

ผลของ ESG ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทครอบครัว: บทบาทของสมาชิกครอบครัวใน
คณะกรรมการบริษัท (กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: SET)

The Impact of ESG on Financial Performance in Family-owned Enterprises: The Role of
Family Members on the Board in the Stock Exchange of Thailand (SET)

ผู้วิจัย: ดร. เรืองรอง สุวรรณการ¹ และ Dr. Maryam Alhalboni²

ธุรกิจหรือบริษัทครอบครัว (Family-owned Enterprises: FOEs) เป็นกลไกสำคัญของเศรษฐกิจทั้งโลกและไทย โดยหลักฐานจากเอกสารที่น่าเชื่อถือหลายแหล่งชี้ว่า FOEs มีสัดส่วนสูงในด้านจำนวนกิจการ การจ้างงาน และการสร้างมูลค่าเพิ่มให้เศรษฐกิจ ในบริบทไทย FOEs คิดเป็นราวสองในสามของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ส่งผลให้ประเด็นโครงสร้างธรรมาภิบาล โดยเฉพาะองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัท (Board of Directors: BoD) มีความสำคัญต่อพฤติกรรมการลงทุน ความเชื่อมั่นของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย และทิศทางความยั่งยืนของตลาดทุนไทยโดยรวม ตลอดทศวรรษที่ผ่านมา ความสำคัญของสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ยิ่งผลักดันให้เกิดคำถามสำคัญว่า “ESG สร้างคุณค่าให้บริษัทครอบครัวอย่างไร” และ “ใครนึ่งเป็นคณะกรรมการบริษัท(บอร์ด) มีความสำคัญเพียงใดต่อบริษัทครอบครัว” ซึ่งเป็นคำถามที่สมควรได้รับคำตอบเชิงประจักษ์

งานวิจัยนี้ตั้งอยู่บนโจทย์ว่า การดำเนินงานด้าน ESG ส่งผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน (Corporate Financial Performance: CFP) ของบริษัทครอบครัว (FOEs) ในไทยเพียงใด เมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่ใช่ธุรกิจครอบครัว อีกทั้งพิจารณาว่าองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัท (Board of Directors: BoD) ใน FOEs มีบทบาทอย่างไร โดยจำแนกเป็น 4 รูปแบบที่แตกต่างกันอย่างชัดเจน ได้แก่ (i) บอร์ดที่มีเฉพาะเจ้าของที่เป็นผู้ถือหุ้น/ผู้มีอำนาจควบคุม นั่งอยู่ในบอร์ด (Owner-only), (ii) บอร์ดที่มีเฉพาะสมาชิกครอบครัวที่ไม่ปรากฏชื่อเป็นผู้ถือหุ้น นั่งอยู่ในบอร์ด (Non-shareholding Family Members only), (iii) บอร์ดแบบผสม คือบอร์ดที่ปรากฏทั้งแบบ (i) และ (ii) นั่งอยู่ในบอร์ดร่วมกัน (Mixed Board), และ (iv) บอร์ดที่ไม่ปรากฏบุคคลที่เกี่ยวข้องกับครอบครัว นั่งอยู่ในบอร์ดเลย (Non-family Board) จากนั้นประเมินว่าคณะกรรมการบริษัท (BoD) ทั้งสี่รูปแบบดังกล่าวเสริมสร้างหรือลดทอนคุณค่าที่ ESG ถ่ายทอดสู่ผลลัพธ์ทั้งด้านมูลค่าตลาดและผลการดำเนินงานทางบัญชีเพียงใด กรอบวิเคราะห์ของงานวิจัยนี้ผสมผสานแนวคิดหลักได้แก่ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่มองว่าการควบคุมโดยครอบครัวอาจลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร, ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory) ที่มองผู้บริหารจากครอบครัวในฐานะผู้ดูแลผลประโยชน์ขององค์กรในระยะยาว และมุมมองทรัพยากรเชิงกลยุทธ์ (Resource-based View: RBV) ที่ชี้ว่าทุนทางสังคม ความไว้วางใจ และชื่อเสียงของครอบครัวเป็นทรัพยากรเฉพาะซึ่งเอื้อต่อการนำ ESG ไปปฏิบัติได้จริง

¹ อาจารย์ประจำสาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ คณะบริหารธุรกิจและนิเทศศาสตร์ มหาวิทยาลัยพะเยา

² Lecturer in Finance, School for Business and Society, University of York, UK.

ในงานวิจัยเชิงประจักษ์นี้ ใช้ข้อมูลรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET ESG Index ระหว่างปี 2018-2024 เพื่อประเมินความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ (Corporate Financial Performance: CFP) ด้วยแบบจำลองพาแนลทั้งเชิงสถิติคงที่ (Fixed/Random Effects Model) และเชิงพลวัต (Two-step System GMM) เพื่อลดปัญหา Endogeneity คะแนน ESG นำมาจาก S&P Global Score ส่วนผลทางการเงินวัดทั้งด้านมูลค่าตลาด (Tobin's Q และ Price-to-Book Value: PBV) และด้านผลตอบแทนทางบัญชี (Return on Asset: ROA และ Return on Equity: ROE) พร้อมตัวแปรควบคุมที่สำคัญ เช่น ขนาดและอายุของบริษัท รวมถึงอัตราส่วนหนี้สิน ข้อมูลองค์ประกอบคณะกรรมการบริษัทอ้างอิงจากรายงานทางการเงินรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียน เพื่อจำแนกบทบาทของ (i) เจ้าของผู้ถือหุ้น, (ii) สมาชิกครอบครัวที่ไม่ถือหุ้น, (iii) บอร์ดแบบผสม และ (iv) บอร์ดที่ไม่เกี่ยวข้องกับครอบครัว

ผลการศึกษาชี้ชัดว่าตลาดทุนโดยรวมให้คุณค่าต่อการดำเนินงานด้าน ESG แต่การให้คุณค่านี้ไม่เท่ากัน โดยเฉลี่ย ความสัมพันธ์เชิงบวกของ ESG ปรากฏเด่นชัดกว่าในตัวชี้วัดด้านมูลค่าตลาด เช่น Tobin's Q และ PBV มากกว่าตัวชี้วัดทางบัญชี เช่น ROA และ ROE ทว่าเมื่อเป็นบริษัทครอบครัว (FOEs) ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับมูลค่าตลาดกลับอ่อนแรงลงอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนความไม่ไว้วางใจของนักลงทุนต่ออำนาจควบคุมที่กระจุกตัวและระดับความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งอาจทำให้การดำเนิน ESG ถูกตีความว่าเป็นเพียงสัญญาณที่ยังไม่แสดงหลักฐานเพียงพอว่าปกป้องผลประโยชน์ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยหรือสร้างคุณค่าในระยะยาวได้อย่างจับต้องได้ ในทางกลับกัน เมื่อพิจารณาผลลัพธ์ด้านการดำเนินงาน พบว่าในบางรูปแบบของคณะกรรมการบริษัทส่งผลให้ ROA ของกลุ่ม FOEs ได้รับแรงสนับสนุนจาก ESG มากกว่าที่คาด หมายความว่า การทำ ESG ของ FOEs อาจช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน ขณะที่การยอมรับจากตลาดอาจต้องอาศัยเวลาและเงื่อนไขด้านธรรมาภิบาลที่น่าเชื่อถือมากกว่านี้

เมื่อแยกพิจารณาแต่ละด้าน พบว่าด้านสังคม (Social: S) และธรรมาภิบาล (Governance: G) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตลาดอย่างสม่ำเสมอมากกว่า ส่วนด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental: E) ให้ภาพที่อ่อนกว่าและไม่สม่ำเสมอ ทว่าประเด็นสำคัญอยู่ที่ปฏิสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับความเป็นธุรกิจครอบครัว ซึ่งให้ผลเชิงลบอย่างเด่นชัด โดยเฉพาะด้านธรรมาภิบาล (Governance: G) รองลงมาคือด้านสังคม (Social: S) และมีความชัดเจนมากในแบบจำลองเชิงพลวัต นัยตรงนี้ตีความได้ว่าตลาดจับตาความน่าเชื่อถือของการกำกับดูแลในบริษัทครอบครัวเป็นพิเศษ และมีกลต่อนคุณค่าด้านมูลค่าตลาดหากไม่เห็นหลักฐานชัดเจนเรื่องความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทหรือบอร์ด กลไกตรวจสอบถ่วงดุล การเปิดเผยสาระสำคัญด้าน ESG ที่สอดคล้องกับความเสี่ยงตามอุตสาหกรรม (Materiality)

องค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัท (BoD) ใน FOEs เป็นปัจจัยชี้ขาดว่า ESG จะถูกแปลงเป็นคุณค่าในรูปแบบใด หากคณะกรรมการบริษัท (BoD) ไม่มีสมาชิกครอบครัว ตลาดมักตอบรับเชิงบวกต่อ ESG มากกว่า แม้ในระยะสั้น ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชีอาจถูกกดดันจากต้นทุนการเปลี่ยนผ่านและการยกระดับระบบควบคุมภายใน ตรงกันข้าม หากคณะกรรมการบริษัท (BoD) มีสมาชิกครอบครัวไม่ว่าจะเป็นรูปแบบใด ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับมูลค่าตลาดมักจะอ่อนแรงลงเมื่อเทียบกับ BoD ที่ไม่มีสมาชิก

ครอบครัว ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงข้อกังวลด้านความเป็นอิสระและความเสี่ยงของผลประโยชน์ทับซ้อน อย่างไรก็ตาม วัตถุประสงค์ของแบบจำลองเชิงพลวัตแสดงว่า BoD ที่ประกอบด้วยสมาชิกในครอบครัวมักช่วยบรรเทาต้นทุนทางบัญชีในช่วงเริ่มดำเนิน ESG ได้ดีกว่า ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองระยะยาวและทุนด้านความสัมพันธ์ในครอบครัวที่สนับสนุนการนำ ESG ไปใช้อย่างต่อเนื่อง ส่วนบอร์ดในรูปแบบที่มีเฉพาะเจ้าของผู้ถือหุ้นนั่งอยู่ในบอร์ด มักให้ข้อได้เปรียบด้านมูลค่าเริ่มต้น แต่ให้ผลทางบัญชีอ่อนกว่าหากพิจารณาในกรอบแบบจำลองพลวัต ขณะที่บอร์ดในรูปแบบที่มีเพียงสมาชิกครอบครัวที่ไม่ได้ถือหุ้น และบอร์ดผสม (เจ้าของผู้ถือหุ้นร่วมกับสมาชิกครอบครัวที่ไม่ได้ถือหุ้น) มักให้ผลด้านมูลค่าที่ดีขึ้นในบางมิติ แต่แลกมากับความท้าทายด้านแรงจูงใจ การกำหนดบทบาท และต้นทุนการประสานงาน ซึ่งจำเป็นต้องออกแบบให้เหมาะสม

ในเชิงปฏิบัติ ข้อเสนอสำหรับบริษัทครอบครัวไทยค่อนข้างชัดเจน โดยหากต้องการการยอมรับจากตลาดในการทำ ESG หัวใจคือการยกระดับความน่าเชื่อถือด้านธรรมาภิบาล ผ่าน (1) การเพิ่มสัดส่วนและบทบาทของกรรมการอิสระ, (2) การเปิดเผยสาระสำคัญด้าน ESG ที่สอดคล้องกับความเสี่ยงของอุตสาหกรรม (Materiality) และ (3) การออกแบบแรงจูงใจให้สอดคล้อง โดยเฉพาะสำหรับสมาชิกในครอบครัวที่ไม่ถือหุ้นนั่งอยู่ในบอร์ด พร้อมกำหนดบทบาทของบอร์ดแบบผสมให้ชัดเจน เพื่อลดต้นทุนการตัดสินใจและความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ สำหรับหน่วยงานกำกับและตลาดหลักทรัพย์ การยกระดับมาตรฐานการรองรับข้อมูล ESG (Assurance) การเสริมความเป็นอิสระของบอร์ด และการทำให้คะแนนรายด้าน ทั้ง Environmental (E), Social (S) และ Governance (G) สามารถเปรียบเทียบกันได้มากขึ้น จะช่วยปิดช่องว่างความเชื่อมั่นต่อ FOEs ขณะเดียวกัน นักลงทุนควรวิเคราะห์ ESG ผ่านมุมมองของโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท (BoD) เพื่อประเมินความยั่งยืนที่แท้จริงของธุรกิจ ความเสี่ยงจากผลประโยชน์ทับซ้อน และกรอบเวลาที่ผลลัพธ์จะสะท้อนทั้งในมูลค่าตลาดและสมรรถนะการดำเนินงาน

โดยสรุป งานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่าคุณค่าของ ESG ขึ้นอยู่กับบริบทด้านธรรมาภิบาลเป็นหลัก และไม่ใช่วิธีเดียวที่เหมาะสมกับทุกบริษัท FOEs ที่ต้องการให้ตลาดยอมรับควรจับคู่การดำเนิน ESG กับหลักฐานด้านธรรมาภิบาลที่ตรวจสอบได้ พร้อมรักษาจุดแข็งระยะยาวของครอบครัวผ่านการออกแบบคณะกรรมการบริษัท (BoD) และแรงจูงใจที่เหมาะสม รายละเอียดเชิงเทคนิค ไม่ว่าจะเป็นผลประมาณการที่แยกตามด้าน E-S-G และทั้งสี่รูปแบบขององค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัท (BoD) ใน FOEs ภายใต้แบบจำลอง RE/FE และ Two-step System GMM ได้ถูกรายงานอย่างครบถ้วนในงานวิจัยฉบับเต็ม ซึ่งจะช่วยให้ผู้บริหาร นักลงทุน และผู้กำกับดูแล เชื่อมกลยุทธ์ ESG เข้ากับการออกแบบคณะกรรมการบริษัท (BoD) ได้อย่างแม่นยำ เพื่อสร้างมูลค่าตลาดในระยะสั้นและเสริมสมรรถนะการดำเนินงานในระยะยาวของธุรกิจครอบครัวไทย หากสนใจ “ออกแบบบอร์ดให้ ESG เป็นที่ยอมรับของตลาด โดยไม่กระทบประสิทธิภาพการดำเนินงาน” กรุณาอ่านงานวิจัยฉบับเต็ม
