัทหุ้นยังยืน อย่างไม่ต่อเนื่อง” จำนวน 17 บริษัท โดยแสดงในตารางที่ 2 ส่วน การศึกษาวิจัยเชิงคุณภาพนั้น ทำการเก็บข้อมูลปฐมภูมิ (primary data) จากการสัมภาษณ์เชิงลึก (in-depth Interview)

ผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยังยืน จำนวน 5 ท่าน โดยการใช้แบบสอบถามแบบโครงสร้าง (structure interview) และจะนำข้อมูลที่ได้จากการสัมภาษณ์มาวิเคราะห์ ด้วยการพรรณนา เพื่อให้ได้ข้อมูลที่สามารถนำมาเสริมหรือ สนับสนุนพร้อมทั้งเปรียบเทียบกับข้อมูลเชิงปริมาณที่ได้จากการ ศึกษาวิจัยครั้งนี้

ตารางที่ 1 : บริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยังยืนอย่างต่อเนื่องแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึง ปี พ.ศ. 2563 จำนวน 29 บริษัท

เกษตรและ อุตสาหกรรม อาหาร	สินค้า อุปโภค บริโภค	ธุรกิจ การเงิน	สินค้า อุตสาหกรรม	อสังหาริมทรัพย์และ สิ่งก่อสร้าง	ทรัพยากร	บริการ	เทคโนโลยี
CFRESH	S&J	KKP	IVL	CPN	BAFS	AOT	ADVANC
CPF			PTTGC	SC	BANPU	BWG	DELTA
MINT			SAT	SCC	BCP	HMPRO	INTUCH
STA			SSSC	SPALI	EASTW		THCOM
					EGCO		
					IRPC		
					RATCH		
					TOP		

ตารางที่ 2 : บริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยังยืนอย่างต่อเนื่องแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึง ปี พ.ศ. 2563 จำนวน 17 บริษัท

เกษตรและ อุตสาหกรรม อาหาร	สินค้า อุปโภค บริโภค	ธุรกิจ การเงิน	สินค้า อุตสาหกรรม	อสังหาริมทรัพย์และ สิ่งก่อสร้าง	ทรัพยากร	บริการ	เทคโนโลยี
TFMAMA	PG	KBANK	TSTH	LPN	BEYOND	BEM	SYNEX
TU	PRANDA			PPP	PTT	PSL	
	TOG				PTTEP	THAI	
					SCG		

การวิจัยครั้งนี้ มีเครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล ดังต่อไปนี้

3.1) ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

เกี่ยวกับการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) จำนวน 6 ข้อ สังคม (SOC) จำนวน 11 ข้อ และการกำกับดูแลกิจการ (GOV) จำนวน 24 ข้อ รวมทั้งหมดเป็น 41 ข้อ โดยการ เก็บรวบรวมข้อมูล จากรายงานความยั่งยืนประจำปี หากบริษัท จดทะเบียนมีการดำเนินการด้านความยั่งยืนในข้อใดก็จะได้รับ 1 คะแนน หากไม่ได้ดำเนินการความยั่งยืนก็จะได้ 0 คะแนน

3.2) ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

ซึ่งได้แก่อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ โดยการเก็บรวบรวม จากงบการเงินรวมประจำไตรมาสและงบการเงินรวมประจำปี ดังต่อไปนี้

3.2.1) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DER)

$$\frac{\text{Total Debt}_t}{\text{Total Equities}_t}$$

3.2.2) อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AGR)

$$\frac{\text{Total Assets}_t - \text{Total Assets}_{t-1}}{\text{Total Assets}_{t-1}} \times 100$$

3.2.3) อัตราการเติบโตของยอดขาย (SGR)

$$\frac{\text{Total Sales}_t - \text{Total Sales}_{t-1}}{\text{Total Sales}_{t-1}} \times 100$$

3.3) ตัวแปรตาม (Dependent Variables) ซึ่งได้แก่อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ โดยการเก็บรวบรวม จากงบการเงินรวม ประจำไตรมาสและงบการเงินรวมประจำปี ดังต่อไปนี้

3.3.1) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)

$$\frac{NP_t}{(Total Assets_t + Total Assets_{t-1})/2} \times 100$$

3.3.2) อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DAR)

$$\frac{Total Debt (t)}{(Total Assets_t + Total Assets_{t-1})/2} \times 100$$

3.3.3) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

$$\frac{NP_t}{(Total Equities_t + Total Equities_{t-1})/2} \times 100$$

3.3.4) ระดับความเสี่ยงทางการเงิน (DFL)

$$\frac{EBIT_t}{EBIT_t - I_t}$$

3.3.5) มูลค่าตลาดของกิจการ (TBQ)

$$\frac{Market Value of Equity_t + Book Value of Total Debt_t}{Book Value of Total Assets_t}$$

ซึ่งสามารถสร้างเป็นสมการเพื่อใช้ในการทดสอบสมมติฐานได้ดังนี้

$$SCF_{it} = \beta_0 + \beta_1 ENV_{it} + \beta_2 SOC_{it} + \beta_3 GOV_{it} + \beta_4 DER_{it} + \beta_5 AGR_{it} + \beta_6 SGR_{it} + \epsilon_{it}$$

โดยที่ SCF คือ ความยั่งยืนทางการเงิน (sustainable corporate finance) ซึ่งประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DAR) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ระดับความเสี่ยงทางการเงิน (DFL) และมูลค่าตลาดของกิจการ (TBQ)

β คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร

ENV คือ การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม

SOC คือ การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคม

GOV คือ การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการกำกับดูแลกิจการ

DER คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน

AGR คือ อัตราการเติบโตของสินทรัพย์

SGR คือ อัตราการเติบโตของยอดขาย

ROA คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

DAR คือ อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์

ROE คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

DFL คือ ระดับความเสี่ยงทางการเงิน

TBQ คือ มูลค่าตลาดของกิจการ

Total Assets คือ สินทรัพย์รวม

Total Debt คือ หนี้สินรวม

Total Equity คือ ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม

Total Sales คือ ยอดขายรวม

NP คือ กำไรสุทธิ (Net Profit)

Market Value of Equity คือ มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นรวม

Book Value of Debt คือ มูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวม

Book Value of Assets คือ มูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม

i คือ บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืนที่ 1, 2, 3, ... N

t คือ ช่วงเวลาที่ 1, 2, 3 ... T

ϵ คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

4) ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

4.1) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ

จากตารางที่ 3 พบว่า ค่าเฉลี่ยของความยั่งยืนทางการเงิน โดยวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ระดับความเสี่ยงทางการเงิน และมูลค่าตลาดของกิจการ เท่ากับ 7.00%, 49.88%, 13.34%, 1.18 เท่า และ 1.57 เท่า ตามลำดับ โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0623, 0.1660, 0.1406, 1.6990 และ 1.0735 ตามลำดับ ส่วนการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ มีคะแนนเฉลี่ยเท่ากับ 4.27 คะแนน 9.08 คะแนน และ 14.09 คะแนน ตามลำดับ โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.4499, 0.8396 และ 1.5234 ตามลำดับ ส่วนตัวแปรควบคุม ซึ่งได้แก่ อัตราหนี้สินต่อทุน อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ และอัตราการเติบโตของยอดขาย เท่ากับ 1.34 เท่า 4.84% และ 1.19% ตามลำดับ โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 1.2533, 0.1753 และ 0.1905 ตามลำดับ

ตารางที่ 3 : ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่ปี

พ.ศ. 2558 ถึง ปี พ.ศ. 2563

ตัวแปร	จำนวน	Mean	Min	Max	SD
ROA	696	7.00%	-11.89%	35.91%	0.0623
DAR	696	49.88%	9.12%	92.33%	0.1660
ROE	696	13.34%	-28.54%	90.33%	0.1406
DFL	696	1.18	-32.19	18.77	1.6990

ตารางที่ 3 : ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของกลุ่มบริษัท
จดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่ปี
พ.ศ. 2558 ถึง ปี พ.ศ. 2563 (ต่อ)

ตัวแปร	จำนวน	Mean	Min	Max	SD
TBQ	696	1.57	0.44	10.94	1.0735
ENV	696	4.27	4.00	5.00	0.4499
SOC	696	9.08	7.00	11.00	0.8396
GOV	696	14.90	12.00	18.00	1.5234
DER	696	1.34	0.10	12.04	1.2533
AGR	696	4.84%	-43.80%	120.20%	0.1753
SGR	696	1.19%	-88.91%	123.79%	0.1905

จากตารางที่ 4 พบว่า ค่าเฉลี่ยของความยั่งยืนทางการเงิน
โดยวัดค่าจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราหนี้สินต่อ
สินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ระดับความเสี่ยง
ทางการเงิน และมูลค่าตลาดของกิจการ เท่ากับ 3.77%, 46.49%,
7.63%, 0.93 เท่า และ 1.11 เท่า ตามลำดับ โดยมีค่าเบี่ยงเบน
มาตรฐาน เท่ากับ 0.0514, 0.2003, 0.0933, 3.4540 และ 0.3904
ตามลำดับ ส่วนการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม
สังคม และการกำกับดูแลกิจการ มีคะแนนเฉลี่ยเท่ากับ 4.26
คะแนน 8.53 คะแนน และ 13.84 คะแนน ตามลำดับ โดยมีค่า

เบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.4809, 1.0132 และ 1.8082 ตามลำดับ
ส่วนตัวแปรควบคุม ซึ่งได้แก่ อัตราหนี้สินต่อทุน อัตราการเติบโต
ของสินทรัพย์ และอัตราการเติบโตของยอดขาย เท่ากับ 1.35
เท่า 6.66% และ 2.60% ตามลำดับ โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
เท่ากับ 1.5927, 0.0538 และ 0.3281 ตามลำดับ

ตารางที่ 4 : ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของกลุ่มบริษัท
จดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่ปี
พ.ศ. 2558 ถึง ปี พ.ศ. 2563

ตัวแปร	จำนวน	Mean	Min	Max	SD
ROA	384	3.77%	-13.31%	17.43%	0.0514
DAR	384	46.49%	10.76%	89.89%	0.2003
ROE	384	7.63%	-29.30%	31.37%	0.0933
DFL	384	0.93	-43.32	13.97	3.4540
TBQ	384	1.11	0.41	2.26	0.3904
ENV	384	4.26	4.00	5.00	0.4809
SOC	384	8.53	7.00	10.00	1.0132
GOV	384	13.84	12.00	18.00	1.8082
DER	384	1.35	0.12	8.89	1.5927
AGR	384	0.68%	-17.94%	36.39%	0.0538
SGR	384	2.60%	-91.87%	283.97%	0.3281

ตารางที่ 5 : ค่าความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Mean) ของตัวแปรระหว่างกลุ่มบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องและกลุ่มบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่อง

ตัวแปร	กลุ่มบริษัทหุ้นยั่งยืน อย่างต่อเนื่อง			กลุ่มบริษัทหุ้นยั่งยืน อย่างไม่ต่อเนื่อง			t-test	p-value
	Obs	Mean	SD	Obs	Mean	SD		
ROA	696	7.00%	0.0623	384	3.77%	0.0514	9.151	0.021*
DAR	696	49.88%	0.1660	384	46.49%	0.2003	2.827	0.000*
ROE	696	13.34%	0.1406	384	7.63%	0.0933	7.977	0.012*
DFL	696	1.1784	1.6990	384	0.9346	3.4540	1.299	0.010*
TBQ	696	1.5680	1.0735	384	1.1078	0.3904	10.156	0.000*
ENV	696	4.2721	0.4499	384	4.2622	0.4809	0.333	0.393
SOC	696	9.0835	0.8396	384	8.5307	1.0132	9.106	0.000*
GOV	696	14.9006	1.5234	384	13.8401	1.8082	9.742	0.232
DER	696	1.3353	1.2533	384	1.3508	1.5927	-0.165	0.001*
AGR	696	4.84%	0.1753	384	0.68%	0.0538	5.788	0.000*
SGR	696	1.19%	0.1905	384	2.60%	0.3281	-0.786	0.011*

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 6 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่อง
ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึง ปี พ.ศ. 2563

ตัวแปร	VIF	ROA	DAR	ROE	DFL	TBQ	ENV	SOC	GOV	DER	AGR	SGR
ROA		1.000										
DAR		-0.260***	1.000									
ROE		0.674***	0.141***	1.000								
DFL		-0.048	0.086**	-0.031	1.000							
TBQ		0.484***	-0.283***	0.329***	-0.035	1.000						
ENV	1.134	-0.015	-0.122***	-0.090**	-0.015	0.058	1.000					
SOC	1.577	0.368***	-0.124***	0.430***	-0.002	0.312***	0.181***	1.000				
GOV	1.659	0.382***	0.045	0.503***	0.013	0.602***	0.235***	0.593***	1.000			
DER	1.067	-0.179***	0.820***	0.247***	0.084**	-0.205***	-0.173***	0.129***	0.108***	1.000		
AGR	1.062	0.070*	0.091**	0.101***	-0.001	0.181***	-0.108***	-0.010	0.137***	0.016	1.000	
SGR	1.011	0.006	0.055	0.024	-0.004	-0.011	-0.049	-0.007	-0.025	0.035	0.089**	1.000

หมายเหตุ: *, ** และ *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 5 พบว่า ความยั่งยืนทางการเงิน โดยวัดค่าจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DAR) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ระดับความเสี่ยงทางการเงิน (DFL) และมูลค่าตลาดของกิจการ (TBQ) ของกลุ่มบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องมีค่าสูงกว่ากลุ่มบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีค่า t-test เท่ากับ 9.151, 2.827, 7.977, 1.299 และ 10.156 ตามลำดับ และมีค่า p-value เท่ากับ 0.021, 0.000, 0.012, 0.010 และ 0.000 ตามลำดับ ส่วนการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) และการกำกับดูแลกิจการ (GOV) ของกลุ่มบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องมีคะแนนไม่แตกต่างจากกลุ่มบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่อง โดยมีความ t-test เท่ากับ 0.333 และ 9.742 ตามลำดับ และมีค่า p-value เท่ากับ 0.393 และ 0.232 ตามลำดับ แต่การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคม (SOC) ของกลุ่มบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องมีคะแนนสูงกว่ากลุ่มบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีค่า t-test เท่ากับ 9.106 และค่า p เท่ากับ 0.000 ส่วนตัวแปรควบคุม ซึ่งได้แก่ อัตราหนี้สินต่อทุน อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ และอัตราการเติบโตของยอดขาย ของกลุ่มบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องมีค่าสูงกว่ากลุ่มบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีค่า t-test เท่ากับ -0.165, 5.788 และ -0.788 ตามลำดับ และค่า p-value เท่ากับ 0.001, 0.000 และ 0.011 ตามลำดับ

จากตารางที่ 6 พบว่า กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ROA กับตัวแปร GOV สูงสุดที่ 0.382 ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 แสดงให้เห็นว่าอิทธิพลของการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการกำกับดูแลกิจการ จำนวน 1 หน่วย มีผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ถึง 0.382 หน่วย (Shad, & Lai, 2019; Zhi, & Ramzan, 2020) ส่วนค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร DAR กับตัวแปร SOC มีค่าต่ำสุดที่ -0.124 ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 แสดงให้เห็นว่าอิทธิพลของการบริหารจัดการด้านสังคม จำนวน 1 หน่วย มีผลเชิงลบต่ออัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ ถึง -0.124 หน่วย ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ROE กับตัวแปร GOV มีค่าสูงสุดที่ 0.503 ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 แสดงให้เห็นว่าอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการจำนวน 1 หน่วย มีผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นถึง 0.5053 หน่วย (Wang, Wang, & Liao, 2019; Eklof, Podkorytova, & Malova, 2020; Phunchanathorn, & Saengkhiew, 2021) ส่วนค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร DFL พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระใด ๆ แสดงว่า การบริหารจัดการความยั่งยืนไม่มีอิทธิพลต่อระดับความเสี่ยงทางการเงิน และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร TBQ กับตัวแปร GOV มีค่าสูงสุดที่ 0.603 ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 แสดงให้เห็นถึงอิทธิพลของการบริหารจัดการด้านการกำกับดูแลกิจการ จำนวน 1 หน่วย มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดของกิจการ 0.603 หน่วย

(Zhi, & Ramzan, 2020; Eklof, Podkorytova, & Malova, 2020; Seangarvut, Prakobsaeng, & Kumsuprom, 2020)

ผลการทดสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม (Multicollinearity) โดยค่า VIF ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมต้องมีค่าอยู่ระหว่าง 1-10 สอดคล้องกับงานวิจัยของ Pontin and Chunnual (2016) ซึ่งค่า VIF สูงสุดอยู่ที่ 3.655 ส่วนงานวิจัยนี้ พบว่า ค่า VIF ของ ตัวแปรอิสระ ENV, SOC และ GOV มีค่าเท่ากับ 1.134, 1.577 และ 1.659 ตามลำดับ ส่วนค่า VIF ของตัวแปรควบคุม DER, AGR และ SGR มีค่าเท่ากับ 1.067, 1.062 และ 1.011 ตามลำดับ ดังนั้นจึงเชื่อมั่นว่า ไม่มีปัญหา Multicollinearity เกิดขึ้น ซึ่งตัวแปรอิสระทุกตัวไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน

ตารางที่ 7 พบว่า กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างไม่ต่อเนื่อง มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ROA กับตัวแปร ENV สูงสุดที่ 0.320 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 แสดงให้เห็นว่าอิทธิพลของ ENV จำนวน 1 หน่วย มีผลเชิงบวกต่อ ROA ถึง 0.320 หน่วย (Zamil, & Hassan, 2019) ส่วนค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร DAR กับตัวแปร ENV มีค่าต่ำสุดที่ -0.188 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 แสดงให้เห็นว่าอิทธิพลของ ENV จำนวน 1 หน่วย มีผลเชิงลบต่อ DAR ถึง 0.188 หน่วย ส่วนค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ระหว่างตัวแปร ROE กับตัวแปร SOC มีค่าสูงสุดที่ 0.219 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 แสดงให้เห็นว่าอิทธิพลของ SOC จำนวน 1 หน่วย มีผลเชิงบวกต่อ ROE ถึง 0.219 (Bryl, 2018) ส่วนค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร DFL พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระใด ๆ แสดงว่า การบริหารจัดการความยั่งยืนไม่มีอิทธิพลต่อระดับความเสี่ยงทางการเงิน และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร TBQ กับตัวแปร SOC มีค่าสูงสุดที่ 0.138 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 แสดงให้เห็นว่าอิทธิพลของ SOC จำนวน 1 หน่วย มีผลเชิงบวกต่อ TBQ ถึง 0.138 หน่วย (Bhuyan, Lodh, & Perera, 2017)

ผลการทดสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรควบคุม (Multicollinearity) โดยค่า VIF ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมต้องมีค่าอยู่ระหว่าง 1-10 สอดคล้องกับงานวิจัยของ Pontin and Chunnual (2016) ซึ่งค่า VIF สูงสุดอยู่ที่ 3.655 ส่วนงานวิจัยนี้ พบว่า ค่า VIF ของ ตัวแปรอิสระ ENV, SOC และ GOV มีค่าเท่ากับ 1.1964, 3.207 และ 3.443 ตามลำดับ ส่วนค่า VIF ของตัวแปรควบคุม DER, AGR และ SGR มีค่าเท่ากับ 1.345, 1.128 และ 1.106 ตามลำดับ ดังนั้นจึงเชื่อมั่นว่า ไม่มีปัญหา Multicollinearity ซึ่งตัวแปรอิสระทุกตัวไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน

ตารางที่ 7 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างไม่ต่อเนื่อง ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึง ปี พ.ศ. 2563

ตัวแปร	VIF	ROA	DAR	ROE	DFL	TBQ	ENV	SOC	GOV	DER	AGR	SGR
ROA		1.000										
DAR		-0.256***	1.000									
ROE		0.855***	0.162***	1.000								
DFL		0.075	-0.016	0.100*	1.000							
TBQ		0.474***	0.205***	0.449***	0.011	1.000						
ENV	1.964	0.320***	-0.188***	0.186***	0.041	0.026	1.000					
SOC	3.207	0.212***	-0.018	0.219***	0.081	0.138***	0.586***	1.000				
GOV	3.443	0.192***	-0.055	0.114**	0.038	0.088*	0.685***	0.763***	1.000			
DER	1.345	-0.158***	0.811***	0.236***	0.017	0.091*	-0.124**	0.217***	-0.113**	1.000		
AGR	1.128	0.178***	0.100**	0.188***	0.023	0.141***	-0.018	0.083*	0.024	0.123**	1.000	
SGR	1.106	0.090*	-0.002	0.081	-0.038	-0.009	-0.014	0.000	-0.010	-0.013	0.304***	1.000

หมายเหตุ: *, ** และ *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 8 การถดถอยแบบพานเนล (Panel Data Analysis) ของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยังยืนอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึง ปี พ.ศ. 2563

ตัวแปรตาม	ROA		DAR		ROE		DFL		TBQ	
	FEM	REM	FEM	REM	FEM	REM	FEM	REM	FEM	REM
	Coefficients	Coefficients	Coefficients	Coefficients	Coefficients	Coefficients	Coefficients	Coefficients	Coefficients	Coefficients
ตัวแปรอิสระ										
ENV	0.0522***	-0.0033	-0.0607**	-0.0060	0.0967***	-0.0420	-0.8641	-0.0073	0.4694*	-0.0571
SOC	-0.1000***	-0.0142	0.1182***	0.0040	-0.2346***	-0.0234	0.6385	-0.0509	-0.2854	0.1522
GOV	-0.0095	0.0165***	0.0052	-0.0040	-0.0444**	0.0409***	0.7878	0.0224	-0.5373***	0.1866**
ตัวแปรควบคุม										
DER	-0.0221***	-0.0222***	0.0795***	0.0857***	-0.0301***	-0.0262***	0.1321	0.1153**	-0.1612***	-0.1775***
AGR	0.0588***	0.0558***	-0.0000	0.0056	0.1318***	0.1254***	0.2514	-0.0479	0.5635**	0.6094**
SGR	-0.0037	-0.0040	0.0052	0.0053	0.0016	0.0002	-0.0655	-0.0542	-0.0094	-0.0250
C	0.9238***	-0.0048	-0.4998	0.4326***	2.5468***	-0.0645	-12.8567	1.1864	10.3499***	-2.1435
จำนวน	696	696	696	696	696	696	696	696	696	696
R ²	0.7559	0.1209	0.9242	0.4082	0.7646	0.0636	0.0348	0.0075	0.8102	0.0474
Adjusted R ²	0.7433	0.1132	0.9203	0.4030	0.7525	0.0554	-0.0148	-0.0011	0.8004	0.0391
Hausman Test: Chi ² /Prob.	42.8959/0.0000	-	44.5534/0.0000	-	63.2403/0.0000	-	-	2.6469/0.8517	29.5894/0.0000	-

หมายเหตุ: *, ** และ *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 9 การถดถอยแบบพาดาน (Panel Data Analysis) ของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างไม่ต้องสงสัย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึง ปี พ.ศ. 2563

ตัวแปรตาม	ROA		DAR		ROE		DFL		TBQ	
	FEM	REM	FEM	REM	FEM	REM	FEM	REM	FEM	REM
	Coefficients	Coefficients	Coefficients	Coefficients	Coefficients	Coefficients	Coefficients	Coefficients	Coefficients	Coefficients
ตัวแปรอิสระ										
ENV	-0.1165***	-0.3892***	0.0321	0.0257	-0.1923***	-0.0961***	-0.3126	0.0803	-0.3895***	-0.3055***
OC	-0.0331**	0.0044	-0.0529***	-0.0538***	-0.1575***	0.0324*	2.6836	0.4660	-0.5311***	-0.1918**
GOV	0.0462***	-0.0089*	0.0321*	0.0277**	0.1489***	0.0390***	-0.0738	-0.1490	0.2063*	0.1346***
ตัวแปรควบคุม										
DER	-0.0048*	-0.0055**	0.0685***	0.0724***	-0.0016	0.0081	0.0894	-0.0533	0.0397	0.0522**
AGR	0.0348	0.0457	0.0660*	0.0588	0.0415	0.0353	1.4150	1.9901	-0.1443	-0.0759
SGR	0.0028	0.0037	0.0009	0.0011	0.0067	0.0087	-0.4381	-0.5058	-0.1003***	-0.0934***
C	0.1842	0.0501	0.2419	0.3408***	0.1807	0.2107*	-19.7235	-1.2499	4.3938***	2.1154***
จำนวน	384	384	384	384	384	384	384	384	384	384
R ²	0.6926	0.0412	0.9709	0.4933	0.6859	0.0529	0.0385	0.0107	0.7057	0.0651
Adjusted R ²	0.6748	0.0259	0.9693			0.0378	-0.0173	-0.0051	0.6886	0.0503
Hausman Test:	77.1944/0.0000	-	19.1636/0.0032	-	82.0272/0.0000	-	-	3.1002/0.7982	39.0283/0.0000	-
Chi ² /Prob.										

หมายเหตุ: *, ** และ *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 8 โดยการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ สามารถอธิบายถึงอิทธิพลของการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ ที่มีต่อความยั่งยืนทางการเงินของกลุ่มบริษัทหุ้นยังยืนอย่างต่อเนื่อง โดยเรียงลำดับจากมากไปหาน้อย ตามค่า Adjusted R² คือ DAR (0.9203) TBQ (0.8004) ROE (0.7525) และ ROA (0.7433) ส่วนการทดสอบ Hausman Test จะใช้วิธี FEM ทดสอบกับ ROA, DAR, ROE และ TBQ เนื่องจากค่า p-value < 0.10 ซึ่งพบว่า การบริหารจัดการความยั่งยืนด้าน ENV มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ ROA, ROE และ TBQ เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, 0.01 และ 0.10 ตามลำดับ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (β) เท่ากับ 0.0522, 0.0967 และ 0.4694 ตามลำดับ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1.1, 3.1 และ 5.1 ตามลำดับ และมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ DAR ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (β) เท่ากับ -0.0607 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2.1 ส่วนการบริหารจัดการความยั่งยืนด้าน SOC มีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ ROA และ ROE ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ DAR เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และการบริหารจัดการความยั่งยืนด้าน GOV มีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ ROE และ TBQ ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และการใช้วิธี REM ทดสอบกับ DFL เนื่องจากค่า p-value > 0.10 ซึ่งพบว่า การบริหารจัดการความยั่งยืนด้าน ENV, SOC และ GOV ไม่มีอิทธิพลต่อความยั่งยืนทางการเงิน

จากตารางที่ 9 โดยการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ สามารถอธิบายถึงอิทธิพลของการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ ที่มีต่อความยั่งยืนทางการเงินของกลุ่มบริษัทหุ้นยังยืนอย่างต่อเนื่อง โดยเรียงลำดับจากมากไปหาน้อย ตามค่า Adjusted R² คือ DAR (0.9693), TBQ (0.6886), ROA (0.6748) และ ROE (0.6677) ส่วนการทดสอบ Hausman Test ด้วยวิธี FEM เนื่องจากมีค่า p-value ที่ < 0.01 ซึ่งพบว่า การบริหารจัดการความยั่งยืนด้าน ENV มีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ ROA, ROE และ TBQ ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนการบริหารจัดการความยั่งยืนด้าน SOC มีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ DAR ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (β) เท่ากับ -0.0529 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2.2 และมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ ROA, ROE และ TBQ ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และการบริหารจัดการความยั่งยืนด้าน GOV มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ ROA, ROE และ TBQ เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, 0.01 และ 0.10 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (β) เท่ากับ 0.0462, 0.1489 และ 0.2063 ตามลำดับ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1.3, 3.3 และ 5.3 ตามลำดับ และยังมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ DAR เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และการใช้วิธี REM ทดสอบกับ DFL เนื่องจากค่า p-value > 0.10 ซึ่งพบว่า การบริหารจัดการความยั่งยืนด้าน ENV, SOC และ GOV ไม่มีอิทธิพลต่อความยั่งยืนทางการเงิน

ตารางที่ 10 : สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน ของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยังยืนอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึง ปี พ.ศ. 2563

สมมติฐาน	ผลการทดสอบสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 1.1 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	ยอมรับสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01
สมมติฐานที่ 1.2 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	ปฏิเสธสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01
สมมติฐานที่ 1.3 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	ปฏิเสธสมมติฐาน -
สมมติฐานที่ 2.1 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์	ยอมรับสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05
สมมติฐานที่ 2.2 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์	ปฏิเสธสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01
สมมติฐานที่ 2.3 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์	ปฏิเสธสมมติฐาน -

สมมติฐาน	ผลการทดสอบสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 3.1 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	ยอมรับสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01
สมมติฐานที่ 3.2 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	ปฏิเสธสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01
สมมติฐานที่ 3.3 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	ปฏิเสธสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05
สมมติฐานที่ 4.1 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านระดับความเสี่ยงทางการเงิน	ปฏิเสธสมมติฐาน -
สมมติฐานที่ 4.2 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านระดับความเสี่ยงทางการเงิน	ปฏิเสธสมมติฐาน -
สมมติฐานที่ 4.3 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านระดับความเสี่ยงทางการเงิน	ปฏิเสธสมมติฐาน -
สมมติฐานที่ 5.1 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านมูลค่าตลาดของกิจการ	ยอมรับสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10
สมมติฐานที่ 5.2 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านมูลค่าตลาดของกิจการ	ปฏิเสธสมมติฐาน -
สมมติฐานที่ 5.3 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านมูลค่าตลาดของกิจการ	ปฏิเสธสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

[illegible]

ตารางที่ 11 : สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน ของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึง ปี พ.ศ. 2563 (ต่อ)

สมมติฐาน	ผลการทดสอบสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 4.2 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านระดับความเสี่ยงทางการเงิน	ปฏิเสธสมมติฐาน -
สมมติฐานที่ 4.3 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านระดับความเสี่ยงทางการเงิน	ปฏิเสธสมมติฐาน -
สมมติฐานที่ 5.1 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านมูลค่าตลาดของกิจการ	ปฏิเสธสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01
สมมติฐานที่ 5.2 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านมูลค่าตลาดของกิจการ	ปฏิเสธสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01
สมมติฐานที่ 5.3 การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินด้านมูลค่าตลาดของกิจการ	ยอมรับสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

4.2) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงคุณภาพ

ตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้ เพื่อศึกษาอิทธิพลของการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแลกิจการมีผลต่อความยั่งยืนทางการเงินของ (1) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องทุกปี ระหว่างปี พ.ศ. 2558 ถึง ปี พ.ศ. 2563 (2) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องทุกปี ระหว่างปี พ.ศ. 2558 ถึงปี พ.ศ. 2563 พบว่า ผลจากการสัมภาษณ์เชิงลึก (in-depth Interview) ผู้ให้ข้อมูลสำคัญทั้ง 5 ท่าน คือ การบริหารจัดการความยั่งยืนนั้นจะต้องเริ่มต้นจากนโยบายของบริษัท การให้คำมั่น (commitment) ของบริษัทตั้งแต่ผู้ถือหุ้น ผู้บริหารและพนักงานทุกคน ที่จะร่วมมือกันในการขับเคลื่อนกิจกรรมความยั่งยืนด้วยความมุ่งมั่น เพื่อสร้างให้เป็นวัฒนธรรมองค์กร (culture) มีคุณธรรมและจริยธรรมในการดำเนินธุรกิจ ตลอดจนการเปิดเผยข้อมูลในการดำเนินกิจกรรมด้านความยั่งยืน ซึ่งมีความโปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ บริษัทส่วนใหญ่จะมีนโยบายการดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม และการปฏิบัติที่มากกว่าข้อบังคับทางกฎหมายที่กำหนดไว้ มีการนำหลักแนวคิดของระบบเศรษฐกิจหมุนเวียน (circular economy) มาปรับใช้เพื่อช่วยรักษาสภาพแวดล้อม การให้ความสำคัญต่อการมีส่วนร่วมต่อชุมชนและสังคม การให้ความสำคัญต่อความเท่าเทียมกันและศักดิ์ศรีความเป็นมนุษย์ ดังนั้นการบริหารจัดการความยั่งยืนนอกจากจะสามารถนำพาให้บริษัทจดทะเบียนสามารถฝ่าฟันวิกฤตและความเสี่ยงต่าง ๆ ได้แล้ว ยังมีอิทธิพลต่อความยั่งยืนทางการเงินของกิจการ ทำให้

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และมูลค่าตลาดของกิจการ เพิ่มขึ้นด้วย

5) สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

5.1) สรุปผล

5.1.1) สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้รับการคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องทุกปี พบว่า อิทธิพลของการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับกิจการ ต่อความยั่งยืนทางการเงิน โดยเรียงลำดับอิทธิพลได้จากค่า Adjusted R² คือ ด้าน DAR (0.9203), TBQ (0.8004), ROE (0.7525) และ ROA (0.7433) โดยการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ ROA, ROE และ TBQ เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นหมายถึงว่า หากผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนได้ให้ความสำคัญต่อการบริหารจัดการความยั่งยืนด้าน ENV หรือนำไปใช้เป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจแล้ว บริษัทจดทะเบียนนั้นก็จะได้รับผลตอบแทนทางการเงินทั้ง ROA, ROE และ TBQ ที่เพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย และมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ DAR ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้บริษัทจดทะเบียนนั้นมีความมั่นคงทางการเงินเพิ่มมากขึ้นจากสัดส่วนของหนี้สินที่ลดลงและสินทรัพย์ที่เพิ่มสูงขึ้น ส่วนการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคม (SOC) มีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ ROA, ROE และ TBQ ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ DAR เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าผู้บริหาร

บริษัทจดทะเบียนบริหารจัดการความยั่งยืนด้าน SOC ยังไม่ตื่นตระหนกที่จะมีการปรับปรุงกลยุทธ์และวิธีการดำเนินการให้มีประสิทธิภาพให้มากขึ้น และการกำกับดูแลกิจการ (GOV) มีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ ROE และ TBQ ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่านโยบายและการบริหารจัดการความยั่งยืนด้าน GOV ยังขาดประสิทธิภาพ ต้องพิจารณาแก้ไขปรับปรุงอย่างเร่งด่วน แต่อย่างไรก็ตามการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) สังคม (SOC) และการกำกับดูแลกิจการ (GOV) ไม่มีอิทธิพลต่อความยั่งยืนทางการเงินด้าน DFL

5.1.2) สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้รับการคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องทุกปี พบว่า อิทธิพลของการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับกิจการ ต่อความยั่งยืนทางการเงิน โดยเรียงลำดับอิทธิพลได้จากค่า Adjusted R² คือ ด้าน DAR (0.9693), TBQ (0.6886), ROA (0.6748) และ ROE (0.6677) การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) มีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ ROA, ROE และ TBQ ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าการบริหารจัดการความยั่งยืนด้าน ENV ยังไม่เพียงพอหรือไม่มีประสิทธิภาพต้องมีการทบทวนและปรับปรุงอย่างเร่งด่วน ส่วนการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคม (SOC) มีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ DAR ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า ผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนบริหารจัดการความยั่งยืนด้าน SOC มีประสิทธิภาพ ทำให้บริษัทจดทะเบียนมีความแข็งแกร่งทางการเงินเพิ่มมากขึ้น จากสัดส่วนการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์และการลดลงของหนี้สิน รวมถึงอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ ROA, ROE และ TBQ ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ ROA, ROE และ TBQ เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนให้ความสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการเป็นอย่างดีและมีประสิทธิภาพ ทำให้ผลตอบแทนทางการเงินทั้ง ROA, ROE และ TBQ เพิ่มสูงมากขึ้น แต่อย่างไรก็ตามการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) สังคม (SOC) และการกำกับดูแลกิจการไม่มีอิทธิพลต่อความยั่งยืนทางการเงินด้าน DFL

5.2) อภิปรายผล

5.2.1) สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้รับการคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องทุกปี พบว่า การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงิน ทำให้ ROA, ROE และ TBQ เพิ่มขึ้น และมีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ DAR ลดลง โดยพบว่า ทั้งการเปิดเผยข้อมูลการบริหารจัดการสิ่งแวดล้อม การใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพทั้งพลังงานไฟฟ้าและทรัพยากรน้ำ รวมทั้งการลดขยะของเสียที่เกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกิจ และการจัดการความเสี่ยงอันเกิดจากการเปลี่ยนแปลงภูมิอากาศโลก (climate change) ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (agency theory) ผลลัพธ์ที่เป็นเช่นนี้แสดงให้เห็นว่า ผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนให้ความสำคัญต่อการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) ควบคู่ไปกับการดำเนินธุรกิจ ตามหลักการของโมเดลเศรษฐกิจสู่การพัฒนาที่ยั่งยืน (BCG model) คือ เศรษฐกิจชีวภาพ เศรษฐกิจหมุนเวียน และเศรษฐกิจสีเขียว (bio-circular-green economy) (Ministry of Higher Education, Science, Research & Innovation. (2019) ซึ่งผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนต้องรับเป็นภารกิจหลักในการขับเคลื่อนธุรกิจหรือการบริหารกิจการไปสู่ความยั่งยืน ผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนต้องทำให้เกิดการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด เช่น การนำกลับมาใช้ใหม่ (reuse) การนำมาใช้ทดแทน (replacement) การซ่อมแซมเพื่อใช้ได้ตลอดอายุการใช้งาน (repair) เป็นต้น ดังนั้น ในการดำเนินการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมแม้ว่าในระยะสั้นอาจมีต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่สูง แต่ในระยะยาวต้นทุนและค่าใช้จ่ายก็จะลดลงได้ และอาจช่วยให้มีรายได้เพิ่มขึ้นรวมถึงการลดการก่อกวนสิ่งแวดล้อม เช่น การติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์ การขายคาร์บอนเครดิต เป็นต้น ซึ่งจะเป็นประโยชน์ทั้งต่อบริษัทจดทะเบียน ผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องด้วย โดยเฉพาะอย่างยิ่ง คือ ปัญหาด้านภาวะโลกร้อน (global warming) หรือปัญหาการเปลี่ยนแปลงภูมิอากาศของโลก (climate change) ซึ่งจะกระทบต่อทุกคนบนโลกนี้ ดังนั้น การที่ฝ่ายบริหารได้ดำเนินการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมนี้ แสดงถึงความรับผิดชอบที่มีต่อผู้มีส่วนได้เสียด้วย สอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (stakeholder theory) (Neeveditah, Karishma, & Devi, 2017; Gunathilaka, & Gunawardana, 2018; Zhang, Fang, & Wang, 2018) อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนอาจจำเป็นต้องดำเนินการปรับปรุงเปลี่ยนแปลง

นโยบายและแนวปฏิบัติของการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคม (SOC) และการกำกับดูแลกิจการ (GOV) ให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น เนื่องจากผลการวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่า การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคม มีผลทำให้ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง และทำให้อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น ส่วนการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและมูลค่าตลาดของกิจการลดลง ตามที่แสดงในตารางที่ 8

5.2.2) สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้รับการคัดเลือกเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืนอย่างต่อเนื่องทุกปี พบว่า การบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสังคม SOC มีอิทธิพลเชิงลบต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ DAR ลดลง และการกำกับดูแลกิจการ (GOV) มีอิทธิพลบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินทำให้ ROA, ROE และ TBQ เพิ่มขึ้น สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (agency theory) และทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (stakeholder theory) ผลลัพธ์ที่เป็นเช่นนี้แสดงให้เห็นว่า ผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนให้ความใส่ใจต่อการทบทวนนโยบายและแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการบริหารจัดการด้านสังคม การมีส่วนร่วมต่อสังคมและชุมชน การมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสีย การดำเนินกิจกรรมความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (CSR) รวมทั้งการให้ความสำคัญต่อแรงงาน การเคารพสิทธิมนุษยชน การส่งเสริมความรู้และการเพิ่มพูนศักยภาพของพนักงาน รวมถึงการมีสุขอนามัยในการทำงานของพนักงาน (Margaretha, & Rachmawati, 2016; Bhuyan, Lodh, & Perera 2017; Bryl, 2018) และการให้ความสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการ ทั้งการทบทวนนโยบายและแนวทางการปฏิบัติรวมถึงการมีจรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจ การดำเนินนโยบายการต่อต้านทุจริตในองค์กร การจัดการความเสี่ยงและภาวะวิกฤติ การจัดการห่วงโซ่อุปทาน (Yangsang, Javakorn, Hengsawang, & Kiranan, 2015; Wang, Wang, & Liao. 2019; Zhi, & Ramzan, 2020) อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนอาจต้องดำเนินการปรับปรุงเปลี่ยนแปลงนโยบาย และแนวปฏิบัติของการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) และสังคม (SOC) ให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น เนื่องจากผลการวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่า การบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม เพราะทำให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และมูลค่าตลาดลดลง ส่วนการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านการ

กำกับดูแลกิจการ มีผลทำให้อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์เพิ่มขึ้น ตามที่แสดงไว้ในตารางที่ 9

5.3) ข้อจำกัดในงานวิจัย

5.3.1) การศึกษาวิจัยในครั้งนี้ ใช้ข้อมูลทางสถิติ (secondary data) เพื่อมาทำการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม ว่ามีอิทธิพลหรือความสัมพันธ์กันในเชิงบวกหรือเชิงลบ ซึ่งยังไม่สามารถสรุปว่าเป็นจริงหรือไม่ เนื่องจากเป็นเพียงการใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มาทำการวิเคราะห์เท่านั้น แต่ยังไม่ได้ทำการทดลองเพื่อหาสาเหตุที่แท้จริง

5.3.2) การศึกษาวิจัยในครั้งนี้ ใช้ข้อมูลทางสถิติ (secondary data) ซึ่งการกำหนดตัวแปรอิสระและตัวแปรตามอาจจะยังไม่ถูกต้องหรือครบถ้วน โดยอาจจะทำให้ผลสรุปของอิทธิพลหรือความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามไม่ถูกต้องหรือไม่ครบถ้วนได้

5.4) ข้อเสนอแนะ

5.4.1) ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายที่ควรพิจารณาอย่างเร่งด่วน

1. การเปิดเผยและประกาศคะแนนความยั่งยืน (ESG Scores) ของบริษัทจดทะเบียนต่อสาธารณชน เพื่อแสดงให้เห็นถึงจุดยืนในความตั้งใจและความโปร่งใสของการรายงานผลการดำเนินกิจกรรมด้านความยั่งยืน เปรียบเสมือนเป็นการรายงานผลประกอบการด้านความยั่งยืนซึ่งไม่ใช่ข้อมูลทางการเงิน เพื่อให้ นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียมีความตระหนักในการใช้เป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาตัดสินใจ ซึ่งแต่เดิมไม่มีการประกาศระดับคะแนนความยั่งยืน เพียงแต่ทราบว่าการพิจารณาเป็นบริษัทหุ้นยั่งยืนเท่านั้น

2. การส่งเสริมและผลักดันให้มีการจัดอันดับความยั่งยืน (ESG ratings) ให้กับบริษัทจดทะเบียน ซึ่งใช้ MSCI ESG Ratings ซึ่งเป็นกระบวนการประเมินความสามารถในการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ โดยบริษัทจดทะเบียนจะได้รับการประเมินและให้ rating ตั้งแต่ระดับ AAA ไปจนถึง CCC เพื่อเป็นประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสียใช้เป็นหลักเกณฑ์ในการลงทุนในหุ้นที่บ่งบอกถึงการให้ความสำคัญในการบริหารสู่ความยั่งยืนของแต่ละบริษัท ซึ่งถือเป็นเรื่องสำคัญที่ผู้มีส่วนได้เสียควรรู้

3. การออกมาตรการสนับสนุนส่งเสริมทางด้านภาษี เพื่อกระตุ้นให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินธุรกิจแบบ Net Zero Emissions

และ Carbon Credit ที่ให้ความสำคัญต่อการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกเป็นศูนย์ เพื่อสร้างความยั่งยืนทางธุรกิจควบคู่กับการดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม โดยหน่วยงานภาครัฐและภาคเอกชนที่เกี่ยวข้องควรมีการประชุมหารือร่วมกันกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อหามาตรการส่งเสริมและสนับสนุนบริษัทจดทะเบียน

4. บริษัทจดทะเบียนควรพิจารณาให้ผลตอบแทนต่อผู้บริหาร โดยพิจารณาจากผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน ESG มากกว่าผลการดำเนินงานเพียงอย่างเดียว เนื่องจากผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน ESG มีความเกี่ยวข้องกันกับผู้มีส่วนได้เสีย (stakeholder) ทุกฝ่าย แต่ผลการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องกับผู้ถือหุ้น (shareholder) เพียงฝ่ายเดียว

5. ยกกระดับมาตรฐานความรู้ความสามารถของผู้ประเมินความยั่งยืน ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้เทียบเท่ากับมาตรฐานสากลทั้งในระดับภูมิภาคและระดับโลก เพื่อสร้างการยอมรับและความน่าเชื่อถือให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียเกี่ยวกับการประเมินคะแนนความยั่งยืน ESG

5.4.2) ข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติที่ควรพิจารณาอย่างเร่งด่วน

1. การออกกฎเกณฑ์บังคับให้บริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทต้องดำเนินการด้านความยั่งยืน เพราะบริษัทจดทะเบียนเป็นบริษัทมหาชนมีส่วนเกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนได้เสีย (stakeholders) รวมถึงผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวนมาก

2. การปลูกฝังแนวคิดความยั่งยืนให้แก่ผู้บริหาร พนักงานทุกระดับ โดยการสร้างกิจกรรมร่วมกันของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทที่ยังไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยได้รับการสนับสนุนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเน้นย้ำความสำคัญต่อการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (environmental) โดยสามารถนำเอาแนวคิดของโมเดลเศรษฐกิจสู่การพัฒนาที่ยั่งยืน (BCG model) คือ เศรษฐกิจชีวภาพ เศรษฐกิจหมุนเวียน และเศรษฐกิจสีเขียว (bio-circular-green economy) มาปรับใช้เป็นกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจได้ รวมทั้งการบริหารจัดการด้านสังคม (social) โดยการทำกิจกรรมเพื่อความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) และการบริหารจัดการด้านการกำกับดูแลกิจการ (governance) โดยผู้บริหารจดทะเบียนต้องบริหารกิจการและดำเนินธุรกิจด้วยจรรยาบรรณอย่างเป็นรูปธรรมและจริงจัง เพื่อความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนและผู้มีส่วนได้เสีย (stakeholders)

3. การจัดตั้งกลุ่มความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียน เพื่อสร้างวัฒนธรรมความยั่งยืน (sustainability culture) และเป็นศูนย์การเรียนรู้ แลกเปลี่ยนและแบ่งปันองค์ความรู้ทางด้านความยั่งยืน ตลอดจนปลูกฝังเรื่องความสำคัญของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ (ESG) ให้แก่คนรุ่นใหม่ในทุกระดับตั้งแต่นักเรียนชั้นอนุบาลจนถึงนักศึกษาในระดับมหาวิทยาลัย และบุคคลทั่วไป ได้เข้าใจและตระหนักอย่างถ่องแท้ในการทำหน้าที่ของพลเมืองโลก เพื่อความยั่งยืนตลอดไป

5.4.3) ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

1. ศึกษาเพิ่มเติมถึงอิทธิพลของการบริหารจัดการความยั่งยืน ESG ต่อความยั่งยืนทางการเงิน ระหว่างกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับรางวัลหุ้นยั่งยืนกับกลุ่มบริษัทจดทะเบียนทั่วไป หรือระหว่างกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับรางวัลหุ้นยั่งยืนในแต่ละอุตสาหกรรม หรือระหว่างกลุ่มบริษัทหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ รวมถึงการพิจารณาตัวแปรเพิ่มเติมในการศึกษาอิทธิพลดังกล่าว

2. การใช้ตัวชี้วัดทางการเงินอื่น เช่น อัตราหนี้สิน และอัตราการเติบโตของความยั่งยืน (sustainable growth rate) เป็นต้น เพื่อใช้วัดระดับความเสี่ยงทางการเงิน ซึ่งสามารถสะท้อนให้เห็นถึงอิทธิพลของการบริหารจัดการความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการได้มากขึ้น

REFERENCES

- Abidin, A. F. Z., Hashim, H. A., & Ariff, A. M. (2017). Ethical commitments and financial performance: Evidence from publicly listed companies in Malaysia. *Asian Academy of Management Journal*, 22(2), 53–95.
- Alqatan, A., Chbib, I., & Hussainey, K. (2019). How does board structure impact on firm performance in the UK?. *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, 15(2), 18–27.
- Amacha, E. B., & Dastane, O. (2017). Sustainability practices as determinants of financial performance: A case of Malaysian corporations. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 4(2), 55–68.
- Bhuyan, M., Lodh, S. C., & Perera N. (2017). The effects of corporate social disclosure on firm performance: Empirical evidence from Bangladesh. *Proceedings of 2017 Accounting and Finance Association of Australia and New Zealand Conference*, 1–36. Retrieved from <https://ro.uow.edu.au/buspapers/1218/>

- Chalieo Vitoorapakorn, Pawat Vitoorapakorn, Sukhumpong Channuwong, Thuchapon Yodthong, & Ornpapha Chutikornaweasin. (2017). The relationship between sustainable stock investment codes (in Thai). *Journal of the Association of Researchers*, 22(1), 163–177.
- Dakhlalh, M. M., Rashid, N., Abdullah, W. A. W., & Al Shehab, H. J., (2020). Audit committee and Tobin's Q as a measure of firm performance among Jordanian companies. *Journal of Advanced Research in Dynamical and Control Systems*, 12(1), 28–41
- Dewi, K. & Monalisa (2016). Effect of corporate of corporate social responsibility disclosure on financial perfomance with audit quality as a moderating variable. *Binus Business Review*, 7(2), 149–155.
- Eklof, J., Podkorytova, O., & Malova, A. (2020). Linking customer satisfaction with financial performance: An empirical study of Scandinavian banks. *Total Quality Management & Business Excellence*, 31(15-16), 1684–1702.
- Freeman, E. R. (1994). The politics of stakeholder theory: Some future directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409–421.
- Fu, L., Singhal, R., & Parkash, M. (2016). Tobin's Q ratio and firm performance. *International Research Journal of Applied Finance*, 7(4), 1–10.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Ilmiyono, A. F. (2019). The Effect of ROE, ROA and EPS toward stock prices in companie sub sektor construction and buildings listed in Exchange Indonesia Effect (IDX). *International Journal of Latest Engineering & Management Research (IJLEMR)*, 4(8), 24–35.
- Khan, M. (2019). Corporate sustainability practices impact on firm financial performance: Evidence from the banking sector of Pakistan. *City University Research Journal*, 9(2), 427–438.
- Laskar, N., Chakraborty, T. K., & Maji, S. G. (2017). Corporate sustainability performance and Financial Performance: Empirical Evidence from Japan and India. *Management and Labour Studies*, 42(2), 1–19.
- Lin, D., & Lin, L. (2018). Corporate governance and firm performance: A study of high agency costs of free cash flow firms. *Journal of Social Science Research*, 12(2), 2724–2731.
- Mamaro, L., & Legotlo, T. (2020). The impact of debt financing on financial performance: Evidence from retail firms listed on the JSE. *Journal of Accounting and Management*, 10(3), 23–33.
- Margaretha, F., & Rachmawati B. (2016). The effect of corporate social responsibility to financial performance of company in Indonesia. *OIDA International Journal of Sustainable Development*, 9(4), 11–18.
- Ministry of Higher Education, Science, Research and Innovation. (2019). *Proposal of BCG in action: The new sustainable growth engine*. Retrieved from https://www3.rdi.ku.ac.th/wp-content/uploads/2019/11/ข้อเสนอ-BCG-in-action_The-New-Sustainable-Growth-Engine.pdf
- Mohammed, H. K., & Knapkova, A. (2016). The impact of total risk management on company's performance. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 220, 271–277.
- Munir, A., Khan, F. U., Usman, M., & Khuram. S. (2019). Relationship between corporate governance, corporate sustainability and financial performance. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 13(4), 915–933.
- Natwatra Phunchanathorn, & Porntiwa Saengkiew (2021). The influence of good corporate governance and social responsibility affecting firm's performance of energy and utilities group of the listed companies on The Stock Exchange of Thailand (in Thai). *Journal of MCU Nakhondhat*, 8(8), 77–89.
- Neeveditah, P.-M., Karishma, A., & Devi, R. N. (2017). Environmental management systems and financial performance: The case of listed companies in Mauritius. *Theoretical Economics Letters*, 7(7), 2054–2069.
- Nursiam & Rahayu, V. S. (2019). The effect of company size, sales growth, current ratio (CR), net profit margin (NPM) and return on equity (ROE) on stock prices. *Manajemen Bisnis*, 9(1), 13–21.
- Panta Yangsang, Surang Hensawang, Jiamjit Javakorn, & Santi Kiranan. (2015). The relationship between corporate governance and agency cost with capital structure of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand in SET 100 (in Thai). *Proceeding of the 5th STOU Graduate Research Conference*, 1–8. Retrieved from <https://citly.me/beHcr>
- Penjan Seangarvut, Pattanant Prakobsaeng, & Siridech Kumsuprom. (2020). Corporate governance, firm performance and market value: Listed firms in Thailand (MAI) (in Thai). *Suthiparithat Journal*, 34(109), 1–16.



- Prasert Pontin, & Narongsak Chunnual (2016). Factors affecting the success of management of Mahachulalongkornrajavidyalaya campuses (in Thai). *VRU Research and Development Journal Science and Technology*, 11(3), 169–182.
- Promptorn Poowadin, Wanchai Prasertsri, & Napaporn Nilapornkul. (2018). The relationship between corporate sustainability disclosure and financial performance: Case study of listed company in Thailand (in Thai). *Dusit Thani College Journal*, 12(3), 429–444.
- Rosikah, Prananingrum, D. K., Muthalib, D. A., Azis, M. I., & Rohansyah, M. (2018). Effects of return on asset, return on equity, earning per share on corporate value. *The International Journal of Engineering & Science (IJES)*, 7(3), 06–14.
- Savitri, E., Gumanti, T. A., & Yulinda, N. (2020). Enterprise risk-based management disclosures and firm value of Indonesian finance companies. *Problems and Perspectives in Management*, 18(4), 414–422.
- Shad, M. K., & Lai, F.-W. (2019). Enterprise risk management implementation and firm performance: Evidence from the Malaysian oil and gas industry. *International Journal Business and Management*, 14(9), 47–53.
- Simionescu, L. N., Gherghina, S. C., Sheikha, Z., & Tawil, H. (2020). Does water, waste, and energy consumption influence firm performance? Panel data evidence from S&P 500 information technology sector. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 17(14), 5206.
- Sroufe, R., & Gopalakrishna-Remani, V. (2019). Management, Social Sustainability, Reputation, and Financial Performance Relationships: An Empirical Examination of U.S. Firms. *Organization & Environment*, 32(3), 331–362.
- Soewignyo, T. I. (2020). Analysis of the effect of profitability, solvability, and dividend policy on banking firm value. *Human Behavior, Development and Society*, 21(1), 28–37.
- Suchada Jiamsagul. (2018). Corporate governance levels and stock prices in Thailand (in Thai). *MUT Journal of Business Administration*, 15(1), 123–143.
- Sukanya Rukphanichmanee, Wasinee Thammasiri, & Sartja Duangchaiyoosook. (2019). The relationship between corporate social responsibility performance and financial performance of listed companies in Thailand (in Thai). *Nida Business Journal*, 25, 140–157.
- Thitiporn Prapoh, Montree Chuaychoo, & Worakorn Chaemmuangpak. (2020). Good corporate governance effects on earnings management and firm value of companies listed on the Stock Exchange of Thailand (in Thai). *Proceedings of the 15th RSU National Graduate Research Conference*, 1732–1741. Retrieved from <https://rsujournals.rsu.ac.th/index.php/rgrc/article/view/1978>
- Ukhriyawati, C. F., Ratnawati, T., & Riyadi, S. (2017). The influence of asset structure, capital structure, risk management and good corporate governance on financial performance and value of the firm through earnings and free cash flow as an intervening variable in banking companies listed in Indonesia stock. *International Journal of Business and Management*, 12(8), 249–260.
- Utomo, M. N., Rahayu, S., Kaujan, K., & Irwandi, S. A. (2020). Environmental performance, environmental disclosure, and firm value: Empirical study of non-financial companies at Indonesia Stock Exchange. *Green Finance*, 2(1), 100–113.
- Vichavee Jetasanon. (2017). *The Relationship between Corporate Social Responsibility Award Stock Return for SET 100 Companies* (in Thai) (Master's thesis). Retrieved from http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2017/TU_2017_5902112829_7821_7033.pdf
- Wang, J.-Y., Wang, J.-L., & Liao, H.-Y. (2019). Does corporate governance enhance firm performance and reduce firm risk? Evidence from Taiwanese listed companies. *Journal of Economics and Management*, 15(1), 61–91.
- Zhang, F., Fang, H., & Wang, X. (2018). Impact of carbon prices on corporate value: The case of China's thermal listed enterprises. *Sustainability*, 10(9), 3328.