



ความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการ  
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวจรัญญา อนันตชัย

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

ภาควิชาบัญชี สาขาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการ  
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวจรรยา อนันตชัย

การค้นคว้านี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

ภาควิชาบัญชี สาขาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



THE RELATIONSHIP BETWEEN SUSTAINABILITY REPORTS  
AND FIRM VALUE OF LISTED COMPANIES IN  
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

BY

MISS JARANYA ANANTACHAI



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF  
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF ACCOUNTING  
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY  
THAMMASAT UNIVERSITY  
ACADEMIC YEAR 2015  
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวจรรย์ญา อนันตชัย

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการ  
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บัญชีมหาบัณฑิต

เมื่อวันที่ 04 มี.ค. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

  
(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

  
(รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี

  
(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อวิทยานิพนธ์	ความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวจรัญญา อนันตชัย
ชื่อปริญญา	บัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	บัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์	รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2558

### บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผ่านมาตรฐานที่ใช้ในการจัดทำรายงานความยั่งยืนและระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืน โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลทางด้านบัญชี และรายงานความยั่งยืนเป็นข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2544-2557 และมูลค่าของกิจการเป็นราคาตลาด ณ วันสุดท้ายของเดือนที่สี่หลังจากวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี ระหว่างปี พ.ศ. 2545-2558

ผลการศึกษาพบว่า การเปิดเผยรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ C ขึ้นไป มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 ที่ประกาศใช้เมื่อปี ค.ศ. 2006 มีการปรับเปลี่ยนในสาระสำคัญของการเปิดเผยรายงาน และยังเป็นแนวทางที่ได้รับการยอมรับโดยทั่วไปจากการที่กรอบการรายงานจัดทำโดยอ้างอิงบรรทัดฐานและมาตรฐานต่าง ๆ ของหน่วยงานระดับโลกส่งผลให้บริษัทที่จัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 สามารถสร้างความนิยมและความน่าเชื่อถือได้ โดยสรุปได้ว่าไม่เฉพาะข้อมูลทางการเงินเท่านั้นที่มีผลต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ แต่การเปิดเผยรายงานความยั่งยืนยังมีส่วนช่วยนักลงทุนในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ของกิจการ

คำสำคัญ: การพัฒนาเพื่อความยั่งยืน, รายงานความยั่งยืน, มูลค่าของกิจการ

Thesis Title	THE RELATIONSHIP BETWEEN SUSTAINABILITY REPORT AND FIRM VALUE OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
Author	Miss Jaranya Anantachai
Degree	Master of Accounting
Department/Faculty/University	Accounting Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Thesis Advisor	Associate Professor Dr.Somchai Supattarakul
Academic Years	2015

### ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the relationship between sustainability report and firm value of listed companies on the Stock Exchange of Thailand by using reporting framework and level of disclosure. The samples comprise of companies listed in Stock Exchange of Thailand. The independent variable related to financial accounting information and sustainability report was collected from the year 2001 to 2014. While the dependent variable, the firm value was market capitalization which collected four months after the end of the fiscal year 2002 to 2015.

The results indicate that sustainability reports prepared in according with GRI G3 or G3.1 guidelines application level C upward are positive associated with firm value. According to the significant modifications to the issues in GRI guidelines version G3 which effectives in 2006 and the most widely accepted by references to generally accepted norms and standards, the GRI G3 guidelines could demonstrate the goodwill and credit to the firm. The paper concludes that sustainability report disclosure provides incremental value-relevance information to investors beyond financial accounting information.

Keywords: Sustainability Development, Sustainability Report, Firm Value

## กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระฉบับนี้จัดทำขึ้นเสร็จสมบูรณ์ บรรลุผลตามวัตถุประสงค์ที่ตั้งไว้ เนื่องจากผู้วิจัยได้รับความกรุณาและความช่วยเหลืออย่างดียิ่งจากบุคคลหลายฝ่าย จึงขอขอบพระคุณทุกท่านมา ณ ที่นี้

ขอขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล อาจารย์ที่ปรึกษา และรองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์ ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ ที่ให้คำแนะนำอย่างดียิ่งสำหรับการค้นคว้าอิสระฉบับนี้ ทำให้งานฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์และเกิดประโยชน์ทั้งทางวิชาการและการประยุกต์ใช้งานสำหรับผู้บริหาร นักลงทุน หรือหน่วยงานกำกับดูแล

ขอขอบพระคุณโครงการปริญญาโททางบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ที่เปิดโอกาสให้ข้าพเจ้าได้เข้าศึกษาเพื่อเพิ่มพูนความรู้ด้านบัญชีและภาษี คณาจารย์ทุกท่านที่ประสิทธิ์ประสาทความรู้อันเป็นประโยชน์ต่อการนำมาประยุกต์ใช้ รวมไปถึงเจ้าหน้าที่โครงการประจำหลักสูตรทุกท่านที่คอยช่วยประสานงานต่าง ๆ จนสำเร็จลุล่วงด้วยดีเสมอมา

และขอขอบคุณครอบครัว น้องสาว น้องชาย หัวหน้างาน เพื่อนร่วมงาน น้อง ๆ ที่ทำงาน ไปจนถึงเพื่อนร่วมหลักสูตร ที่เข้าใจ คอยผลักดัน ให้การสนับสนุน ให้คำปรึกษา ห่วงใยดูแล และเป็นกำลังใจที่สำคัญมาโดยตลอด

นางสาวจรรย์ญา อนันต์ชัย

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

พ.ศ. 2558

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
สารบัญภาพ	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์วิจัย	8
1.3 ขอบเขตงานวิจัย	8
1.4 ประโยชน์ที่ได้รับ	8
1.5 คำนิยามศัพท์	9
1.6 ลำดับการนำเสนอ	9
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	10
2.1 การพัฒนาเพื่อความยั่งยืน (Sustainable Development)	10
2.2 รายงานความยั่งยืน (Sustainability Report)	13
2.3 การส่งเสริมการจัดทำรายงานความยั่งยืนในระดับสากล	21
2.4 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	22
2.5 แนวคิดสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน	23
2.6 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	24



2.7 กรอบแนวคิดของงานวิจัย	35
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	37
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	36
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	36
3.3 สมมติฐานและแบบจำลองการวิจัย	37
3.4 การวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย	39
3.5 วิธีดำเนินงานวิจัย	42
บทที่ 4 วิเคราะห์ผลการวิจัย	44
4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic Analysis)	43
4.2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient)	47
4.3 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	52
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	56
5.1 สรุปผลการวิจัย	54
5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย	57
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	57
รายการอ้างอิง	58
ประวัติผู้เขียน	67

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1	40
3.2	41
4.1	44
4.2	45
4.3	46
4.4	47
4.5	49
4.6	51
4.7	53

## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 ระดับการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI	18
2.2 กรอบแนวคิดของงานวิจัย	35



## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

แนวความคิดการพัฒนาอุตสาหกรรมที่มุ่งผลของความเจริญก้าวหน้าและความมั่งคั่งแก่ผู้ประกอบการนั้น นำไปสู่การพัฒนาทางเศรษฐกิจในช่วงหลายร้อยปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม การเกิดวิกฤติการณ์ต่าง ๆ ในอดีต อาทิ วิกฤติความยากจน วิกฤติช่องว่างและความเป็นธรรมในสังคม วิกฤติสิ่งแวดล้อม วิกฤติพลังงาน วิกฤติทางจริยธรรม และวิกฤติเศรษฐกิจ ทำให้เกิดเสียงเรียกร้องในการหาแนวทางที่จะคลี่คลายวิกฤติต่าง ๆ อันนำไปสู่แนวคิดเกี่ยวกับการพัฒนาเพื่อความยั่งยืน (อนุช อาภาภิรม, 2545) โดยเมื่อโลกธุรกิจตระหนักว่าการพัฒนาทางเศรษฐกิจเพียงด้านเดียวไม่สามารถแก้ปัญหาการเกิดวิกฤติต่าง ๆ ได้ มิติด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมจึงเริ่มเข้ามาส่วนในการพิจารณาควบคู่กับการดำเนินธุรกิจเพื่อผลตอบแทนทางเศรษฐกิจ เพราะภาคธุรกิจเป็นส่วนหนึ่งของสังคมที่ต้องพึ่งพาสมาชิกในสังคมในการผลิตและบริโภคสินค้าหรือบริการ การดำเนินธุรกิจโดยไม่คำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียในสังคมจึงเป็นการยากที่ธุรกิจจะเติบโตได้อย่างยั่งยืนในอนาคต (ดวงกมล พิศาล, 2557)

ทั้งนี้ หลักการของการพัฒนาเพื่อความยั่งยืน (Sustainable Development) ได้ถูกกล่าวถึงอย่างจริงจังเป็นครั้งแรกในปี ค.ศ. 1987 ผ่านรายงาน บรันด์แลนด์ (Brundland Report) ของคณะกรรมการโลกว่าด้วยสิ่งแวดล้อมและการพัฒนา (World Commission on Environment and Development – WCED) ซึ่งให้นิยามของการพัฒนาที่ยั่งยืนไว้ว่า หมายถึง การพัฒนาที่สามารถสนองความต้องการที่จำเป็นของคนรุ่นปัจจุบัน โดยไม่กระทบต่อความสามารถที่คนในรุ่นต่อไปจะบรรลุความต้องการที่จำเป็นของตนเอง (World Commission on Environment and Development, 1987)

กอปรกับการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมการแข่งขันทางธุรกิจ ไม่ว่าจะเป็นการแย่งชิงส่วนแบ่งทางการตลาด การขยายฐานลูกค้า การสร้างความแตกต่างในสินค้าและบริการ การสร้างเทคโนโลยีและนวัตกรรมใหม่ ๆ ล้วนก่อให้เกิดความเสี่ยงที่มากขึ้นในการดำเนินธุรกิจ ส่งผลให้กิจการจะต้องปรับตัวและวางกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจเพื่อความอยู่รอดของกิจการ รวมถึงกระแสสังคมที่เปลี่ยนแปลงไป ผู้มีส่วนได้เสียหลายฝ่าย อาทิ ผู้ถือหุ้น นักลงทุน หน่วยงานกำกับดูแล พนักงาน ลูกค้า และสังคมต่างมีอิทธิพลให้ธุรกิจแสดงความรับผิดชอบต่อมากขึ้น (Berthelot, Coulmont and Serret, 2012; Fernandez-Feijoo, Romero and Ruiz, 2014) ทำให้ธุรกิจเริ่มตระหนักถึงการพัฒนาเพื่อความยั่งยืน และเปิดเผยข้อมูลที่นอกเหนือไปจากข้อมูลในงบการเงิน (Ighian, 2015) ด้วยเช่นกัน

การเปิดเผยข้อมูลเป็นช่องทางที่สำคัญในการสื่อสารทางธุรกิจ ทำหน้าที่ให้ข้อมูลผลการดำเนินงานขององค์กรไปยังกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียต่าง ๆ ทั้งภายในและภายนอกองค์กร โดยการเปิดเผยข้อมูลสามารถช่วยในเรื่องการเพิ่มความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือขององค์กร การส่งเสริมภาพลักษณ์และการสร้างความไว้วางใจจากกลุ่มเป้าหมายต่าง ๆ (Farooque and Ahulu, 2015) ดังนั้น การจัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืนจึงเป็นเครื่องมือที่สำคัญในสื่อสารกับกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียทั้งในและนอกองค์กรทราบถึงผลการดำเนินงานขององค์กรที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อมและวิธีการในการบริหารจัดการที่ทำให้เกิดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมน้อยที่สุด รวมถึงการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมส่วนรวม การนำแนวคิดการพัฒนาเพื่อความยั่งยืนมาใช้ในองค์กรนั้นมีผลดีต่อทั้งชื่อเสียงและภาพลักษณ์ที่ดีแก่องค์กร ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการองค์กร และช่วยลดต้นทุน (Klassen and McLaughlin, 1993; Hart, 1995; Hart and Dowell, 2011; McWilliams and Siegel, 2011) อีกทั้งยังเป็นการแสดงให้เห็นให้ผู้มีส่วนได้เสียได้ทราบถึงความสามารถในการแข่งขันที่เพิ่มขึ้น การเพิ่มคุณค่าให้แก่ลูกค้า พนักงาน และผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายอันจะนำไปสู่การสร้างผลกำไรให้กับองค์กรได้ในระยะยาว (Finch, 2005) เช่นเดียวกับการศึกษาของ Boston College for Corporate Citizenship and EY (2013) เกี่ยวกับการจัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืน พบว่า ประโยชน์ที่ได้รับจากการจัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืน ได้แก่ 1) ชื่อเสียงและภาพลักษณ์องค์กรที่ดีขึ้น เนื่องจากผู้มีส่วนได้เสียมองว่าองค์กรที่จัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืนมีการดำเนินงานที่โปร่งใสและเชื่อถือได้ 2) ความจงรักภักดีจากพนักงานที่มีต่อองค์กรที่มากขึ้น เนื่องจากรายงานเพื่อความยั่งยืนช่วยให้พนักงานมีความเข้าใจในการบริหารจัดการองค์กรได้ดียิ่งขึ้น 3) การเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้น เนื่องจากการจัดทำรายงานทางการเงินแสดงให้เห็นถึงศักยภาพขององค์กรในการดำเนินธุรกิจ และบริหารองค์กรให้เติบโตอย่างยั่งยืนได้ในระยะยาว 4) เพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารและการตัดสินใจ รวมถึงการลดค่าใช้จ่ายต่าง ๆ อาทิ ลดการใช้พลังงาน ลดของเสีย และลดต้นทุนจากการติดเชื้อจากลูกค้า เป็นต้น

ทั้งนี้ ไม่เฉพาะแต่เพียงองค์กรธุรกิจขนาดใหญ่ แต่การจัดทำรายงานความยั่งยืนยังเป็นประโยชน์สำหรับวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมอีกด้วย (James, 2013) จากประโยชน์ที่กล่าวไปข้างต้น การจัดทำรายงานความยั่งยืนจึงมีผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ และราคาหลักทรัพย์ของกิจการเช่นเดียวกัน ยกตัวอย่างเช่น การบริการจัดการความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพนำไปสู่การลดต้นทุน และสร้างประโยชน์ส่วนเพิ่มให้กับองค์กรซึ่งมีผลโดยตรงต่อผลกำไรขาดทุนของบริษัท (Bottom Line) อีกทั้งการสร้างชื่อเสียงและภาพลักษณ์ที่ดีแก่องค์กร และการสร้างความพึงพอใจแก่พนักงานยังช่วยเพิ่มยอดขายและผลกำไรเช่นเดียวกัน (English and Schooley, 2014)

ปัจจุบันบริษัทขนาดใหญ่ทั่วโลกหันมาเปิดเผยผลการดำเนินงานเพื่อความยั่งยืนกันมากขึ้น ในปี ค.ศ. 2011 มีองค์กรที่จัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืนเพิ่มขึ้นถึง 950 ราย กลุ่มที่ให้ความสำคัญหลัก ๆ อยู่ทางแถบอเมริกาเหนือ ยุโรป และเอเชีย โดยในปี ค.ศ. 2012 มีรายงานเพื่อความยั่งยืนถูก

จัดทำขึ้นจากทั่วโลกกว่า 6,000 ฉบับต่อปีเพิ่มขึ้นจากปี ค.ศ. 1992 ที่มีเพียง 20 ฉบับ (Corporate Citizenship, 2012) และตามผลสำรวจของ KPMG เมื่อปี ค.ศ. 2013 พบว่าเกือบทั้งหมดของบริษัทขนาดใหญ่ของโลก 250 อันดับแรกมีการจัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืน ซึ่งการรายงานดังกล่าวถือเป็นบรรทัดฐานในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม โดยพบว่าอย่างน้อย 62% ของบริษัทในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม จะต้องการจัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืน

สำหรับประเทศไทยมีการประกาศแผนพัฒนาความยั่งยืนอย่างเป็นทางการแล้วเมื่อเดือนธันวาคม 2556 โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้เล็งเห็นถึงความสำคัญของการพัฒนาเพื่อความยั่งยืนจึงจัดทำแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน (Sustainability Development Roadmap) โดยมีเป้าหมายเพื่อสนับสนุนให้การดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนมีความยั่งยืนซึ่งเป็นประโยชน์ต่อทั้งกิจการและสังคมโดยรวม เนื่องจากประเด็นด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมเป็นเรื่องที่นักลงทุนและบริษัทในต่างประเทศให้ความสำคัญ และมีแนวโน้มจะเลือกลงทุนหรือเลือกดำเนินธุรกิจกับบริษัทคู่ค้าที่มีความรับผิดชอบในเรื่องดังกล่าว (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2556) เช่นเดียวกับนักลงทุนในประเทศที่ให้ความสนใจต่อการรายงานความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรธุรกิจมากขึ้นอันมาจากกระแสการรับรู้ถึงความสำคัญของความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรธุรกิจ (อำนวยการบริหารยุทธศาสตร์, 2552) งานวิจัยในอดีตพบว่านักลงทุนมีปฏิกริยาเชิงบวกต่อการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน (Berthelot, Coulmont and Serret, 2012; Fernandez-Feijoo, Romero and Ruiz, 2014) และแรงผลักดันจากกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียมีผลต่อการปรับปรุงคุณภาพและความโปร่งใสในการรายงาน (Fernandez-Feijoo, Romero and Ruiz, 2014) ซึ่งองค์กรธุรกิจในประเทศไทยเริ่มมีการจัดทำรายงานด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมออกมามากขึ้น เช่น รายงานความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility Report) หรือรายงานความยั่งยืน (Sustainability Report) รวมทั้งมีการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมมากขึ้นในงบการเงิน รายงานประจำปี แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) รวมถึงเว็บไซต์ของบริษัท

นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นหน่วยงานยังได้จัดตั้งหน่วยงานที่รับผิดชอบต่อผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน ประกอบด้วย 2 หน่วยงานหลัก ได้แก่ ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (CG Center) และศูนย์พัฒนาความรับผิดชอบต่อสังคม (SR Center) ในปี 2550 มีบทบาทในการกำหนดแนวทางการพัฒนาด้านความยั่งยืนให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียในตลาดทุน อีกทั้ง จากความร่วมมือของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ สมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย และสถาบันไทยพัฒน์ยังมีโครงการประกาศรางวัลรายงานความยั่งยืน (Sustainability Report Award) โดยจัดขึ้นในปี 2557 เป็นปีที่สอง มีวัตถุประสงค์เพื่อส่งเสริมและยกระดับการจัดทำรายงานความยั่งยืนของบริษัททั้งในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาด

หลักทรัพย์ และในปี พ.ศ. 2558 สถาบันไทยพัฒน์ในฐานะองค์กรร่วมดำเนินงานในความริเริ่มสากลด้านการประเมินความยั่งยืน หรือ Global Initiative for Sustainability Rating (GISR) ได้มอบหมายให้หน่วยงาน ESG Rating จัดอันดับธุรกิจด้านการพัฒนาความยั่งยืนเป็นครั้งแรกในประเทศไทย จำนวน 100 บริษัท หรือที่เรียกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ ESG100 เพื่อรองรับความต้องการของนักลงทุนที่ให้นำหน้าการลงทุนในบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social and Governance, ESG)

การจัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืนส่วนใหญ่เป็นการเปิดเผยตามความสมัครใจ (Voluntary Disclosure) มีเพียงบางประเทศเท่านั้น เช่น ประเทศจีน ประเทศเดนมาร์ก ประเทศมาเลเซีย และประเทศอเมริกาใต้ที่การเปิดเผยข้อมูลเหล่านี้เริ่มเปลี่ยนแปลงจากการเปิดเผยตามความสมัครใจไปเป็นการเปิดเผยตามข้อบังคับ (Mandatory Disclosure) Ioannou and Serafeim (2014) ได้สำรวจประเทศที่ส่งเสริมให้มีการจัดทำรายงานความยั่งยืนจากข้อมูลทั้งหมด 58 ประเทศ พบว่ามีประเทศที่กำหนดให้มีการรายงานโดยออกเป็นกฎระเบียบและกฎหมายแล้วจำนวน 17 ประเทศ และในหลายประเทศมีแนวโน้มที่จะออกเป็นข้อกำหนดในอนาคต อย่างไรก็ตาม การที่รายงานเพื่อความยั่งยืนเป็นการเปิดเผยตามความสมัครใจทำให้ขอบเขตของการรายงานไม่มีการกำหนดเป็นรูปแบบตายตัวตามข้อบังคับ องค์กรธุรกิจจึงจัดทำรายงานออกมาในรูปแบบ วิธีการ และขอบเขตที่แตกต่างกัน ยกตัวอย่าง เช่น เผยแพร่ทางเว็บไซต์ จัดทำซีดี จัดทำเป็นรูปเล่มในรูปแบบรายงานประจำปีหรือรายงานแยกต่างหาก และมีชื่อเรียกต่าง ๆ กันไป อาทิ รายงานการพัฒนาเพื่อความยั่งยืน รายงานความยั่งยืน รายงานด้านสิ่งแวดล้อม รายงานการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมและความรับผิดชอบต่อชุมชน รายงานทางสังคม และรายงานความรับผิดชอบต่อสังคม เป็นต้น โดยผลสำรวจของ KPMG เมื่อปี ค.ศ. 2013 ซึ่งสำรวจบริษัทขนาดใหญ่ 100 บริษัทใน 41 ประเทศทั่วโลก รวมทั้ง 4,100 บริษัท พบว่า ในภาพรวมระดับสากลรายงานความยั่งยืนส่วนใหญ่ที่จะจัดทำในรูปแบบรายงานความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Responsibility) 14% ของบริษัททั้งหมด รายงานความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility) 25% ของบริษัททั้งหมด และรายงานความยั่งยืน (Sustainability Report) 45% ของบริษัททั้งหมด

ทั้งนี้ รายงานเพื่อความยั่งยืนตามความสมัครใจในรูปแบบที่แตกต่างกันก่อให้เกิดปัญหาเกี่ยวกับมาตรฐาน ข้อกำหนด และการตีความรายงานที่ไม่สามารถนำมาเปรียบเทียบกันได้ ผู้มีส่วนได้เสียต่อการนำไปวิเคราะห์และตัดสินใจ ดังนั้น จึงมีหลายองค์กรกำหนดแนวปฏิบัติในการจัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืน อาทิ 1) กรอบการรายงานตาม United Nations Global Compact เป็นหลักการ 10 ประการใน 4 หมวด คือ สิทธิมนุษยชน แรงงาน สิ่งแวดล้อม และการต่อต้านคอร์รัปชัน 2) กรอบการรายงานของ GRI เป็นแนวปฏิบัติในการรายงานเพื่อความยั่งยืนที่ให้ข้อมูลกลยุทธ์ การดำเนินงาน การกำกับดูแล แนวการบริหารจัดการ และผลการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจ สังคม และ

สิ่งแวดล้อมทั้งเชิงบวกและเชิงลบขององค์กร 3) กรอบการรายงานตาม EOCB Guideline for Multinational Enterprises เป็นแนวปฏิบัติสำหรับบริษัทข้ามชาติประกอบด้วยหลัก 6 หมวด คือ การเปิดเผย การจ้างงาน สิ่งแวดล้อม การต่อต้านคอร์รัปชัน ส่วนได้เสียของผู้บริโภค และวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี 4) กรอบการรายงานตาม ISO26000 ประกอบด้วย 7 หมวด คือ ธรรมภิบาล สิทธิมนุษยชน แรงงาน สิ่งแวดล้อม การประกอบธุรกิจเป็นธรรม ผู้บริโภค และการมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และ 5) กรอบการรายงานตาม Integrated Reporting เป็นแนวปฏิบัติในการจัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืนที่สะท้อนจาก Reporting Process ผ่านการ Integrated ระหว่างการพัฒนาเพื่อความยั่งยืนกับกลยุทธ์องค์กร เน้นแสดงข้อมูลด้านต่าง ๆ 6 กลุ่ม คือ การเงิน การผลิต ภูมิปัญญา คน สังคม และ ธรรมชาติ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2556)

กรอบการรายงานเพื่อความยั่งยืนที่ได้รับการยอมรับและใช้อย่างแพร่หลายในระดับสากล คือ แนวทางในการจัดทำรายงานความยั่งยืนขององค์การแห่งความริเริ่มว่าด้วยการรายงานสากล (Global Reporting Initiative) หรือ กรอบการรายงานของ GRI (GRI's Guidelines) ที่ครอบคลุมการเปิดเผยใน 3 มิติ คือ 1) มิติทางด้านเศรษฐกิจ (Economic) 2) มิติทางด้านสังคม (Social) และ 3) มิติทางด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) (Chen, Feldmann and Tang, 2015; English and Schooley, 2014; Gurvitch and Sidorova, 2012) โดย GRI ก่อตั้งเมื่อปี ค.ศ. 1997 เป็นองค์กรอิสระที่มีพันธมิตรเป็นองค์กรระดับโลกอย่างองค์การเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD), สำนักงานโครงการสิ่งแวดล้อมแห่งสหประชาชาติ (United Nations Environmental Programme, UNEP) และองค์การมาตรฐานสากล (International Standards Organization, ISO) ซึ่งตลอดเวลาได้ส่งเสริมให้องค์กรต่าง ๆ เปิดเผยข้อมูลและจัดทำรายงานความยั่งยืนตามมาตรฐานเดียวกันกรอบการรายงานของ GRI เกิดขึ้นครั้งแรกปี ค.ศ. 2000 (ฉบับ G1) และต่อมาอีก 2 ปีจึงประกาศกรอบการรายงานของ GRI ฉบับ G2 ที่งานประชุม World Summit on Sustainable Development ในนครโจฮันเนสเบิร์ก ประเทศแอฟริกาใต้ ตามมาด้วยกรอบการรายงานของ GRI ฉบับ G3 และ G3.1 ในปี ค.ศ. 2006 และ ค.ศ. 2011 ตามลำดับ และล่าสุดเมื่อเดือนพฤษภาคม ค.ศ. 2013 GRI ได้ปรับปรุงกรอบการรายงานของ GRI เป็นฉบับ G4 ซึ่งจะเริ่มใช้สำหรับรายงานที่จัดทำหลังวันที่ 31 ธันวาคม 2558 ปัจจุบันมีองค์กรมากกว่า 5,753 แห่งทั่วโลกที่จัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI โดยเฉพาะบริษัทขนาดใหญ่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อาทิ ไมโครซอฟท์ โคคา-โคล่า ไอบีเอ็ม จีอี โนเกีย (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2556)

อย่างไรก็ตาม จากผลสำรวจของ PwC ปี ค.ศ. 2013 พบว่ามีเพียง 26% ของบริษัทในอาเซียนที่นำเอากรอบการรายงานของ GRI มาประยุกต์ใช้ในการจัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืน และจากการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (“Corporate Governance” (CG)) ของบริษัทจดทะเบียน



ไทย พบว่าบริษัทในประเทศไทยยังเข้าใจเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมเป็นเพียงการดำเนินกิจกรรมด้านกิจกรรมด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม เช่น ปลูกป่าและบริจาคผ้าห่ม (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2556) อีกทั้งการจัดทำรายงานความยั่งยืนของหลายองค์กรยังมีสถานะเป็นเพียงหนังสือรายงานข้อมูลประจำปีที่เป็นการรวบรวมความเคลื่อนไหวของการดำเนินกิจการด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมในรอบปี (สถาบันไทยพัฒนา, 2555) นอกจากนี้ เนื่องจากการรายงานความยั่งยืนของบริษัทในประเทศไทยยังเป็นเพียงการรายงานตามความสมัครใจ ดังนั้น จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำรายงานความยั่งยืนจึงมีจำนวนไม่มากเมื่อเทียบกับจำนวนบริษัทจดทะเบียนในหลักทรัพย์ต่างประเทศและการจัดทำรายงานความยั่งยืนยังไม่ได้มีบังคับว่าต้องจัดทำตามมาตรฐานใด ดังนั้น รูปแบบการรายงานความยั่งยืนในประเทศไทยจึงมีความหลากหลาย มีทั้งที่จัดทำตามและไม่ได้จัดทำตามมาตรฐานที่ได้รับความนิยมอย่างกรอบการรายงานของ GRI หรือจัดทำตามกรอบการรายงานของ GRI แต่เลือกใช้มาตรฐานฉบับที่แตกต่างกัน

มีงานวิจัยในอดีตในต่างประเทศที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของการเปิดเผยรายงานตามความสมัครใจผ่านมุมมองหลายมุมมอง อาทิ ผลการดำเนินงานของกิจการ (Firm Performance) และการวัดผลงานของกิจการในมุมมองผ่านข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ อาทิ การวัดมูลค่ากิจการ (Firm Value) ผ่านราคาหลักทรัพย์ (Share Price) หรือการวัดอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Stock Return) ซึ่งโดยทั่วไปการวัดผลการดำเนินงานจะใช้ตัวชี้วัดทางบัญชี คือ ผลการดำเนินงานของกิจการที่ปรากฏในงบการเงิน (Mishra and Suar, 2010) เนื่องจากสามารถสะท้อนผลการดำเนินงานในมุมมองของผู้บริหารได้ดี เป็นเครื่องมือที่ผู้บริหารใช้ในการตัดสินใจ (Decision Making) ในการบริหารองค์กร (Orlitzky, Schmidt and Rynes, 2003) แต่ในขณะที่เดียวกันการใช้ตัวเลขทางบัญชีอาจไม่สะท้อนการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรในระยะยาว หรือความมั่นคงของกิจการในมุมมองของนักลงทุนซึ่งการใช้การวัดมูลค่ากิจการผ่านราคาหลักทรัพย์อาจเป็นวิธีที่เหมาะสมที่คำนึงถึงมุมมองของนักลงทุนผู้เป็นหนึ่งในผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาพบว่างานวิจัยที่ศึกษาเรื่องการเปิดเผยรายงานตามความสมัครใจส่วนใหญ่เป็นการวิจัยในมุมมองของรายงานความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งการวิจัยเกี่ยวกับรายงานความยั่งยืนค่อนข้างเป็นเรื่องที่ใหม่โดยเฉพาะงานวิจัยในประเทศไทยที่ค่อนข้างมีอยู่อย่างจำกัด อีกทั้งในปัจจุบันหน่วยงานกำกับดูแล นักลงทุน และผู้มีส่วนได้เสียได้ให้ความสนใจต่อข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการพัฒนาเพื่อความยั่งยืนเพิ่มมากขึ้น การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยจึงนำเสนอผลงานวิจัยเกี่ยวกับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนขององค์กร โดยเลือกใช้ Valuation Model ของ Ohlson (1995) สำหรับการวัดมูลค่าของกิจการ เนื่องจากการใช้ความสัมพันธ์ของทั้งราคาหลักทรัพย์ ข้อมูลทางด้านบัญชี และข้อมูลอื่นที่ไม่ใช่ข้อมูลทางบัญชีสามารถอธิบายคุณลักษณะของตลาดทุนได้ดีกว่า

การอาศัยเพียงข้อมูลทางบัญชีเพียงอย่างเดียว (Schadewitz and Niskala, 2010) ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับปานกลางของ Fama (1970)

งานวิจัยในอดีตที่ศึกษาเรื่องรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการมักเลือกใช้การเปิดเผยรายงาน มาตรฐานในการรายงาน และระดับการเปิดเผยในการจัดทำรายงานเป็นตัววัดลักษณะของรายงานความยั่งยืน (Berthelot, Coulmont and Serret, 2012; Carnevale and Mazzuca, 2013; De Klerk and De Villiers, 2012; De Klerk, De Villiers and Staden, 2015) ผลงานวิจัยโดยส่วนใหญ่สนับสนุนว่า กิจการที่จัดทำและเปิดเผยเกี่ยวกับรายงานความยั่งยืนจะมีผลทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้น กล่าวคือ การที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวจากการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนก็เนื่องมาจากว่าผู้ลงทุนให้ความสนใจต่อรายงานความยั่งยืนซึ่งเป็นข้อมูลสาธารณะและใช้รายงานความยั่งยืนเป็นส่วนหนึ่งในการตัดสินใจลงทุน โดยรายงานความยั่งยืนมีส่วนช่วยนักลงทุนในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ของกิจการ โดยระดับการเปิดเผยที่มากขึ้นจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการคาดการณ์ผลตอบแทนจากกิจการในอนาคตอีกทั้งยังช่วยในการประเมินความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นกับกิจการ

ดังนั้น งานวิจัยฉบับนี้ ผู้วิจัยต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และใช้ตัวชี้วัดเรื่องมาตรฐานที่เลือกใช้ในการจัดทำรายงานความยั่งยืนและระดับของการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนที่จัดทำตามกรอบการรายงานของ GRI มาใช้ในการทดสอบภายใต้บริบทประเทศไทย เพื่อทดสอบว่ามาตรฐานในการรายงานความยั่งยืนและมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับมูลค่าของกิจการ

โดยมาตรฐานในการรายงานความยั่งยืนผู้วิจัยเปลี่ยนแปลงการวัดค่าตัวแปรจากการแทนค่า 1 หากรายงานความยั่งยืนจัดทำตามกรอบการรายงาน GRI และ 0 หากรายงานความยั่งยืนไม่ได้จัดทำตามกรอบการรายงานของ GRI ตามงานวิจัยในอดีต เป็นการจัดกลุ่มมาตรฐานการรายงานที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใช้ทั้งหมดแล้วแทนด้วยค่าตัวแปรที่ผู้วิจัยกำหนดขึ้น อีกทั้งผู้วิจัยยังจัดกลุ่มระดับการเปิดเผยจากเดิมที่มี 6 ระดับ โดยเพิ่มระดับที่ใช้กรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 4 แบบหลัก (Core) และแบบรวม (Comprehensive) เป็นการจัดกลุ่มตัวแปรเป็นทั้งหมด 4 กลุ่ม เพื่อทดสอบว่าความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนเป็นไปในทิศทางเดียวกับมูลค่าของกิจการ โดยระดับของการเปิดเผยที่มากขึ้นจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการคาดการณ์ผลตอบแทนจากกิจการในอนาคตอีกทั้งยังช่วยในการประเมินความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นกับกิจการ

## 1.2 วัตถุประสงค์วิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการรายงานความยั่งยืนกับมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 1.3 ขอบเขตงานวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาเกี่ยวกับการรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการ โดยศึกษาในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2544 – 2558 เนื่องจากปี พ.ศ. 2544 เป็นปีที่ถัดจากปีที่กรอบการรายงานของ GRI ฉบับ 1 ประกาศใช้ซึ่งเป็นมาตรฐานฉบับล่าสุดที่ใช้ในวัตรระดับการเปิดเผยในงานวิจัย โดยศึกษาบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด 31 ธันวาคมของทุกปี และใช้ Firm-year Observation ในการเลือกกลุ่มตัวอย่าง

## 1.4 ประโยชน์ที่ได้รับ

ในการศึกษาครั้งนี้ ประโยชน์ที่ได้รับ ได้แก่

1.4.1 บริษัทจดทะเบียนและบริษัทที่กำลังจะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เล็งเห็นความสำคัญของการจัดทำรายงานความยั่งยืน อันจะนำไปสู่การส่งเสริมให้มีการจัดการเกี่ยวกับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน และใช้แนวทางในการกำหนดนโยบายบริหารจัดการเกี่ยวกับการนำแนวคิดการเติบโตอย่างยั่งยืนมาผสมผสานเข้ากับกลยุทธ์การดำเนินงานของบริษัทได้อย่างเหมาะสม

1.4.2 นักลงทุนสามารถนำข้อมูลความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการมาเป็นแนวทางในการวิเคราะห์พิจารณาการเติบโตอย่างยั่งยืน และเป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุน

1.4.3 หน่วยงานกำกับดูแลสามารถใช้ข้อมูลเป็นแนวทางในการวางแผนกำหนดนโยบายและแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการรายงานความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อันจะนำไปสู่การพัฒนาเพื่อความยั่งยืน ตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน (Sustainability Development Roadmap) ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.)

## 1.5 คำนิยามศัพท์

การพัฒนาเพื่อความยั่งยืน (Sustainability Development) หมายถึง การพัฒนาที่สามารถสนองความต้องการที่จำเป็นของคนรุ่นปัจจุบัน โดยไม่กระทบต่อความสามารถที่คนในรุ่นต่อไปจะบรรลุความต้องการที่จำเป็นของตนเอง

การรายงานความยั่งยืน (Sustainability Reporting) หมายถึง เอกสารที่เปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานของกิจการด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมทั้งการดำเนินงานที่ส่งผลกระทบต่อทั้งในทางบวกและในทางลบจากกิจกรรมทางธุรกิจของกิจการ นอกจากนี้ยังเป็นรายงานที่นำเสนอมูลค่าขององค์กรและรูปแบบการกำกับดูแลกิจการ และแสดงให้เห็นถึงความเชื่อมโยงระหว่างกลยุทธ์ของบริษัทกับการมุ่งไปสู่การเติบโตที่ยั่งยืนทางเศรษฐกิจในสังคมโลก

## 1.6 ลำดับการนำเสนอ

ส่วนที่เหลือในงานวิจัยนี้ประกอบด้วยส่วนต่าง ๆ ที่มีลำดับในการนำเสนอ ดังนี้ บทที่ 2 กล่าวถึงแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง รวมถึงกรอบแนวคิดและสมมติฐานของงานวิจัย ในส่วนบทที่ 3 เป็นการอธิบายขั้นตอนการวิจัย กลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา สมการที่ใช้ทดสอบ และวิธีเก็บข้อมูลการวิจัย บทที่ 4 เป็นการอภิปรายผลการวิจัยจากข้อมูลทางสถิติ และบทที่ 5 จะเป็นการสรุปผลการวิจัยและกล่าวถึงข้อจำกัดในงานวิจัย รวมไปถึงข้อเสนอแนะเพื่องานวิจัยต่อเนื่องในอนาคต

## บทที่ 2

### วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยได้รวบรวมแนวคิด ทฤษฎี ตลอดจนผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องมาเป็นกรอบและแนวคิดพื้นฐานเพื่อใช้ในการศึกษา โดยแนวคิด ทฤษฎี และเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการที่ผู้วิจัยได้ทำการศึกษามาแล้วนั้น มีรายละเอียดดังนี้

#### 2.1 การพัฒนาเพื่อความยั่งยืน (Sustainable Development)

การเกิดวิกฤติการณ์ต่าง ๆ ในอดีตทั้งวิกฤติความยากจน วิกฤติช่องว่างและความเป็นธรรมในสังคม วิกฤติสิ่งแวดล้อม วิกฤติพลังงาน วิกฤติทางจริยธรรม และวิกฤติเศรษฐกิจที่สะสมมาต่อเนื่องหลายทศวรรษที่ผ่านมานำไปสู่แนวคิดเกี่ยวกับการพัฒนาเพื่อความยั่งยืน (อนุช อาภาภิรม, 2545) โดยเริ่มจากการประชุมสหประชาชาติที่กรุงสตอกโฮล์ม ประเทศสวีเดนว่าด้วยเรื่องสิ่งแวดล้อมของมนุษย์ (United Nations Conference on the Human Environment - UNCHE) เมื่อปี ค.ศ. 1972 ที่ทำให้เรื่องสิ่งแวดล้อมได้รับความสนใจเป็นวงกว้างในหมู่ประชาคมระหว่างประเทศ และนำไปสู่การจัดตั้งนำไปสู่การจัดตั้งหน่วยงานที่รับผิดชอบเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมของประเทศต่าง ๆ รวมถึงการจัดตั้งโครงการสิ่งแวดล้อมแห่งสหประชาชาติ (United Nations Environment Programme - UNEP) ในปีเดียวกัน (Grieger, 2012)

ในปี ค.ศ. 1983 สหประชาชาติได้จัดตั้งคณะกรรมการโลกในเรื่องสิ่งแวดล้อมและการพัฒนา (World Commission on Environment and Development) หรือที่เรียกว่า Brundtland Commission เพื่อทำการศึกษในเรื่องการสร้างสมดุลระหว่างสิ่งแวดล้อมกับการพัฒนา และได้เผยแพร่เอกสารที่มีความสำคัญมากฉบับหนึ่งของสหประชาชาติ เรียกว่า Our Common Future หรือ "Brundtland Report" (สำนักความร่วมมือด้านทรัพยากรธรรมชาติและสิ่งแวดล้อมระหว่างประเทศ, 2557) ซึ่งแนวความคิดการพัฒนาอย่างยั่งยืน (Sustainable Development) ได้ถูกนำเสนออย่างเป็นทางการ โดยได้ให้นิยามของการพัฒนาที่ยั่งยืนไว้ว่า หมายถึง การพัฒนาที่สามารถสนองความต้องการที่จำเป็นของคนรุ่นปัจจุบัน โดยไม่กระทบต่อความสามารถที่คนในรุ่นต่อไปจะบรรลุความต้องการที่จำเป็นของตนเอง (World Commission on Environment and Development, 1987) ทำให้แนวคิดเรื่องการพัฒนาที่ยั่งยืนแพร่หลายไปอย่างกว้างขวางมากขึ้น

ต่อมาได้มีการจัดการประชุมสหประชาชาติว่าด้วยการพัฒนาที่ยั่งยืนที่สำคัญ จำนวน 3 ครั้งที่ทำให้แนวคิดเรื่องการพัฒนาที่ยั่งยืนเป็นที่ยอมรับในเวทีประชาคมโลก ได้แก่ การประชุม

สหประชาชาติว่าด้วยสิ่งแวดล้อมและการพัฒนา (The United Nations Conference on Environment and Development, UNCED) หรือการประชุม Earth Summit หรือการประชุมริโอ เดอ จาเนโร สหพันธ์สาธารณรัฐบราซิล ในปี ค.ศ. 1992 ที่มีจุดมุ่งหมายในการกำหนด ยุทธศาสตร์ว่าด้วยสิ่งแวดล้อมและการพัฒนาในทุกด้านสำหรับประชาคมโลกเพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติ ต่อไปในอนาคต ซึ่งในการประชุมดังกล่าวผู้นำประเทศต่าง ๆ ได้ร่วมกันรับรองปฏิญญาริโอว่าด้วย สิ่งแวดล้อมและการพัฒนา (Rio Declaration) และแผนปฏิบัติการ 21 (Agenda 21) ทำให้ได้ข้อสรุป ที่สำคัญหลายประการเกี่ยวกับการพัฒนาอย่างยั่งยืน โดยระบุถึงการบูรณาการระหว่างการพัฒนา สิ่งแวดล้อมควบคู่ไปกับการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมในทุกระดับ และการหาหนทางขจัดความ ยากจน ลดช่องว่างของการพัฒนาระหว่างประเทศพัฒนาแล้วกับประเทศด้อยพัฒนา เพื่อให้บรรลุถึง การพัฒนาที่ยั่งยืนในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา (สำนักความร่วมมือด้านทรัพยากรธรรมชาติและ สิ่งแวดล้อมระหว่างประเทศ, 2557) ผลจากการประชุม Earth Summit ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลง อย่างมากต่อการปรับทิศทางการพัฒนาเศรษฐกิจและการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมโลก (Global Environmental Governance) หลักการสำคัญในปฏิญญาริโอและแผนปฏิบัติการ 21 ถูกนำมาใช้ เป็นแนวนโยบายด้านการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมของรัฐบาล และเป็นข้อเรียกร้องของภาค ประชาสังคมในการขับเคลื่อนนโยบายสาธารณะ (บัณฑิต เศรษฐศิริโรตม์ และ นนท์ นุชหมอน, ม.ป.ป.)

ครั้งที่สองในปี ค.ศ. 2002 องค์การสหประชาชาติจัดการประชุมสุดยอดโลกว่าด้วยการพัฒนา ที่ยั่งยืน (World Summit on Sustainable Development, WSSD) หรือการประชุม Rio+10 ณ นครโจฮันเนสเบิร์ก สาธารณรัฐแอฟริกาใต้ เพื่อทบทวนความสำเร็จและความล้มเหลวของประเทศต่าง ๆ ในการดำเนินการตามข้อตกลงและอนุสัญญาต่าง ๆ ที่เป็นผลมาจากการประชุม Earth Summit เมื่อปี ค.ศ. 1992 โดยเกิดผลที่เป็นรูปธรรมที่สำคัญ ได้แก่ ปฏิญญาโจฮันเนสเบิร์ก (Johannesburg Declaration) ซึ่งสมาชิกจำนวน 180 ประเทศรวมทั้งประเทศไทยได้ลงนามเกิด กลไกในการนำไปสู่การปฏิบัติโดยมุ่งเน้นบทบาทและหน้าที่ขององค์กรต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นของ สหประชาชาติ หรือในระดับนานาชาติ ระหว่างประเทศ หรือองค์กรภาคพื้น และรัฐบาลของทุก ประเทศ ตลอดจนประชาสังคมอื่นว่าแต่ละประเทศต้องมีกลไกการปฏิบัติอย่างไร เพื่อที่จะทำให้ ศตวรรษที่ 21 เป็นศตวรรษเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนสำหรับคนทั้งโลก และล่าสุดเมื่อปี ค.ศ. 2012 ทางองค์การสหประชาชาติได้กำหนดให้จัดการประชุม “United Nations Conference on Sustainable Development, UNCS D” หรือ การประชุม Rio+20 ที่ กรุงริโอ เดอ จาเนโร สหพันธ์ สาธารณรัฐบราซิล เพื่อให้นานาชาติมาร่วมกันให้คำมั่นต่อการดำเนินการด้านการพัฒนาที่ยั่งยืน อีกครั้ง รวมทั้งรับทราบความก้าวหน้าในการดำเนินการและร่วมกันแก้ปัญหา อุปสรรคของการ ดำเนินการ โดยครอบคลุม ๒ หัวข้อหลัก ได้แก่ การดำเนินงานตามแนวทางเศรษฐกิจสีเขียวในบริบท ของการพัฒนาที่ยั่งยืนและแก้ไขปัญหาความยากจน (Green economy within the context of

sustainable development and poverty eradication) และกรอบสถาบันระหว่างประเทศด้านการพัฒนาที่ยั่งยืน (Institutional framework for sustainable development)

การพัฒนาเพื่อความยั่งยืนคำนึงถึงมิติทั้งหมด 3 ด้าน คือ มิติทางด้านเศรษฐกิจ (Economic) มิติทางด้านสังคม (Social) และ มิติทางด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) ในมุมมองของ Triple Bottom Line หรือ People (Social), Planet (Environment) และ Profit (Financial หรือ Economic) โดย Triple Bottom Line ใช้สำหรับการวัดต้นทุนทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับกิจการ นอกเหนือไปจากการวัดผลทางการเงิน คือ การวัดความรับผิดชอบต่อสังคม และสิ่งแวดล้อม โดยแนวคิด Triple Bottom Line นี้เชื่อว่าทั้งเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมมีผลต่อการดำเนินงานขององค์กร หากองค์กรต้องการประสบความสำเร็จอย่างยั่งยืนจะต้องวางแผนการบริหารเพื่อความยั่งยืน เพื่อจัดการตัวแปรทั้งสามด้านนี้ (Harmon, 2015, Savitz and Weber, 2006)

การบริหารเพื่อความยั่งยืนนั้น คือ สร้างผลกำไรเพื่อตอบแทนผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผลและการเติบโตขององค์กรไปพร้อมกับการรับผิดชอบต่อสังคมและชุมชน และการอนุรักษ์ทรัพยากรธรรมชาติและสิ่งแวดล้อมเพื่อคนรุ่นต่อไปในอนาคต เนื่องจากทรัพยากรธรรมชาติที่องค์กรนำมาใช้ในการผลิตสินค้าหรือบริการ อาทิ น้ำ น้ำมัน ถ่านหิน ป่าไม้ ก๊าซธรรมชาติ รวมทั้งสัตว์และพืชมีวันหมดไปหากองค์กรธุรกิจใช้ทรัพยากรธรรมชาติเหล่านี้อย่างไม่ระมัดระวัง ซึ่งจะก่อให้เกิดปัญหาต่าง ๆ ตามมาไม่ว่าจะเป็นการขาดแคลนวัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตและบริการ และยังก่อให้เกิดผลกระทบต่อสังคมและชุมชนอันนำไปสู่การเรียกร้องของสังคม ไปจนถึงความล้มเหลวในการประกอบธุรกิจ (วัชนีพร เศรษฐสุสัโก, 2546)

สถาบันไทยพัฒนา (2555) ได้สรุปลักษณะสำคัญ 3 ประการของการพัฒนาเพื่อความยั่งยืน ได้แก่

2.1.1 เป็นการพัฒนาเพื่อตอบสนองความต้องการของสังคมภายใต้ข้อจำกัดในปัจจุบันที่ไม่ส่งผลกระทบต่อขีดความสามารถในการสนองความต้องการที่จำเป็นของคนในรุ่นต่อไป

2.1.2 คำนึงถึงมิติด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมที่มีความเชื่อมโยงกัน

2.1.3 มีเป้าหมายที่จะบรรลุถึงการพัฒนาที่ยั่งยืนสำหรับคนทั้งโลก ไม่เฉพาะสังคมใดสังคมหนึ่ง หรือองค์กรใดองค์กรหนึ่ง

สถานะของความยั่งยืนถูกจัดให้เป็นผลของการดำเนินงาน ในขณะที่ความรับผิดชอบต่อสังคมจัดเป็นเครื่องมือที่สนับสนุนให้ธุรกิจบรรลุถึงความยั่งยืนจากการที่องค์กรธุรกิจประกอบการโดยคำนึงถึงความรับผิดชอบต่อมิติด้านสังคม และสิ่งแวดล้อม (Moon, 2007) เช่นเดียวกับการศึกษาของ Ebner (2008) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาเพื่อความยั่งยืนกับความรับผิดชอบต่อสังคม พบว่าความรับผิดชอบต่อสังคมเป็นกลไกหนึ่งในระดับองค์กรของการพัฒนาเพื่อความยั่งยืนในมิติด้านสังคม

ในปี ค.ศ. 2011 Ernst & Young ร่วมกับ GreenBiz Group สํารวจ 272 บริษัทที่มี รายได้มากกว่า 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกาใน 24 กลุ่มอุตสาหกรรม โดย 85% เป็นบริษัทใน ประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าสิ่งสำคัญที่ทำให้องค์กรหันมาสนใจเรื่องการพัฒนาเพื่อความยั่งยืน คือ การลดต้นทุนรวมถึงการลดการใช้พลังงานเป็นปัจจัยสำคัญอันดับแรกสูง ปัจจัยรองเรียงลำดับลงมา คือ ความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสีย การบริหารความเสี่ยง การสร้างรายได้และผลกำไร และกฎเกณฑ์ จากทางการหรือรัฐบาล และจากผลสำรวจในปี ค.ศ. 2013 พบว่าแรงผลักดันจากนักลงทุนและผู้มี ส่วนได้เสียได้เพิ่มมากขึ้น และการส่งเสริมจากบนลงล่าง (Tone from the top) เป็นกุญแจสำคัญใน การก่อให้เกิดการพัฒนาเพื่อความยั่งยืน (Ernst & Young, 2011, 2013)

## 2.2 รายงานความยั่งยืน (Sustainability Report)

### 2.2.1 รายงานงานความยั่งยืน

การเปิดเผยข้อมูลเป็นช่องทางที่สำคัญในการสื่อสารทางธุรกิจ ทำหน้าที่ให้ข้อมูลผลการ ดำเนินงานขององค์กรไปยังกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียต่าง ๆ ทั้งภายใน และภายนอกองค์กร โดยการเปิดเผย ข้อมูลสามารถช่วยในเรื่องการเพิ่มความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือขององค์กร การส่งเสริม ภาพลักษณ์ และการสร้างความไว้วางใจจากกลุ่มเป้าหมายต่าง ๆ (Farooque and Ahulu, 2015) รายงานจึงเป็นเครื่องมือหนึ่งในการเปิดเผยข้อมูลของกิจการ ในหลาย ๆ องค์กรตระหนักได้ว่าการ เปิดเผยข้อมูลผลการดำเนินงานของกิจการเฉพาะข้อมูลทางการเงินในงบการเงินเพียงอย่างเดียวไม่ สามารถสร้างความพึงพอใจให้แก่ ผู้ถือหุ้น ลูกค้า ชุมชน หรือผู้มีส่วนได้เสียอื่นได้อีกต่อไป (Hughen, Lulseged and Upton, 2014) รายงานเพื่อความยั่งยืนจึงเป็นเครื่องมือที่สำคัญในสื่อสารกับกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียทั้งในและนอกองค์กรทราบถึงผลการดำเนินงานขององค์กรที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม และ วิธีการในการบริหารจัดการที่ทำให้เกิดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมน้อยที่สุด รวมถึงการแสดงความ รับผิดชอบต่อสังคมส่วนรวม (Hughen, Lulseged and Upton, 2014)

รายงานความยั่งยืนเป็นเอกสารที่เปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานของกิจการด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมทั้งการดำเนินงานที่ส่งผลกระทบต่อทั้งในทางบวกและในทางลบจากกิจกรรมทาง ธุรกิจของกิจการ นอกจากนี้ยังเป็นรายงานที่นำเสนอมูลค่าขององค์กรและรูปแบบการกำกับดูแล กิจการ และแสดงให้เห็นถึงความเชื่อมโยงระหว่างกลยุทธ์ของบริษัทกับการมุ่งไปสู่การเติบโตที่ยั่งยืน ทางเศรษฐกิจในสังคมโลก (Global Reporting Initiative, n.d.) เพื่อให้ผู้ลงทุนใช้เป็นข้อมูล ประกอบการตัดสินใจลงทุน และเป็นช่องทางให้ผู้มีส่วนได้เสียได้ทำความเข้าใจว่าองค์กรมีผลการ ปฏิบัตินอกเหนือไปจากด้านการเงินทั้งในระยะสั้นและในระยะยาวอย่างไร ที่สำคัญคือ รายงานเป็น



เครื่องมือในการประเมินองค์กรเองว่ามีกระบวนการทางธุรกิจเป็นอย่างไร มีประสิทธิภาพหรือไม่และนำไปสู่การพัฒนากระบวนการทางธุรกิจต่อไป (สถาบันพัฒนาธุรกิจอย่างยั่งยืน, 2556)

Corporate Citizenship (2015) ได้ให้นิยามของรายงานความยั่งยืนไว้ว่า “รายงานความยั่งยืนเป็นกระบวนการที่ดำเนินการในการรวบรวมข้อมูลและการสื่อสารในเรื่องวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อของบริษัท ประกอบกับผลการดำเนินงานทางสังคม สิ่งแวดล้อมและเศรษฐกิจให้กับผู้มีส่วนได้เสียของตน”

การจัดทำรายงานความยั่งยืนสามารถนำเสนอได้หลายรูปแบบ เช่น การบรรยายเป็นบทความ การเสนอรูปภาพหรือข้อมูลกราฟิก การนำเสนอบทสัมภาษณ์ผู้มีส่วนได้เสีย เป็นต้น (สถาบันพัฒนาธุรกิจอย่างยั่งยืน, 2556) ทั้งนี้ไม่ได้มีมาตรฐานหรือแนวปฏิบัติใดที่กำหนดจำนวนหน้าขั้นต่ำของรายงานความยั่งยืนไว้เช่นกัน

การรายงานความยั่งยืนอาจเป็นได้ทั้งแบบตามข้อบังคับ (Mandatory Disclosure) ตามกฎข้อบังคับของรัฐบาลหรือหน่วยงานกำกับดูแล หรืออาจเป็นการเปิดเผยตามความสมัครใจ (Voluntary Disclosure) ซึ่งมักเกิดจากความต้องการของผู้มีส่วนได้เสีย (Berthelot, Coulmont and Serret, 2012; Fernandez-Feijoo, Romero and Ruiz, 2014) หรือเป็นข้อมูลที่บริษัทต้องการนำเสนอให้ผู้มีส่วนได้เสียได้รับทราบ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Finch (2005) ที่พบว่าแรงผลักดันให้บริษัทในประเทศออสเตรเลียจัดทำรายงานความยั่งยืน คือ เพื่อเป็นการแสดงให้เห็นให้ผู้มีส่วนได้เสียได้ทราบถึงผลการดำเนินงานทางการเงินที่ดีขึ้น ความสามารถในการแข่งขันที่เพิ่มขึ้น การเพิ่มคุณค่าให้แก่ลูกค้า พนักงาน และผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย และความสำเร็จในการสร้างผลกำไรให้กับองค์กรได้ในระยะยาว โดยในบางบริษัทเชื่อว่าการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนตามความสมัครใจจะทำให้บริษัทมีชื่อเสียงและภาพลักษณ์ที่ดี ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการองค์กร และช่วยลดต้นทุน (Klassen and McLaughlin, 1993; Hart, 1995; Hart and Dowell, 2011; McWilliams and Siegel, 2011) ทำให้เกิดความได้เปรียบในการแข่งขัน และนำไปสู่การประสบความสำเร็จในการดำเนินธุรกิจ คือ การมีผลประกอบการที่ดีขึ้นในด้านการเงิน และยังส่งผลต่อราคาหุ้นของกิจการเช่นเดียวกัน (English and Schooley, 2014)

สำหรับประเทศไทยยังไม่มีกฎหมายหรือข้อบังคับในการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน กล่าวคือการจัดทำรายงานความยั่งยืนในประเทศไทยส่วนใหญ่เป็นแบบการรายงานตามความสมัครใจ ซึ่งมีการวิจัยในประเทศไทยที่ศึกษาการจัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืนของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยพบว่าปัจจัยที่ผลักดันให้องค์กรจัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืนขึ้น คือ ความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบมากที่สุดเป็นอันดับที่หนึ่ง รองลงมา คือ การสร้างภาพลักษณ์ที่ดี ระเบียบและข้อบังคับทางกฎหมาย นโยบายองค์กร ความพร้อมในการจัดทำรายงาน ส่วนกระแสความรับผิดชอบต่อสังคม และการเป็นต้นแบบให้หน่วยงานอื่น (สุภัทสร วะโนภาส, 2556)

องค์กรสามารถเลือกแนวทางการรายงานหรือนำเสนอเนื้อหาในรายงานความยั่งยืนได้จากแนวปฏิบัติหรือมาตรฐานที่มีกำหนดไว้ หรือจะเลือกรูปแบบที่องค์กรกำหนดขึ้นเองก็ได้ (สถาบันพัฒนาธุรกิจอย่างยั่งยืน, 2556) ปัจจุบันมีหลายองค์กรกำหนดแนวทางในการจัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืนซึ่งแนวปฏิบัติและมาตรฐานการรายงานความยั่งยืนมีอยู่มาก อาทิ

2.2.1.1 กรอบการรายงานตาม United Nations Global Compact เป็นหลักการ 10 ประการใน 4 หมวด คือ สิทธิมนุษยชน แรงงาน สิ่งแวดล้อม และการต่อต้านคอร์รัปชัน

2.2.1.2 กรอบการรายงานตาม GRI เป็นแนวปฏิบัติในการรายงานเพื่อความยั่งยืนที่ให้ข้อมูลกลยุทธ์ การดำเนินงาน การกำกับดูแล แนวการบริหารจัดการ และผลการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมทั้งเชิงบวกและเชิงลบขององค์กร

2.2.1.3 กรอบการรายงานตาม EOCB Guideline for Multinational Enterprises เป็นแนวปฏิบัติสำหรับบริษัทข้ามชาติประกอบด้วยหลัก 6 หมวด คือ การเปิดเผย การจ้างงาน สิ่งแวดล้อม การต่อต้านคอร์รัปชัน ส่วนได้เสียของผู้บริโภค และวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี

2.2.1.4 กรอบการรายงานตาม ISO26000 ประกอบด้วย 7 หมวด คือ ธรรมภิบาล สิทธิมนุษยชน แรงงาน สิ่งแวดล้อม การประกอบธุรกิจเป็นธรรม ผู้บริโภค และการมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และ

2.2.1.5 กรอบการรายงานตาม Integrated Reporting เป็นแนวปฏิบัติในการจัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืนที่สะท้อนจาก Reporting Process ผ่านการ Integrated ระหว่างการพัฒนาเพื่อความยั่งยืนกับกลยุทธ์องค์กร เน้นแสดงข้อมูลด้านต่าง ๆ 6 กลุ่ม คือ การเงิน การผลิต ภูมิปัญญา คน สังคม และธรรมชาติ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2556)

2.2.1.6 กรอบแนวทางแสดงผลการดำเนินงานด้านการพัฒนาอย่างยั่งยืนของสมาคมผู้ประกอบการระบบขนส่งสาธารณะระหว่างประเทศ (The International Association of Public Transport - UITP) สะท้อนผลการดำเนินงานที่แสดงให้เห็นถึงการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียซึ่งเป็นผู้มีส่วนสำคัญในการสนับสนุนให้ธุรกิจขององค์กรสามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืน นำไปสู่การปรับปรุง และพัฒนาการดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง ผ่านตัวชี้วัดใน 4 มิติ ได้แก่ เศรษฐกิจและการเงิน (Economic and Finance) สังคมและชุมชน (Society and Community) สิ่งแวดล้อมและพลังงาน (Environment and Energy) และการกำกับดูแล (Governance)

ทั้งนี้ กรอบการรายงานเพื่อความยั่งยืนที่ได้รับการยอมรับและใช้อย่างแพร่หลายในระดับสากล คือ แนวทางในการจัดทำรายงานความยั่งยืนขององค์กรแห่งความริเริ่มว่าด้วยการรายงานสากล (Global Reporting Initiative) หรือ กรอบการรายงานของ GRI (GRI's Guidelines) ที่ครอบคลุมการเปิดเผยใน 3 มิติ คือ 1) มิติทางด้านเศรษฐกิจ (Economic) 2) มิติทางด้านสังคม

(Social) และ 3) มิติทางด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) (Chen, Feldmann and Tang, 2015; English and Schooley, 2014; Gurvitsh and Sidorova, 2012)

## 2.2.2 แนวทางการรายงานของ Global Reporting Initiative (GRI)

Global Reporting Initiative (GRI) ก่อตั้งในปี ค.ศ. 1997 เป็นองค์กรอิสระมีสำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ที่เมืองอัมสเตอร์ดัม ประเทศเนเธอร์แลนด์ มีวัตถุประสงค์ที่จะช่วยให้องค์กรต่าง ๆ มีแนวทางแสดงความโปร่งใสในการดำเนินงาน และใส่ใจสังคมและสิ่งแวดล้อม GRI มีพันธมิตรเป็นองค์กรระดับโลกอย่างองค์การเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD), สำนักงานโครงการสิ่งแวดล้อมแห่งสหประชาชาติ (United Nations Environmental Programme, UNEP) และองค์การมาตรฐานสากล (International Standards Organization, ISO)

ตลอดเวลา GRI ได้ส่งเสริมให้องค์กรต่าง ๆ เปิดเผยข้อมูลและจัดทำรายงานความยั่งยืนตามมาตรฐานเดียวกัน ใจความหลักของการรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ไม่ได้อยู่ที่การจัดทำเพื่อให้ได้เล่มรายงาน แต่เป็นการใช้กระบวนการของการจัดทำรายงานมาสร้างคุณค่าให้แก่องค์กรให้เกิดความยั่งยืน โดยให้ความสำคัญที่ไม่จำกัดเฉพาะการสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุน แต่ยังรวมถึงผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ อาทิ พนักงาน ลูกค้า คู่ค้า ชุมชน สิ่งแวดล้อม และสังคมโดยรวม

โดยกรอบการรายงานของ GRI เกิดขึ้นครั้งแรกปี ค.ศ. 2000 (ฉบับ G1) และต่อมาอีก 2 ปีจึงประกาศกรอบการรายงานของ GRI ฉบับ G2 ที่งานประชุม World Summit on Sustainable Development ในนครโจฮันเนสเบิร์ก ประเทศแอฟริกาใต้ ตามมาด้วยกรอบการรายงานของ GRI ฉบับ G3 และ G3.1 ในปี ค.ศ. 2006 และ ค.ศ. 2011 ตามลำดับ และล่าสุดเมื่อเดือนพฤษภาคม ค.ศ. 2013 GRI ได้ปรับปรุงกรอบการรายงานของ GRI เป็นฉบับ G4 ซึ่งจะเริ่มใช้สำหรับรายงานที่จัดทำหลังวันที่ 31 ธันวาคม 2558 ปัจจุบันมีองค์กรมากกว่า 5,753 แห่งทั่วโลกที่จัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI โดยเฉพาะบริษัทขนาดใหญ่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อาทิ ไมโครซอฟท์ โคคา-โคล่า ไอบีเอ็ม จีอี โนเกีย (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2556) ในประเทศไทยเองมีบริษัทที่ใช้กรอบการรายงานของ GRI ในการจัดทำรายงาน เช่น บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน) บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) เป็นต้น

### 2.2.2.1 กรอบการรายงานของ GRI ฉบับ 1 และ 2

กรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 1 ที่ออกมาในปี ค.ศ. 2000 กำหนดให้รายงานมีการเปิดเผยข้อมูลในส่วนของสารจากกรรมการผู้จัดการใหญ่ ประวัติองค์กร บทสรุปผู้บริหาร วิสัยทัศน์องค์กร โครงการกำกับดูแลและระบบการจัดการ ส่วนตัวชีวิตการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม

ต่อมาในปี ค.ศ. 2002 กรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 2 เป็นกรอบการรายงานที่พัฒนาขึ้นจากกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 1 โดยมีการเพิ่มส่วนของธรรมาภิบาล ดัชนีเนื้อหา และตัดทอนบทสรุปผู้บริหารออกไป นอกจากนี้มีการจัดระดับการเปิดเผยเป็นแบบ ‘in accordance’ โดยรายงานความยั่งยืนจะจัดเป็น ‘in accordance’ ได้ต่อเมื่อการเปิดเผยข้อมูลในส่วนของประวัติองค์กร วิสัยทัศน์องค์กร โครงการการกำกับดูแลและระบบการจัดการ ตัวชี้วัดการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม รวมทั้งดัชนีเนื้อหา

หากบริษัทมีการเปิดเผยดัชนีเนื้อหา และตัวชี้วัดการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม แต่ไม่ได้ประเมินตัวเองว่าเป็นการจัดทำรายงานตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 2 หรือระดับ ‘in accordance’ รายงานฉบับดังกล่าวจะจัดเป็นระดับ ‘content index only’ (Kaspereit and Lopatta, 2016)

ในส่วนของตัวชี้วัดการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม รวมทั้งดัชนีเนื้อหา แบ่งเป็นตัวชี้วัดหลัก (Core Indicators) และตัวชี้วัดเพิ่มเติม (Additional Indicators) โดยกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 2 ประกอบด้วยตัวชี้วัดหลัก (Core Indicators) ด้านเศรษฐกิจ 10 ตัวชี้วัด ด้านสังคม 24 ตัวชี้วัด และด้านสิ่งแวดล้อม 16 ตัวชี้วัด รวมทั้งหมด 50 ตัวชี้วัด อีกทั้งตัวชี้วัดเพิ่มเติม (Additional Indicators) ด้านเศรษฐกิจ 2 ตัวชี้วัด ด้านสังคม 25 ตัวชี้วัด และด้านสิ่งแวดล้อม 19 ตัวชี้วัด รวมทั้งหมด 46 ตัวชี้วัด โดยรายงานที่จะถือเป็น ‘in accordance’ ได้จะต้องเปิดเผยตัวชี้วัดหลักทั้งหมด และระบุสาเหตุของการไม่เปิดเผย

#### 2.2.2.2 กรอบการรายงานของ GRI ฉบับ 3 และ 3.1

กรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 2 ถูกแทนที่ด้วยกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 ในปี ค.ศ. 2006 และฉบับที่ 3.1 ในปี ค.ศ. 2011 องค์ประกอบหลักของกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 เป็นต้นไป แบ่งการรายงานออกเป็นวิธีการรายงาน (How to Report) ซึ่งประกอบด้วย หลักการที่ใช้ในการจัดทำข้อมูลในเชิงเนื้อหา คุณภาพ และขอบเขต กับสิ่งที่ต้องรายงาน (What to Report) ซึ่งประกอบด้วย 1) การเปิดเผยข้อมูลที่เป็นมาตรฐานทั่วไป เช่น กลยุทธ์ และการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงองค์กร รายละเอียดเกี่ยวกับองค์กร รวมถึงการกำกับดูแล พันธกิจและข้อผูกพันขององค์กร และ 2) ส่วนเพิ่มเติมเฉพาะด้าน เช่น แนวทางบริหารจัดการและตัวชี้วัดการดำเนินงานในด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม

นอกจากนี้ กรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 รวมถึงฉบับที่ 3.1 มีการเปลี่ยนแปลงในการประเมินระดับของการเปิดเผยข้อมูล องค์กรจะต้องเป็นผู้ประเมินตนเองว่าอยู่ในระดับใด โดยแบ่งระดับการเปิดเผยออกเป็น 3 ระดับ คือ A B และ C ขึ้นอยู่กับความครบถ้วนของการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ว่าครอบคลุมมากน้อยเพียงใด และกรณีที่รายงานได้รับการตรวจสอบจากองค์กรภายนอก (External Assurance) ระดับของการเปิดเผยข้อมูล

สามารถเพิ่มเครื่องหมายบวก “+” ต่อหลังจากเกรดที่ได้ประเมินไว้ เช่น A+ B+ และ C+ ปรากฏดังเช่นภาพ 2.1

ภาพที่ 2.1

ระดับการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI

Report Application Level		C	C+	B	B+	A	A+
Standard Disclosures	Profile Disclosures	Report on: 1.1 2.1 - 2.10 3.1 - 3.8, 3.10 - 3.12 4.1 - 4.4, 4.14 - 4.15		Report on all criteria listed for Level C plus: 1.2 3.9, 3.13 4.5 - 4.13, 4.16 - 4.17		Same as requirement for Level B	
	Disclosures on Management Approach	Not Required	Report Externally Assured	Management Approach Disclosures for each Indicator Category	Report Externally Assured	Management Approach disclosed for each Indicator Category	Report Externally Assured
	Performance Indicators & Sector Supplement Performance Indicators	Report fully on a minimum of any 10 Performance Indicators, including at least one from each of: social, economic, and environment.**		Report fully on a minimum of any 20 Performance Indicators, at least one from each of: economic, environment, human rights, labor, society, product responsibility.***		Report fully on a minimum of any 20 Performance Indicators, at least one from each of: economic, environment, human rights, labor, society, product responsibility.***	Respond on each core and Sector Supplement* indicator with due regard to the materiality Principle by either: a) reporting on the indicator or b) explaining the reason for its omission.

\* Sector supplement in final version  
\*\* Performance Indicators may be selected from any finalized Sector Supplement, but 7 of the 10 must be from the original GRI Guidelines  
\*\*\* Performance Indicators may be selected from any finalized Sector Supplement, but 14 of the 20 must be from the original GRI Guidelines

จาก Sustainability Reporting Guidelines Version 3.1 (น.AL2), โดย Global Reporting Initiative, 2011 สืบค้นจาก <https://www.globalreporting.org/resource/library/Sustainability-and-Reporting-Trends-in-2025-1.pdf>

การเปิดเผยในระดับ C เป็นการเปิดเผยในระดับพื้นฐานเกี่ยวกับกลยุทธ์ของบริษัทเกี่ยวกับการพัฒนาอย่างยั่งยืน ได้ไม่ได้อย่างเต็มที่ในการเปิดเผยในส่วนของการบริหารจัดการ และเปิดเผยตัวชี้วัดการดำเนินงานเพียง 10 ตัวชี้วัดเท่านั้น ขณะที่ระดับ B จะต้องเปิดเผยทั้งกลยุทธ์ของบริษัทบริหารจัดการ และตัวชี้วัดการดำเนินงาน 20 ตัวชี้วัด สุดท้ายระดับ A บริษัทจะต้องเปิดเผยตัวชี้วัดการดำเนินงานทั้งตัวชี้วัดหลักและตัวชี้วัดเพิ่มเติม (Kaspereit and Lopatta, 2016)

ทั้งนี้ตัวชี้วัดในกลุ่มตัวชี้วัดหลักเป็นตัวชี้วัดที่จำเป็นต้องรายงาน หากไม่รายงานให้ระบุเหตุผลว่าเหตุใดจึงไม่รายงาน เนื่องจากตัวชี้วัดหลักเป็นข้อมูลที่จำเป็นต่อการประเมินระดับของการเปิดเผยข้อมูล ส่วนตัวชี้วัดในกลุ่มตัวชี้วัดเพิ่มเติมอาจไม่จำเป็นต้องรายงาน

กรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 ประกอบด้วยตัวชี้วัดหลักด้านเศรษฐกิจ 7 ตัวชี้วัด ด้านสังคม 25 ตัวชี้วัด และด้านสิ่งแวดล้อม 17 ตัวชี้วัด รวมทั้งหมด 49 ตัวชี้วัด อีกทั้งตัวชี้วัดเพิ่มเติมด้านเศรษฐกิจ 2 ตัวชี้วัด ด้านสังคม 15 ตัวชี้วัด และด้านสิ่งแวดล้อม 13 ตัวชี้วัด รวมทั้งหมด 30 ตัวชี้วัด

โดยนับแต่ประกาศใช้ กรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 ถือเป็นแนวทางที่ได้รับการยอมรับโดยทั่วไป เนื่องจากจัดทำโดยอ้างอิงบรรทัดฐานและมาตรฐานเหล่านี้ (Global Reporting Initiative, 2011)

- 1) Article 15 of the Rio Principles
- 2) United Nations Universal Declaration of Human Rights and its Protocols
- 3) United Nations Convention: International Covenant on Civil and Political Rights
- 4) United Nations Convention: International Covenant on Economic, Social and Cultural Rights
- 5) International Labour Organization (ILO) Declaration on Fundamental Principles and Rights at Work of 1998
- 6) Vienna Declaration and Programme Approach
- 7) ILO Tripartite Declaration Concerning Multinational Enterprises and Social Policy
- 8) Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) Guidelines for Multinational Enterprises และ
- 9) Global Compact Principles

โดยงานวิจัยของ Legendre and Coderre (2013) พบว่าบริษัทสามารถสร้างความนิยมและความน่าเชื่อถือได้ผ่านการรายงานความยั่งยืนที่จัดทำตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3

ขณะที่การเปลี่ยนแปลงจากกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 ไปเป็นฉบับที่ 3.1 มีการแก้ไขเนื้อหาเพียงส่วนของแม่บทการรายงาน ปรับเปลี่ยนข้อมูลที่ต้องการให้เปิดเผยของแนวทางบริหารจัดการและตัวชี้วัด เพิ่มนิยามแนวทางบริหารจัดการ และเพิ่มตัวชี้วัดใหม่ที่ต้องการให้เปิดเผยอีก 6 ตัวชี้วัด ทำให้กรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3.1 ประกอบด้วยตัวชี้วัดหลักด้านเศรษฐกิจ 7 ตัวชี้วัด ด้านสังคม 31 ตัวชี้วัด และด้านสิ่งแวดล้อม 17 ตัวชี้วัด รวมทั้งหมด 55 ตัวชี้วัด

อีกทั้งตัวชี้วัดเพิ่มเติมด้านเศรษฐกิจ 2 ตัวชี้วัด ด้านสังคม 14 ตัวชี้วัด และด้านสิ่งแวดล้อม 13 ตัวชี้วัด รวมทั้งหมด 29 ตัวชี้วัด

#### 2.2.2.3 กรอบการรายงานของ GRI ฉบับ 4

เช่นเดียวกับกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3.1 โครงสร้างการรายงานตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับ 4 แบ่งเป็น 2 ส่วนหลัก ๆ ได้แก่ 1) การเปิดเผยมาตรฐานทั่วไป ซึ่งประกอบด้วย กลยุทธ์และการวิเคราะห์ รายละเอียดเกี่ยวกับองค์กร ประเด็นสำคัญและขอบเขตที่จะรายงาน การเชื่อมโยงผู้มีส่วนได้เสีย โครงสร้างของรายงาน การกำกับดูแลกิจการ และจริยธรรมและความซื่อสัตย์ และ 2) การเปิดเผยมาตรฐานเฉพาะ ได้แก่ การเปิดเผยวิธีการบริหารจัดการ และการเปิดเผยตัวชี้วัดในด้านต่างๆ คือ ด้านสังคม 4 ตัวชี้วัด ด้านสิ่งแวดล้อม 12 ตัวชี้วัด ด้านสังคมซึ่งแบ่งเป็นหมวดย่อยอีก 4 หมวด คือ การปฏิบัติต่อแรงงาน 8 ตัวชี้วัด สิทธิมนุษยชน 10 ตัวชี้วัด สังคม 7 ตัวชี้วัด และความรับผิดชอบต่อผลิตภัณฑ์ 5 ตัวชี้วัด

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไปจากกรอบการรายงานของ GRI ฉบับ 3.1 คือ การปรับปรุงการเปิดเผยข้อมูลในหัวข้อการกำกับดูแล จริยธรรมและความซื่อสัตย์ รวมไปถึงรูปแบบของการเปิดเผยแนวทางการบริหารจัดการ นอกจากนี้สิ่งที่เปลี่ยนไปอย่างมาก คือ การประเมินระดับของการเปิดเผยที่แต่เดิมกำหนดเป็น A B และ C ซึ่งอาจทำให้เกิดข้อสงสัยได้ว่าเป็นการแบ่งเกรดคุณภาพของรายงานหรือผลการดำเนินงานเกี่ยวกับความยั่งยืน ดังนั้น GRI ได้เปลี่ยนแปลงจากปริมาณหรือระดับการเปิดเผยมาเป็นการให้ระบุว่ารายงานความยั่งยืนเป็นไปตามหลักเกณฑ์กรอบการรายงานของ GRI ในแบบหลัก (Core) หรือแบบรวม (Comprehensive)

ความแตกต่างระหว่างการเปิดเผยแบบหลักหรือแบบรวม คือ สำหรับการเปิดเผยข้อมูลทั่วไป แบบรวมจะเพิ่มรายละเอียดของกลยุทธ์และการวิเคราะห์ การกำกับดูแล จริยธรรมและความซื่อสัตย์มากกว่าการเปิดเผยแบบหลัก ขณะที่การเปิดเผยข้อมูลตามตัวชี้วัดในแบบหลักให้เปิดเผยอย่างน้อย 1 ตัวชี้วัดในแต่ละประเด็นที่ถูกระบุว่ามีสาระสำคัญ ส่วนในแบบรวมต้องรายงานครบทุกตัวชี้วัดที่เกี่ยวข้องในแต่ละประเด็นซึ่งถูกระบุว่ามีสาระสำคัญดังกล่าว

ส่วนการให้ความเชื่อมั่นจากหน่วยงานภายนอกเพื่อเพิ่มเครื่องหมายบวกหลังเกณฑ์ระดับการเปิดเผย A B และ C นั้นได้ถูกยกเลิกไปในฉบับนี้ โดยเปลี่ยนเป็นการเพิ่มสดมภ์ (Column) ในตารางดัชนีข้อมูล (Content Index) แทนเพื่อให้ระบุว่าข้อมูลที่เปิดเผยส่วนใดบ้างที่ได้รับการรับประกันจากภายนอก

ทั้งนี้ GRI กำหนดให้กรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3.1 สามารถใช้ได้จนถึงรอบระยะเวลาการรายงานปี 2558 หลังจากนั้น GRI จะยกเลิกและให้หน่วยงานที่ใช้กรอบการรายงานของ GRI ต้องใช้ฉบับที่ 4 ต่อไป

## 2.3 การส่งเสริมการจัดทำรายงานความยั่งยืนในระดับสากล

ในระดับสากลองค์กรทั่วโลกตื่นตัวและพยายามผลักดันให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลกิจกรรมเพื่อสังคมมากยิ่งขึ้น โดยมีการพัฒนากรอบการรายงาน (Guidance) และตัวชี้วัด (Metrics) เพื่อให้การรายงานเพื่อความยั่งยืนของบริษัทเป็นประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสียให้มากที่สุด (Global Reporting Initiative, 2015) ยกตัวอย่างในระดับสากล ได้แก่ International Integrated Reporting Council (IIRC) ที่พัฒนากรอบการรายงาน Integrated Reporting และ Carbon Disclosure Project (CDP) ที่ผลักดันให้องค์กรธุรกิจเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความเสี่ยงด้านสภาพแวดล้อม ทั้งการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ, การขาดแคลนน้ำ, น้ำท่วมและการตัดไม้ทำลายป่า เป็นต้น ในระดับภูมิภาค ได้แก่ สหภาพยุโรปที่พัฒนา European Directive 2014/95/EU เพื่อเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ใช่การเงิน, The Indian Ministry of Heavy Industries and Public Enterprises ที่ประกาศใช้กรอบการรายงานความรับผิดชอบต่อสังคมของธุรกิจและความยั่งยืนของหน่วยงานรัฐวิสาหกิจในปี ค.ศ. 2013, The state-owned Assets Supervision and Administration Commission (SASAC) ที่ออก The China CSR Guidelines ในปี ค.ศ. 2008 และ Sustainability Accounting Standards Board ของประเทศสหรัฐอเมริกาที่พัฒนา Sustainability Accounting Standards เพื่อการรายงานข้อมูลเกี่ยวกับสังคม และสิ่งแวดล้อม และสุดท้ายในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก อาทิ BM&F BOVESPA Stock Exchange ประเทศบราซิลที่ประกาศใช้ The BM&F Boverpa' Report ในปี ค.ศ. 2012 , Singapore Stock Exchange ประเทศสิงคโปร์ที่ออก Guide to Sustainability Reporting for Listed Companies และ Johannesburg Stock Exchange ประเทศแอฟริกาใต้ที่ประกาศใช้ The King Code on Corporate Governance ในปี ค.ศ. 2010 โดยกำหนดให้การเปิดเผยประกอบด้วยสามองค์ประกอบที่สำคัญ คือ ความเป็นผู้นำ การพัฒนาอย่างยั่งยืน และการกำกับดูแลกิจการที่ดี

นอกจากนี้ในทุก ๆ ปีตลาดหลักทรัพย์ S&P Dow Jones ของประเทศสหรัฐอเมริกา และ RobecoSAM บริษัทที่ปรึกษาการลงทุนจะประกาศรายชื่อบริษัทขนาดใหญ่จากทั่วโลกที่มีความพร้อมเพื่อเข้าสู่กระบวนการประเมินด้านความยั่งยืน (Corporate Sustainability Assessment : CSA) เพื่อคัดเลือกบริษัทเข้าสู่การเป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ หรือ Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI) ซึ่งกลุ่มบริษัทเหล่านี้จะถูกรวบรวมเรียกว่า Eligible DJSI Universe (สถาบันธุรกิจเพื่อสังคม, 2556) ทั้งนี้ DJSI ได้คัดเลือกบริษัทกว่า 3,000 บริษัทในตลาดทุนทั่วโลกและในกลุ่มตลาดเกิดใหม่โดยพิจารณาจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและการประเมินผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนเพื่อคัดเลือกให้เหลือเพียงบริษัทที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนซึ่งการได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนี DJSI จะช่วยเพิ่มความน่าสนใจลงทุนในสายตาของผู้ลงทุน



พร้อมสร้างความเชื่อมั่นว่าบริษัทมีการดำเนินธุรกิจโดยคำนึงสังคมและสิ่งแวดล้อม ควบคู่ไปกับการสร้างผลการดำเนินงานที่ดี อันจะส่งผลให้ธุรกิจสามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืน และนำไปสู่การสร้างผลตอบแทนที่ดีแก่ผู้ลงทุนในระยะยาว โดยในปี ค.ศ. 2014 มีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับคัดเลือกให้อยู่ใน DJSI ทั้งหมด 10 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557)

## 2.4 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ที่ผ่านมาทฤษฎีหลายทฤษฎีถูกใช้ในการอธิบายการศึกษาเกี่ยวกับรายงานความยั่งยืนในบริบทของการเป็นรายงานตามความสมัครใจ ผู้วิจัยเลือกใช้ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ในการอ้างอิงถึงการจัดทำรายงานความยั่งยืนตามความสมัครใจ เนื่องจากมีงานวิจัยในประเทศไทยที่ผ่านมามีพบว่าแรงผลักดันที่สำคัญที่ทำให้องค์กรจัดทำรายงานความยั่งยืน คือ ความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย (สุภัสสร วะโนภาส, 2556) เช่นเดียวกับการศึกษานักลงทุนในประเทศไทยของอานวยพร เจริญทองเลิศ (2552) ที่พบว่านักลงทุนในประเทศไทยให้ความสนใจต่อการรายงานความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรธุรกิจมากขึ้นอันมาจากกระแสการรับรู้ถึงความสำคัญของความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรธุรกิจ สอดคล้องกับการวิจัยในต่างประเทศที่ส่วนใหญ่พบว่าผู้มีส่วนได้เสียหลายฝ่าย อาทิ ผู้ถือหุ้น นักลงทุน หน่วยงานกำกับดูแล พนักงาน ลูกค้า และสังคมต่างมีอิทธิพลให้ธุรกิจแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมมากขึ้น (Berthelot, Coulmont and Serret, 2012; Fernandez-Feijoo, Romero and Ruiz, 2014) ทำให้ธุรกิจเริ่มตระหนักถึงการพัฒนาเพื่อความยั่งยืน และการเปิดเผยข้อมูลที่นอกเหนือไปจากข้อมูลในงบการเงิน (Ighian, 2015)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเป็นทฤษฎีของการบริหารจัดการกลยุทธ์องค์กรและจริยธรรมทางธุรกิจ (Donaldson and Preston, 1995; Freeman, 1984; Freeman and Philips, 2002; Hill and Jones, 1992) ที่คำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดขององค์กร ไม่ว่าจะเป็นไม่ว่าจะเป็นลูกค้า พนักงาน ผู้ถือหุ้น คู่ค้า คู่แข่ง ภาครัฐ และชุมชน ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเป็นรากฐานของการพัฒนาแนวคิดความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท (ธีรพล ทองชะโชค, 2556) เป็นการคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียนอกเหนือไปจากผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการ โดย Freeman and Philips (2002) กล่าวว่าธุรกิจจะประสบผลสำเร็จได้ต้องสามารถบริหารจัดการความสัมพันธ์และสร้างความพึงพอใจให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียซึ่งเป็นผู้มีอิทธิพลต่อผลลัพธ์ของบริษัทได้

## 2.5 แนวคิดสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน

ตลาดทุน (Capital Market) เป็นแหล่งเงินทุนที่กิจการสามารถเข้าไประดมเงินจากนักลงทุนในตลาดเพื่อนำไปใช้ในกิจการนอกเหนือไปจากการก่อหนี้ (สุพร พรชัย และ วรณรพี บานชื่นวิจิตร, 2556) ซึ่งวิธีการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้แก่ การออกตราสารเพื่อการลงทุนประเภทต่าง ๆ และเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนทั่วไป

Fama (1970) ได้ให้แนวคิดเกี่ยวกับตลาดทุนว่า ตลาดทุนจะเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) ถ้าราคาของหลักทรัพย์สามารถปรับเปลี่ยนตามผลสะท้อนของข้อมูลที่มีอยู่อย่างเต็มที่ นั่นคือ การรับรู้ข้อมูลจะไม่ทำให้บุคคลใดบุคคลหนึ่งสามารถทำกำไรเกินปกติ (Abnormal Return) ได้จากตลาดหรือไม่มีบุคคลใดบุคคลหนึ่งมีอำนาจในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ทั้งนี้เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนถึงข้อมูลที่เกิดขึ้นในตลาดอยู่แล้ว ตลาดที่มีประสิทธิภาพแบ่งออกได้เป็น 3 ระดับ ดังนี้

2.5.1 ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak Form Efficient Market) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ (Market Information) ทั้งหมดในอดีต อาทิ ราคาหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขาย อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ และข้อมูลอื่น ๆ ดังนั้นถ้าเชื่อว่าราคาตลาดในปัจจุบันได้สะท้อนถึงผลตอบแทนในอดีตทั้งหมดของหลักทรัพย์ สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำย่อมทำให้เราทราบว่าอัตราผลตอบแทนในอดีตรวมทั้งข้อมูลในอดีตไม่ควรมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอนาคต ซึ่งผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนน้อยมากถ้าตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์โดยอาศัยข้อมูลในอดีต และไม่สามารถที่จะก่อให้เกิดกำไรเกินปกติได้

2.5.2 ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (Semi-strong Form Efficient Market) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์เป็นตัวสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ต่อสาธารณชนทั่วไป โดยผู้ลงทุนจะประเมินมูลค่าของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวทันทีต่อข้อมูลสาธารณะ (Public Information) ในระหว่างที่มีข้อมูลข่าวสารใหม่ในตลาดนักวิเคราะห์การลงทุนจะมีการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์นั้นอยู่ตลอดเวลาเพื่อหาราคาพื้นฐานของหลักทรัพย์แต่ละตัว สมมติฐานของตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลางนี้จะครอบคลุมสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับต่ำด้วย เนื่องจากข้อมูลตลาดทั้งหมดที่กล่าวไว้ในตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับที่ต่ำ เช่น ราคาหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขาย อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่างก็ถือว่าเป็นข้อมูลสาธารณะด้วยเช่นกัน ดังนั้นข้อมูลสาธารณะจะประกอบด้วยข้อมูล 2 ประเภท คือ ข้อมูลตลาด (Market Information) ได้แก่ ราคาหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขาย อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ และข้อมูลอื่น ๆ ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด และข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลตลาด

(Nonmarket Information) เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับการประกาศตัวเลขผลการดำเนินงานของธุรกิจและข้อมูลเกี่ยวกับการประกาศจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ ข้อมูลการแตกหุ้น ข่าวเกี่ยวกับเศรษฐกิจและการเมือง เป็นต้น ดังนั้นภายใต้สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลางนี้ผู้ลงทุนที่ตัดสินใจลงทุนโดยอาศัยข้อมูลข่าวสารใหม่ใด ๆ ก็ตามหลังจากที่ข้อมูลนั้นได้ประกาศให้สาธารณชนรับรู้แล้ว ก็ไม่ควรที่จะได้รับผลตอบแทนเกินกว่าปกติ ผู้ลงทุนที่สามารถหากำไรเกินปกติได้ แสดงว่าตลาดยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง

2.5.3 ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong Efficient Market) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันสะท้อนข้อมูลทั้งหมดทั้งที่เป็นข้อมูลสาธารณะและข้อมูลภายใน (Inside Information) สมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับสูงนี้ นอกจากจะครอบคลุมทั้งสมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำและประสิทธิภาพในระดับปานกลางแล้ว ยังอธิบายลักษณะของตลาดที่มีประสิทธิภาพสูงว่าผู้ลงทุนจะได้รับข้อมูลข่าวสารทั้งหมดโดยปราศจากต้นทุน ไม่มีใครมีอำนาจผูกขาดในการใช้ข้อมูลภายในเพื่อสร้างกำไรที่ปกติได้ เนื่องจากถึงแม้ว่าจะมีข้อมูลภายในก็ไม่สามารถนำมาใช้สร้างราคาได้เพราะทุกคนรู้ข้อมูลภายในอย่างรวดเร็วเหมือนกัน

จากสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุนที่มีการตอบสนองต่อข้อมูลที่เข้ามาในตลาด โดยเฉพาะตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลางซึ่งให้ความสำคัญกับข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะ และราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปเป็นผลตอบสนองมาจากข้อมูลเหล่านี้ นักลงทุนจำนวนมากจึงให้ความสำคัญกับการศึกษาหาข้อมูลที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ เพื่อนำมาใช้ในการประเมินราคาหลักทรัพย์ให้ใกล้เคียงกับมูลค่าของกิจการให้มากที่สุด

## 2.6 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

มีงานวิจัยในอดีตในต่างประเทศที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของการเปิดเผยรายงานตามความสมัครใจผ่านมุมมองหลายมุมมอง อาทิ ผลการดำเนินงานของกิจการ (Firm Performance) และการวัดผลงานของกิจการในมุมมองผ่านข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ อาทิ การวัดมูลค่ากิจการ (Firm Value) ผ่านราคาหลักทรัพย์ (Share Price) หรือการวัดอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Stock Return) ในส่วนนี้ผู้วิจัยได้ทำการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับการจัดทำรายงานตามความสมัครใจกับตัวแปรหลัก ๆ ดังนี้

### 2.6.1 ความสัมพันธ์ระหว่างรายงานตามความสมัครใจกับผลการดำเนินงานของกิจการ

มีงานวิจัยในอดีตพยายามหาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดทำรายงานตามความสมัครใจ ในหลากหลายรูปแบบกับผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ รายงานตามความสมัครใจในที่นี้มี ทั้งรายงานเพื่อสิ่งแวดล้อม รายงานความรับผิดชอบต่อสังคม หรือรายงานความยั่งยืน ใน ขณะเดียวกันการวัดผลการดำเนินงานก็มีหลากหลายรูปแบบเช่นเดียวกันทั้งการวัดค่าทางบัญชี (Accounting-based Measurement) หรือการวัดค่าทางการตลาด (Market Based Measurement) อีกทั้งยังแตกต่างกันแง่ของช่วงเวลาและอุตสาหกรรมที่ทำการศึกษา ผลการศึกษาที่ได้มีความแตกต่างกันดังนี้

นักวิจัยบางส่วนพบว่า การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมมีความสัมพันธ์เชิง บวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ เช่น งานวิจัยของ Berman, Wicks, Kotha and Jones (1999) ที่ศึกษาบริษัทขนาดใหญ่ในประเทศสหรัฐอเมริกาที่อยู่ใน Fortune 500 List จำนวน 100 บริษัท ซึ่งเป็นข้อมูลในช่วงปี ค.ศ. 1991-1996 โดยใช้ตัวแปรเกี่ยวกับการเปิดเผยในรายงานเกี่ยวกับผู้มีส่วนได้ เสียเป็นเครื่องมือวัดความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ผลการวิจัยพบว่าลูกค้า และพนักงานซึ่งเป็นหนึ่งในกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของ บริษัทในเชิงบวก สาเหตุคือบริษัทที่มีความสามารถในการบริหารความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียผ่านการดำเนินการเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมจะมีภาพลักษณ์ที่ดีซึ่งก่อให้เกิดผลดี ต่อการดำเนินงานของบริษัท ในขณะที่ชุมชน และสิ่งแวดล้อมไม่มีผลต่อการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Tang, Hull and Rothenberg (2012) ที่ศึกษาการเปิดเผยด้านสังคม สิ่งแวดล้อม และธรรมาภิบาลของบริษัทจำนวน 130 บริษัท โดยเก็บข้อมูลจาก Morgan Stanley Capital International (MSCI) ในช่วงปี ค.ศ. 1995-2007 พบว่าบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม จะมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ที่ดีขึ้นเนื่องจากการดำเนินการด้านความรับผิดชอบต่อ สังคมมีส่วนช่วยสร้างสินทรัพย์ทั้งที่มีตัวตนและไม่มีตัวตนให้กับบริษัทซึ่งมีผลดีต่อการกำไรของบริษัท เช่นเดียวกัน

เช่นเดียวกับการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลการ ดำเนินงานของกิจการของ Lu, Wang and Lee (2013) ที่ศึกษาบริษัทในอุตสาหกรรมสารกึ่งตัวนำ (Semiconductor Industry) ในประเทศสหรัฐอเมริกาช่วงปี ค.ศ. 2004-2008 ทั้งหมด 89 บริษัท โดยใช้ข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมจาก ฐานข้อมูล KLD ของ Standard & Poor's (S & P) บริษัท จัดอันดับความเสี่ยงในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยวัดการเปิดเผยความรับผิดชอบต่อสังคมใน 7 ด้าน ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม ด้านชุมชน ด้านความเท่าเทียมกัน ด้านแรงงาน ด้านสิทธิมนุษยชน ด้าน ผู้บริโภค และด้านธรรมาภิบาล และใช้ DEA model สำหรับคำนวณผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมแตกต่างจากบริษัทที่ไม่ได้มีการ

ดำเนินการเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคม และความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท ผู้วิจัยได้ขยายความว่าในระยะสั้นผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดำเนินการเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมจะมีผลประกอบการที่แย่กว่าเนื่องจากบริษัทเหล่านี้ต้องแบกรับต้นทุนเริ่มแรกในการติดตั้งและดำเนินการระบบต่าง ๆ แต่ในระยะยาวเมื่อความรับผิดชอบต่อสังคมได้ถูกยอมรับวงกว้าง ซึ่งจะนำประโยชน์ในเชิงการแข่งขันกลับมาที่บริษัท และช่วยเพิ่มผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากการดำเนินการเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมจะช่วยให้บริษัทมีภาพลักษณ์ที่ดีในสายตาของลูกค้า ผู้ลงทุน ธนาคร และคู่ค้า อีกทั้งการดูแลแรงงานที่เป็นส่วนหนึ่งของความรับผิดชอบต่อสังคมยังประโยชน์ให้แก่บริษัทในเรื่องการลดอัตราการลาออกของพนักงานอันเนื่องมาจากบริษัทมีระบบการจ้างงานที่ดี มีสิทธิประโยชน์ที่ดีในการดูแลพนักงาน ส่งผลให้ต้นทุนเกี่ยวกับการจัดหาพนักงาน และต้นทุนการฝึกอบรมลดลง เป็นต้น

นอกจากนี้ Chen, Tang and Feldmann (2015) ได้ทำการวิจัยความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารจัดการสิ่งแวดล้อมกับผลการดำเนินงานของบริษัท คือ อัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุน (Return on capital employed, ROCE) และ การเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) สำหรับบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตในประเทศสวีเดน จีน และอินเดียที่จัดทำรายงาน GRI ปี ค.ศ. 2010 จำนวน 37 บริษัท โดยใช้การวิเคราะห์เนื้อหาสาระผ่านรายงานที่จัดทำตามกรอบการรายงานของ GRI พบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเติบโตของยอดขาย ในขณะที่อีกงานวิจัยหนึ่งของ Chen, Feldmann and Tang (2015) ที่ศึกษาบริษัทที่จัดทำรายงานตามกรอบการรายงานของ GRI ในปี ค.ศ. 2012 ในกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตจากทุกบริษัทที่เปิดเผยอยู่ในฐานข้อมูลรายงานความยั่งยืนของ GRI จำนวน 75 บริษัท โดยศึกษาตัวแปรด้านสังคมซึ่งเป็นหนึ่งใน 3 มิติของความยั่งยืน และใช้การเติบโตของยอดขาย (Sales Growth), อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อยอดขาย (Cash Flow/Sales Ratio) เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน ผลการศึกษาพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม อาทิ สิทธิมนุษยชน, ชุมชน และความรับผิดชอบต่อผลิตภัณฑ์ความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในเชิงบวก อธิบายได้คือความรับผิดชอบต่อผลิตภัณฑ์มีผลต่อมูลค่าของตราสารค่า (Brand Value) และช่วยสร้างความสามารถในการแข่งขันกับคู่แข่งในตลาดซึ่งส่งผลต่อความผลการดำเนินงานของกิจการ

มีงานวิจัยที่ใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) วัดผลการดำเนินงานเช่นเดียวกัน สำหรับศึกษาความสัมพันธ์กับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน เช่น งานวิจัยของ Waworuntu, Wantah and Rusmanto (2014) ที่ศึกษาบริษัทซึ่งจัดทำรายงานความยั่งยืนที่อยู่ใน FTSE/ASEAN 40 Index จำนวน 34 บริษัทที่อยู่ใน 4 ประเทศ คือ ประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และไทย ในระหว่างปี ค.ศ. 2009-2011 ผลการศึกษาพบว่าในภาพรวมการรายงานความยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกในระดับปานกลางกับผลการดำเนินงานของ

กิจการ แต่หากมองแยกเป็นรายประเทศ มาเลเซีย และไทยจัดว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวอยู่ในระดับที่ค่อนข้างน้อย

อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยในอดีตหลายงานที่ได้ผลการศึกษาขัดแย้งกับงานวิจัยที่กล่าวไปแล้วข้างต้น เช่น งานวิจัยของ Smith, Yahya and Amiruddin (2007) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศมาเลเซียจำนวน 40 บริษัทที่จัดทำรายงานสิ่งแวดล้อม (Corporate Environmental Report) ในปี ค.ศ. 2002 โดยใช้การวิเคราะห์เนื้อหาสาระเพื่อให้คะแนนการเปิดเผย (Disclosure Score) และใช้ตัวชี้วัดทางบัญชีเป็นตัวชี้วัดด้านผลการดำเนินงาน อาทิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนสภาพคล่อง (Current Ratio) อัตราส่วนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt/Equity Ratio) และ อัตราส่วนเงินกู้ยืมต่อหุ้น (Gearing Ratio) ซึ่งผลการวิจัยพบว่าการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อมไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ยกเว้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ

นอกจากงานวิจัยของ Smith, Yahya and Amiruddin (2007) จะไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยรายงานกับผลการดำเนินงานแล้ว ยังมีอีกหลายงานวิจัยได้ผลในทางเดียวกัน อาทิ ผลการวิจัยในทวีปยุโรปของ Dragomir (2010) ที่ศึกษาบริษัทใน FTSEurofirst 300 Index จำนวน 67 บริษัทที่จัดทำรายงานความยั่งยืนปี ค.ศ. 2008 โดยมีตัวชี้วัดผลการดำเนินงานหลายตัว ได้แก่ Tobin's Q อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Share Return) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนหนี้สิน (Leverage Ratio) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) งานวิจัยพบว่าไม่มีผลการดำเนินงานแม้แต่ตัวชี้วัดเดียวที่มีความสัมพันธ์กับรายงานความยั่งยืน โดยคณะผู้วิจัยได้ตั้งข้อสังเกตไว้ว่าอาจเกิดความสัมพันธ์ในระดับที่ต่ำมากจนไม่สามารถวัดได้หรืองานวิจัยศึกษาเพียงแคปีเดียวซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจใช้เวลานานเป็นปีหรือทศวรรษในการส่งผลซึ่งกันและกัน เช่นเดียวกับผลการวิจัยของประเทศตุรกีของ ÖZÇELİK, AVCI ÖZTÜRK and GÜRSAKAL (2014) ที่พบว่ารายงานความรับผิดชอบต่อสังคมไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยศึกษาบริษัทในระดับ Top100 ของตลาดหลักทรัพย์ประเทศตุรกีจำนวน 81 บริษัทที่จัดทำรายงานความรับผิดชอบต่อสังคมในช่วงปี ค.ศ. 2010-2012 อาศัยตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน เช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนต่อยอดขาย (ROS) ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยในประเทศไทยของ Saowarot Kungkajit and Muttanachai Suttipun (2014) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง และธุรกิจการเกษตรและอาหารจำนวนทั้งหมด 90 บริษัทระหว่างปี ค.ศ. 2006-2011 โดยใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน 3 ตัว คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรต่อหุ้น

(EPS) ผลการศึกษาพบว่า การเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อมไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ

โดยทั่วไปการวัดผลการดำเนินงานจะใช้ตัวชี้วัดทางบัญชี (Mishra and Suar, 2010) เนื่องจากสามารถสะท้อนผลการดำเนินงานในมุมมองของผู้บริหารได้ดี เป็นเครื่องมือที่ผู้บริหารใช้ในการตัดสินใจ (Decision Making) ในการบริหารองค์กร (Orlitzky, Schmidt and Rynes, 2003) แต่ในขณะเดียวกันการใช้ตัวเลขทางบัญชีอาจไม่สะท้อนการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรในระยะยาว หรือความมั่งคั่งของกิจการในมุมมองของนักลงทุนซึ่งการใช้การวัดมูลค่ากิจการผ่านราคาหลักทรัพย์อาจเป็นวิธีที่เหมาะสมที่คำนึงถึงมุมมองของนักลงทุนผู้เป็นหนึ่งในผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ ซึ่งจะได้กล่าวในลำดับถัดไป

### 2.6.2 ความสัมพันธ์ระหว่างรายงานตามความสมัครใจกับการวัดผลในตลาดหลักทรัพย์

การวัดผลในตลาดหลักทรัพย์นั้นอาศัยข้อมูลที่มีอยู่แล้วในตลาดหลักทรัพย์ในการประเมินผลงานของกิจการ มีหลายงานวิจัยเลือกวัดมูลค่ากิจการผ่านราคาหลักทรัพย์โดยใช้ Valuation Model ของ Ohlson (1995) ซึ่งเป็นรวมความสัมพันธ์ของทั้งราคาหลักทรัพย์ ข้อมูลทางด้านบัญชี และข้อมูลอื่นที่ไม่ใช่ข้อมูลทางบัญชี ตัวอย่างเช่น การเปิดเผยรายงานความยั่งยืน หรือระดับของการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน เป็นต้น (Ohlson, 1995; De Klerk, De Villiers and Staden, 2015) ในขณะที่บางงานวิจัยใช้อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์เป็นการวัดผลผ่านราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งที่ระบุ (De Klerk, De Villiers and Staden, 2015)

มีงานวิจัยในอดีตที่ใช้อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในการศึกษาความสัมพันธ์กับการเปิดเผยรายงานตามความสมัครใจ เช่น งานวิจัยของ J. Przychodzen and Przychodzen (2013) ที่ศึกษาบริษัทที่อยู่ใน Standard & Poor's (S&P) 500 จำนวน 85 บริษัทในช่วงปี ค.ศ. 2006-2010 พบว่าบริษัทที่มีการจัดทำรายงานความยั่งยืนและมีการดำเนินการเกี่ยวกับความยั่งยืนขององค์กรจะมีผลตอบแทนเกินกว่าปกติอยู่ 7.4% ต่อปี กล่าวคือ หากบริษัทมีการดำเนินการอย่างต่อเนื่องเกี่ยวกับความยั่งยืนในทุก ๆ ส่วนขององค์กร เมื่อเวลาผ่านไปบริษัทจะได้รับประโยชน์และมูลค่าเพิ่มจากการดำเนินการนั้นซึ่งส่งผลต่อไปยังการรับรู้ของผู้มีส่วนได้เสียของกิจการที่มองกิจการในมุมที่มีมูลค่าเพิ่มขึ้น ในขณะที่หากบริษัทดำเนินการเกี่ยวกับความยั่งยืนเพียงเพื่อหวังสร้างภาพลักษณ์ในระยะสั้น (Window Dressing) ก็จะไม่อาจก่อให้เกิดผลกำไรต่อกิจการในระยะยาว อีกทั้งยังอาจนำไปสู่ราคาหลักทรัพย์ที่ลดลงและสูญเสียความน่าเชื่อถือและชื่อเสียงของกิจการ

ในทางกลับกันงานวิจัยของ Fisher-Vanden and Thorburn (2011) กลับได้ผลในทางตรงกันข้าม โดยพบว่าบริษัทดำเนินการเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมตามความสมัครใจจะเกิดผลในทางลบต่อผลตอบแทนเกินกว่าปกติ กล่าวคือ การดำเนินการเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมส่งผลเสียต่อความมั่งคั่งของกิจการ (Zaho, 2008) โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ไม่เข้มแข็ง เช่นเดียวกับ

งานวิจัยของ Chen and Lee (2015) ที่พบว่าบริษัทในไต้หวันที่มีการดำเนินการเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมจะมีต้นทุนที่เพิ่มขึ้นและมูลค่าของกิจการลดลงซึ่งส่งผลให้อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทางลบเช่นเดียวกันกับการรายงานความรับผิดชอบต่อสังคม แต่สำหรับบริษัทขนาดใหญ่ที่มีความพร้อมในการลงทุนในเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมกลับมีราคาหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้น

อย่างไรก็ตามยังมีงานวิจัยอีกจำนวนหนึ่งที่พบว่าการเปิดเผยรายงานตามความสมัครใจไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ อาทิเช่น งานวิจัยของ Murray, Sinclair, Power, and Gray (2006) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียน Top100 ในสหราชอาณาจักร ช่วงปี ค.ศ. 1988-1997 งานวิจัยของ Jones, Frost, Loftus and Van Der Laan (2007) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียน Top100 ในประเทศออสเตรเลีย โดยใช้รายงานความยั่งยืนปี ค.ศ. 2004 ที่ใช้กรอบการรายงานของ GRI

สำหรับงานวิจัยที่ใช้ราคาหลักทรัพย์ศึกษาความสัมพันธ์ของการเปิดเผยรายงานตามความสมัครใจในอดีต ได้แก่ งานวิจัยของ Cormier and Magnan (2007) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายงานสิ่งแวดล้อมกับมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทในประเทศเยอรมนี ฝรั่งเศส และแคนาดา รวมทั้งหมด 732 firm-year observation ในช่วงปี ค.ศ. 1992-1998 โดยใช้การวิเคราะห์เนื้อหาสาระตามหลักเกณฑ์การให้คะแนน และคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์โดยใช้ Market-to-book premium ผลการศึกษาที่ได้ คือ รายงานสิ่งแวดล้อมมีผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทในประเทศเยอรมนี แต่ไม่มีผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทในประเทศฝรั่งเศสและแคนาดา

ในเวลาต่อมานักวิจัยเริ่มความสนใจต่อรายงานความยั่งยืนในรูปแบบตัวแทนของรายงานตามความสมัครใจ การศึกษาความสัมพันธ์ของรายงานความยั่งยืนกับทั้งมูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการ ได้แก่ ผลสำรวจของ KPMG (2011) พบว่าการที่บริษัทมีการดำเนินการเกี่ยวกับความยั่งยืนสามารถช่วยให้บริษัทลดต้นทุนจากการมีระบบควบคุมภายในที่ดีขึ้นได้ ซึ่งส่งผลต่อความสามารถในการสร้างผลกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการที่เพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน อย่างไรก็ตามการเปลี่ยนแปลงนี้จะต้องมาจากการปรับปรุงระบบการทำงานของบริษัทเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของห่วงโซ่อุปทานและพัฒนาผลิตภัณฑ์ไปพร้อมกันด้วย

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ Berthelot, Coulmont and Serret (2012) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของการจัดทำรายงานความยั่งยืนกับมูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการโดยใช้ Valuation Model ที่พัฒนาโดย Olhsen ในปี ค.ศ. 1995 โดยศึกษาบริษัทจดทะเบียนใน Toronto Stock Exchange S&P/TSX Composite Index ประเทศแคนาดา ปี ค.ศ. 2007 ที่จัดทำรายงานความยั่งยืนแบบแยกต่างหากจากรายงานประจำปี ผลการศึกษาพบว่าการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนออกสู่สาธารณชนมีผลในทางบวกกับมูลค่าของหลักทรัพย์ในเวลา 4 เดือนถัดมาหลังวันสิ้นรอบปีบัญชี สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Carnevale and Mazzuca (2013) ที่ศึกษานาครในทวีปยุโรป



จำนวน 176 ธนาคาร ช่วงปี ค.ศ. 2002 ถึงกลางปี ค.ศ. 2011 พบว่าการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนตามความสมัครใจมีผลในทางบวกกับราคาหลักทรัพย์ของกิจการ ทั้งนี้ทั้งสองงานวิจัยสรุปผลว่าการที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวจากการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนก็เนื่องมาจากว่าผู้ลงทุนให้ความสนใจต่อรายงานความยั่งยืนซึ่งเป็นข้อมูลสาธารณะและใช้รายงานความยั่งยืนเป็นส่วนหนึ่งในการตัดสินใจลงทุน

นอกจากปัจจัยด้านการเปิดเผยแล้วยังพบว่าระดับของการเปิดเผยก็ถูกนำมาพิจารณาเช่นเดียวกัน โดย De Klerk, De Villiers and Staden (2015) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในสหราชอาณาจักร ช่วงปี ค.ศ. 2007-2008 พบว่าระดับของการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนที่จัดทำตามกรอบการรายงานของ GRI มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับราคาหลักทรัพย์ และบริษัทที่มีความอ่อนไหวต่อประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมจะมีความสัมพันธ์ในระดับที่มากกว่าบริษัทที่ไม่มี ความอ่อนไหวต่อประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม กล่าวคือไม่เฉพาะข้อมูลทางด้านการเงินเท่านั้นที่มีผลต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ แต่การเปิดเผยรายงานความยั่งยืนยังมีส่วนช่วยนักลงทุนในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ของกิจการ โดยระดับการเปิดเผยที่มากขึ้นจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการคาดการณ์ผลตอบแทนจากกิจการในอนาคตอีกทั้งยังช่วยในการประเมินความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นของกิจการ และสิ่งแวดล้อมและยังแสดงถึงความโปร่งใสของกิจการต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายของกิจการ แม้แต่กิจการเองรวมไปถึงผู้บริหารยังสามารถใช้ในการวางแผนจัดทำรายงานความยั่งยืนในแนวทางที่เป็นประโยชน์ต่อราคาหลักทรัพย์ของกิจการได้อีกเช่นกันโดยเฉพาะสำหรับกิจการที่ประกอบธุรกิจที่อ่อนไหวต่อประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม โดยงานวิจัยชิ้นนี้แบ่งระดับการเปิดเผยมีออกเป็น 6 ระดับ คือ ไม่ได้ปฏิบัติตามกรอบการรายงานของ GRI, ใช้กรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 2 หรือ 3, ใช้กรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 ระดับ C+, ใช้กรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 ระดับ B, ใช้กรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 ระดับ B+, ใช้กรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 ระดับ A และ ใช้กรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 ระดับ A+

สำหรับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมนี้ Lopatta and Kaspereit (2014) ได้ทำการศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกจำนวน 27 ประเทศ ตั้งแต่ปลายปี ค.ศ. 2003 ถึงกลางปี ค.ศ.2011 พบว่า หลังวิกฤตการณ์การเงิน Lehman Brother's ประกาศขอเข้าฟื้นฟูกิจการภายใต้ มาตรา 11 ของกฎหมายการเงินสหรัฐอเมริกาเมื่อปี ค.ศ. 2008 นักลงทุนในตลาดให้ความสนใจเกี่ยวกับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนมากขึ้นโดยมีความสัมพันธ์กับมูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการในทิศทางบวก อย่างไรก็ตามผู้วิจัยพบว่าสำหรับบริษัทที่มีความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมสูงความสัมพันธ์จะอยู่ทิศทางตรงกันข้าม นั่นหมายความว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมสูงควรให้ความสำคัญในเรื่องความยั่งยืนมากเป็นพิเศษและควรรวมเข้าเป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์การบริหารงานองค์กร

ทั้งงานวิจัยของ De Klerk, De Villiers and Staden (2015) และ Lopatta and Kaspereit (2014) ใช้ Ohlson Model (1995) ในการหาราคาของหลักทรัพย์หรือมูลค่าของกิจการ นอกจากนี้ Ohlson Model (1995) ยังถูกใช้ในอีกหลายงานวิจัยศึกษาเกี่ยวกับราคาของหลักทรัพย์หรือมูลค่าของกิจการ เช่น Hassel, Nilsson and Nyquist (2005) ศึกษาบริษัทในประเทศสวีเดน ในช่วง 9 ไตรมาสระหว่างปี ค.ศ. 1998-2000 พบว่า ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมของกิจการมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่าของกิจการ ทั้งนี้เนื่องจากการดำเนินการเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมก็ให้เกิດต้นทุน ส่งผลให้ผลกำไรลดลง และมูลค่ากิจการต่ำลงนั่นเอง อย่างไรก็ตามผลการศึกษบริษัทในประเทศสเปน ฟินแลนด์ และสาธารณรัฐแอฟริกาใต้กลับพบความสัมพันธ์ในเชิงบวก (De Klerk and De Villiers, 2012; Moneva and Cuellar, 2009; Schadewitz and Niskala, 2010) โดยงานวิจัยของ Moneva and Cuellar (2009) ที่ศึกษาบริษัทในประเทศสเปนจำนวน 44 บริษัทในระหว่างปี ค.ศ. 1996-2004 พบว่า การเปิดเผยข้อมูลทางการเงินเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมช่วยเพิ่มราคาหลักทรัพย์ แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมที่ไม่ใช่การเงินกับราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาของ Schadewitz and Niskala (2010) การอาศัยข้อมูลทั้งจากรายงานความรับผิดชอบต่อสังคมและข้อมูลทางด้านบัญชีสามารถอธิบายคุณลักษณะของตลาดทุนได้ดีกว่าการอาศัยเพียงข้อมูลทางบัญชีเพียงอย่างเดียว ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุนในระดับปานกลางของ Fama (1970) ที่ราคาหลักทรัพย์เป็นตัวสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ต่อสาธารณชนทั่วไป

อย่างไรก็ตามมีงานวิจัยอื่นที่ได้ผลสรุปขัดแย้งกับงานวิจัยที่ได้กล่าวไปแล้วข้างต้น เช่นงานวิจัยของ Cardamone, Carnevale and Giunta (2012) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนใน Milan Stock Exchange ประเทศอิตาลีระหว่างปี ค.ศ. 2002-2008 พบว่าการเปิดเผยรายงานความรับผิดชอบต่อสังคมมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์ของกิจการ ซึ่งให้ข้อสังเกตไว้ 2 ประเด็น คือ 1) การจัดสรรทรัพยากรทั้งเงินและคนของกิจการมาดำเนินการในส่วนของกิจกรรมทางสังคมอาจไม่สัมพันธ์กันกับกิจกรรมหลักขององค์กร นักลงทุนไม่เห็นความสำคัญของการดำเนินการในเรื่องเหล่านี้ ดังนั้นการจัดทำรายงานอาจไม่ตอบสนองความต้องการของนักลงทุนที่สนใจเพียงข้อมูลทางบัญชีอยู่ 2) ผู้ลงทุนเห็นความสำคัญของการดำเนินกิจกรรมทางสังคม แต่เนื้อหาหรือการนำเสนอรายงานอาจยังขาดคุณภาพ ไม่สามารถสื่อให้นักลงทุนเข้าใจสิ่งที่กิจการทำได้

ผลการวิจัยของ Cardamone, Carnevale and Giunta (2012) สอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศบราซิลของ Crisostomo, Freire and Vasconcellos (2011) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 78 บริษัทช่วงปี ค.ศ. 2001-2006 ซึ่งความสัมพันธ์ในเชิงลบในบริบทของประเทศบราซิลคณะผู้วิจัยได้ให้เหตุผลว่าการดำเนินการเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมต้องอาศัยการลงทุนซึ่งต้องแบ่งสรรทรัพยากรเงินไปจากการดำเนินการหลักของกิจการทำให้กิจการไม่อาจสร้าง

ผลกำไรได้ดีดั้งเดิม ดังนั้นในสายตาของนักลงทุนประเทศบราซิลจึงยังไม่เห็นความสำคัญของรายงานดังกล่าวและไม่ได้ใช้ข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมในการตัดสินใจลงทุน

นอกจากนี้หากพิจารณาแยกส่วนประกอบของการเปิดเผยรายงานออกเป็นแต่ละด้าน เพื่อพิจารณาความสัมพันธ์ต่อราคาของหลักทรัพย์ พบว่ามีงานวิจัยในอดีตดังต่อไปนี้

งานวิจัยของ Fiori, Donato and Izzo (2009) ศึกษารายงานความรับผิดชอบต่อสังคมและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอิตาลีจากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 33 บริษัทในช่วงระยะเวลาปี ค.ศ. 2002-2007 เป็นการวิเคราะห์ที่เนื้อหาสาระซึ่งมีการจัดหมวดหมู่ของข้อมูลที่มีการเปิดเผยรายงานความรับผิดชอบต่อสังคมออกเป็น 3 ด้าน ได้แก่ 1) ด้านพนักงาน 2) ด้านสิ่งแวดล้อม และ 3) ด้านชุมชน โดยที่การแปลคะแนนจากแต่ละข้อความเป็นตัวเลขเชิงปริมาณตามระดับคะแนน (Scale Score) ตั้งแต่ 0-3 และ 0-4 โดยด้านพนักงานและชุมชน ตัวแปรแต่ละตัวจะให้คะแนนตั้งแต่ 0-3 ซึ่ง 0 จะให้เมื่อไม่มีการกล่าวถึง 2 ให้เมื่อมีการกล่าวถึงน้อย และ 3 ให้เมื่อมีคำอธิบายที่ดี ส่วนด้านสิ่งแวดล้อมตัวแปรแต่ละตัวจะให้คะแนนตั้งแต่ 0-4 ซึ่ง 0 จะให้เมื่อมีการกล่าวถึง 2-3 จะให้เมื่อมีการกล่าวถึงน้อย และให้ 4 เมื่อมีคำอธิบายที่ดี นอกจากนี้ยังใช้ตัวแปรควบคุมที่สำคัญ 4 ตัวด้วยกัน คือ ขนาดของกิจการ (Size) โดยใช้สินทรัพย์รวม Total Asset (TA), การทำกำไรของกิจการ (Profitability) โดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE), ระดับทางการเงิน (Financial Leverage) โดยใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt/Equity Ratio) และความเสี่ยงจากการดำเนินงาน (Operating Risk) โดยใช้ Beta ผลการวิจัยพบว่า การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมของพนักงานมีความสัมพันธ์ทางบวกกับราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากพนักงานเป็นทรัพยากรที่มีคุณค่าต่อองค์กร การปฏิบัติกิจกรรมเพื่อสังคมต่อพนักงานจะทำให้พนักงานมีความภักดีและเพิ่มความพึงพอใจในการทำงานให้แก่พนักงานซึ่งก่อให้เกิดผลดีกลับไปที่การดำเนินงานขององค์กร ในขณะที่การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมและชุมชนมีความสัมพันธ์ทางลบต่อราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทที่มีการลงทุนโดยใช้จ่ายเงินและทรัพยากรในการดำเนินการจัดการสิ่งแวดล้อมและสร้างสัมพันธ์ชุมชนอาจส่งผลดีต่อกิจการได้ในระยะยาว แต่ในมุมมองของนักลงทุนในประเทศอิตาลียังคงหวังผลตอบแทนในระยะสั้นมากกว่า กิจกรรมเพื่อสิ่งแวดล้อมและสังคมของกิจการในสายตาของนักลงทุนจึงเสมือนค่าใช้จ่ายที่ทำให้เกิดการลดลงของผลกำไรระยะสั้นของบริษัทมากกว่าจะมองว่าเป็นประโยชน์ต่อบริษัท จึงส่งผลให้นักลงทุนไม่นิยมลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทซึ่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Cardamone, Carnevale and Giunta (2012) และ Crisostomo, Freire and Vasconcellos (2011) ที่กล่าวไปข้างต้น

มีงานวิจัยในประเทศศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม

SET100 จำนวน 59 บริษัทโดยใช้ข้อมูลการเปิดเผยในรายงานระหว่างปี พ.ศ. 2547-2549 ทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2548-2550 ซึ่งใช้วิธีวิเคราะห์เนื้อหาสาระแบบนับจำนวนบรรทัด ซึ่งมีการจัดหมวดหมู่ของข้อมูลการเปิดเผยออกเป็น 7 ด้านตามมาตรฐานความรับผิดชอบต่อสังคม (ISO26000) ผลการศึกษาที่ได้พบว่าบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยมีการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมเพิ่มมากขึ้นทุกปี ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในขณะที่ประเด็นด้านการพัฒนาสังคมมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ส่วนประเด็นอื่น ๆ อาทิ ธรรมชาติภูมิบาล สิทธิมนุษยชน การปฏิบัติด้านแรงงาน การดำเนินงานอย่างเป็นธรรม และประเด็นด้านผู้บริโภคไม่พบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ (พรวิติ วัฒนากลาง, 2552) และงานวิจัยของเบญจวรรณ แซ่ลี (2555) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 68 บริษัทระหว่างปี พ.ศ. 2551-2553 ซึ่งใช้วิธีวิเคราะห์เนื้อหาสาระแบบนับจำนวนบรรทัด และจัดหมวดหมู่ของข้อมูลการเปิดเผยออกเป็น 7 ด้านตามมาตรฐานความรับผิดชอบต่อสังคม (ISO26000) เช่นเดียวกับพรวิติ วัฒนากลาง (2552) ผลการศึกษาพบว่า การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมด้านการปฏิบัติที่เป็นธรรม ด้านการมีส่วนร่วมของชุมชน และด้านการพัฒนาชุมชนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาพบว่างานวิจัยที่ศึกษาเรื่องการเปิดเผยรายงานตามความสมัครใจส่วนใหญ่เป็นการวิจัยในมุมมองของรายงานความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งการวิจัยเกี่ยวกับรายงานความยั่งยืนค่อนข้างเป็นเรื่องที่ใหม่โดยเฉพาะงานวิจัยในประเทศไทยที่ค่อนข้างมีอยู่อย่างจำกัด อีกทั้งในปัจจุบันหน่วยงานกำกับดูแล นักลงทุน และผู้มีส่วนได้เสียได้ให้ความสนใจต่อข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการพัฒนาเพื่อความยั่งยืนเพิ่มมากขึ้น การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยจึงนำเสนอผลงานวิจัยเกี่ยวกับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนขององค์กร โดยเลือกใช้ Valuation Model ของ Ohlson (1995) สำหรับการวัดมูลค่าของกิจการผ่านราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากการใช้ความสัมพันธ์ของทั้งราคาหลักทรัพย์ ข้อมูลทางด้านบัญชี และข้อมูลอื่นที่ไม่ใช่ข้อมูลทางบัญชีสามารถอธิบายคุณลักษณะของตลาดหุ้นได้ดีกว่าการอาศัยเพียงข้อมูลทางบัญชีเพียงอย่างเดียว (Schadewitz and Niskala, 2010) ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับปานกลางของ Fama (1970)

### 2.6.3 สรุปความสัมพันธ์ระหว่างรายงานตามความสมัครใจกับมูลค่าของกิจการ

กระแสสังคมที่เปลี่ยนแปลงไป ผู้มีส่วนได้เสียหลายฝ่าย อาทิ ผู้ถือหุ้น นักลงทุน หน่วยงานกำกับดูแล พนักงาน ลูกค้า และสังคมต่างมีอิทธิพลให้ธุรกิจแสดงความรับผิดชอบต่อมากขึ้น (Berthelot, Coulmont and Serret, 2012; Fernandez-Feijoo, Romero and Ruiz, 2014) ทำให้ธุรกิจเริ่มตระหนักถึงการพัฒนาเพื่อความยั่งยืน และเปิดเผยข้อมูลที่นอกเหนือไปจากข้อมูลในงบ

การเงิน (Sabina, 2015) การเปิดเผยข้อมูลเป็นช่องทางที่สำคัญในการสื่อสารทางธุรกิจ ทำหน้าที่ให้ข้อมูลผลการดำเนินงานขององค์กรไปยังกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียต่าง ๆ ทั้งภายใน และภายนอกองค์กร โดยการเปิดเผยข้อมูลสามารถช่วยในเรื่องการเพิ่มความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือขององค์กร การส่งเสริมภาพลักษณ์ และการสร้างความไว้วางใจจากกลุ่มเป้าหมายต่าง ๆ (Farooque and Ahulu, 2015) ดังนั้น การจัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืนจึงเป็นเครื่องมือที่สำคัญในสื่อสารกับกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียทั้งในและนอกองค์กรทราบถึงผลการดำเนินงานขององค์กรที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม และวิธีการในการบริหารจัดการที่ทำให้เกิดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมน้อยที่สุด รวมถึงการแสดงความรักและรับผิดชอบต่อสังคมส่วนรวม การนำแนวคิดการพัฒนาเพื่อความยั่งยืนมาใช้ในองค์กรนั้นมีผลดีต่อทั้งชื่อเสียงและภาพลักษณ์ที่ดีแก่องค์กร ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการองค์กร และช่วยลดต้นทุน (Klassen and McLaughlin, 1993; Hart, 1995; Hart and Dowell, 2011; McWilliams and Siegel, 2011) อีกทั้งยังเป็นการแสดงให้เห็นให้ผู้มีส่วนได้เสียได้ทราบถึงความสามารถในการแข่งขันที่เพิ่มขึ้น การเพิ่มคุณค่าให้แก่ลูกค้า พนักงาน และผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายอันจะนำไปสู่การสร้างผลกำไรให้กับองค์กรได้ในระยะยาว (Finch, 2005) สอดคล้องกับผลสำรวจของ KPMG (2011) พบว่าการที่บริษัทมีการดำเนินการเกี่ยวกับความยั่งยืนสามารถช่วยให้บริษัทลดต้นทุนจากการมีระบบควบคุมภายในที่ดีขึ้นได้ ซึ่งส่งผลต่อความสามารถในการสร้างผลกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการที่เพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน

งานวิจัยในอดีตที่ศึกษาเรื่องราวรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการมักเลือกใช้การเปิดเผยรายงาน การเลือกใช้มาตรฐานในการรายงาน และระดับการเปิดเผยในการจัดทำรายงานเป็นตัววัดลักษณะของรายงานความยั่งยืน (Berthelot, Coulmont and Serret, 2012; Carnevale and Mazzuca, 2013; De Klerk and De Villiers, 2012; De Klerk, De Villiers and Staden, 2015) และใช้ Valuation Model ของ Ohlson (1995) เป็นตัววัดมูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการ (Berthelot, Coulmont and Serret, 2012; Carnevale and Mazzuca, 2013; De Klerk and De Villiers, 2012; De Klerk, De Villiers and Staden, 2015; Hassel, Nilsson and Nyquist, 2005; Lopatta and Kaspereit, 2014; Moneva and Cuellar, 2009) ผลงานวิจัยโดยส่วนใหญ่สนับสนุนว่า กิจการที่จัดทำและเปิดเผยเกี่ยวกับรายงานความยั่งยืนจะมีผลทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้น กล่าวคือ การที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวจากการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนก็เนื่องมาจากว่าผู้ลงทุนให้ความสนใจต่อรายงานความยั่งยืนซึ่งเป็นข้อมูลสาธารณะและใช้รายงานความยั่งยืนเป็นส่วนหนึ่งในการตัดสินใจลงทุน โดยรายงานความยั่งยืนมีส่วนช่วยนักลงทุนในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ของกิจการ โดยระดับการเปิดเผยที่มากขึ้นจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการคาดการณ์ผลตอบแทนจากกิจการในอนาคตอีกทั้งยังช่วยในการประเมินความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นกับกิจการ

ดังนั้น งานวิจัยฉบับนี้ ผู้วิจัยต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และใช้

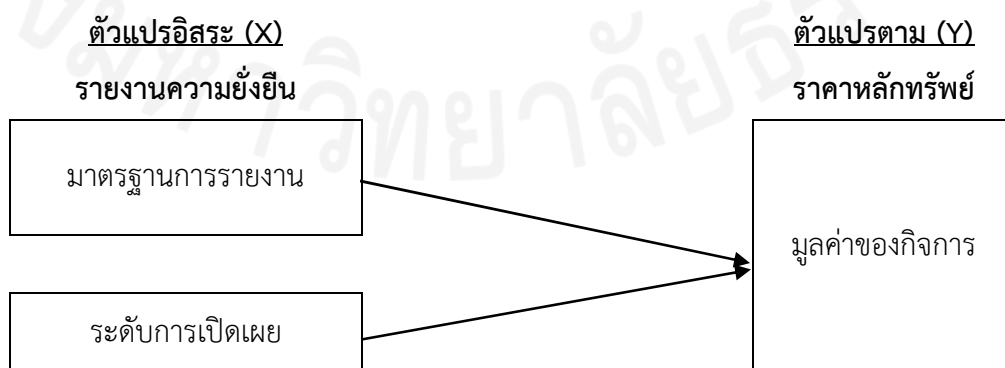
ตัวชี้วัดเรื่องมาตรฐานที่เลือกใช้ในการจัดทำรายงานความยั่งยืนและระดับของการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนที่จัดทำตามกรอบการรายงานของ GRI จากงานวิจัยดังกล่าวมาประยุกต์ใช้ในการทดสอบภายใต้บริบทประเทศไทย เพื่อทดสอบว่ามาตรฐานในการรายงานความยั่งยืนและมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับมูลค่าของกิจการ

โดยมาตรฐานในการรายงานความยั่งยืนผู้วิจัยเปลี่ยนแปลงการวัดค่าตัวแปรจากการแทนค่า 1 หากรายงานความยั่งยืนจัดทำตามกรอบการรายงาน GRI และ 0 หากรายงานความยั่งยืนไม่ได้จัดทำตามกรอบการรายงานของ GRI ตามงานวิจัยในอดีต เป็นการจัดกลุ่มมาตรฐานการรายงานที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใช้ทั้งหมดแล้วแทนด้วยค่าตัวแปรที่ผู้วิจัยกำหนดขึ้น อีกทั้งผู้วิจัยยังจัดกลุ่มระดับการเปิดเผยจากเดิมที่มี 6 ระดับ โดยเพิ่มระดับที่ใช้กรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 4 แบบหลัก (Core) และแบบรวม (Comprehensive) เป็นการจัดกลุ่มตัวแปรเป็นทั้งหมด 4 กลุ่มเพื่อทดสอบว่าความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนเป็นไปในทิศทางเดียวกับมูลค่าของกิจการ โดยระดับของการเปิดเผยที่มากขึ้นจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการคาดการณ์ผลตอบแทนจากกิจการในอนาคตอีกทั้งยังช่วยในการประเมินความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นกับกิจการ

## 2.7 กรอบแนวคิดของงานวิจัย

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ของรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการผ่านตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ดังภาพที่ 2.2

ภาพที่ 2.2  
กรอบแนวคิดของงานวิจัย



## บทที่ 3 วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการผ่านราคาหลักทรัพย์ โดยผู้วิจัยได้ทำการศึกษาและเก็บรวบรวมข้อมูลจากตำรา เอกสาร และผลงานวิจัยอื่นที่เกี่ยวข้องเพื่อเป็นแนวทางวางกรอบแนวคิดการศึกษา โดยมีการกำหนดระเบียบวิธีวิจัยโดยมีรายละเอียดดังนี้

### 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2544 – 2558 เนื่องจากปี พ.ศ. 2544 เป็นปีที่ถัดจากปีที่กรอบการรายงานของ GRI ฉบับ 1 ประกาศใช้ซึ่งเป็นมาตรฐานฉบับล่าสุดที่ใช้ในวัฏจักรการเปิดเผยในงานวิจัย โดยศึกษาบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด 31 ธันวาคมของทุกปี และใช้ Firm-year Observation ในการเลือกกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษาศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการในส่วนของมาตรฐานการในรายงานความยั่งยืนนั้น ผู้วิจัยใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำรายงานความยั่งยืน โดยงานวิจัยฉบับนี้มีกลุ่มตัวอย่างจำนวนทั้งสิ้น 113 กลุ่มตัวอย่าง

ในขณะที่การศึกษาศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการในส่วนของระดับการเปิดเผยในรายงานความยั่งยืน ผู้วิจัยใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ซึ่งมีจำนวน 87 กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจัดทำรายงานความยั่งยืนทั้งหมด 113 กลุ่มตัวอย่างข้างต้น

### 3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยฉบับนี้เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากงบการเงิน รายงานประจำปี และรายงานความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นรายปีที่มีการเข้าซื้อ-ขายหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544-2557 เนื่องจากปี พ.ศ. 2544 เป็นปีที่ถัดจากปีที่กรอบการรายงานของ GRI ฉบับ 1 ประกาศใช้ซึ่งเป็นมาตรฐานฉบับล่าสุดที่ใช้ในวัฏจักรการ

เปิดเผยในงานวิจัย โดยแหล่งข้อมูลของทางการเงิน สามารถเข้าถึงได้จากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ฐานข้อมูล SETS SMART) และรายงานความยั่งยืนสามารถเข้าถึงได้จากเว็บไซต์ของแต่ละบริษัท

โดยตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลทางด้านบัญชี และรายงานความยั่งยืนเป็นข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2544-2557 และมูลค่าของกิจการเป็นราคาตลาด ณ วันสุดท้ายของเดือนที่สี่หลังจากวันสิ้นปี ระหว่างปี พ.ศ. 2545-2558

### 3.3 สมมติฐานและแบบจำลองการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ได้นำเสนอไปในบทที่ 2 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการ มีสมมติฐานในการศึกษาดังนี้

$H_1$ : มาตรฐานการในการรายงานความยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ

$H_2$ : ระดับการเปิดเผยในรายงานความยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ

ผู้วิจัยเลือกใช้แบบจำลอง Ohlson (1995) ซึ่งมีสมการพื้นฐาน ดังนี้

$$MVE_t = \alpha_0 BVE_t + \alpha_1 EARNSt + \epsilon$$

MVE คือ ราคาตลาดของส่วนของเจ้าของ ณ เวลาที่ t

BVE คือ มูลค่าตามบัญชีของส่วนของเจ้าของ ณ เวลาที่ t

EARNSt คือ กำไรสำหรับงวด t

$\epsilon$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

จากสมการพื้นฐานของ Ohlson (1995) ข้างต้นนำมาซึ่งสมการพื้นฐานของงานวิจัยซึ่งเป็นการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชี เช่น มูลค่าตามบัญชี และกำไรสำหรับงวดกับมูลค่าของกิจการ ดังนี้

$$MV_{i,t+4} = \beta_0 + \beta_1 BV_{i,t} + \beta_2 E_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

MV คือ มูลค่าของกิจการ ณ วันสุดท้ายของเดือนที่สี่หลังจากวันสิ้นปี

BV คือ มูลค่าตามบัญชีของส่วนของเจ้าของ ณ วันสิ้นปี

EARNSt คือ กำไรสำหรับงวดปี

$\epsilon$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อน



การเลือกใช้มูลค่าของกิจการนับจากวันสิ้นปีไปอีก 4 เดือนนั้นเพื่อให้ข้อมูลที่เผยแพร่ ออกสู่สาธารณะได้มีเวลาให้นักลงทุน หรือผู้มีส่วนได้เสียในตลาดได้รับทราบและใช้ในการวิเคราะห์ ราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์ดังกล่าว

ในการทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานทั้ง 2 สมมติฐานข้างต้น ผู้วิจัยดำเนินการ แบ่งสมการออกเป็น 2 สมการ โดยเพิ่มตัวแปรอิสระที่ไม่ใช่ข้อมูลทางบัญชีเข้าไปในสมการ ได้แก่ มาตรฐานการจัดทำรายงานความยั่งยืน ระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน ตามลำดับดังต่อไปนี้

**สมการที่ 1:** เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมาตรฐานการในการรายงานความยั่งยืนกับ มูลค่าของกิจการ ดังนี้

$$MVE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BV_{i,t} + \beta_2 E_{i,t} + \beta_3 STD1_{i,t} + \beta_4 STD2_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

STD1 คือ ตัวแปรหุ่นสำหรับมาตรฐานที่บริษัทใช้ในการจัดทำรายงาน ความยั่งยืนกลุ่มที่ 1

STD2 คือ ตัวแปรหุ่นสำหรับมาตรฐานที่บริษัทใช้ในการจัดทำรายงาน ความยั่งยืนกลุ่มที่ 2

ใช้สำหรับทดสอบสมมติฐาน  $H_1$  ที่ว่า มาตรฐานการในการรายงานความยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ ความคาดหวังผู้วิจัยสำหรับสมการที่ 1 คือ ค่าสัมประสิทธิ์  $\beta_3$  มีค่าเป็นบวกที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

**สมการที่ 2:** เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยในการรายงานความ ยั่งยืนกับมูลค่าของกิจการ ดังนี้

$$MVE_{i,t+4} = \beta_0 + \beta_1 BV_{i,t} + \beta_2 E_{i,t} + \beta_3 GRI\_LEV1_{i,t} + \beta_4 GRI\_LEV2_{i,t} + \beta_5 GRI\_LEV3_{i,t} + \beta_6 GRI\_LEV4_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

GRI\_LEV1 คือ ตัวแปรหุ่นสำหรับระดับการเปิดเผยที่บริษัทใช้ในการจัดทำรายงาน ความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI กลุ่มที่ 1

GRI\_LEV2 คือ ตัวแปรหุ่นสำหรับระดับการเปิดเผยที่บริษัทใช้ในการจัดทำรายงาน ความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI กลุ่มที่ 2

GRI\_LEV3 คือ ตัวแปรหุ่นสำหรับระดับการเปิดเผยที่บริษัทใช้ในการจัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI กลุ่มที่ 3

GRI\_LEV4 คือ ตัวแปรหุ่นสำหรับระดับการเปิดเผยที่บริษัทใช้ในการจัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI กลุ่มที่ 4

ใช้สำหรับทดสอบสมมติฐาน  $H_2$  ที่ว่า ระดับการเปิดเผยในรายงานความยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ ความคาดหวังผู้วิจัยสำหรับสมการที่ 2 คือ ค่าสัมประสิทธิ์  $\beta_3$  มีค่าเป็นบวกที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

### 3.4 การวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

การวัดค่าตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการคำนวณอัตราและค่าต่าง ๆ ใช้ข้อมูลรายงานความยั่งยืนที่เผยแพร่ในเว็บไซต์บริษัท หรือข้อมูลในงบการเงินหรือรายงานประจำปีจากสื่อข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ ฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือฐานข้อมูลสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หรือ ฐานข้อมูล SET SMART โดยมีรายละเอียดดังนี้

#### 3.4.1 ตัวแปรอิสระ

ตัวแปรอิสระมีทั้งหมด 2 รายการ ซึ่งแหล่งที่มาของข้อมูลมาจากรายงานความยั่งยืนที่เผยแพร่ในเว็บไซต์บริษัท

##### 3.4.1.1 มาตรฐานในการจัดทำรายงานความยั่งยืน (STD)

มาตรฐานในการจัดทำรายงานความยั่งยืน (STD) แบ่งเป็น 2 กลุ่มตัวแปรหุ่น คือ มาตรฐานที่บริษัทใช้ในการจัดทำรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 1 (STD1) และมาตรฐานที่บริษัทใช้ในการจัดทำรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 2 (STD2) ให้แทนค่าตัวแปรดังรายละเอียดต่อไปนี้

โดยที่ STD1 เท่ากับ 1 เมื่อบริษัทไม่ได้จัดทำรายงานความยั่งยืนตามแนวปฏิบัติที่แต่ละบริษัทพัฒนาขึ้น (Company Practice) และ STD1 เท่ากับ 0 เมื่อบริษัทจัดทำรายงานความยั่งยืนตามแนวปฏิบัติที่แต่ละบริษัทพัฒนาขึ้น (Company Practice)

ขณะที่ STD2 เท่ากับ 1 เมื่อบริษัทจัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI (GRI's Guidelines) และ STD2 เท่ากับ 0 เมื่อบริษัทไม่ได้จัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI (GRI's Guidelines) ดังตารางที่ 3.1

## ตารางที่ 3.1

ค่าของตัวแปรอิสระประเภทมาตรฐานในการจัดทำรายงาน

มาตรฐาน	ค่าของตัวแปร	
	STD1	STD2
กรอบการรายงานของ GRI (GRI's Guidelines)	1	1
แนวปฏิบัติ OECD สำหรับบริษัทข้ามชาติ (OECD Guidelines for Multinational Enterprises - OECD)	1	0
กรอบแนวทางแสดงผลการดำเนินงานด้านการพัฒนาที่ยั่งยืนของสมาคมผู้ประกอบการระบบขนส่งสาธารณะระหว่างประเทศ (The International Association of Public Transport - UITP)	1	0
แนวทางการจัดทำรายงานแห่งความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand - SET)	1	0
กรอบการรายงานข้อมูล CSR แบบบูรณาการ (Integrated CSR Reporting Framework)	1	0
แนวปฏิบัติที่แต่ละบริษัทพัฒนาขึ้น (Company Practice)	0	0

## 3.4.1.2 ระดับการเปิดเผยที่บริษัทใช้ในการจัดทำรายงานความยั่งยืน

(GRI\_LEV)

ระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืน (GRI\_LEV) แบ่งเป็น 4 กลุ่มตัวแปรหุ่นได้แก่ ระดับการเปิดเผยที่บริษัทใช้ในการจัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI กลุ่มที่ 1 (GRI\_LEV1), ระดับการเปิดเผยที่บริษัทใช้ในการจัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI กลุ่มที่ 2 (GRI\_LEV2), ระดับการเปิดเผยที่บริษัทใช้ในการจัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI กลุ่มที่ 3 (GRI\_LEV3) และระดับการเปิดเผยที่บริษัทใช้ในการจัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI กลุ่มที่ 4 (GRI\_LEV4)

โดยที่ GRI\_LEV1 เท่ากับ 1 เมื่อบริษัทเปิดเผยรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ C ขึ้นไป และ GRI\_LEV1 เท่ากับ 0 เมื่อบริษัทไม่ได้เปิดเผยรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ C ขึ้นไป

GRI\_LEV2 เท่ากับ 1 เมื่อบริษัทเปิดเผยรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ B ขึ้นไป และ GRI\_LEV2 เท่ากับ 0 เมื่อบริษัทไม่ได้เปิดเผยรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ B ขึ้นไป

GRI\_LEV3 เท่ากับ 1 เมื่อบริษัทเปิดเผยรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ A ขึ้นไป และ GRI\_LEV3 เท่ากับ 0 เมื่อบริษัทไม่ได้เปิดเผยรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ A ขึ้นไป

และ GRI\_LEV4 เท่ากับ 1 เมื่อบริษัทเปิดเผยรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 4 ขึ้นไป และ GRI\_LEV4 เท่ากับ 0 เมื่อบริษัทไม่ได้เปิดเผยรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 4 ขึ้นไป ดังตารางที่ 3.2

ตารางที่ 3.2

ค่าของตัวแปรอิสระประเภทระดับการเปิดเผย

ระดับการเปิดเผย	ค่าของตัวแปร			
	GRI_LEV1	GRI_LEV2	GRI_LEV3	GRI_LEV4
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 4 แบบรวม (Comprehensive)	1	1	1	1
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 4 แบบหลัก (Core)	1	1	1	1
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ A+	1	1	1	0
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ A	1	1	1	0
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ B+	1	1	0	0
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ B	1	1	0	0
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ C+	1	0	0	0
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ C	1	0	0	0
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 2	0	0	0	0
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 1	0	0	0	0

### 3.4.2 ตัวแปรตาม

ตัวแปรควบคุมมีเพียงรายการเดียวแหล่งที่มาของข้อมูลมาจากทั้งงบการเงิน และฐานข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์

มูลค่าของกิจการ (MV) = ราคาตลาดของหลักทรัพย์ ณ วันสุดท้ายของเดือนที่สิ้นสุดหลังจากวันสิ้นปี \* จำนวนหุ้นสามัญของกิจการ

### 3.5 วิธีดำเนินงานวิจัย

วิธีดำเนินงานวิจัยเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการมีดังต่อไปนี้

3.5.1 นำรายงานความยั่งยืนของแต่ละบริษัทมาพิจารณามาตรฐานที่ใช้ในการจัดทำและระดับของการเปิดเผย รวมถึงการวิเคราะห์เนื้อหาสาระแบบนับจำนวนบรรทัด และจัดหมวดหมู่ของข้อมูลการเปิดเผยออกเป็น 3 ด้านตามกรอบการรายงานของ GRI คือ ด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม

3.5.2 นำข้อมูลงบการเงินของแต่ละบริษัทมาหาข้อมูลมูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นจำนวนหุ้นสามัญ มูลค่าของกิจการ และมูลค่ากำไรสำหรับงวด

3.5.3 นำข้อมูลที่ได้มาทดสอบสมมติฐานด้วยเครื่องมือทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติในการคำนวณ 3 ส่วน คือ

3.5.3.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic Analysis) เพื่อให้ทราบภาพรวมของกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา โดยเป็นการนำเสนอข้อมูลโดยทั่วไป เช่น ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

3.5.3.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) โดยใช้วิธีการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปร

3.5.3.3 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานของตัวแปรว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ และหากมีความสัมพันธ์กันความสัมพันธ์ดังกล่าวจะเป็นไปในทิศทางใด โดยกำหนดความเชื่อมั่นอยู่ที่ร้อยละ 95 และร้อยละ 99

## บทที่ 4

### วิเคราะห์ผลการวิจัย

การวิเคราะห์ผลการวิจัยเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาตามวิธีวิจัยโดยการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาและเชิงอนุมาน สามารถแบ่งเป็น 3 ส่วน ได้แก่ 1) ข้อมูลทั่วไปของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำรายงานความยั่งยืน อาทิ ค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุด โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา 2) การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่ากิจการ โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน 3) การทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ โดยการวิเคราะห์ในแต่ละส่วนนั้น แบ่งออกเป็น 2 เรื่อง คือ การวิเคราะห์ผลการวิจัยเกี่ยวกับรายงานความยั่งยืนตามมาตรฐานในการจัดทำรายงานความยั่งยืน และตามระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืน

#### 4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic Analysis)

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาอธิบายค่าเฉลี่ย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุดของมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นปี กำไรสำหรับงวดปี และมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2544-2558 มีจำนวน 113 ตัวอย่าง ( $n=113$ ) ผลการศึกษาพบว่ามูลค่าของกิจการ ณ วันสุดท้ายของเดือนที่สี่หลังวันสิ้นปีซึ่งเป็นตัวแปรตามมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 122.51 พันล้านบาท และมีการกระจายตัวของข้อมูลเท่ากับ 173.80 พันล้านบาท โดยมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.70 พันล้านบาท และค่าสูงสุดอยู่ที่ 633.21 พันล้านบาท

ในส่วนของตัวแปรอิสระ ได้แก่ มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นปีพบว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 56.80 พันล้านบาท ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 76.22 พันล้านบาท และมีค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.39 พันล้านบาท และ 413.62 พันล้านบาท ตามลำดับ

ในขณะที่กำไรสำหรับงวดปีมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 8.91 พันล้านบาท ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 13.75 พันล้านบาท ค่าต่ำสุดอยู่ที่ -4.03 พันล้านบาทซึ่งค่าติดลบแสดงถึงผลขาดทุนสำหรับงวดปี และค่าสูงสุดเท่ากับ 57.32 พันล้านบาท ตามลำดับ ดังตารางที่ 4.1

## ตารางที่ 4.1

ข้อมูลทั่วไปของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำรายงานความยั่งยืน

ตัวแปร	จำนวน ตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย (พันล้านบาท)	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน (พันล้านบาท)	ค่าต่ำสุด (พันล้านบาท)	ค่าสูงสุด (พันล้านบาท)
มูลค่าของกิจการ ณ วันสุดท้ายของเดือนที่สี่ หลังจากวันสิ้นปี	113	122.51	173.80	0.70	633.21
มูลค่าตามบัญชีของส่วน ของเจ้าของ ณ วันสิ้นปี	113	56.80	76.22	0.39	413.62
กำไรสำหรับงวดปี	113	8.91	13.75	-4.03	57.32

จากวัตถุประสงค์ของงานวิจัยเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการ ผู้วิจัยได้แบ่งการศึกษารายงานความยั่งยืนออกเป็นสองประเด็น คือ มาตรฐานในการรายงานความยั่งยืน และระดับการเปิดเผยในรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI การวิเคราะห์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 113 ตัวอย่างพบว่า มาตรฐานการในการรายงานความยั่งยืนมีทั้งหมด 6 มาตรฐาน โดยบริษัทจัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI มีจำนวน 87 ตัวอย่าง (ร้อยละ 76.99) ซึ่งเป็นจำนวนที่สูงที่สุด รองลงมาคือการจัดทำรายงานความยั่งยืนตามแนวปฏิบัติที่แต่ละบริษัทพัฒนาขึ้นจำนวน 17 ตัวอย่าง (ร้อยละ 15.04) ตามกรอบแนวทางแสดงผลการดำเนินงานด้านการพัฒนาอย่างยั่งยืนของสมาคมผู้ประกอบการระบบขนส่งสาธารณะระหว่างประเทศ และตามแนวปฏิบัติ OECD สำหรับบริษัทข้ามชาติ จำนวน 5 ตัวอย่าง (ร้อยละ 4.42) และ 2 ตัวอย่าง (ร้อยละ 1.77) ตามลำดับ และสุดท้ายคือการจัดทำรายงานความยั่งยืนตามแนวทางการจัดทำรายงานแห่งความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตามกรอบการรายงานข้อมูล CSR แบบบูรณาการที่มีจำนวน 1 ตัวอย่าง (ร้อยละ 0.88) ในแต่ละมาตรฐาน ดังตารางที่ 4.2

## ตารางที่ 4.2

จำนวนตัวอย่างรายงานความยั่งยืนที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดทำ  
จำแนกตามมาตรฐาน

มาตรฐาน	จำนวนตัวอย่าง	ร้อยละ
กรอบการรายงานของ GRI	87	76.99
แนวปฏิบัติ OECD สำหรับบริษัทข้ามชาติ	2	1.77
กรอบแนวทางแสดงผลการดำเนินงานด้านการพัฒนาอย่างยั่งยืนของสมาคม ผู้ประกอบการระบบขนส่งสาธารณะระหว่างประเทศ	5	4.42
แนวทางการจัดทำรายงานแห่งความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	1	0.89
กรอบการรายงานข้อมูล CSR แบบบูรณาการ	1	0.89
แนวปฏิบัติที่แต่ละบริษัทพัฒนาขึ้น	17	15.04
รวม	113	100.00

ในส่วนของระดับการเปิดเผยในรายงานความยั่งยืน ผู้วิจัยใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ซึ่งมีจำนวน 87 กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจัดทำรายงานความยั่งยืนทั้งหมด 113 กลุ่มตัวอย่างข้างต้น พบว่า บริษัทส่วนใหญ่จัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 4 แบบหลัก (Core) จำนวน 27 ตัวอย่าง (ร้อยละ 31.03) รองลงมาคือตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ C จำนวน 15 ตัวอย่าง (ร้อยละ 17.24) ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ B จำนวน 10 ตัวอย่าง (ร้อยละ 11.49) ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 2 จำนวน 9 ตัวอย่าง (ร้อยละ 10.34) ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ A+ จำนวน 8 ตัวอย่าง (ร้อยละ 9.20) ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ A และตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ B+ จำนวนเท่ากัน คือ 5 ตัวอย่าง (ร้อยละ 5.75) ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 1 จำนวน 4 ตัวอย่าง (ร้อยละ 4.60) ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ C+ จำนวน 2 ตัวอย่าง (ร้อยละ 2.30) และสุดท้ายตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 4 แบบรวม (Comprehensive) จำนวน 2 ตัวอย่าง (ร้อยละ 2.30) ซึ่งเป็นระดับการเปิดเผยที่ใหม่และมีปริมาณการเปิดเผยมากที่สุด ดังตารางที่ 4.3



### ตารางที่ 4.3

จำนวนตัวอย่างรายงานความยั่งยืนที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดทำตาม  
กรอบการรายงานของ GRI จำแนกตามระดับการเปิดเผย

ระดับการเปิดเผย	จำนวนตัวอย่าง	ร้อยละ
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 4 แบบรวม (Comprehensive)	2	2.30
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 4 แบบหลัก (Core)	27	31.03
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ A+	8	9.20
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ A	5	5.75
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ B+	5	5.75
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ B	10	11.49
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ C+	2	2.30
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ C	15	17.24
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 2	9	10.34
ตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 1	4	4.60
รวม	87	100.00

ทั้งนี้ การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาในกลุ่มตัวอย่างจัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI จำนวน 87 ตัวอย่างข้างต้น พบว่า มูลค่าของกิจการ ณ วันสุดท้ายของเดือนที่สี่หลังวันสิ้นปีซึ่งเป็นตัวแปรตามมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 141.10 พันล้านบาท และมีการกระจายตัวของข้อมูลเท่ากับ 188.75 พันล้านบาท โดยมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.70 พันล้านบาท และค่าสูงสุดอยู่ที่ 633.21 พันล้านบาท

ในส่วนของตัวแปรอิสระ ได้แก่ มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นปีพบว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 69.41 พันล้านบาท ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 82.48 พันล้านบาท ต่ำสุดอยู่ที่ 0.39 พันล้านบาท และค่าสูงสุดเท่ากับ 413.62 พันล้านบาท

ในขณะที่กำไรสำหรับงวดปีมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 10.95 พันล้านบาท ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 14.92 พันล้านบาท และมีค่าต่ำสุดอยู่ที่และค่าสูงสุดอยู่ที่ -4.03 พันล้านบาท และ 57.32 พันล้านบาท ตามลำดับ โดยค่าติดลบแสดงถึงผลขาดทุนสำหรับงวดปี ดังตารางที่ 4.4

#### ตารางที่ 4.4

ข้อมูลทั่วไปของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำรายงานความยั่งยืนตาม  
กรอบการรายงานของ GRI

ตัวแปร	จำนวน ตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย (พันล้านบาท)	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน (พันล้านบาท)	ค่าต่ำสุด (พันล้านบาท)	ค่าสูงสุด (พันล้านบาท)
มูลค่าของกิจการ ณ วันสุดท้ายของเดือนที่สี่ หลังจากวันสิ้นปี	87	141.10	188.75	0.70	633.21
มูลค่าตามบัญชีของส่วน ของเจ้าของ ณ วันสิ้นปี	87	69.41	82.48	0.39	413.62
กำไรสำหรับงวดปี	87	10.95	14.92	-4.03	57.32

#### 4.2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient)

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) เป็นการวัดระดับความสัมพันธ์เบื้องต้นระหว่างตัวแปรอิสระ ได้แก่ มูลค่าตามบัญชีของส่วน  
ของเจ้าของ กำไรสำหรับงวดปี มาตรฐานในการรายงานความยั่งยืน และระดับการเปิดเผยของรายงาน  
ความยั่งยืน กับตัวแปรตาม คือ มูลค่าของกิจการ โดยทดสอบว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันมาก  
น้อยเพียงใด หากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเข้าใกล้ 1 หรือ -1 แสดงว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กัน  
ในระดับสูง แต่ถ้าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันในระดับ  
ที่ต่ำ โดนเครื่องหมายบวกหรือลบของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์นั้นแสดงถึงทิศทางของความสัมพันธ์  
ระหว่างตัวแปร โดยเครื่องหมายบวกแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน และเครื่องหมายลบ  
แสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งผลทางสถิติแสดงไว้ในตารางที่ 4.5 และ 4.6

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของกิจการกับมาตรฐานในการรายงานความยั่งยืน  
และข้อมูลทางด้านบัญชี ได้แก่ มูลค่าตามบัญชีของส่วนของเจ้าของ กำไรสำหรับงวดปี สำหรับกลุ่ม  
ตัวอย่างจำนวน 113 ตัวอย่างที่มีการจัดทำรายงานความยั่งยืน พบว่ามูลค่าของกิจการมีความสัมพันธ์  
กับมูลค่าตามบัญชีของส่วนของเจ้าของและกำไรสำหรับงวดปีในทิศทางบวกที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 มี  
ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.855 และ 0.850 ตามลำดับ หมายความว่ายิ่งบริษัทมี  
มูลค่าตามบัญชีของส่วนของเจ้าของหรือกำไรสำหรับงวดปีเพิ่มขึ้นจะส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของมูลค่าของ

กิจการเช่นเดียวกันตามความสัมพันธ์ของ Valuation Model ของ Ohlsen (1995) ในขณะที่มาตรฐานในการรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 1 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ และกำไรสำหรับงวดปีอย่างไม่มีนัยสำคัญ 0.05 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.128 และ 0.172 ตามลำดับ แต่มาตรฐานในการรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 1 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ 0.05 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.217

อย่างไรก็ตาม มาตรฐานในการรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 2 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ 0.05 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.197 เช่นเดียวกันกับความสัมพันธ์กับมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นและกำไรสำหรับปีที่มีทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ 0.01 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.304 และ 0.237 ตามลำดับ

เมื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมาตรฐานในการรายงานความยั่งยืน พบว่ามาตรฐานในการรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 1 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมาตรฐานในการรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 2 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันอยู่ที่ 0.770 ดังตารางที่ 4.5



ตารางที่ 4.5

ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของกิจการกับมาตรฐานในการรายงานความยั่งยืนและข้อมูลทางด้านบัญชี

		มูลค่าของกิจการ	มูลค่าตามบัญชีของ ส่วนของเจ้าของ	กำไรสำหรับงวดปี	มาตรฐานในการ รายงานความยั่งยืน กลุ่มที่ 1	มาตรฐานในการ รายงานความยั่งยืน กลุ่มที่ 2
มูลค่าของกิจการ	Pearson Correlation	1				
	p-value					
มูลค่าตามบัญชีของส่วนของเจ้าของ	Pearson Correlation	0.855**	1			
	p-value	0.000				
กำไรสำหรับงวดปี	Pearson Correlation	0.850**	0.853**	1		
	p-value	0.000	0.000			
มาตรฐานในการรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 1	Pearson Correlation	0.128	0.217*	0.172	1	
	p-value	0.177	0.021	0.069		
มาตรฐานในการรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 2	Pearson Correlation	0.197*	0.304**	0.237**	0.770**	1
	p-value	0.037	0.001	0.003	0.000	

\*\* ความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 (2-tailed)

\* ความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (2-tailed)

สำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของกิจการกับระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนและข้อมูลทางด้านบัญชี ได้แก่ มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรสำหรับงวดปี สำหรับกลุ่มตัวอย่างที่รายงานความยั่งยืนจัดทำตามกรอบการรายงานของ GRI จำนวน 87 ตัวอย่าง พบว่ามูลค่าของกิจการมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นและกำไรสำหรับงวดปีในทิศทางบวกที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.861 และ 0.849 ตามลำดับ ตามความสัมพันธ์ของ Valuation Model ของ Ohlson (1995) เช่นเดียวกับระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 2 และกลุ่มที่ 3 ที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับมูลค่าของกิจการที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.285 และ 0.336 ตามลำดับ ในขณะที่ระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 1 และกลุ่มที่ 4 มีความสัมพันธ์เชิงลบและเชิงลบบอย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.202 และ -0.007 ตามลำดับ

เมื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนกับข้อมูลทางด้านบัญชี พบว่าระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 2 และกลุ่มที่ 3 ที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.271 และ 0.319 ตามลำดับ ในขณะที่ระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 1 และกลุ่มที่ 4 มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.078 และ 0.054 ตามลำดับ ขณะที่ระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนทั้งกลุ่มที่ 1 กลุ่มที่ 2 กลุ่มที่ 3 และกลุ่มที่ 4 กับกำไรสำหรับงวดปีมีความสัมพันธ์ทั้งเชิงบวกและเชิงลบบอย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ -0.052, 0.146, 0.183 และ -0.146 ตามลำดับ

เมื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืน พบว่าระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 1 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 2 กลุ่มที่ 3 และกลุ่มที่ 4 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันอยู่ที่ 0.578, 0.405 และ 0.296 ตามลำดับ เช่นเดียวกับระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 2 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 3 และกลุ่มที่ 4 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันอยู่ที่ 0.701 และ 0.513 ตามลำดับ และสุดท้ายที่ระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 3 และกลุ่มที่ 4 มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันอยู่ที่ 0.732 ดังตารางที่ 4.6

ตารางที่ 4.6

ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของกิจการกับระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนและข้อมูลทางด้านบัญชี

		มูลค่าของกิจการ	มูลค่าตามบัญชีของส่วน ของเจ้าของ	กำไรสำหรับงวดปี	ระดับการเปิดเผย ของรายงานความ ยั่งยืนกลุ่มที่ 1	ระดับการเปิดเผย ของรายงานความ ยั่งยืนกลุ่มที่ 2	ระดับการเปิดเผย ของรายงานความ ยั่งยืนกลุ่มที่ 3	ระดับการเปิดเผย ของรายงานความ ยั่งยืนกลุ่มที่ 4
มูลค่าของกิจการ	Pearson Correlation	1						
	p-value							
มูลค่าตามบัญชีของส่วน ของเจ้าของ	Pearson Correlation	0.861**	1					
	p-value	0.000						
กำไรสำหรับงวดปี	Pearson Correlation	0.849**	0.841**	1				
	p-value	0.000	0.000					
ระดับการเปิดเผยของ รายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 1	Pearson Correlation	0.202	0.078	-0.052	1			
	p-value	0.601	0.474	0.632				
ระดับการเปิดเผยของ รายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 2	Pearson Correlation	0.285**	0.271*	0.146	0.578**	1		
	p-value	0.007	0.011	0.176	0.000			
ระดับการเปิดเผยของ รายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 3	Pearson Correlation	0.336**	0.319**	0.183	0.405**	0.701**	1	
	p-value	0.001	0.003	0.090	0.000	0.000		
ระดับการเปิดเผยของ รายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 4	Pearson Correlation	-0.007	0.054	-0.146	0.296**	0.513**	0.732**	1
	p-value	0.950	0.620	0.176	0.005	0.000	0.000	

\*\* ความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 (2-tailed)

\* ความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (2-tailed)

### 4.3 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ในการทดสอบการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการตามสมมติฐานการวิจัยที่ได้ตั้งไว้ ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบสมมติฐานแบ่งเป็น 2 สมการ คือ สมการที่ 1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมาตรฐานในการรายงานความยั่งยืนกับมูลค่าของกิจการ และสมการที่ 2 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยในการรายงานความยั่งยืนกับมูลค่าของกิจการ โดยอธิบายผลการทดสอบในแต่ละสมการดังนี้

สมการที่ 1 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างมาตรฐานในการรายงานความยั่งยืนกับมูลค่าของกิจการ พบว่าค่า R-Square เท่ากับ 0.790 ค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.782 แสดงว่าสมการความสัมพันธ์นี้สามารถอธิบายมูลค่าของกิจการได้ร้อยละ 78.2 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ( $F=101.524$ )

เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ในแต่ละตัวแปร พบว่ามูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นของเจ้าของ หนี้สินปีและกำไรสำหรับงวดปีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีค่า Coefficients เท่ากับ 1.138 และ 5.628 ตามลำดับสอดคล้องกับสมการความสัมพันธ์ของ Valuation Model ของ Ohlson (1995) หมายความว่า ถ้ามูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นและกำไรสำหรับงวดปีเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ในมุมของมาตรฐานในการรายงานความยั่งยืน พบว่า มาตรฐานในการรายงานความยั่งยืนทั้งกลุ่มที่ 1 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ค่า Coefficients เท่ากับ 2.218 ขณะที่มาตรฐานการในการรายงานความยั่งยืนทั้งกลุ่มที่ 2 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าของกิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ค่า Coefficients เท่ากับ -32.862 ดังตารางที่ 4.7

ในส่วนของสมการที่ 2 ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยในการรายงานความยั่งยืนกับมูลค่าของกิจการ พบว่าค่า R-Square เท่ากับ 0.838 ค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.826 แสดงว่าสมการความสัมพันธ์นี้สามารถอธิบายมูลค่าของกิจการได้ร้อยละ 82.6 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ( $F=68.871$ )

เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ในแต่ละตัวแปร พบว่ามูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นของเจ้าของ หนี้สินปีและกำไรสำหรับงวดปีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีค่า Coefficients เท่ากับ 0.975 และ 5.941 ตามลำดับสอดคล้องกับสมการความสัมพันธ์ของ Valuation Model ของ Ohlson (1995) หมายความว่า ถ้ามูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นและกำไรสำหรับปีเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น เช่นเดียวกันกับระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 1 ที่พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 โดยมีค่า Coefficients เท่ากับ 106.735

อย่างไรก็ตาม ระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 2 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่า Coefficients เท่ากับ 30.375 ในขณะที่ระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 3 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่า Coefficients เท่ากับ 58.828 และสุดท้ายที่ระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนกลุ่มที่ 4 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่า Coefficients เท่ากับ 38.359 ดังตารางที่ 4.7

ตารางที่ 4.7

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการ

	สมมติฐาน	สมการที่ 1		สมการที่ 2	
		Coefficients	P-Value	Coefficients	P-Value
มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น วันสิ้นปี	เชิงบวก	1.138*	0.000	0.975**	0.000
กำไรสำหรับงวดปี	เชิงบวก	5.628*	0.000	5.941**	0.000
มาตรฐานการในการรายงาน ความยั่งยืนกลุ่มที่ 1	เชิงบวก	2.218	0.947		
มาตรฐานการในการรายงาน ความยั่งยืนกลุ่มที่ 2	เชิงบวก	-32.862	0.263		
ระดับการเปิดเผยของรายงาน ความยั่งยืนกลุ่มที่ 1	เชิงบวก			106.735**	0.001
ระดับการเปิดเผยของรายงาน ความยั่งยืนกลุ่มที่ 2	เชิงบวก			-30.375	0.283
ระดับการเปิดเผยของรายงาน ความยั่งยืนกลุ่มที่ 3	เชิงบวก			58.828	0.070
ระดับการเปิดเผยของรายงาน ความยั่งยืนกลุ่มที่ 4	เชิงบวก			-38.359	0.196
ค่าคงที่		31.173	0.118	-78.138	0.001
จำนวนตัวอย่าง		113		87	
R <sup>2</sup>		0.790		0.838	
Adjusted R <sup>2</sup>		0.782		0.826	
F-Value		101.524		68.871	
P-Value		0.000		0.000	

\*\* ความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 (2-tailed)

\* ความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (2-tailed)



## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

การสรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะของงานวิจัยฉบับนี้ ประกอบด้วย สรุปผลการวิจัย อภิปรายผลการวิจัย ข้อจำกัดงานวิจัย และข้อเสนอแนะงานวิจัยในอนาคต ดังนี้

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

การวิจัยเรื่อง “ความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการรายงานความยั่งยืนกับมูลค่าของกิจการ เพื่อประโยชน์ให้ในการวิเคราะห์พิจารณาการเติบโตอย่างยั่งยืน และเป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน และผู้บริหารสามารถวางแผนจัดการเกี่ยวกับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน และใช้แนวทางในการกำหนดนโยบายบริหารจัดการเกี่ยวกับการนำแนวคิดการเติบโตอย่างยั่งยืนมาผสมผสานเข้ากับกลยุทธ์การดำเนินงานของบริษัทได้อย่างเหมาะสม

ผู้วิจัยโดยเลือกใช้ Valuation Model ของ Ohlson (1995) สำหรับการวัดมูลค่าของกิจการผ่านราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการใช้ความสัมพันธ์ของทั้งราคาหลักทรัพย์ ข้อมูลทางด้านบัญชี และข้อมูลอื่นที่ไม่ใช่ข้อมูลทางบัญชี ตัวแปรต้นที่ใช้ในการวิจัยนี้ แบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม คือ ตัวแปรที่เป็นข้อมูลทางด้านบัญชี ได้แก่ มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น วันสิ้นปี และกำไรสำหรับงวดปี และตัวแปรที่ไม่ใช่ข้อมูลทางบัญชี คือ การจัดทำรายงานความยั่งยืน โดยใช้มาตรฐานที่เลือกใช้ในการจัดทำรายงานความยั่งยืน ระดับของการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนที่จัดทำตามกรอบการรายงานของ GRI เป็นตัวชี้วัดของรายงานความยั่งยืน ซึ่งมาตรฐานที่เลือกใช้ในการจัดทำรายงานความยั่งยืน แบ่งออกเป็น 2 กลุ่มตัวแปรหุ่น คือ กลุ่มที่ไม่ได้จัดทำรายงานความยั่งยืนตามแนวปฏิบัติที่แต่ละบริษัทพัฒนาขึ้น (Company Practice) และกลุ่มที่จัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI (GRI's Guidelines) ขณะที่ระดับของการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนแบ่งออกเป็น 4 ตัวแปรหุ่น ได้แก่ 1) กลุ่มที่เปิดเผยรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ C ขึ้นไป 2) กลุ่มที่เปิดเผยรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ B ขึ้นไป 3) กลุ่มที่เปิดเผยรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ A ขึ้นไป และ 4) กลุ่มที่เปิดเผยรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 4 ขึ้นไป

โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลทางด้านบัญชี และรายงานความยั่งยืนเป็นข้อมูลระหว่าง

ปี พ.ศ. 2544-2557 และมูลค่าของกิจการเป็นราคาตลาด ณ วันสุดท้ายของเดือนที่สี่หลังจากวันสิ้นปี ระหว่างปี พ.ศ. 2545-2558 โดยวิเคราะห์ข้อมูลบริษัททั้งหมดที่จัดทำรายงานความยั่งยืนเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมาตรฐานการในการรายงานความยั่งยืนกับมูลค่าของกิจการ และแยกวิเคราะห์เฉพาะบริษัทที่จัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยในการรายงานความยั่งยืนกับมูลค่าของกิจการ ด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนกับมูลค่าของกิจการพบว่าระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนที่จัดทำตามกรอบการรายงานของ GRI กลุ่มที่ 1 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งหมายความว่าถ้าบริษัทเลือกใช้มาตรฐานการรายงานตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ C ขึ้นไป มูลค่าของกิจการก็มีโอกาสเพิ่มสูงขึ้นเช่นเดียวกัน

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนกับมูลค่าของกิจการพบว่าระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนที่จัดทำตามกรอบการรายงานของ GRI กลุ่มที่ 2 กลุ่มที่ 3 และกลุ่มที่ 4 มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญ ทั้งนี้ พบว่าเมื่อบริษัทเลือกเปิดเผยข้อมูลตามกรอบการรายงานของ GRI จาก ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ C หรือ C+ เป็นระดับ B ขึ้นไปมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่าของกิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญ ในขณะที่เมื่อบริษัทเลือกเปิดเผยข้อมูลตามกรอบการรายงานของ GRI จาก ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ B หรือ B+ เป็นระดับ A ขึ้นไปมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่าของกิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญ และเมื่อบริษัทเลือกเปิดเผยข้อมูลตามกรอบการรายงานของ GRI จาก ฉบับที่ 4 ขึ้นไปกลับพบว่าความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่าของกิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญ

ในส่วนของมาตรฐานการที่ใช้ในการจัดทำรายงานความยั่งยืน ผลการศึกษาพบว่าเมื่อบริษัทเปลี่ยนจากการจัดทำรายงานความยั่งยืนตามแนวปฏิบัติที่แต่ละบริษัทพัฒนาขึ้น (Company Practice) ไปเป็นการจัดทำตามมาตรฐานฉบับต่าง ๆ พบว่ามาตรฐานกลุ่มที่ไม่ได้เป็นไปตามแนวปฏิบัติที่แต่ละบริษัทพัฒนาขึ้น (Company Practice) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญ แต่เมื่อบริษัทเลือกจัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI (GRI's Guidelines) เพียงอย่างเดียวกลับพบความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่าของกิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญ โดยเมื่อเปรียบเทียบค่า Adjusted R-Square พบว่าระดับการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนสามารถอธิบายมูลค่าของกิจการได้สูงถึงร้อยละ 82.6 ขณะที่มาตรฐานในการรายงานความยั่งยืนสามารถอธิบายมูลค่าของกิจการได้เพียงร้อยละ 78.2

ผลการศึกษาดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าการที่มูลค่าของกิจการปรับตัวในทิศทางบวกจากการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 หรือ 3.1 ระดับ C ขึ้นไป

ทั้งนี้เนื่องมาจากการปรับเปลี่ยนในสาระสำคัญของการเปิดเผยรายงาน กรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 ที่ประกาศใช้เมื่อปีค.ศ. 2006 เป็นต้นมา จะระบุชัดเจนถึงวิธีการรายงาน (How to Report) ซึ่งประกอบด้วย หลักการที่ใช้ในการจัดทำข้อมูลในเชิงเนื้อหา คุณภาพ และขอบเขต กับสิ่งที่ต้องรายงาน (What to Report) ซึ่งประกอบด้วย 1) การเปิดเผยข้อมูลที่เป็นมาตรฐานทั่วไป เช่น กลยุทธ์ และการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงองค์กร รายละเอียดเกี่ยวกับองค์กร รวมถึงการกำกับดูแล พันธกิจและข้อผูกพันขององค์กร และที่สำคัญคือ 2) ส่วนเพิ่มเติมเฉพาะด้าน เช่น แนวทางบริหารจัดการและตัวชี้วัด การดำเนินงานในด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม โดยการที่บริษัทจะประเมินระดับของการเปิดเผยข้อมูลว่าเป็นระดับ A, B หรือ C ขึ้นอยู่กับความครบถ้วนของการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน ตามกรอบการรายงานของ GRI ว่าครอบคลุมมากน้อยเพียงใดตามที่ GRI กำหนด อีกทั้งกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 ถือเป็นแนวทางที่ได้รับการยอมรับโดยทั่วไป เนื่องจากจัดทำโดยอ้างอิงบรรทัดฐานและมาตรฐานต่าง ๆ ของหน่วยงานระดับโลก (Global Reporting Initiative, 2011) อาทิ United Nations, International Labour Organization (ILO) และ Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) ส่งผลให้บริษัทที่จัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ฉบับที่ 3 สามารถสร้างความนิยมและความน่าเชื่อถือได้ (Legendre and Coderre, 2013)

ทั้งนี้ การที่มูลค่าของกิจการปรับตัวในทิศทางบวกก็เนื่องมาจากว่าผู้ลงทุนให้ความสนใจต่อรายงานความยั่งยืนซึ่งเป็นข้อมูลสาธารณะและใช้รายงานความยั่งยืนเป็นส่วนหนึ่งในการตัดสินใจลงทุน (Berthelot, Coulmont and Serret, 2012; Carnevale and Mazzuca, 2013) กล่าวคือไม่เฉพาะข้อมูลทางการเงินเท่านั้นที่มีผลต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ แต่การเปิดเผยรายงานความยั่งยืนยังมีส่วนช่วยนักลงทุนในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ของกิจการ กอปรกับการที่บริษัทมีการดำเนินการเกี่ยวกับความยั่งยืนที่เพิ่มมากขึ้นยังสามารถช่วยให้บริษัทลดต้นทุนจากการมีระบบควบคุมภายในที่ดีขึ้นได้ ซึ่งส่งผลต่อความสามารถในการสร้างผลกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการที่เพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน อย่างไรก็ตามการเปลี่ยนแปลงนี้จะต้องมาจากการปรับปรุงระบบการทำงานของ บริษัทเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของห่วงโซ่อุปทานและพัฒนาผลิตภัณฑ์ไปพร้อมกันด้วย (KPMG, 2011) ซึ่งสอดคล้องกับใจความหลักของการรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI คือ การรายงานความยั่งยืนไม่ได้อยู่ที่การจัดทำเพื่อให้ได้เล่มรายงาน แต่เป็นการใช้กระบวนการของการจัดทำรายงานมาสร้างคุณค่าให้แก่องค์กรให้เกิดความยั่งยืน โดยให้ความสำคัญที่ไม่จำกัดเฉพาะการสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุน แต่ยังรวมถึงผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ อาทิ พนักงาน ลูกค้า คู่ค้า ชุมชน สิ่งแวดล้อม และสังคมโดยรวม

## 5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย

งานวิจัยนี้ ผู้วิจัยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการ เฉพาะกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลที่ได้อาจไม่สามารถนำไปปรับใช้กับตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ได้

ข้อมูลทางด้านบัญชี ได้แก่ มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นและกำไรสำหรับงวด และมูลค่าของกิจการ เป็นข้อมูลจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ฐานข้อมูล SETS SMART) ซึ่งอาจมีข้อมูลบางชุดที่แตกต่างจากแหล่งข้อมูลอื่นๆ เช่น งบการเงิน รายงานประจำปี เป็นต้น

## 5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

งานวิจัยฉบับนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืนและมูลค่าของกิจการ ดังนั้น งานวิจัยในอนาคตควรมีการทดสอบความสัมพันธ์กับตัวแปรตามอื่นที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของกิจการ เช่น อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) หรือที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ เช่น ราคาหลักทรัพย์ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ เป็นต้น

นอกจากนี้ ในส่วนของรายงานความยั่งยืน ผู้วิจัยใช้มาตรฐานในการจัดทำรายงานความยั่งยืนและระดับของการเปิดเผยของรายงานความยั่งยืนที่จัดทำตามกรอบการรายงานของ GRI ในการเก็บข้อมูล ดังนั้น งานวิจัยในอนาคตอาจศึกษาโดยใช้การวิเคราะห์เนื้อหาสาระในการเก็บข้อมูลโดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยตามรายงานความยั่งยืนในแต่ละด้านเพื่อทดสอบว่ามีตามรายงานความยั่งยืนตามกรอบการรายงานของ GRI ด้านใดที่เป็นที่สนใจของนักลงทุนหรือที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุน

การศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยศึกษาเฉพาะกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย งานวิจัยในอนาคตควรขยายการศึกษาเป็นการศึกษาทั้งตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้เห็นภาพรวมของตลาดจดทะเบียนทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ที่ชัดเจนขึ้น หรืออาจได้ผลการศึกษามีความแตกต่างออกไป

## รายการอ้างอิง

- ดวงกมล พิศาล. (2557). แนวคิดของการเติบโตอย่างยั่งยืน. *Boardroom Exclusive for Company Directors*, (35), 60-61.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2557, กันยายน 22). *DJSI ประกาศ 10 บจ. ไทย ได้รับคัดเลือก เป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีแห่งความยั่งยืน ปี 2557*. สืบค้นจาก <http://www.set.or.th/>
- ธีรพร ทองชะโชค. (2556). การใช้แบบจำลองสมการโครงสร้างในการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจมหาวิทาลัยธรรมศาสตร์*, 36(140), 71-97.
- บัณฑิต เศรษฐศิริโรตม์ และ นนท นุชหมอน. (ม.ป.ป.). การประชุม Rio+20 : จาก “การพัฒนาที่ยั่งยืน” สู่กระแส “เศรษฐกิจสีเขียว”. สืบค้นจาก [http://www.stou.ac.th/Foreign/Upload/เอกสารประกอบการอภิปราย\\_ดร.บัณฑิต%20เศรษฐศิริโรตม์.pdf](http://www.stou.ac.th/Foreign/Upload/เอกสารประกอบการอภิปราย_ดร.บัณฑิต%20เศรษฐศิริโรตม์.pdf)
- เบญจวรรณ แซ่ลี. (2555). ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, คณะบริหารธุรกิจ, สาขาบริหารธุรกิจ.
- พรวิดิ วัฒนากลาง. (2552). การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 Index. (วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, สาขาบัญชี. DOI: 10.14457/KU.the.2009.674
- วัชณีพร เศรษฐสุกโก. (12 พฤษภาคม 2546). การบริหารธุรกิจเพื่อความยั่งยืน. *กรุงเทพธุรกิจ*. สถาบันธุรกิจเพื่อสังคม. (2556). CSRI มุ่งมั่นผลักดันให้องค์กรธุรกิจไทยก้าวไปสู่ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI). *CSRI Newsletter*, 2(1), 2.
- สถาบันไทยพัฒนา. (2555). *CSR กับ SD เหมือนหรือต่างกัน*. สืบค้นจาก <http://www.thaicr.com/2012/06/csr-sd.html>
- สถาบันไทยพัฒนา. (2555). *รายงานความยั่งยืนสำคัญอย่างไร*. สืบค้นจาก [http://www.thaicr.com/2012/11/blog-post\\_20.html](http://www.thaicr.com/2012/11/blog-post_20.html)
- สถาบันพัฒนาธุรกิจอย่างยั่งยืน. (2556). ความรับผิดชอบต่อสังคมเพื่อความยั่งยืนขององค์กร. สืบค้นจาก [http://www.set.or.th/yfs/2015/download/YFS2015\\_YFSCamp2015\\_Reading08.pdf](http://www.set.or.th/yfs/2015/download/YFS2015_YFSCamp2015_Reading08.pdf)

- สำนักความร่วมมือด้านทรัพยากรธรรมชาติและสิ่งแวดล้อมระหว่างประเทศ. (2557). *การประชุมสหประชาชาติว่าด้วยการพัฒนาที่ยั่งยืน ค.ศ. ๒๐๑๒ หรือ Rio+20*. สืบค้นจาก [http://oic.mnre.go.th/ewt\\_news.php?nid=50&filename=index](http://oic.mnre.go.th/ewt_news.php?nid=50&filename=index)
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2556). *แผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน (Sustainability Development Roadmap)*. สืบค้นจาก [http://www.sec.or.th/TH/Documents/sd\\_roadmap/sd\\_roadmap\\_p.pdf](http://www.sec.or.th/TH/Documents/sd_roadmap/sd_roadmap_p.pdf)
- สุภัทสร วะโนภาส. (2556). *ปัจจัยผลักดันและอุปสรรคในการจัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืนของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย*. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ.
- สุวพร พรชัย, และ วรรณรพี บานชื่นวิจิตร. 2556. ความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีศึกษาบริษัท ไทยรุ่งยู เนียนคาร์ จำกัด (มหาชน). *วารสารการเงิน การธนาคาร และการลงทุน*, 1(3), 355-373.
- อนุช อภากริม. (2545). *การพัฒนาอย่างยั่งยืน คำตอบอยู่ในความหลากหลาย*, กรุงเทพฯ: รุ่งเรืองสาส์นการพิมพ์.
- อำนวยการ เจริญทองเลิศ. (2552). *ความคิดเห็นของนักลงทุนต่อการรายงานความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรธุรกิจในด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม*. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, คณะบริหารธุรกิจ, สาขาบริหารธุรกิจ.
- Berman, S. L., Wicks, A. C., Kotha, S., & Jones, T. M. (1999). Dose stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy Of Management Journal*, 42(5), 488-506. DOI:10.2307/256972
- Berthelot, S., Coulmont, M., and Serret, V. (2012). Do investors value sustainability reports? A Canadian study. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, 19(6), 355-363. DOI:10.1002/csr.285
- Cardamone, P., Carnevale, C., and Giunta, F. (2012). The value relevance of social reporting: evidence from listed Italian companies. *Journal of Applied Accounting Research*, 13(3), 255. DOI:10.1108/09675421211281326

- Chen, L., Feldmann A. and Tang O. (2015). The relationship between disclosures of corporate social performance and financial performance: Evidences from GRI reports in manufacturing industry. *International Journal of Production Economics*, Available online 13 April 2015, ISSN 0925-5273, <http://dx.doi.org/10.1016/j.ijpe.2015.04.004>.
- Chen, L., Tang, O., and Feldmann, A. (2015). Applying GRI reports for the investigation of environmental management practices and company performance in Sweden, China and India. *Journal of Cleaner Production*, 36. DOI:10.1016/j.jclepro.2014.02.001
- Chen, R., C. Y. and Lee, C. (2015). Does corporate value affect the relationship between corporate social responsibility and stock returns?. *Proceedings of the Second European Academic Research Conference on Global Business, Economics, Finance and Banking (EAR15Swiss Conference)*. ISBN: 978-1-63415-477-2 Zurich-Switzerland, 3-5 July, 2015 Paper ID: Z5119
- Cormier, D., and Magnan, M. (2007). The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective. *Ecological Economics*, 62(3-4), 613-626. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.ecolecon.2006.07.030>
- Corporate Citizenship. (2012). *Adding value through sustainability reporting*. Retrieved from <http://corporate-citizenship.com/wp-content/uploads/Adding-Value-Report-Final.pdf>
- Corporate Citizenship. (2015). *The future of reporting from routine to strategic*. Retrieved from <http://corporate-citizenship.com/our-insights/the-future-of-reporting-from-routine-to-strategic/>
- Cozma Ighian, D. S. (2015). Integrated reporting – the future of financial reporting. *Internal Auditing & Risk Management*, 1(2), 125-133.
- Crisostomo, V. L., Freire, F. d., & Vasconcellos, F. C. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295-309.

- De Klerk, M., and De Villiers, C. (2012). The value relevance of corporate responsibility reporting: South African evidence. *Meditari Accountancy Research*, 20(1), 21-37. DOI:10.1108/10222521211234200
- De Klerk, M., De Villiers, C., and Staden, C. v. (2015). The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices. *Pacific Accounting Review (Emerald Group Publishing Limited)*, 27(2), 208-228. DOI:10.1108/PAR-05-2013-0047
- De Villiers, C., and Staden, C. v. (2012). New Zealand shareholder attitudes towards corporate environmental disclosure. *Pacific Accounting Review*, 24(2), 186-210. DOI:10.1108/01140581211258470
- Donaldson, T., and Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. *Academy Of Management Review*, 20(1), 65-91. DOI:10.5465/AMR.1995.9503271992
- Ebner D. (2008, September). *The relationship between sustainable development and corporate social responsibility*. Paper presented at the Corporate Responsibility Research Conference 2006, Dublin.
- English, D. M., and Schooley, D. K. (2014). The Evolution of Sustainability Reporting. *CPA Journal*, 84(3), 26-35.
- Ernst & Young and GreenBiz Group. (2011). *Six growing trends in corporate sustainability*. Retrieved from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Six\\_growing\\_trends\\_in\\_corporate\\_sustainability/\\$FILE/CCaSS%206%20Trends%20GSA.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Six_growing_trends_in_corporate_sustainability/$FILE/CCaSS%206%20Trends%20GSA.pdf)
- Ernst & Young and GreenBiz Group. (2013). *2013 Six growing trends in corporate sustainability*. Retrieved from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Six\\_growing\\_trends\\_in\\_corporate\\_sustainability/\\$FILE/CCaSS%206%20Trends%20GSA.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Six_growing_trends_in_corporate_sustainability/$FILE/CCaSS%206%20Trends%20GSA.pdf)
- Ernst & Young and The Boston College Center for Corporate Citizenship. (2013). *Value of sustainability reporting*. Retrieved from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY\\_-\\_Value\\_of\\_sustainability\\_reporting/\\$FILE/EY-Value-of-Sustainability-Reporting.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Value_of_sustainability_reporting/$FILE/EY-Value-of-Sustainability-Reporting.pdf)
- Fama E.F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25, 383-417.



- Farooque, O. A., and Ahulu, H. (2015). Environmental reporting in the UK, Australia, and South African multinational companies. *Journal of Developing Areas*, 49(6), 103-118.
- Fernandez-Feijoo, B., Romero, S., and Ruiz, S. (2013). Effect of stakeholders' pressure on transparency of sustainability reports within the GRI framework. *Journal of Business Ethics*, 122(1), 53-63. DOI: 10.1007/s10551-013-1748-5 DOI no.: 10.1007/s10551-013-1748-5
- Finch, N. (2005). *The Motivations for Adopting Sustainability Disclosure (August 2005)*. Macquarie Graduate School of Management Working Paper No. 2005-17. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=798724> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.798724>
- Fiori, G., Di Donato, F. and Izzo, M. F. (2009). Corporate social responsibility on stock prices of Italian listed companies. PMA Conference, 15-16 April 2009.
- Fisher-Vanden, K., and Thorburn, K. S. (2011). Voluntary corporate environmental initiatives and shareholder wealth. *Journal of Environmental Economics and Management*, 62(3), 430-445. DOI:10.1016/j.jeem.2011.04.003
- Freeman, R. E., and Philips, R. A. (2002). Stakeholder theory: a libertarian defense. *Business Ethics Quarterly*, 12(3), 331-349.
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston.: Pitman.
- Global Reporting Initiative. (2006). *Sustainability reporting guideline version 3*. Retrieved from <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/G3-Guidelines-Incl-Technical-Protocol.pdf>
- Global Reporting Initiative. (2011). *GRI Sustainability Reporting: How valuable is the journey?*. Retrieved from <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/Starting-Points-2-G3.1.pdf>
- Global Reporting Initiative. (2011). *Sustainability reporting guideline version 3.1*. Retrieved from <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/Sustainability-and-Reporting-Trends-in-2025-1.pdf>
- Global Reporting Initiative. (2013). *Sustainability reporting guideline version 4*. Retrieved from <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/GRIG4-Part1-Reporting-Principles-and-Standard-Disclosures.pdf>

- Global Reporting Initiative. (2015). *Sustainability and reporting trends in 2025 – preparing for the future – GRI’s reporting 2025 project: first analysis paper, May 2015*. Retrieved from <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/Sustainability-and-Reporting-Trends-in-2025-1.pdf>
- Global Reporting Initiative. (n.d.). *About sustainability reporting*. Retrieved from <https://www.globalreporting.org/information/sustainability-reporting/Pages/default.aspx>
- Grieger, Andreas. (2012). Only One Earth: Stockholm and the Beginning of Modern Environmental Diplomacy. *Arcadia 2012*, (10). Retrieved from <http://www.environmentandsociety.org/arcadia/only-one-earth-stockholm-and-beginning-modern-environmental-diplomacy>
- Harmon, A. (2015). Triple bottom line (accounting). Salem Press Encyclopedia.
- Hart, S. L. (1995). A natural resource-based view of the firm. *Academy of Management Review*, 20(4), 986-1014.
- Hart, S. L., and Dowell, G. (2011). A natural resource-based view of the firm fifteen years after. *Journal of Management*, 37(5), 1464-1479. Advance online publication. DOI: 10.1177/0149206310390219
- Hassel, L., Nilsson, H., and Nyquist, S. (2005). The value relevance of environmental performance. *European Accounting Review*, 14(1), 41-61. DOI:10.1080/0963818042000279722
- Hill, C. L., and Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131-154.
- Hughen, L., Lulseged, A., and Upton, D. R. (2014). Improving Stakeholder Value through Sustainability and Integrated Reporting. *CPA Journal*, 84(3), 57-61.
- Ioannou, I. and Serafeim G. (2014). The consequences of mandatory corporate sustainability reporting: evidence from four countries. Harvard Business School Working Paper No. 11-100. Available at SSRN: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1799589](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1799589)
- James, M. L. (2013). Sustainability and integrated reporting: opportunities and strategies for small and midsize companies. *Entrepreneurial Executive*, 18, 17-28.

- Jones, S., Frost, G., Loftus, J., and Van Der Laan, S. (2007). An empirical examination of the market returns and financial performance of entities engaged in sustainability reporting. *Australian Accounting Review*, 17(1), 78-87.
- Kaspereit, T., and Lopatta, K. (2016). The value relevance of SAM's corporate sustainability ranking and GRI sustainability reporting in the European stock markets. *Business Ethics: A European Review*, 25(1), 1-24. doi:10.1111/beer.12079
- Klassen, R. D., and McLaughlin, C. P. (1993). TQM and environmental excellence in manufacturing. *Industrial Management & Data Systems*, 93(6), 14. Retrieved from <http://search.proquest.com/docview/234923915?accountid=42455>
- KPMG. (2011). *KPMG international survey of corporate responsibility reporting 2011*. Retrieved from <https://www.kpmg.com/PT/pt/IssuesAndInsights/Documents/corporate-responsibility2011.pdf>
- KPMG. (2013). *The KPMG survey of corporate responsibility reporting 2013*. Retrieved from <https://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/corporate-responsibility/Documents/corporate-responsibility-reporting-survey-2013-exec-summary.pdf>
- Legendre, S., and Coderre, F. (2013). Determinants of GRI G3 Application Levels: The Case of the Fortune Global 500. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, 20(3), 182-192. doi:10.1002/csr.1285
- Lu, W., Wang, W., and Lee, H. (2013). The relationship between corporate social responsibility and corporate performance: evidence from the US semiconductor industry. *International Journal of Production Research*, 51(19), 5683-5695. DOI:10.1080/00207543.2013.776186
- McWilliams, A., and Siegel, D. S. (2011). Creating and capturing value: strategic corporate
- Mishra S. and Suar D. (2010). Does corporate social responsibility influence firm performance of Indian companies?. *Journal of Business Ethics*, 95(4). 571-601. DOI:10.1007/s10551-010-0441-1
- Moneva, J. M., and Cuellar, B. (2009). Value Relevance of Financial and Non-Financial Environmental Reporting. *Environmental and Resource Economics*, (44). 441-456. DOI: 10.1007/s10640-009-9294-4

- Moon J. (2007). The contribution of corporate social responsibility to sustainable development. *Sustainability Development*, 15. 296–306. DOI: 10.1002/sd.346
- Murray, A., Sinclair, D., Power, D., and Gray, R. (2006). Do financial markets care about social and environmental disclosure?: further evidence and exploration from the UK. *Accounting, Auditing and Accountability*, (2). 228-255.
- Ohlson, J. A. (2001). Earnings, book values, and dividends in equity valuation: an empirical perspective. *Contemporary Accounting Research*, 18(1), 107-120.
- Orlitzky M., Schmidt F. L. and Rynes S. L. (2003). Corporate social and financial performance: a meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3). 403-441. DOI: 10.1177/0170840603024003910
- ÖZÇELİK, F., AVCI ÖZTÜRK, B., and GÜRSAKAL, S. (2014). Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in Turkey. *Ataturk University Journal of Economics & Administrative Sciences*, 28(3), 189-203.
- PwC Thailand. (2013). More Asean Companies Adopting Sustainability Plans in 2013 but Challenges Remain, PwC says. Retrieved from <http://www.pwc.com/th/en/press-room/press-release/2013/new-release-04-04-2013.html>
- Saowarot Kungkajit and Muttanachai Suttipun. (2014). The relationship between corporate environmental disclosure and financial performance in Thailand: a comparative study of companies in the Stock Exchange of Thailand between property and construction, an agriculture and food industries. *Journal of Business Administration*, 37(144). 67-83.
- Savitz, A. W., and Weber, K. (2006). *The triple bottom line: how today's best-run companies are achieving economic, social, and environmental success-and how you can too*. San Francisco, Calif. : Jossey-Bass, c2006.
- Schadewitz, H., and Niskala, M. (2010). Communication via responsibility reporting and its effect on firm value in Finland. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, 17(2), 96-106. DOI:10.1002/csr.234
- social responsibility, resource-based theory, and sustainable competitive advantage. *Journal of Management*, 37(5). 1480-1495. DOI: 10.1177/0149206310385696

- Tang, Z., Hull, C. E., and Rothenberg, S. (2012). How corporate social responsibility engagement strategy moderates the CSR-financial performance relationship. *Journal of Management Studies*, 49(7), 1274-1303. DOI:10.1111/j.1467-6486.2012.01068.x
- Waworuntu, S. R., Wantah, M. D., and Rusmanto, T. (2014). CSR and financial performance analysis: evidence from top ASEAN listed companies. *Procedia - Social And Behavioral Sciences*, 164 (International Conference on Accounting Studies 2014, ICAS 2014, 18-19 August 2014, Kuala Lumpur, Malaysia), 493-500. DOI:10.1016/j.sbspro.2014.11.107
- World Commission on Environment and Development. (1987). *Our common future*. Oxford: Oxford University Press.
- Zhao J. (2008). The effect of the ISO-14001 environmental management system on corporate financial performance. *International Journal of Business Excellence*, 1(1-2). DOI: 10.1504/IJBEX.2008.017575

## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวจรัญญา อนันตชัย
วันเดือนปีเกิด	18 กันยายน 2530
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2553: บัญชีบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ตำแหน่ง	ผู้ช่วยผู้จัดการ ฝ่ายตรวจสอบบัญชี บริษัท ดีล้อยท์ ทัช โธมัทสு ไชยยศ สอบบัญชี จำกัด
ประสบการณ์ทำงาน	2553 – ปัจจุบัน: บริษัท ดีล้อยท์ ทัช โธมัทสு ไชยยศ สอบบัญชี จำกัด

