

ผลกระทบของการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนต่อมูลค่ากิจการของธุรกิจ  
กลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**The Impact of Sustainability Disclosure the Reporting on the Firm Value of  
Industrial Businesses Listed on the Stock Exchange of Thailand.**

วันที่รับบทความ: 25 เม.ย. 67

วันที่แก้ไขบทความ:

ปณณภา สอนดา\*

ครั้งที่ 1 : 8 ก.ค. 67

Poomnapha Sornda\*

ครั้งที่ 2 : 5 ส.ค. 67

**บทคัดย่อ**

วันที่ตอบรับ: 28 ส.ค. 67

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา 1) การเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2) การเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ 3) การเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของกิจการ 4) เปรียบเทียบมูลค่ากิจการระหว่างกลุ่มที่เปิดเผยข้อมูลกับกลุ่มที่ไม่เปิดเผยข้อมูลในเล่มรายงานความยั่งยืน และ 5) เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกิจการระหว่างกลุ่มที่เปิดเผยข้อมูลกับกลุ่มที่ไม่เปิดเผยข้อมูลในเล่มรายงานความยั่งยืน โดยเป็นลักษณะของการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) เก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี แบบแสดงรายการ 56-1 (One-Report) และรายงานความยั่งยืนของกลุ่มตัวอย่าง ทั้งสิ้น 92 กิจการ เก็บข้อมูลเป็นเวลา 5 ปี (ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561-2565) รวมเป็นจำนวน 460 ชุดข้อมูล โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอย Panel Regression ด้วยวิธี Fixed-Effect Panel OLS ผลการวิจัยพบว่า 1) การเปิดเผยข้อมูลรายงานความความยั่งยืนของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

\* บข.ม. คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยบูรพา (2559). ปัจจุบันเป็น อาจารย์ ประจำสาขาวิชาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยบูรพา

\* M.Acc. Burapha University (2016). Currently as Lecturer in Department of Accounting, Burapha Business School, Burapha University.

แห่งประเทศไทย อยู่ที่ 45% 2) การเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนส่งผลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $p < .05$ ) 3) การเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนไม่มีนัยสำคัญทางสถิติเพียงพอที่จะอธิบายความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกิจการ 4) มูลค่ากิจการระหว่างกลุ่มที่เปิดเผยข้อมูลกับกลุ่มที่ไม่เปิดเผยข้อมูลในเล่มรายงานความยั่งยืนไม่แตกต่างกัน 5) อัตราผลตอบแทนของกิจการระหว่างกลุ่มที่เปิดเผยข้อมูลกับกลุ่มที่ไม่เปิดเผยข้อมูลในเล่มรายงานความยั่งยืนแตกต่างกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $p < .05$ ) สรุปได้ว่า การเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่งผลต่อมูลค่ากิจการ และอัตราผลตอบแทนของกิจการ ระหว่างกลุ่มที่เปิดเผยข้อมูลกับกลุ่มที่ไม่เปิดเผยข้อมูลในเล่มรายงานความยั่งยืนแตกต่างกัน

**คำสำคัญ:** มูลค่ากิจการ อัตราผลตอบแทนของกิจการ รายงานความยั่งยืน การเปิดเผยข้อมูลกลุ่มอุตสาหกรรม

### Abstract

The purposes of this research were to study: 1) sustainability disclosure the reporting of industrial businesses listed on the Stock Exchange of Thailand. 2) sustainability disclosure the reporting that affect the firm value. 3) sustainability disclosure the reporting that affect the rate of return of the business. 4) Comparison the firm value between business groups that had disclosure and those that had not disclosure information in the sustainability report. and 5) Comparison the rates of return of businesses between business groups that had disclosure and those that had not disclosure information in the sustainability report. It is quantitative research. Data were collected from annual reports, annual information disclosure form (Form 56 -1 One Report) and sustainability report of a sample group of 92 companies. Data were collected for 5 years (from 2018-2022), totaling 460 data sets, using Panel Regression analysis by using the Fixed-Effect Panel OLS method. The

research finding showed that 1) Sustainability disclosure the reporting of industrial businesses listed on the Stock Exchange of Thailand is at 45%. 2) Sustainability disclosure the reporting affects the firm value at the statistical significance, ( $p < .05$ ). 3) Sustainability disclosure the reporting, it is not statistically significant enough to explain the relationship with the rate of return of the business. 4) The firm value between business groups that had disclosure and those that had not disclosure information in the sustainability report no different. 5) The rates of return of businesses between business groups that had disclosure and those that had not disclosure information in the sustainability report different at the statistical significance, ( $p < .05$ ). In conclusion, sustainability disclosure the reporting of industrial businesses listed on the Stock Exchange of Thailand affect the firm value and the rates of return of businesses between business groups that had disclosure and those that had not disclosure information in the sustainability report different.

**Keywords:** Firm Value, Rate of Return, Sustainability Report, Disclosure, Industrial

## บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นแหล่งระดมเงินทุน เพื่อสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมของประเทศ ผู้ถือหุ้นจะเข้ามาลงทุนเพื่อหวังผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลหรือส่วนต่างราคามูลค่าหุ้นที่เพิ่มขึ้น ส่วนผู้ประกอบการจะนำเงินทุนเหล่านั้นมาดำเนินการเพื่อหวังผลตอบแทนในรูปของกำไร แม้ว่าการลงทุนในหุ้นจะให้ผลตอบแทนที่ดีก็ตามแต่ไม่สามารถยืนยันได้ว่าผลตอบแทนเหล่านั้นจะคงอยู่ตลอดไป มีหลายสาเหตุทำให้ผลตอบแทนไม่เป็นไปตามที่คาดหวัง ส่วนหนึ่งอาจมาจากผลประกอบการของกิจการ ภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง ความไม่แน่นอนของสภาพเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม ล้วนแต่เป็นความเสี่ยงที่ส่งผลต่อการดำเนินงานของกิจการอันส่งผลต่อราคามูลค่ากิจการ และอัตราผลตอบแทนของกิจการ ปัจจุบันนักลงทุนจึงให้ความสำคัญกับกิจการที่มีการเปิดเผยข้อมูลในทุกด้านทั้งในรูปตัวเงิน นโยบาย ผลกระทบ และผลการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม ด้วยกิจการ

เหล่านี้มุ่งเน้นพัฒนาธุรกิจให้เติบโตอย่างรวดเร็วโดยคำนึงถึงการดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ  
ภายใต้แนวคิดการพัฒนากิจการให้ยั่งยืน (Environment, Social, Governance: ESG)

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้ดำเนิน  
นโยบายด้านการส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูลของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทย โดยเริ่มจากกำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) และ  
ส่งเสริมการจัดทำรายงานความยั่งยืนต่อสาธารณชนในรายงานประจำปี ตั้งแต่ปี 2557 เพื่อให้  
สะท้อนถึงนโยบายและผลกระทบในการดำเนินงานด้านความยั่งยืน โดยให้รายงานควบคู่ไปกับ  
การรายงานผลการดำเนินงานของกิจการ เพื่อให้ผู้ที่มีส่วนได้เสียเกิดการรับทราบข้อมูล สามารถ  
ตรวจสอบข้อเท็จจริงและนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้ในการตัดสินใจได้อย่างถูกต้อง (The Stock  
Exchange of Thailand, 2012) การเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส ถูกต้อง รวดเร็ว และครบถ้วน ถือเป็น  
หัวใจสำคัญของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะเป็นการเพิ่มความ  
เชื่อมั่นแก่นักลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย และตลาดทุนโดยรวม นอกจากนี้การเปลี่ยนแปลง  
ทางด้านเศรษฐกิจ สังคมและสิ่งแวดล้อม อาจนำไปสู่โอกาสและความเสี่ยงที่มีผลต่อความอยู่รอด  
และการเติบโตของกิจการในระยะยาวได้ ดังนั้นการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินอย่างเดียวอาจ  
ไม่เพียงพอสำหรับนักลงทุน (Saraphat, 2022) ควรมีการเปิดเผยข้อมูลด้านเศรษฐกิจ สังคมและ  
สิ่งแวดล้อมไว้ในรายงานประจำปี หรือจัดทำเป็นรายงานความยั่งยืน เพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสีย  
นำข้อมูลไปใช้ในการตัดสินใจเพื่อการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ สะท้อนถึงการสร้างมูลค่า  
กิจการที่แท้จริง (Peatrat, 2021)

ด้วยเหตุผลที่กล่าวมาการเปิดเผยข้อมูลในรายงานความยั่งยืนมีความจำเป็นต่อผู้มีส่วน  
ได้เสีย และมีความสำคัญอย่างมากต่อตัวกิจการ เพราะอาจส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงถึงมูลค่า  
กิจการ และอัตราผลตอบแทนของกิจการได้ หากนักลงทุนสามารถนำข้อมูลที่กิจการเปิดเผยไปใช้  
คาดการณ์เพื่อตัดสินใจลงทุนได้ทั้งปัจจุบันและอนาคตตามแนวคิด Tobin's Q (Chung & Pruitt,  
1994) กิจการอาจเป็นที่ยอมรับในหมู่นักลงทุนมากขึ้น สิ่งนั้นย่อมเป็นตัวชี้วัดสะท้อนถึงมูลค่าที่  
แท้จริงของกิจการ (Tobin & Brainard, 1977) นอกจากนี้กิจการต้องพิจารณาอัตราผลตอบแทนของ  
กิจการควบคู่ไปด้วย เพราะเป็นตัวชี้วัดถึงผลการดำเนินงานของกิจการ (Vamapruks, 2015; Pinta,

2016) ซึ่งถือเป็นตัวแปรสำคัญที่มีผลต่อการตัดสินใจในการลงทุน (Poowadin, Waiyawout, & Kittilapanon, 2020)

งานวิจัยนี้ผู้วิจัยจึงทำการศึกษาระดับการเปิดเผยข้อมูลในรายงานความยั่งยืนด้านเศรษฐกิจ สังคมและสิ่งแวดล้อมที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และอัตราผลตอบแทนของกิจการ รวมถึงเปรียบเทียบมูลค่ากิจการ และอัตราผลตอบแทนของกิจการระหว่างกลุ่มที่เปิดเผยข้อมูลกับกลุ่มที่ไม่เปิดเผยข้อมูลในเล่มรายงานความยั่งยืนของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อศึกษาการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของกิจการของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. เพื่อเปรียบเทียบมูลค่ากิจการระหว่างกลุ่มที่เปิดเผยข้อมูลกับกลุ่มที่ไม่เปิดเผยข้อมูลในเล่มรายงานความยั่งยืนของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
5. เพื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกิจการระหว่างกลุ่มที่เปิดเผยข้อมูลกับกลุ่มที่ไม่เปิดเผยข้อมูลในเล่มรายงานความยั่งยืนของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีเนื้อหา ดังนี้

1. แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับรายงานความยั่งยืน โดยมีประเด็นพื้นฐานที่กิจการควรนำมาปฏิบัติใน 3 มิติ ตามกรอบของรายงานความยั่งยืน (Global Reporting Initiative, 2011) ได้แก่

มิติบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (G) (GRI 200) ระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีสะท้อนถึงกลไกการควบคุมภายในที่ก่อให้เกิดความเป็นธรรมและโปร่งใส กลยุทธ์ด้านความยั่งยืนของกิจการสะท้อนถึงเจตนารมณ์และความมุ่งมั่นของกิจการที่จะกำกับดูแลกิจการให้เติบโตไปพร้อมกับสังคมและสิ่งแวดล้อม การบริหารความเสี่ยงและโอกาสจากการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม การจัดการห่วงโซ่อุปทานอย่างยั่งยืนสะท้อนถึงประสิทธิภาพความโปร่งใสและการมีส่วนร่วมกับคู่ค้าในห่วงโซ่อุปทาน ตั้งแต่กระบวนการคัดเลือกคู่ค้า การจัดซื้อจัดจ้าง การพัฒนานวัตกรรมของกิจการ สะท้อนให้เห็นถึงความพยายามในการเพิ่มศักยภาพการแข่งขันของธุรกิจท่ามกลางการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม เพื่อตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียพร้อมกับการสร้างคุณค่าให้แก่ธุรกิจและสังคม

มิติสิ่งแวดล้อม (E) (GRI 300) นโยบายการจัดการสิ่งแวดล้อมสะท้อนถึงแนวทางการจัดการพลังงานและทรัพยากรอย่างคุ้มค่าของกิจการ การจัดการพลังงาน การจัดหาและการใช้ไฟฟ้า น้ำมันเชื้อเพลิง รวมทั้งพลังงานอื่น ๆ อย่างคุ้มค่า การจัดการน้ำ การจัดหาและการใช้น้ำอย่างคุ้มค่า การจัดการขยะและของเสีย การควบคุมและลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจก

มิติสังคม (S) (GRI 400) สิทธิมนุษยชน การดำเนินธุรกิจมีความเกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนได้เสียหลากหลายกลุ่มที่อาจส่งผลกระทบต่อคุณภาพชีวิตและสิทธิขั้นพื้นฐานของมนุษย์ การปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม ความรับผิดชอบต่อลูกค้า/ผู้บริโภค ผลกระทบที่มีต่อชุมชน/สังคมจากการดำเนินธุรกิจ

2. แนวคิดและทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ของ Freeman (1984) กล่าวว่าผู้มีส่วนได้เสียที่สำคัญของกิจการ ได้แก่ พนักงาน ลูกค้า ผู้ถือหุ้น นักลงทุน คู่แข่ง คู่ค้า หน่วยงาน

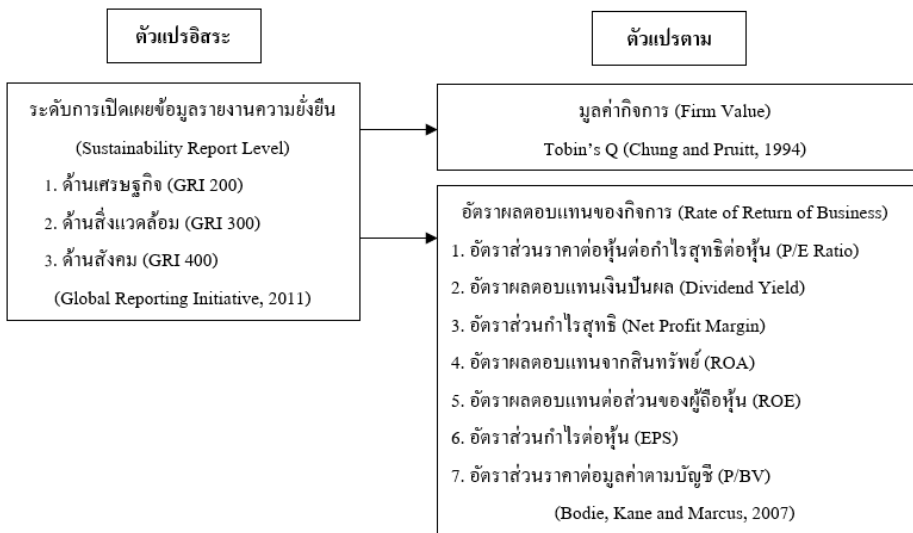
ภาครัฐ รวมถึงชุมชน ล้วนมีอิทธิพลต่อการดำเนินงานของกิจการทั้งสิ้น กิจการมีหน้าที่ต้องรับผิดชอบต่อความต้องการของผู้มีส่วนได้เสีย โดยพิจารณาถึงความจำเป็น ความเสี่ยง ผลประโยชน์ และผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากการดำเนินงานของกิจการ กิจการควรมีการเปิดเผยข้อมูลในทุก ๆ ด้านให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียรับรู้ เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในทุกมิติ ซึ่งก่อให้เกิดความเชื่อมั่นและความจงรักภักดี ส่งผลให้กิจการสามารถดำรงอยู่ต่อไปได้อย่างยั่งยืน

3. แนวคิดมูลค่ากิจการที่วัดโดยอัตราส่วน Tobin's Q มีต้นกำเนิดมาจาก Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัยเยล ซึ่งเชื่อว่า Tobin's Q เป็นตัววัดมูลค่าของกิจการที่ดีสะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ (Tobin & Brainard, 1977) ทำให้นักลงทุนสามารถนำไปใช้คาดการณ์เพื่อตัดสินใจลงทุนในอนาคตได้ ซึ่งคำนวณโดยการหารราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ในกิจการด้วยราคาเปลี่ยนแทน (Replacement Cost) ของสินทรัพย์นั้น ทั้งนี้ราคาตลาดของสินทรัพย์วัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือและหนี้สิน แต่อัตราส่วนดังกล่าวกลับไม่เป็นที่นิยมใช้เนื่องจากความยากของการได้มาซึ่งมูลค่าทางการตลาดและราคาเปลี่ยนแทนของสินทรัพย์ จึงทำให้ Chung and Pruitt (1994) ได้มีการปรับสูตร Tobin's Q ให้ง่ายขึ้นโดยคำนวณมูลค่าทางการตลาดของกิจการจากผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ (ผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญและจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น) มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ) และมูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน (มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียน และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว) และใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยนแทนของสินทรัพย์ ซึ่งกลับเป็นที่ยอมรับเพราะคำนวณได้ง่ายขึ้น ด้วยการใช่มูลค่าทางบัญชีเป็นตัวแทนของมูลค่าทางการตลาด

4. แนวคิดอัตราผลตอบแทนของกิจการตามที่ Bodie, Kane, and Marcus (2007) ได้กล่าวไว้ในหนังสือการลงทุน (Investment) เกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนที่สำคัญที่ใช้พิจารณาตัดสินใจในการลงทุน ประกอบด้วย อัตราส่วนราคาต่อหุ้นต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E Ratio) อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield) อัตราส่วนกำไรสุทธิ (Net Profit Margin) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (EPS) และ อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV)

## กรอบแนวคิด

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษามูลค่ากิจการ และอัตราผลตอบแทนของกิจการของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างกลุ่มที่เปิดเผยกับกลุ่มที่ไม่เปิดเผยข้อมูลด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมในรายงานความยั่งยืน โดยการวัดมูลค่ากิจการจากอัตราส่วน Tobin's Q ที่ปรับปรุงโดย Chung and Pruitt (1994) ที่ใช้มูลค่าราคาตลาดของหุ้นสามัญ คูณจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือของผู้ถือหุ้น แล้วนำมาบวกด้วยมูลค่าราคาตลาดของหุ้นบุริมสิทธิและมูลค่าของหนี้สิน หลังจากได้มูลค่าทั้งหมดนำมาหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ ส่วนการวัดอัตราผลตอบแทนของกิจการ จะใช้อัตราส่วนทางการเงิน คือ P/E Ratio, Dividend Yield, Net Profit Margin, ROA, ROE, EPS และ P/BV (Bodie, Kane, & Marcus, 2007) จึงได้กรอบแนวคิดดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย



## ระเบียบวิธีการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ 1) กลุ่มเปิดเผย หมายถึง กลุ่มที่รายงานข้อมูลด้านเศรษฐกิจ ด้านสังคม และด้านสิ่งแวดล้อมในเล่มรายงานความยั่งยืน 2) กลุ่มไม่เปิดเผย หมายถึง กลุ่มที่ไม่ได้รายงานข้อมูลทั้ง 3 ด้านไว้ในเล่มรายงานความยั่งยืน โดยเก็บข้อมูลในระหว่างปี พ.ศ. 2561-2565 เนื่องจากเป็นช่วงหลังที่ศูนย์พัฒนาความรับผิดชอบต่อสังคม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดทำ “คู่มือคำแนะนำการจัดทำรายงานความยั่งยืนของธุรกิจ (Business Sustainability Reporting Guidelines)” ขึ้น เพื่อเชิญชวนให้ธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดทำกรเปิดเผยข้อมูลในรายงานความยั่งยืน (The Stock Exchange of Thailand, 2017)

เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล คือ รายงานประจำปี แบบแสดงรายการ 56-1 (One-Report) และรายงานความยั่งยืนของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมจำนวนทั้งสิ้น 92 กิจการ รวมเป็นจำนวน 460 ชุดข้อมูล โดยจำแนกออกเป็น ตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม ดังนี้

- ตัวแปรอิสระ คือ ระดับการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืน (Sustainability Report Level) มี 3 ด้าน ได้แก่ 1) ด้านเศรษฐกิจ (GRI 200) 2) ด้านสิ่งแวดล้อม (GRI 300) 3) ด้านสังคม (GRI 400) (Global Reporting Initiative, 2011)

- ตัวแปรตาม คือ 1) มูลค่ากิจการโดยใช้สูตร Tobin's Q ที่ปรับปรุงโดย Chung and Pruitt (1994) วัดค่าโดยใช้มูลค่าราคาตลาดของหุ้นสามัญ คูณจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือของผู้ถือหุ้น แล้วนำมาบวกด้วยมูลค่าราคาตลาดของหุ้นบุริมสิทธิและมูลค่าของหนี้สิน หลังจากได้มูลค่าทั้งหมดนำมาหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ 2) อัตราผลตอบแทนของกิจการ (Bodie, Kane, & Marcus, 2007) ประกอบด้วย P/E Ratio, Dividend Yield, Net Profit Margin, ROA, ROE, EPS และ P/BV

วิเคราะห์จากข้อมูลทศนิยมรายปี ประเภท Panel Data ของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประชากรทั้งสิ้น จำนวน 92 กิจการ และอนุกรม

เวลา (Time-series) 5 ปี เป็นข้อมูลทั้งสิ้น 460 ข้อมูลต่อหนึ่งตัวแปร (โดยทำการเก็บข้อมูลทุกเดือนผ่านระบบ SET SMART ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

1. ใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อบรรยายลักษณะของตัวอย่าง (ระดับการเปิดเผยข้อมูลรายงานความความยั่งยืนของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างกลุ่มที่เปิดเผยกับกลุ่มที่ไม่เปิดเผยข้อมูลในเล่มรายงานความยั่งยืน) ซึ่งแสดงด้วย ค่าความถี่และร้อยละ ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

2. วิเคราะห์ถดถอย Panel Regression ด้วยวิธี Fixed-Effect Panel OLS ซึ่งสามารถสะท้อนการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของแต่ละหน่วยตัวอย่างเมื่อเวลาเปลี่ยนแปลงไป และกรณีที่มีข้อมูลช่วงยาวมีมากกว่า 2 ช่วงเวลา จะใช้วิธีการประมาณสมการถดถอยที่มี Fix Effects หรือ Fixed Effect Regression (Piriyakul, 2013) เพื่อวิเคราะห์ระดับการเปิดเผยข้อมูลรายงานความความยั่งยืนของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ และอัตราผลตอบแทนของกิจการ

3. วิเคราะห์ความแปรปรวนพหุคูณ (Multivariate Analysis of Variance : MANOVA) โดยวิเคราะห์เปรียบเทียบมูลค่ากิจการ และอัตราผลตอบแทนของกิจการระหว่างกลุ่มที่เปิดเผยข้อมูลกับกลุ่มที่ไม่เปิดเผยข้อมูลในเล่มรายงานความความยั่งยืนของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## ผลการวิจัย

ตารางที่ 1 การเปิดเผยข้อมูลรายงานความความยั่งยืนของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กลุ่ม	จำนวนข้อมูล (%)
เปิดเผย (มีเล่ม)	207 (45%)
ไม่เปิดเผย (ไม่มีเล่ม)	253 (55%)
รวม	460 (100%)

จากการเก็บข้อมูล 92 กิจการ เป็นเวลา 5 ปี รวม 460 ข้อมูล พบว่า 207 ข้อมูล (45%) มีเล่มรายงานความยั่งยืน นิยามคือ “กลุ่มเปิดเผย” และ 253 ข้อมูล (55%) ไม่มีเล่มรายงานความยั่งยืน นิยามคือ “กลุ่มไม่เปิดเผย”

ตารางที่ 2 จำนวนกิจการที่เปิดเผยรายงานความยั่งยืน จำแนกตามรายการ

Year	รายการ	GRI200EC	GRI300ENV	GRI400SOCI	Total
		จำนวนกิจการ	จำนวนกิจการ	จำนวนกิจการ	จำนวนข้อมูล
2561	0	92	92	92	276
2562	0	92	92	92	276
2563	0	21	11	4	36
2563	1-5	71	25	11	107
2563	6-10		56		56
2563	11-15			7	7
2563	16-20			70	70

Year	รายการ	GRI200EC	GRI300ENV	GRI400SOCI	Total
		จำนวนกิจการ	จำนวนกิจการ	จำนวนกิจการ	จำนวนข้อมูล
	รวม	92	92	92	276
2564	0	19	11	4	34
2564	1-5	73	24	11	108
2564	6-10		57		57
2564	11-15			5	5
2564	16-20			72	72
	รวม	92	92	92	276
2565	0	3	8	3	14
2565	1-5	1	20	9	30
2565	6-10	86	63	12	161
2565	11-15	2	1	64	67
2565	16-20			4	4
	รวม	92	92	92	276

ปี 2561 และ ปี 2562 ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืน โดยเริ่มเปิดเผยข้อมูลในปี 2563 มีกิจการที่เปิดเผยสูงสุดที่ 1-5 รายการ จำนวน 107 ข้อมูล ส่วนมากเปิดเผยใน GRI 200 จำนวน 71 ข้อมูล ต่อมาในปี 2564 มีกิจการที่เปิดเผยสูงสุดที่ 1-5 รายการ จำนวน 108 ข้อมูล ส่วนมากเปิดเผยใน GRI 200 จำนวน 73 ข้อมูล และในปี 2565 มีกิจการที่เปิดเผยสูงสุดที่ 6-10 รายการ จำนวน 161 ข้อมูล ส่วนมากเปิดเผยใน GRI 200 จำนวน 86 ข้อมูล

ตารางที่ 3 ค่าเฉลี่ยจำนวนการเปิดเผยข้อมูลในรายงานความยั่งยืน (รายการ)

Year	n	Mean (SD)			
		GRI200EC	GRI300ENV	GRI400SOCI	Total
2561	92	-	-	-	-
2562	92	-	-	-	-
2563	92	0.772 (0.422)	5.293 (2.612)	15.685 (6.416)	21.750 (8.949)
2564	92	0.793 (0.407)	5.543 (2.633)	15.837 (6.461)	22.174 (9.094)
2565	92	8.359 (1.813)	6.413 (2.750)	10.989 (3.985)	25.761 (7.969)
	460	1.980 (3.320)	3.450 (3.510)	8.500 (8.422)	13.937 (13.288)

ค่าเฉลี่ยการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความยั่งยืน (Sustainability Report Level) 5 ปี โดยเริ่มมีการเปิดเผยข้อมูลในปี 2563 ค่าเฉลี่ยรวมอยู่ที่ 13.937 รายการ มีค่าเฉลี่ยปี 2563-2565 อยู่ที่ 21.750, 22.174, 25.761 ตามลำดับ เมื่อจำแนกรายด้าน ด้านเศรษฐกิจ (GRI 200) มีค่าเฉลี่ยรวมที่ 1.980 รายการ ค่าเฉลี่ยปี 2563-2565 อยู่ที่ 0.772, 0.793, และ 8.359 ตามลำดับ ด้านสิ่งแวดล้อม (GRI 300) มีค่าเฉลี่ยรวมที่ 3.450 ค่าเฉลี่ยปี 2563-2565 อยู่ที่ 5.293, 5.543, และ 6.413 ตามลำดับ และด้านสังคม (GRI 400) มีค่าเฉลี่ยรวมที่ 8.500 ค่าเฉลี่ย ปี 2563-2565 อยู่ที่ 15.685, 15.837 และ 10.989 ตามลำดับ

ตารางที่ 4 มูลค่ากิจการ ตามการคำนวณด้วยอัตราส่วน Tobin's Q

ปี	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
2561	-	4.19	0.78	0.68
2562	0.36	5.31	1.02	0.63
2563	0.37	3.73	1.07	0.59

ปี	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
2564	0.48	5.21	1.24	0.68
2565	0.48	9.43	1.21	1.01
รวม	-	9.43	1.07	0.75

มูลค่ากิจการตามการคำนวณด้วยอัตราส่วน Tobin's Q โดยมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) = (มูลค่าหุ้นสามัญตามราคาตลาด + มูลค่าของหุ้นบุริมสิทธิ + มูลค่าของหนี้สินรวม) หารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม โดยมีค่าเฉลี่ยทั้ง 5 ปี อยู่ระหว่าง 0.78 – 1.24 ค่าเฉลี่ยรวมอยู่ที่ 1.07

#### ตารางที่ 5 อัตราผลตอบแทนของกิจการ

Rate of Return	N	Mean	Std. Deviation
PE	460	25.9895	129.25096
Di	460	3.3007	4.11359
NetProf	460	2.4742	10.38546
ROA	460	4.3168	7.91937
ROE	460	4.0614	17.88257
EPS	460	1.5589	30.42624
PBV	460	1.3264	2.19253

ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของกิจการ (Rate of Return) มีดังนี้ 1) อัตราส่วนราคาต่อหุ้นต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E Ratio) 25.99 เท่า 2) อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield) 3.30 % 3) อัตราส่วนกำไรสุทธิ (Net Profit Margin) 2.47% 4) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)

4.32% 5) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) 4.06% 6) อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (EPS) 1.56% และ 7) อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) 1.33 เท่า

ต่อไปเป็นการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ Panel Regression และการวิเคราะห์ความแปรปรวนพหุคูณ (MANOVA) ของมูลค่ากิจการ และอัตราผลตอบแทนของกิจการ ระหว่างกลุ่มที่เปิดเผย (มีเล่มรายงาน ฯ) กับกลุ่มที่ไม่ได้เปิดเผย (ไม่มีเล่มรายงาน ฯ) การศึกษาครั้งนี้เก็บข้อมูลดิบในรูปแบบของตัวเลข โดยเก็บข้อมูลถึง 460 ข้อมูล ถือว่ามีการกระจายของข้อมูลอย่างเพียงพอ ซึ่งเป็นข้อตกลงเบื้องต้นสำหรับการวิเคราะห์สถิติแบบ parametric ได้

**ตารางที่ 6** ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ Panel Regression ด้วยวิธี Fixed-Effect Panel OLS ของจำนวนการเปิดเผย รายการในรายงานความยั่งยืนกับมูลค่ากิจการ จำแนกรายปี

Year	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> Adjusted
2561	-.002	.008	-.260	.796	.001	-.013
2562	-.005	.011	-.423	.674	.002	-.011
2563	-.001	.017	-.050	.961	.000	-.015
2564	-.001	.016	-.034	.973	.000	-.015
2565	.005	.002	2.361	.019*	.015	.013
<b>β รวม</b>	<b>.005</b>	<b>.002</b>	<b>2.080</b>	<b>.038*</b>	<b>.012</b>	<b>.009</b>

\* = ระดับนัยสำคัญ .05

ในปี 2561-2564 ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงจำนวนการเปิดเผยรายการ ฯ กับมูลค่ากิจการ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติเพียงพอที่จะอธิบายความสัมพันธ์ดังกล่าว และมีค่าอิทธิพลเพียง -.001 ถึง -.005

ในปี 2565 ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงจำนวนการเปิดเผยรายการ ๑ กับมูลค่ากิจการ มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $p < .05$ ) แต่มีค่าอิทธิพล .005 กล่าวคือจำนวนการเปิดเผยรายการในรายงานความยั่งยืน เพิ่มขึ้น 1 หน่วย ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ .005 หน่วย (0.50%)

ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงจำนวนการเปิดเผยรายการ ๑ กับมูลค่ากิจการ มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่มีค่าอิทธิพล .005 และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนาย  $R^2 = .012$  (1.2%) ในภาพรวมแสดงให้เห็นว่า การเพิ่มขึ้นของจำนวนการเปิดเผยรายการในรายงานความยั่งยืนส่งผลต่อมูลค่ากิจการ

**ตารางที่ 7** ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ Panel Regression ด้วยวิธี Fixed-Effect Panel OLS  
ปี 2561 – 2565

Y	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> adjusted
PE	-.033	.487	-.069	.945	.000	-.002
DI	-.053	.011	-4.867	.000**	.050	.048
Netprof	.024	.029	.826	.409	.002	-.001
ROA	.035	.020	1.755	.080	.007	.005
ROE	.021	.113	.186	.853	.000	-.002
EPS	.008	.008	1.033	.302	.002	.000
PBV	.012	.008	1.402	.162	.004	.002
<b>β รวม</b>	<b>.015</b>	<b>.073</b>	<b>.207</b>	<b>.836</b>	<b>.000</b>	<b>-.002</b>

\*\* = ระดับนัยสำคัญ .01



ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงจำนวนการเปิดเผยรายการ ๑ กับอัตราผลตอบแทนของกิจการ พบว่า ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติเพียงพอที่จะอธิบายความสัมพันธ์กับตัวแปร P/E, NETPROF, ROA, ROE, EPS, P/BV โดยมีค่าอิทธิพลเพียง -.033, .024, .035, .021, .008, และ .012 แต่กลับมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ DI อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าอิทธิพล -.053

**ตารางที่ 8** ผลการเปรียบเทียบมูลค่ากิจการของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน

กลุ่ม	ค่าเฉลี่ย	SD	df	t	p
เปิดเผย	22,241.94	87,804.33	363	.300	.584
ไม่เปิดเผย	17,376.94	81,443.45			

ผลการเปรียบเทียบมูลค่ากิจการของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน พบว่าทั้งสองกลุ่มมีค่าเฉลี่ยของมูลค่ากิจการไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ( $p > .05$ ) แต่ทั้งนี้ค่าเฉลี่ยของมูลค่ากิจการกลุ่มที่เปิดเผยยังสูงกว่ากลุ่มที่ไม่ได้เปิดเผย

**ตารางที่ 9** ผลการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกิจการของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน

กลุ่ม	ค่าเฉลี่ย	SD	df	t	p
เปิดเผย	11,421.63	71,265.69	459	5.767	.017*
ไม่เปิดเผย	659.11	2,131.30			

\* = ระดับนัยสำคัญ .05

ผลการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกิจการของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน พบว่า ทั้งสองกลุ่มค่าเฉลี่ยแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ( $p < .05$ ) โดยกลุ่มเปิดเผยมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของกิจการที่สูงกว่า

## อภิปรายผลการวิจัย

งานวิจัยนี้อภิปรายผล 5 ประเด็น ตามวัตถุประสงค์ ดังนี้

1. ระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนของธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อยู่ในระดับปานกลาง ที่ 45% เนื่องจากกิจการส่วนมากกำลังอยู่ในช่วงศึกษารายละเอียดของการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืน โดยปีที่ได้ทำการศึกษางานวิจัยในครั้งนี้อยู่ระหว่าง ปี 2561–2565 นับว่าอยู่ในช่วงเริ่มต้น หลังจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้เผยแพร่เอกสาร “คำแนะนำในการจัดทำรายงานความยั่งยืนของธุรกิจ” ขึ้นเมื่อปี 2560 เพื่อเป็นแนวทางให้กิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเข้าใจถึงกระบวนการจัดทำรายงานความยั่งยืน ได้ดียิ่งขึ้น ซึ่งก่อนหน้านี้นั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเคยเผยแพร่ “แนวทางการจัดทำรายงานความยั่งยืน” ในปี 2555 ตามกรอบรายงาน Global Reporting Initiative (GRI) แต่ยังไม่มีการปฏิบัติตามเท่าที่ควร ซึ่งธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรต้องมีการเปิดเผยข้อมูลที่แสดงถึงนโยบาย ผลกระทบ และผลการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม ภายใต้ระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social and Governance; ESG) ซึ่งจะประโยชน์ช่วยให้ผู้มีส่วนได้เสียเห็นถึงมุมมองการดำเนินกิจการ ในมิติที่กว้างขึ้น ทำให้เกิดความเชื่อมั่นต่อองค์กร ทั้งด้านความสามารถในการดำเนินงานทางธุรกิจที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส การคืนประโยชน์สู่สังคม มีศักยภาพในการแข่งขัน และความสามารถในการสร้างผลตอบแทนได้อย่างยั่งยืนในระยะยาว ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ของ Freeman (1984) กล่าวว่าการกิจการต้องมีการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส ถูกต้อง และครบถ้วน เพื่อสร้างความ

เชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้เสีย ผลการศึกษาในครั้งนี้สอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศของ Sebrina, Taqwa, Afriyenti, and Septiari (2022) และ Baothum, Sangsawang, Inthikoth, Boonperm, and Hutthasan (2022) พบว่ามีการแบ่งระดับของการรายงานเพื่อความยั่งยืนของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยอิงดัชนีการรายงานข้อมูลสังคม และสิ่งแวดล้อม (Social and Environment Reporting Index: SER Index) ตามกรอบจัดทำรายงานของ GRI ไว้อยู่ 3 ระดับ คือ 0.00-0.33 อยู่ในระดับต่ำ, 0.34-0.67 อยู่ในระดับปานกลาง และ 0.68-1.00 อยู่ในระดับสูง

2. การเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่งผลต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้อาจเป็นเพราะการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนอย่างโปร่งใส ถูกต้อง ครบถ้วนนั้น ข้อมูลดังกล่าวจะส่งผลต่อความเชื่อมั่นและการตัดสินใจของนักลงทุน อันนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการ ทั้งยังแสดงให้เห็นถึงความใส่ใจในความรับผิดชอบต่อครอบคลุมประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (ESG) รวมถึงการบริหารความเสี่ยงจากการลงทุน เพื่อให้ผู้ลงทุนมีข้อมูลเพียงพอประกอบการพิจารณาตัดสินใจ สร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้เสีย และดึงดูดให้ผู้ลงทุนเกิดความสนใจ จนตัดสินใจร่วมลงทุนกับกิจการ ทั้งนี้สอดคล้องกับรายงานของบริษัท KPMG เรื่อง ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Impact of ESG Disclosure) ได้อธิบายว่าผู้ลงทุนชั้นนำระดับโลกอย่าง BlackRock และ Vanguard นิยมใช้ข้อมูล ESG มาวิเคราะห์สุขภาพของกิจการด้านการลงทุนในระยะยาว เพื่อให้เกิดความยั่งยืน อีกทั้งมีการนำปัจจัยด้าน ESG มาเป็นส่วนหนึ่งในเงื่อนไขการออกผลิตภัณฑ์เพื่อการลงทุน โดยเชื่อว่าธุรกิจที่คำนึงหลักการด้าน ESG จะสามารถสร้างผลตอบแทนได้อย่างสม่ำเสมอให้กับผู้ลงทุน ส่งผลให้มูลค่ากิจการของธุรกิจดังกล่าวเพิ่มสูงขึ้น (Manapreechadeelert & Yanyongpanich, 2023) ซึ่งเป็นไปตามแนวคิดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของ Tobin and Brainard (1977) กล่าวว่า ข้อมูลทุกด้าน คือ สิ่งสำคัญที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ทั้งนี้ย่อมส่งผลตามมาต่อราคาหลักทรัพย์ หรือราคาหุ้นที่ใช้ในการคำนวณหามูลค่ากิจการ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศของ Thanjunpong, Dechsiri, and Awirothananon (2019) และ Ratanacharoenchai, Rachapradit, and Nettayanun (2017) ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนมีผลกระทบ

ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนตามกรอบมาตรฐานสากล (GRI) เปรียบเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกให้แก่นักลงทุนได้ทราบถึงความคุ้มค่าและประโยชน์เชิงเศรษฐกิจที่จะได้รับ ซึ่งถือเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการอย่างแท้จริง นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศของ Van Linh, Hung, and Binh (2022) และ Muttha (2022) พบว่าระดับการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนตาม GRI มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการด้วย เหตุผลดังกล่าวข้างต้นจึงเป็นที่มาให้มูลค่ากิจการเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้เพราะกิจการได้มีการเปิดเผยข้อมูลครบทุกด้านอย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งข้อมูลที่เป็นตัวเงิน และข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน

3. การเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของกิจการ (ยกเว้น DI) อาจเป็นเพราะไม่ว่าจะมีการเปิดเผยหรือไม่เปิดเผยข้อมูลในรายงานความยั่งยืนไว้ก็ตาม แต่อัตราผลตอบแทนที่กิจการควรได้รับจะต้องเพิ่มขึ้นเสมอตามทฤษฎีตัวแทนของผู้บริหาร เพราะผู้บริหรมุ่งหวังให้ธุรกิจมีผลตอบแทนในอัตราที่สูง เพื่อตอบสนองต่อความต้องการของผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งนั่นจะกลายเป็นผลตอบแทนที่ผู้บริหารพึงได้รับด้วยเช่นกัน และสืบเนื่องจากระยะเวลาที่ทำการศึกษาอยู่ระหว่างปี 2561-2565 อยู่ในช่วงสถานการณ์โควิด (Covid-19) กิจการไม่สามารถควบคุมปัจจัยภายนอกที่เข้ามากระทบได้ ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของกิจการหรือผลการดำเนินงานไม่ได้ขึ้นอยู่กับการเปิดเผยข้อมูล แต่อย่างไรก็ตามผลการศึกษากครั้งนี้มีตัวแปร DI (อัตราผลตอบแทนเงินปันผล) ซึ่งเป็นหนึ่งในตัวแปรของอัตราผลตอบแทนของกิจการ ที่ให้ผลขัดแย้งกับตัวแปรอื่น ๆ ที่ศึกษา กล่าวคือ หากมีการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนเพิ่มขึ้นส่งผลให้ DI เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งเป็นไปตามหลักการคำนวณของ DI กล่าวคือ เมื่อราคาหลักทรัพย์หรือราคาหุ้นของกิจการที่เปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้ DI ลดลง ซึ่งมองในฐานะของกิจการเมื่อราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ส่งผลให้กิจการมีอัตราผลตอบแทนเพิ่ม แต่ถ้ามองในฐานะของนักลงทุน ๆ จะต้องยอมซื้อหลักทรัพย์ในราคาที่สูงขึ้น ทั้งนี้เพราะปัจจุบันนักลงทุนหันมาให้ความสำคัญกับธุรกิจที่มีการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืน (ESG) มากขึ้น เพราะธุรกิจดังกล่าวได้สร้างความน่าเชื่อถือให้เป็นที่ยอมรับในสังคม ส่งผลให้ลด

ความเสี่ยงข้อขัดแย้งกับผู้มีส่วนได้เสีย อันนำมาซึ่งผลบวกต่อราคาหุ้นที่นักลงทุนถือไว้ได้ นักลงทุนจึงยอมที่จะซื้อหลักทรัพย์ในราคาที่สูง เพื่อหวังผลตอบแทนที่สูงขึ้นกว่าในอนาคต จึงเป็นที่มาส่งผลให้ DI มีค่าลดลง ผลการศึกษาตัวแปร DI นี้สอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศ ของ Nugrahani and Artanto (2022) และ Buallay (2020) พบว่าการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืน ด้านเศรษฐกิจ สังคมและสิ่งแวดล้อม มีผลกระทบต่อในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนของกิจการ อย่างไรก็ตามผลการศึกษาดังกล่าวขัดแย้งกับงานวิจัยของ Pinta (2016) กับ Varnaprux (2015) และ Brine, Brown, and Hackett (2007) พบว่าระดับการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของกิจการ ทั้งนี้อาจเป็นเพราะการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนที่มีความชัดเจน ครบถ้วน ย่อมสนองต่อความคาดหวัง และความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้เสีย ที่เกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทน (Saraphat, 2022) จึงส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของกิจการเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการเปิดเผยข้อมูล

4. มูลค่ากิจการระหว่างกลุ่มที่เปิดเผยข้อมูลกับกลุ่มที่ไม่เปิดเผยข้อมูลในเล่มรายงานความยั่งยืน ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากกิจการทั้ง 2 กลุ่ม ต่างมีเป้าหมายเดียวกัน คือ ต้องการขายหลักทรัพย์ให้ได้ในราคาที่สูง เพื่อนำมาใช้ในการคำนวณมูลค่ากิจการตามสูตร Tobin's Q ของ Tobin and Brainard (1977) จึงส่งผลให้มูลค่ากิจการสูงขึ้นตามราคาหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามกิจการทั้ง 2 กลุ่มต่างมีการเปิดเผยข้อมูลด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมไว้ใน แบบ 56-1 (One Report) ภายใต้อำนาจกำกับดูแลกิจการที่ดี จึงอาจทำให้มูลค่ากิจการของทั้ง 2 กลุ่มไม่ได้แตกต่างกันมากนัก แม้ว่าผลการศึกษาที่ได้นี้ไม่แตกต่างกัน แต่ทางสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ก็เชิญชวนให้กิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ควรมีการเปิดเผยข้อมูลทั้งด้านเศรษฐกิจ สังคมและสิ่งแวดล้อมไว้ในเล่มรายงานความยั่งยืน เพื่อสะท้อนการทำธุรกิจสู่ความยั่งยืนอย่างเป็นทางการมากขึ้น ด้วยเหตุนี้ทำให้นักลงทุนให้ความสนใจกับธุรกิจที่มีการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนเพิ่มขึ้น เพราะรายงานมีความน่าเชื่อถือ ช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้เสีย รวมถึงการเป็นที่ยอมรับในสังคม เป็นสิ่งสะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้ (The Stock Exchange of Thailand, 2017) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Martin and Moser (2016) พบว่าการเปิดเผยข้อมูลที่ช่วยลดผลกระทบ

ต่อสิ่งแวดล้อมนั้น มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อการตัดสินใจของนักลงทุน และยังส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการด้วย

5. อัตราผลตอบแทนของกิจการระหว่างกลุ่มที่เปิดเผยข้อมูลกับกลุ่มที่ไม่เปิดเผยข้อมูล ในเล่มรายงานความยั่งยืน แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยอัตราผลตอบแทนของกิจการกลุ่มที่เปิดเผยสูงกว่ากลุ่มที่ไม่ได้เปิดเผย อาจเป็นเพราะการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนนั้น ทำให้เกิดภาพลักษณ์ที่ดีต่อกิจการ กล่าวคือ การเปิดเผยข้อมูลเปรียบเป็นการสื่อสารเรื่องราวเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อธุรกิจที่มีต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย เพื่อให้สังคมเกิดการยอมรับ สร้างผลประโยชน์เชิงเศรษฐกิจตามมา ส่งผลให้กิจการที่มีการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนมีอัตราผลตอบแทนที่สูงกลับคืนสู่กิจการ (Saraphat, 2022) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Chamnantaphiphat, Prasatranuwat, and Anuson (2023) พบว่ากิจการที่มีการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนมีผลกำไรสูงขึ้น จากการที่นำพลังงานทดแทนหมุนเวียนด้วยการติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์มาใช้ ส่งผลให้ช่วยประหยัดต้นทุน ลดค่าไฟฟ้าลงได้อย่างมาก ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ของ Freeman (1984) ที่กล่าวว่า กิจการควรมีการเปิดเผยข้อมูลในทุก ๆ ด้านให้ผู้มีส่วนได้เสียรับรู้ เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจร่วมลงทุน สร้างผลตอบแทนในระยะยาว (Buhmann, 2013)

## ข้อเสนอแนะ

### ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป

1. นักวิจัยสามารถนำผลการศึกษาในครั้งนี้ไปพัฒนาต่อยอดเพื่อศึกษากับธุรกิจประเภททรัพยากรธรรมชาติ ที่ต้องนำหลักการความยั่งยืนมาเป็นแนวทางในการดำเนินงาน
2. นักวิจัยสามารถนำผลการศึกษาในครั้งนี้ไปพัฒนาต่อยอดโดยเพิ่มประเภทของธุรกิจและจำนวนปีในการวิเคราะห์ให้มากขึ้น เพื่อศึกษาผลการวิจัยที่ได้ว่าเป็นไปในทิศทางเดียวกันหรือไม่ อย่างไร หรือผลที่ได้แตกต่างกัน เพราะด้วยเหตุผลใด

### ข้อเสนอแนะสำหรับกรนำผลการศึกษาไปใช้ประโยชน์

1. คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สามารถนำผลการศึกษานี้ไปใช้เป็นข้อมูลในการสร้างแรงจูงใจ ส่งเสริมให้กิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

แห่งประเทศไทยดำเนินงานตามกรอบแนวทางที่ก่อให้เกิดความยั่งยืนต่อกิจการ โดยดำเนินงานให้สอดคล้องกับนโยบาย ESG เพื่อสร้างผลตอบแทนที่ดีกลับสู่กิจการ

2. กิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำผลการศึกษาในครั้งนี้ไปเป็นแนวทางในการดำเนินงาน เพื่อสร้างความน่าเชื่อถือให้กับผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย อีกทั้งเป็นการสร้างภาพลักษณ์ที่ดีดึงดูดความสนใจจากนักลงทุนที่เน้นการลงทุนในมิติแห่งความมั่นคงและยั่งยืน

3. นักลงทุน และผู้มีส่วนได้เสียสามารถใช้ข้อมูลจากผลการศึกษาในครั้งนี้ไปใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนได้ เนื่องจากทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ และอัตราผลตอบแทนของกิจการ

4. กิจการทุกประเภททั้งที่จดทะเบียน และไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถนำผลการศึกษาในครั้งนี้ไปประยุกต์ใช้เป็นแนวทางในการแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นระหว่างผู้มีส่วนได้เสียกับกิจการ โดยการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม เพื่อให้เกิดการยอมรับตามมา อันนำมาซึ่งความยั่งยืนของกิจการ

## References

- Baothum, S., Sangsawang, T., Inthikoth, P., Boonperm, P., & Hutthasan, N. (2022). Level of Sustainability Reporting for Thai Listed Companies Case Study: Agriculture and Food Industry Group. *College of Asian Scholars, 12*(1), 156-165. (in Thai)
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2007). *Investments*. (Lonkani, R., Trans.) Bangkok: McGraw-Hill.
- Brine, M., Brown, R., & Hackett, G. (2007). Corporate Social Responsibility and Financial Performance in the Australian Context. *Economic Round-up, 2*, 47-58.

- Buallay, A. M. (2020). *The level of sustainability reporting and its impact on firm performance: the moderating role of a country's sustainability reporting law*. (Doctor of Philosophy in Accounting). Brunel University. London.
- Buhmann, K. (2013). The Danish CSR Reporting Requirement as Reflexive Law: Employing CSR as a Modality to Promote Public Policy Objectives through Law. *European Business Law Review*, 24(2), 187-216.
- Channantaphiphat, C., Prasatranuwat, K., & Anuson, A. (2023). *Corporate Sustainability Disclosure: The Keys, Benefits, and Challenges*. Retrieved March 24, 2024, from <https://tdri.or.th/2023/06/sustainability-report-disclosure/>. (in Thai)
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial management*, 23(3), 70-74.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Massachusetts: Pitman.
- Global Reporting Initiative. (2011). *Sustainability reporting guidelines 2011*. Retrieved August 16, 2023, from <http://www.globalreporting.org>
- Manapreechadeelert, P., & Yanyongpanic, B. (2023). The level of sustainability reporting on investor confidence and firm performance of companies on the stock exchange of Thailand. *Journal of Value Chain Management and Business Strategy*, 2(3), 54-72. (in Thai)
- Martin, P.R., & Moser, D.V. (2016). Managers' green investment disclosures and investors' reaction. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 239-254.
- Mutiha, A. H. (2022). The Quality of Sustainability Report Disclosure and Firm Value: Further Evidence from Indonesia. *Proceedings 2022*, 83(1), 26. <https://doi.org/10.3390/proceedings2022083026>



- Nugrahani, T. S., & Artanto, D. A. (2022). Sustainability Reporting by Disclosing Economic, Social and Environmental Performance. *Studies in Business and Economics*, 17(2), 216-226.
- Peatrat, N. (2021). The Relationship between the Social Responsibility Investment Disclosure and the Firms' Market Values. *University of the Thai Chamber of Commerce Journal*, 41(3), 73-87. (in Thai)
- Pinta, N. (2016). The impact of the sustainability report on the organization performance for companies listed on the ASEAN Stock Exchange. *Journal of Social Science for Local Rajabhat Mahasarakham University*, 3(6), 112-126. (in Thai)
- Piriyakul, M. (2013). Panel data analysis. *Ramkhamhaeng Research Journal of Sciences and Technology*, 30(2), 41-54. (in Thai)
- Poowadin, P., Waiyawout, K., & Kittilapanon, N. (2020). Corporate sustainability information disclosure effect on business performance of the financial institutions in Indonesia, Thailand, Philippines, and Singapore. *RMUTSB Academic Journal (Humanities and Social Sciences)*, 5(2), 136-152. (in Thai)
- Ratanacharoenchai, C., Rachapradit, P., & Nettayanun, S. (2017). The Impact of Corporate Governance and Sustainability Report and Their Impact on Firm Value: Evidence from Stock Exchange of Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 13(37), 53-72. (in Thai)
- Saraphat, S. (2022). The impact of sustainability disclosure on performance of the listed companies on the stock exchange of Thailand. *Journal of Management Sciences Kasetsart University*, 1(2), 58-81. (in Thai)
- Sebrina, N., Taqwa, S., Afriyenti, M., & Septiari, D. (2022). Analysis of sustainability reporting quality and corporate social responsibility on companies listed on the Indonesia stock exchange. *Cogent Business & Management*, 10(1).  
<https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2157975>

- Thanjunpong, S., Dechsiri, P., & Awirothananon, T. (2019). The Impact of Sustainable Development Report Disclosures on Firm Value. *Journal of Accountancy and Management, 11*(1), 131-144. (in Thai)
- The Stock Exchange of Thailand. (2012). *Sustainability Reporting Guidelines*. Retrieved March 1, 2023, from <https://www.setsustainability.com/download/1oleg7tkbws4ar>. (in Thai)
- The Stock Exchange of Thailand. (2017). *Sustainability Disclosure & Reporting*. Retrieved February 26, 2023, from <https://www.setsustainability.com/page/disclosure>. (in Thai)
- Tobin, J., & Brainard, W. C. (1977). *Asset Markets and the Cost of Capital*. Economic Progress, Private Values and Public Policy: Essays in Honor of William Fellner, edited by B. Belassa and R. Nelson. Amsterdam: North Holland.
- Van Linh, N., Hung, D. N., & Binh, T. Q. (2022). Relationship between sustainability reporting and firm's value: Evidence from Vietnam. *Cogent Business & Management, 9*(1). 1-20. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2082014>.
- Varnapru, R. (2015). *The relationship between a performance and a disclosure of social and environmental information of Thai listed companies in the Stock Exchange of Thailand in property and construction section* (Research Report). Sripatum University. (in Thai)