

ระดับการรายงานเพื่อความยั่งยืนที่มีต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน และผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เพ็ญพระพักตร์ มานะปรีชาดีเลิศ^{1*}

บุญญารัตน์ ฤชา¹

Received 13 May 2023

Revised 21 September 2023

Accepted 25 September 2023

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน (ราคาหลักทรัพย์) และผลการดำเนินงาน (อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น) ของบริษัทที่ผ่านเกณฑ์การคัดกรองคุณสมบัติเบื้องต้นจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานความยั่งยืน รายงานประจำปี และ SETSMART พ.ศ. 2562 – 2565 จำนวน 425 บริษัท (1,665 ข้อมูลรายปี) การศึกษานี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์โดยใช้ การวิเคราะห์การถดถอยพหุ ผลการศึกษาพบว่า ระดับการจัดทำรายงานความยั่งยืนมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับราคาหลักทรัพย์ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สามารถสรุปได้ว่าการจัดอันดับการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนมีผลกระทบทางบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน

คำสำคัญ: รายงานความยั่งยืน ราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น

¹ คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

E-mail: boonyarut_zao2@outlook.com

* Corresponding author email: penprapak.m@rmutsb.ac.th

THE LEVEL OF SUSTAINABILITY REPORTING ON INVESTOR CONFIDENCE AND FIRM PERFORMANCE OF COMPANIES ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

Penprapak Manapreechadeelert^{1*}

Boonyarut Yanyongpanic¹

Abstract

The purpose of this study is to examine the impact of sustainability reporting on investor confidence (stock price) and corporate performance (ROA, ROE) of sustainability companies listed on the Stock Exchange of Thailand. Data are collected from the sustainability report, annual report, and SETSMART database for the years 2019 to 2022 from 475 sample companies (1,655 observation years). The study is empirical research in which the data are analyzed using multiple regression analysis. The results of the study show that the level of sustainability reporting has a positive and significant relationship with stock price, but not significant on ROA and ROE. This suggests that the ranking of outstanding securities companies in sustainable business has a positive effect on investors' confidence in investment decision in the stock market. Information disclosure provides useful information to investors.

Keywords: Sustainability Report, Stock Price, ROA, ROE

¹ Faculty of Business Administration and Information Technology, Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi
E-mail: boonyarut_zs02@outlook.com

* Corresponding author email: penprapak.m@rmutsb.ac.th

บทนำ

ท่ามกลางสถานการณ์ความผันผวนที่ส่งผลต่อการดำเนินธุรกิจ ทุกบริษัทต่างต้องเร่งปรับตัวเพื่อให้ดำเนินธุรกิจต่อไปได้อย่างแข็งแกร่ง ซึ่งต้องเผชิญกับความไม่แน่นอนหลายประการ จึงกลายเป็นความท้าทายในการดำเนินธุรกิจ การดำเนินธุรกิจตามวิสัยทัศน์ มุ่งสร้างความแข็งแกร่งของตลาดในภูมิภาค (Regional) ควบคู่กับการเสริมสร้างความก้าวหน้าอย่างยั่งยืน (Sustainability) ให้ทุกสังคมและชุมชนที่เข้าไปดำเนินงานเป็นกลยุทธ์ในการขับเคลื่อนธุรกิจที่บริษัทขนาดใหญ่หลายแห่งทั่วโลกให้ความสำคัญ แนวคิดความยั่งยืนกลายเป็นเครื่องมือช่วยคาดการณ์เพื่อนำทางให้ธุรกิจก้าวผ่านความผันผวนของเศรษฐกิจ อีกทั้ง เพื่อรองรับความคาดหวังที่เพิ่มขึ้นของผู้มีส่วนได้เสียทั้งภายนอกและภายในองค์กรที่มีอิทธิพลต่อการดำเนินธุรกิจ นอกจากนี้ การให้ความสำคัญกับประเด็นด้านความยั่งยืนยังใช้เพื่อจัดการความเสี่ยงเกี่ยวกับการดำเนินงานด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมของธุรกิจ ซึ่งทำให้เห็นว่าประเด็นความยั่งยืนนี้ได้ถูกยกระดับจากเพียงแค่กิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคมไปสู่การเป็นแกนหลักของกลยุทธ์ธุรกิจและการวางแผนการดำเนินงานในระยะยาวของกิจการ (Oware & Mallikarjunappa, 2019; Wang et al., 2023)

ในอดีตการดำเนินงานของภาคธุรกิจมุ่งเน้นแต่เพียงการพัฒนาการเติบโตเพียงผลได้เชิงเศรษฐกิจ ไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนทางสังคมและสิ่งแวดล้อมที่สูญเสียไป แต่ผลลัพธ์ได้พิสูจน์แล้วว่า การพัฒนาที่มุ่งเน้นแต่การเติบโตในเชิงเศรษฐกิจเพียงด้านเดียวนั้นไม่ยั่งยืน อีกทั้งยังสร้างผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม จึงเกิดเป็นกระแสทางสังคมที่เรียกร้องให้สังคมและสิ่งแวดล้อมต้องอยู่คู่ไปกับการพัฒนาทางเศรษฐกิจ และเป็นที่มาของแนวคิดการพัฒนาแบบองค์รวม หรือที่เรียกกันว่าการพัฒนาอย่างยั่งยืน (Sustainable Development) ซึ่งหมายความว่า เป็นการพัฒนาที่ต้องมีสมดุลทั้งทางด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม (SET, 2016) ปี 2019 - 2020 เป็นช่วงเวลาของวิกฤตเศรษฐกิจที่สาหัสที่สุดในรอบ 80 ปี และวิกฤตทางด้านสุขภาพที่หนักหนาที่สุดในรอบ 100 ปี ปฏิเสธไม่ได้เลยว่าเหตุการณ์นี้ส่งผลกระทบรุนแรงต่อการเป็นอยู่ของคนทั่วโลก ซึ่งปัจจัยที่สำคัญให้การกู้สถานการณ์หลังโควิด-19 ก็คือปัจจัยด้านการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) (Bodhanwala & Bodhanwala, 2023) การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ซึ่งการลงทุนในระดับโลกให้ความสนใจเป็นอย่างมาก เพราะนักลงทุนในปัจจุบันไม่เพียงแต่มองเรื่องผลตอบแทนทางการเงินเท่านั้น แต่ยังมองด้วยว่าบริษัทที่ไปลงทุนนั้น ดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงสังคมและสิ่งแวดล้อมด้วยหรือไม่ ดังนั้น บริษัทที่จะประสบความสำเร็จได้จะต้องมีความเข้าใจ สามารถเปิดเผยข้อมูลที่เป็นกลยุทธ์หลักและผลการดำเนินงานได้อย่างชัดเจน ซึ่งข้อมูลเหล่านี้ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนเพื่อการจัดสรรเงินลงทุน อันเนื่องมาจากการเติบโตอย่างยั่งยืนร่วมกันกับผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมด นอกเหนือไปจากความเจริญรุ่งเรืองด้านเศรษฐกิจ ไม่เพียงแต่ยึดการประเมินจากผลกำไรและผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ยังประเมินในแง่ของความโปร่งใส ซึ่งครอบคลุมถึงการสนับสนุนด้านเศรษฐกิจผ่านการจ่ายภาษี การจัดซื้อภายในประเทศ การขาย และการสร้างการจ้างงานในชุมชนท้องถิ่นอีกด้วย (Laskar Najul, 2018; Alareeni & Hamdan, 2020)

รายงานความยั่งยืน (Sustainability Report) เป็นการนำเสนอข้อมูลเกี่ยวกับกลยุทธ์ในการดำเนินงาน การบริหารจัดการ การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจ สังคมและสิ่งแวดล้อม

ที่สะท้อนทั้งในทางบวกและทางลบ เพื่อให้บรรลุซึ่งความยั่งยืนทั้งขององค์กรและสังคมโดยรวม รายงานความยั่งยืนเป็นแนวปฏิบัติปกติ (Standard Practice) ของบริษัทขนาดใหญ่และขนาดกลางที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก (Lozano & Huisinigh, 2011) ในโลกแห่งการเปลี่ยนแปลง (Global Transformation) ผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนเป็นปัจจัยพื้นฐานสำหรับการอยู่รอดและการเติบโตของธุรกิจ (KPMG, 2018) การพัฒนาอย่างยั่งยืนเป็นตัวบ่งชี้ของความสัมพันธ์ระหว่างทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) และผลการดำเนินงาน (Laskar Najul, 2018) ในปัจจุบันนักลงทุนไม่ได้พิจารณาแค่ผลตอบแทนจากการลงทุน (ROI) หรือการเติบโตของรายได้ของบริษัทที่จะไปลงทุนเท่านั้น แต่ยังพิจารณาถึงความยั่งยืนของการดำเนินธุรกิจนั้นด้วยว่า มีความโปร่งใสและสามารถสร้างโอกาสในการลงทุนได้ในระยะยาวด้วยหรือไม่ รายงานความยั่งยืนจึงเป็นเครื่องมือสำคัญที่บริษัทจดทะเบียนสามารถทำให้ผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียมองเห็นคุณค่าทางธุรกิจ (SET, 2016)

ด้วยเหตุนี้การจัดทำรายงานความยั่งยืนมีความสำคัญเป็นอย่างมากต่อบริษัท ซึ่งในประเทศไทยเป็นเพียงการนำเสนอข้อมูลตามความสมัครใจเท่านั้น และงานวิจัยส่วนมากเป็นการศึกษาการเปิดเผยข้อมูลของรายงานความยั่งยืนแบบนับคำ นับกิจกรรม นับบรรทัด และให้คำแนะนำว่ามีการเปิดเผยหรือไม่ แต่ยังพบงานวิจัยเป็นจำนวนไม่มากนักที่ให้วัดค่าระดับการเปิดเผยข้อมูลโดยยึดตามการจัดทำรูปแบบรายงานความยั่งยืนตาม GRI Standard รวมทั้งการศึกษาไปยังผลลัพธ์ของราคาหลักทรัพย์ที่พิจารณาโดยใช้ราคาหลักทรัพย์ถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Volume Weighted Average Price: VWAP) ยังมีจำนวนไม่มากนักที่ปรากฏในงานวิจัยทางศาสตร์บัญชีในประเทศไทย ซึ่ง VWAP เป็นอัตราส่วนที่นักลงทุนสถาบันและกองทุนรวมใช้กันทั่วไปในการซื้อ ขาย และเป็นเครื่องมือในการประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนเพิ่มมากขึ้นเพื่อเน้นความแน่นอน และยังสามารถช่วยในการพยากรณ์หลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น (Keshav Sahadev, 2017) รวมทั้งการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเป็นเครื่องมือที่สะท้อนถึงประสิทธิภาพในการบริหารงานในการศึกษาระดับการรายงานความยั่งยืนที่มีต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการจากรรณกรรมยังพบว่าตัวแปรที่เหมาะสมสำหรับการศึกษาเพื่อวัดผลความสำเร็จทางการเงินในมุมมองด้านการดำเนินงาน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) เนื่องจากการดำเนินงานด้านความยั่งยืน ได้รับการยืนยันว่า เป็นกลไกที่สะท้อนการบริหารความเสี่ยงที่ช่วยสร้างภูมิคุ้มกันให้กิจการมีความระมัดระวังในการดำเนินงานเพื่อลดความเสียหายผ่านการดำเนินธุรกิจและยังพบว่ากิจการที่ดำเนินงานผ่านความรับผิดชอบต่อสังคม เป็นองค์กรที่มีศักยภาพที่จะเติบโตสูง เนื่องจากเป็นกลยุทธ์ที่เพิ่มประสิทธิภาพในการลดต้นทุนและเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน สามารถลดต้นทุนลงได้อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากสามารถบริหารจัดการภายในที่มีคุณภาพและโปร่งใส ตลอดจนสามารถรักษาความสัมพันธ์อันดีกับพนักงานทำให้บริษัทสามารถลดความเสี่ยงด้านการฉ้อโกง ลดอัตราการลาออก ลดต้นทุนการฝึกอบรมพนักงานใหม่ ตลอดจนเพิ่มคุณภาพและผลผลิตของสินค้า ช่วยให้ผลการดำเนินงานของบริษัทปรับตัวสูงขึ้น สิ่งเหล่านี้สะท้อนการดำเนินงานที่เต็มศักยภาพ เพิ่มผลกำไรซึ่งจะกระทบต่อการเพิ่มมูลค่าของบริษัทและยังมีส่วนช่วยให้บริษัทเติบโตอย่างยั่งยืนอีกด้วย (McWilliams et al., 2006; Porter & Kramer, 2006; Buallay, 2017; Oware & Mallikarjunappa, 2019)

ผู้วิจัยเห็นถึงความสำคัญของการจัดทำรายงานความยั่งยืน เพื่อสนับสนุนงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำรายงานความยั่งยืนที่สามารถอธิบายต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท รวมทั้งส่งเสริมและสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนสามารถนำหลักการและแนวปฏิบัติด้านความยั่งยืนไปใช้ในการบูรณาการร่วมกับการบริหารจัดการองค์กรและเป็นแรงผลักดันให้บริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนให้สอดคล้องกับมาตรฐานสากล เนื่องด้วยการรายงานความยั่งยืนถือเป็นช่องทางสำคัญในการเปิดเผยข้อมูลที่มีผลอย่างยิ่งต่อการดึงดูดความสนใจของผู้ลงทุนที่คำนึงถึงความรับผิดชอบต่อสังคม

วัตถุประสงค์การวิจัย

การศึกษานี้มีมุ่งเน้นระดับการจัดทำรายงานความยั่งยืนในการสะท้อนต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนสะท้อนผ่านตัวแปรราคาหลักทรัพย์ (VWAP) และผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดผลผ่านตัวแปร อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยมีวัตถุประสงค์ในการศึกษา ดังนี้

- 1) ศึกษาลักษณะการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนที่ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- 2) ทดสอบความสัมพันธ์ของระดับการจัดทำรายงานความยั่งยืนที่มีต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทบทวนวรรณกรรม

รายงานความยั่งยืน (Sustainability Report) เป็นเอกสารที่เปิดเผยมูลค่าการดำเนินงานทางด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมที่บริษัทจัดทำขึ้นเพื่อตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียโดยเฉพาะนักลงทุน เป็นข้อมูลเพิ่มเติมจากรายงานทางการเงิน อันเนื่องมาจากรายงานทางการเงินเพียงอย่างเดียวไม่สามารถสะท้อนข้อมูลผลประกอบการโดยรวมให้แก่ นักลงทุน ผู้ถือหุ้น ลูกค้า ชุมชน และผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ ได้อย่างครบถ้วน การดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทเป็นการบริหารจัดการผลกระทบในทางลบเหล่านั้นให้ส่งผลน้อยที่สุด เพื่อป้องกันมิให้เกิดความเสียหายแก่สังคมและสิ่งแวดล้อม ในขณะที่บริษัทส่งมอบผลกระทบทางบวกให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มต่าง ๆ จึงทำให้แนวคิดความรับผิดชอบต่อสังคมได้พัฒนาให้เกิดการรายงานในรูปแบบต่าง ๆ กันมากมาย อาทิเช่น หลักการรายงานตามแนวทางของ UN Global Compact, มาตรฐานการรายงานของ Global Reporting Initiative (GRI) และแนวทาง การรายงานข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (Thaipat Institute, 2019) ซึ่งมีจุดมุ่งหมายเดียวกันที่คาดหวังว่าการดำเนินงานของบริษัทต่าง ๆ จะสามารถสะท้อนข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมไปยังกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสียได้เพื่อสร้างภาพลักษณ์ที่ดี และเพื่อให้บริษัทมีผลประกอบการที่ดีอย่างต่อเนื่องหรือก็คือการสร้างมูลค่ากิจการนั่นเอง

การศึกษาวิจัยในครั้งนี้มุ่งศึกษาระดับการจัดทำรายงานความยั่งยืนที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงาน โดยศึกษาเพื่อระบุผลลัพธ์ของการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนที่จะส่งผลให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น เพื่อเป็นเครื่องมือ

เบื้องต้นในการกลั่นกรองการลงทุนโดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อย ผู้วิจัยแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ด้านที่สำคัญ คือ ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัย รวมทั้งงานวิจัยเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมและผลการดำเนินงาน

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) เป็นทฤษฎีที่มีความเกี่ยวข้องกับแนวคิดในการดำเนินงานและแนวคิดจริยธรรมในทางธุรกิจที่เน้นคุณธรรม รวมทั้งค่านิยมในการดำเนินงาน โดยถูกนำเสนอเป็นครั้งแรกในปี 1984 โดย Freeman (Freeman et. al., 2010) ซึ่งมีแนวคิดที่ว่าโดยทั่วไปบริษัทจะให้ความสำคัญกับการทำกำไรทางเศรษฐกิจให้สูงสุด สร้างความสามารถให้เหนือคู่แข่งชั้นในอุตสาหกรรม ลดต้นทุนให้ได้มากที่สุด แต่กลับพบว่าปัจจัยด้านผู้มีส่วนได้เสียนั้นถือเป็นหัวใจที่สำคัญที่ทำให้การดำเนินงานของกิจการประสบความสำเร็จในระยะยาว การมีความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้มีส่วนได้เสียสามารถช่วยส่งเสริมให้เกิดการแลกเปลี่ยนความรู้ แนวคิด หรือแลกเปลี่ยนทรัพยากรระหว่างกัน และทำให้ภาพลักษณ์ของบริษัทเป็นไปในทิศทางบวก ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียจึงมุ่งเน้นไปยังนโยบายที่จะสร้างอิทธิพลและผลกระทบให้เกิดกับกลุ่มหรือบุคคลใด ๆ ที่มีส่วนได้เสียในการดำเนินงาน ซึ่งบุคคลหรือกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียนี้สามารถกดดันให้ฝ่ายบริหารปฏิบัติตาม อาจจะทำให้บริษัทประสบความสำเร็จในการดำเนินงานหรืออาจจะทำให้ถึงขั้นล้มละลายได้

จากการศึกษาทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย สามารถสรุปได้ว่าทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเป็นทฤษฎีที่ให้ความสำคัญกับการทำกิจกรรมความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการและการทำกิจกรรมเหล่านี้ควรมีการสื่อสารไปยังกลุ่มของผู้มีส่วนเกี่ยวข้องให้มีความเข้าใจถึงเป้าหมายที่สำคัญในการดำเนินธุรกิจ รายงานความรับผิดชอบต่อสังคมจึงเป็นเครื่องมือในการสื่อสารข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการไปให้กลุ่มผู้มีส่วนเกี่ยวข้องได้ทราบ ผู้วิจัยจึงมีความสนใจในการศึกษารูปแบบการเผยแพร่การรายงานความรับผิดชอบต่อสังคมของประเทศไทย โดยมุ่งไปยังกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากการดำเนินงานมีรูปแบบที่ชัดเจนและมีความเกี่ยวข้องกับสาธารณชนอย่างเป็นรูปธรรม

แนวคิดการจัดทำรายงานความยั่งยืน

รายงานความยั่งยืน (Sustainability Report) เป็นเอกสารที่เปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม ที่จัดทำขึ้นเพื่อตอบสนองต่อความต้องการของผู้มีส่วนได้เสีย อันเนื่องมาจากรายงานทางการเงินเพียงอย่างเดียวไม่สามารถสะท้อนข้อมูลผลประกอบการโดยรวมให้แก่ผู้ถือหุ้น นักลงทุน ลูกค้า ชุมชน และผู้มีส่วนได้เสียอื่นได้อย่างครบถ้วน รายงานความยั่งยืนมีชื่อเรียกอื่น ๆ ได้แก่ รายงานความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR Report) รายงานการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development หรือ SD Report) รายงานความเป็นพลเมือง (Citizenship Report) รายงานไตรสังสิทธิ (Triple-Bottom Line Report) เป็นต้น การดำเนินความรับผิดชอบต่อสังคมเป็นการบริหารจัดการความเสี่ยงและผลกระทบทางลบให้เกิดขึ้นน้อยที่สุด หรือความสามารถของกิจการที่ควบคุมได้ เพื่อมิให้เกิดความเดือดร้อนเสียหายแก่สังคมและสิ่งแวดล้อม ในขณะที่บริษัทส่งมอบผลกระทบทางบวกให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มต่าง ๆ (Thaipat Institute, 2019) รายงานความยั่งยืนเป็นเครื่องมือสำคัญในการดึงดูดนักลงทุนและเพิ่มความน่าเชื่อถือ อีกทั้งเป็นปัจจัยสำคัญที่ก่อให้เกิดการกระตุ้นให้แนวคิดการลงทุนที่ยั่งยืน (Sustainable Investment) อย่างแพร่หลาย เห็นได้จากตลาดทุนชั้นนำทั่วโลกพิจารณาผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน จากการเปิดเผย

ข้อมูลของบริษัท จัดทะเบียนเพื่อไปจัดทำดัชนีความยั่งยืน (Sustainability Index) เช่น Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) ประเทศสหรัฐอเมริกา SGX Sustainability Index ประเทศสิงคโปร์ เป็นต้น รวมทั้งผลสำรวจของนิตยสาร MIT Sloan Management Review ที่พบว่าร้อยละ 60 ของผู้ลงทุนและผู้จัดการกองทุนกว่า 3,000 คนทั่วโลก อ่านรายงานความยั่งยืน เพื่อช่วยลดความเสี่ยงจากการลงทุนได้ในระยะยาว (Tontimungkorn & Eakchaipaiboon, 2016)

ความสัมพันธ์ระหว่างรายงานความยั่งยืน มูลค่ากิจการ และผลการดำเนินงาน

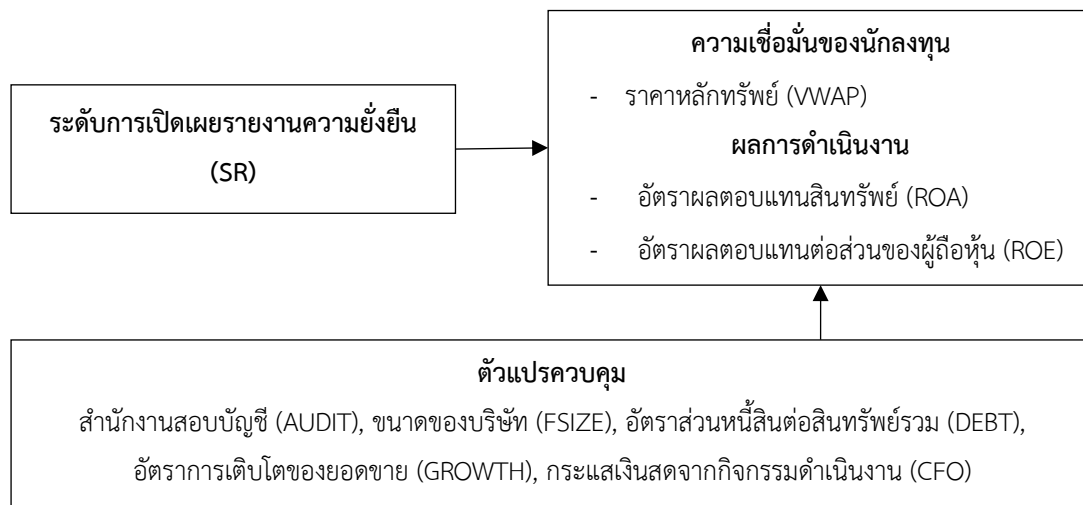
ความสัมพันธ์ระหว่างการดำเนินงานอย่างยั่งยืน มูลค่ากิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทได้กลายมาเป็นประเด็นใหม่ที่น่าสนใจ ซึ่งแนวโน้มการลงทุนโดยคำนึงถึงความรับผิดชอบต่อสังคมมีการเติบโตมากขึ้นเรื่อย ๆ ซึ่งแนวโน้มดังกล่าวได้รับความสนใจมากขึ้นในประเทศไทยเช่นกัน เมื่อนักลงทุนเริ่มมีความสนใจและให้ความสำคัญกับประเด็นรายงานความยั่งยืนมากยิ่งขึ้น จึงเป็นสิ่งที่กระตุ้นความสนใจของนักวิจัยเพื่อตรวจสอบอิทธิพลของการดำเนินงานที่ยั่งยืนต่อผลการดำเนินงานหรือมูลค่าของกิจการ จึงมีงานวิจัยที่ทดสอบด้วยวิธีการที่ต่างกันใน การวัดผลการดำเนินงานเช่น การวิเคราะห์เนื้อหา (Content Analysis) การใช้แบบสอบถาม (Questionnaires) การสัมภาษณ์ (Interviews) หรือดัชนีชี้วัดการลงทุน เช่น DJSI and KLD indexes (Burhan & Rahmanti, 2012) จากวรรณกรรมในอดีต ผู้วิจัยพบว่าผลการวิจัยมีทั้งเชิงบวก เชิงลบและไม่มีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงาน (ตารางที่ 1)

ตารางที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างการดำเนินงานเพื่อสังคม มูลค่ากิจการ และผลการดำเนินงาน

ทิศทางบวก	ทิศทางลบ	ไม่พบความสัมพันธ์
Porter (1991) อธิบายว่าการดำเนินงานด้านความยั่งยืนสามารถลดต้นทุนและเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานได้ในอนาคต และหากบริษัทสามารถดำเนินงานด้านความยั่งยืนได้ก่อนคู่แข่งจะจะสามารถสร้างความได้เปรียบและมูลค่าสูงสุดต่อผู้มีส่วนได้เสีย เป็นเครื่องมือในการสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันและเพื่อปรับปรุงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท	Aupperle et al. (1985) พบว่าการดำเนินงานเพื่อสังคมของบริษัทส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม มีวัตถุประสงค์เพียงเพื่อสร้างภาพลักษณ์ที่ดีต่อบริษัทเท่านั้น นักลงทุนมองว่าการดำเนินงานเหล่านี้ส่งผลต่อค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นเป็นจำนวนมากและส่งผลกระทบต่อผลประโยชน์โดยตรงที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ	ผู้ถือหุ้นไม่มีความสนใจต่อการจัดทำรายงานความยั่งยืน โดยมองว่าเป็นเพียงเครื่องมือในการจัดทำ Green washing เท่านั้น คือการสร้างภาพลักษณ์ของบริษัทว่าเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม ซึ่งทำไปเพื่อประโยชน์ทางการตลาด แต่แท้จริงแล้วบริษัทกลับไม่ได้สร้างประโยชน์ต่อสิ่งแวดล้อมตามที่กล่าวอ้าง ข้ำร้ายยังอาจสร้างความเสียหายมากกว่าที่เปิดเผยต่อสาธารณชน (Dienes et al., 2016 ; Karaman, 2018)
(Alexander & Buchholz, 1978; McWilliams et al., 2006; Porter & Kramer, 2006; Buallay, 2017)	(Luo & Bhattacharya, 2009; Eccles et al., 2014; Kaspereit & Lopatta, 2016)	

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า มีความแตกต่างของผลลัพธ์ในการศึกษา โดยพบว่าผลลัพธ์ขึ้นอยู่กับสภาพแวดล้อมของแต่ละประเทศ การวัดมูลค่าตัวแปรและวิธีการวิเคราะห์ข้อมูล โดยงานวิจัยนี้นำเสนอตัวแปรพยากรณ์ ตัวแปรที่มีผลกระทบต่อตัวแปรผลและตัวแปรผล ดังภาพที่ 1

กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาในงานวิจัยนี้ใช้วิธีเลือกแบบเฉพาะเจาะจง (Purposive Sampling) คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีการคัดเลือกดังต่อไปนี้

ขั้นที่ 1 คัดเลือกบริษัทที่ผ่านเกณฑ์คัดกรองคุณสมบัติเบื้องต้นจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีเกณฑ์ในการคัดกรองคุณสมบัติเบื้องต้นดังนี้

1. ไม่เป็นบริษัทที่มีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยน้อยกว่า 150 ราย หรือผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นรวมกันต่ำกว่าร้อยละ 15 ของทุนชำระแล้ว
2. ไม่เป็นบริษัทที่เข้าข่ายถูกเพิกถอนหลักทรัพย์หรือบริษัทที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูกิจการ
3. ไม่เป็นบริษัทที่อยู่ระหว่างการขอเพิกถอนหลักทรัพย์โดยสมัครใจ
4. ไม่เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในปีล่าสุด และปีที่พิจารณาให้รางวัล ยกเว้นบริษัท จดทะเบียนที่มีการปรับโครงสร้างการถือหุ้นโดยตั้งบริษัทซึ่งประกอบธุรกิจโดยการถือหุ้น (Holding Company) และไม่มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทางธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญ
5. ไม่เป็นบริษัทจดทะเบียนที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยอ้อม (Backdoor Listing) และเข้าข่ายต้องยื่นคำขอให้พิจารณารับหลักทรัพย์ใหม่ในปีล่าสุด และปีที่พิจารณา ให้รางวัล
6. ไม่เป็นบริษัทที่รายงานผู้สอบบัญชีเป็นแบบไม่แสดงความคิดเห็น หรือผู้สอบบัญชี เห็นว่างบการเงินไม่ถูกต้อง หรือสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สั่งให้แก้ไขงบการเงินในสาระสำคัญ หรือเป็นบริษัทที่ถูกหยุดพักการซื้อขายหลักทรัพย์ เนื่องจากนำเสนองบการเงินล่าช้ากว่าที่กำหนดในปีล่าสุด และปีที่พิจารณารางวัล

7. ไม่เป็นบริษัทที่ถูกตลาดหลักทรัพย์ฯ ขึ้นเครื่องหมาย C (Caution) ในปีล่าสุด และปีที่พิจารณาให้รางวัล

8. ไม่เป็นบริษัทที่มีพฤติกรรมการซื้อขายที่ผิดปกติโดยการกระทำของกรรมการและผู้บริหารที่ได้รับการตัดสินและประกาศความผิดจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในปีล่าสุด และปีที่พิจารณาให้รางวัล

ซึ่งบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ผ่านเกณฑ์คัดกรองคุณสมบัติเบื้องต้นจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 679 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งได้ 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials), กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (Technology), กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro & Food Industry), กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property & Construction), กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products), กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products), กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (Services), กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials) และกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (Resources) และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

ขั้นที่ 2 คัดเลือกโดยวิธีเฉพาะเจาะจงโดยยกเว้น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) เนื่องจาก MAI เป็นแหล่งระดมทุนของธุรกิจที่มีศักยภาพขนาดกลางและเล็ก และบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วย กลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ และกลุ่มประกันภัย และประกันชีวิต เนื่องจากธุรกิจเหล่านี้มีโครงสร้างเงินทุนแตกต่างจากธุรกิจทั่วไป มีหน่วยงานที่กำกับดูแลโดยเฉพาะและต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์และข้อบังคับของธนาคารแห่งประเทศไทยซึ่งเป็นกฎหมายสำหรับบริษัทที่จดทะเบียนประกอบธุรกิจสถาบันการเงินโดยเฉพาะ โดยการพิจารณากลุ่มตัวอย่างที่นำมาวิเคราะห์ข้อมูล สามารถอธิบายรายละเอียด ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

จำนวน (บริษัท)		
บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์		711
หัก บริษัทที่ไม่ผ่านการคัดกรองเบื้องต้นจากตลาดหลักทรัพย์	32	
บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI	163	
บริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน	52	
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนในปีที่ทำการศึกษา	39	286
กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา		425

จากตารางที่ 2 กลุ่มตัวอย่างที่ผ่านการคัดเลือก จำนวน 425 บริษัท สามารถแสดงรายละเอียดตามปีที่ศึกษาและตามกลุ่มอุตสาหกรรม ได้ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัย

ปีที่ศึกษา	กลุ่มอุตสาหกรรม							รวม
	ARGO	RESOURE	TECH	SERVICE	INDUS	CONCUMP	PROPCON	
2565	49	42	34	95	81	38	84	423
2564	49	43	34	95	81	37	86	425
2563	49	43	34	94	77	37	85	419
2562	46	38	33	86	75	37	83	398
รวม	193	166	135	370	314	149	338	1,665

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยในครั้งนี้เป็นข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานความยั่งยืน รายงานประจำปี และ SETSMART ของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ผ่านเกณฑ์คัดกรองคุณสมบัติเบื้องต้น โดยการศึกษาอยู่ระหว่างปี 2562 – 2565

การเก็บรวบรวมข้อมูลของตัวแปร

ตัวแปรอิสระ

รายงานความยั่งยืน (Sustainability Report)

ตัวแปรด้านรายงานความยั่งยืน หมายถึง การเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานที่ครอบคลุมด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมที่บริษัทจัดทำขึ้นเพื่อนำเสนอต่อผู้มีส่วนได้เสียอื่น งานวิจัยนี้ได้ประยุกต์ใช้การวัดค่าตัวแปรของ Prado-Lorenzo et al. (2009) โดยมีการจำแนกการจัดทำรายงานความยั่งยืนออกเป็น 4 กลุ่มตามรูปแบบของการจัดทำและนำเสนอรายงาน (รายละเอียดการคำนวณ ตารางที่ 4)

ตัวแปรตาม

การจัดทำรายงานความยั่งยืนมีจุดมุ่งหมายเดียวกันที่คาดหวังว่าบริษัทต่าง ๆ จะสามารถนำไปให้กลุ่มของผู้มีส่วนได้เสียได้รับทราบและให้ความสนใจบริษัทมากยิ่งขึ้นและเพื่อสร้างภาพลักษณ์ที่ดี เพื่อให้บริษัทมีผลประกอบการที่ดีอย่างต่อเนื่อง การมีความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทเป็นสิ่งที่สำคัญที่จะช่วยพยากรณ์ทิศทางผลการดำเนินงานของบริษัทให้มีความเจริญเติบโตและอยู่รอดอย่างยั่งยืน ตัวชี้วัดความเชื่อมั่นของนักลงทุน และผลการดำเนินงานที่ผู้วิจัยได้นำมาใช้ในการทดสอบครั้งนี้ คือ ราคาหลักทรัพย์ถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (VWAP) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

(1) ราคาหลักทรัพย์ (VWAP)

งานวิจัยนี้ได้นำแนวคิดการประเมินผลการดำเนินงานด้านมูลค่ากิจการ โดยใช้ราคาหลักทรัพย์มาใช้ในการวิจัย โดยใช้แนวคิดปริมาณซื้อขายถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Volume Weighted Average Price: VWAP) อันเนื่องมาจาก VWAP เป็นเครื่องมือสำคัญที่นักลงทุนนำมาใช้เพื่อวัดว่าราคาหลักทรัพย์ถูกซื้อหรือขายในราคาที่เหมาะสมหรือไม่ โดยปกตินักลงทุนและนักวิเคราะห์ใช้ VWAP ซึ่งจะคำนวณราคาตามคำสั่งซื้อขายทั้งหมดสำหรับวันซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อลดความเสี่ยงที่เกิดขึ้น สามารถวัดได้ว่านักลงทุนมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มากน้อยเพียงใด VWAP จึงเป็นเครื่องมือที่ช่วยให้นักลงทุนเข้าใจถึงวิธีการซื้อขาย

หลักทรัพย์ในวันที่ทำการลงทุนและกำหนดราคาที่ดีที่จะซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้นได้ (Berkowitz et al., 1988) (รายละเอียดการคำนวณ ตารางที่ 4)

(2) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงความสามารถของกิจการในการนำสินทรัพย์ที่มีทั้งหมดไปทำให้เกิดกำไรสุทธิกลับเข้ามาในปีนั้นประมาณกี่เปอร์เซ็นต์ของสินทรัพย์ที่มีทั้งหมด ถ้าอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์สูงจะดี เนื่องจากกิจการสามารถนำสินทรัพย์รวมไปทำให้เกิดกำไรสุทธิกลับเข้ามาได้มาก จะทำให้ปีนั้นกิจการมีผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมจำนวนมาก เป็นตัววัดความสามารถและประสิทธิภาพของฝ่ายบริหารในการใช้สินทรัพย์ของกิจการไปก่อให้เกิดผลกำไร (McWilliams et al., 2006; Porter & Kramer, 2006; Buallay, 2017; Oware & Mallikarjunappa, 2019)

(3) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นการคำนวณการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทจากกำไรสุทธิของหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ยในปีนั้นซึ่งตัววัดนี้สามารถบอกถึงผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่จะได้รับจากความสามารถในการทำกำไรของกิจการและส่งผลโดยตรงต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเงินลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นจะได้รับผลตอบแทนกลับคืนมาจากการดำเนินการของบริษัทนั้นในอัตราส่วนเท่าไร หากมีค่าสูง แสดงถึงประสิทธิภาพในการหากำไรสูงด้วยผลลัพธ์ยิ่งสูงยิ่งดี (McWilliams et al., 2006; Porter & Kramer, 2006; Buallay, 2017; Oware & Mallikarjunappa, 2019)

ตัวแปรควบคุม

งานวิจัยนี้ใช้ตัวแปรควบคุมที่มีการศึกษาว่าส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน (ราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น) ได้แก่ สำนักงานสอบบัญชี (Velte, 2020) ขนาดของบริษัท (Lozano & Huisinigh, 2011) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Laskar Najul, 2018; Li et al., 2018; Oware & Mallikarjunappa, 2019) อัตราการเติบโตของยอดขาย (Li et al., 2018; Oware & Mallikarjunappa, 2019) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Li et al., 2018)

จากการอธิบายตัวแปรต่าง ๆ ที่ใช้ในงานวิจัย สามารถแสดงวิธีการคำนวณ ได้ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	การวัดค่าตัวแปร
ระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน (SR)	1 คะแนน เมื่อไม่มีการจัดทำรายงานความยั่งยืน แต่มีรายงานประจำปี แต่ไม่ได้เปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม 2 คะแนน เมื่อไม่มีการจัดทำรายงานความยั่งยืน แต่มีรายงานประจำปี และเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม 3 คะแนน เมื่อมีการจัดทำรายงานความยั่งยืน แต่ไม่ได้เปิดเผยข้อมูลตามกรอบ GRI 4 คะแนน เมื่อมีการจัดทำรายงานความยั่งยืน และเปิดเผยข้อมูลตามกรอบ GRI โดยใช้มาตรวัดแบบเรียงอันดับ (Ordinal Scale)

ตารางที่ 4 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร (ต่อ)

ตัวแปร	การวัดค่าตัวแปร
ราคาหลักทรัพย์ (VWAP)	ขั้นที่ 1 [(ราคาสูงสุด+ราคาต่ำสุด+ราคาปิด)/3] x ปริมาณซื้อขายของแต่ละวัน ขั้นที่ 2 ผลรวมขั้นที่ 1/จำนวนวันที่มีการซื้อขาย
อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA)	กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวมเฉลี่ย
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	กำไรสุทธิ/ส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย
สำนักงานสอบบัญชี (AUDIT)	1 = ถ้าเป็นสำนักงานสอบบัญชีในกลุ่ม Big4 และ 0 = สำนักงานสอบบัญชีอื่น (Dummy Variables 0,1)
ขนาดของบริษัท (FSIZE)	มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (Natural Logarithm ของสินทรัพย์รวม)
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DEBT)	หนี้สินรวม/สินทรัพย์รวม
อัตราการเติบโตของยอดขาย (GROWTH)	(ยอดขายปีปัจจุบัน - ยอดขายปีก่อน)/ยอดขายปีก่อน
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO)	มูลค่าตามบัญชีของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Natural Logarithm ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน)

ผลการวิจัย

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics)

(1) ระดับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน (SGR)

ตารางที่ 5 ระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนของกลุ่มตัวอย่าง

ปี	ไม่เปิดเผยข้อมูล	เปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปี	จัดทำรายงานความยั่งยืน แต่ไม่เป็นไปตามกรอบ GRI	เปิดเผยข้อมูลตามกรอบ GRI	รวม
	(1)	(2)	(3)	(4)	
2565	17	298	21	87	423
2564	13	322	15	69	425
2563	16	330	14	59	419
2562	17	310	19	52	398
รวม	63	1,266	69	267	1,665
ร้อยละ	3.78	76.04	4.14	16.04	100

จากตารางที่ 5 สามารถอธิบายระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน ดังนี้

ระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน (SR) พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการรายงานความยั่งยืนตามกรอบ GRI ประมาณร้อยละ 16.04 เท่านั้น โดยพบว่าบริษัทส่วนใหญ่จะเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมในรายงานประจำปี สูงถึงร้อยละ 76.04 ทั้งนี้พบว่า การจัดทำรายงานความยั่งยืน ตามกรอบ GRI มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น โดยบริษัทที่มีการจัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบ GRI ในปี 2565 เป็นจำนวน 87 บริษัท โดยหากพิจารณาแยกเป็นรายอุตสาหกรรม สามารถอธิบายได้ตามตารางที่ 6

ตารางที่ 6 ระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนของกลุ่มตัวอย่าง รายอุตสาหกรรม

กลุ่ม อุตสาหกรรม	ระดับการเปิดเผยข้อมูล				รวม	ร้อยละ (%)
	ไม่เปิดเผย ข้อมูล	เปิดเผยข้อมูล ในรายงาน ประจำปี	จัดทำรายงานความ ยั่งยืน แต่ไม่เป็นไป ตามกรอบ GRI	เปิดเผยข้อมูล ตามกรอบ GRI		
ARGO	3	134	12	44	193	11.59
RESOURE	2	98	8	58	166	9.97
TECH	0	103	3	29	135	8.11
SERVICE	18	295	15	42	370	22.22
INDUS	21	241	16	36	314	18.86
CONCUMP	6	118	3	22	149	8.95
PROPCON	13	277	12	36	338	20.30
รวม	63	1266	69	267	1,665	100.00

จากตารางที่ 6 พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการจัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบ GRI สูงสุด คือ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) ร้อยละ 22.22 รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง (PROPCON) ร้อยละ 20.30 และ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)

(2) สำนักงานสอบบัญชี (AUDIT)

ตารางที่ 7 สำนักงานสอบบัญชีที่ตรวจสอบงบการเงินของกลุ่มตัวอย่าง

ปีที่ศึกษา	สำนักงานสอบบัญชี (บริษัท/ ร้อยละ)		รวม
	Non-Big4	Big4	
2565	155 (36.64)	268 (63.36)	423
2564	153 (36.00)	272 (64.00)	425
2563	151 (12.17)	268 (87.83)	419
2562	145 (36.43)	253 (63.57)	398
รวม	604 (36.27)	1,061 (63.72)	1,665

จากตารางที่ 7 จะพบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการเลือกใช้บริการจากสำนักงานสอบบัญชีที่มาจากกลุ่มบริษัทสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (Big4) ร้อยละ 63.72 (เนื่องจากบริษัทตรวจสอบบัญชีทั้ง 4 นี้เป็นที่รู้จักและที่ยอมรับในระดับโลกนอกจากภาพลักษณ์และความน่าเชื่อถือแล้ว ยังมีขนาดของงานมาเกี่ยวข้องอีกด้วย โดยทั่วไปยังบริษัทต่าง ๆ มีขนาดใหญ่เท่าไร ยังมีแนวโน้มที่จะมีปริมาณธุรกรรมที่มากและซับซ้อนสูงขึ้น เช่น มีบริษัทย่อยหลายแห่ง, มีการร่วมทุนกับบริษัทต่างชาติ, มีการลงทุนในหลากหลายประเทศ รวมไปถึงการซื้อขายหลักทรัพย์หรือกิจการต่าง ๆ เป็นต้น ซึ่งทั้งนักลงทุนในไทยและต่างประเทศรวมถึงธนาคารที่เป็นคนปล่อยเงินกู้ให้ มักจะยอมรับในระดับหนึ่งเมื่อเห็นบริษัทที่วิเคราะห์อยู่นั้น ถูกตรวจสอบบัญชีโดย Big4)

(3) ราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตของยอดขาย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ตารางที่ 8 ค่าสถิติพื้นฐานของข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่าง

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
ราคาหลักทรัพย์ (VWAP) : ล้านบาท	97.30	288.83	0.00	4,755.92
ราคาหลักทรัพย์ (VWAP) : LN	8.79	2.80	0.13	15.37
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) : เท่า	0.048	0.078	-0.53	0.60
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) : เท่า	0.724	0.167	-2.45	1.167
ขนาดของบริษัท (FSIZE) : LN	15.76	1.54	12.69	21.63
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DEBT) : เท่า	0.41	0.21	0.00	0.95
อัตราการเติบโตของยอดขาย (GROWTH) : เท่า	0.11	1.22	-0.93	42.25
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) : LN	13.20	1.85	4.73	19.54

หมายเหตุ : LN หมายถึง ลอการิทึมฐานธรรมชาติ เนื่องจากข้อมูลราคาหลักทรัพย์ (VWAP), ขนาดของบริษัท (FSIZE) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) แจกแจงไม่ปกติ จึงปรับข้อมูลเพื่อให้ผ่านเงื่อนไขการทดสอบข้อมูลทางสถิติ

จากตารางที่ 8 สามารถอธิบายค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรดังนี้

จากการตรวจสอบข้อมูลด้วย Histograms พบว่า ข้อมูลมีการกระจายตัวไม่ปกติ จึงเลือกใช้การกระจายตัวแปรเพื่อให้ข้อมูลมีการแจกแจงปกติ 3 ตัวแปรคือ ราคาหลักทรัพย์ (VWAP) ขนาดของบริษัท (FSIZE) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) โดยราคาหลักทรัพย์

ในส่วน of ผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.048 เท่า อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.724 เท่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.41 เท่า และอัตราการเติบโตของยอดขาย (GROWTH) ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.11 เท่า

2. การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

ตารางที่ 9 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของรายงานความยั่งยืนกับความเชื่อมั่นของนักลงทุนและผลการดำเนินงาน

ตัวแปร	VWAP		ROA		ROE	
	t-value	p-value	t-value	p-value	t-value	p-value
(Constant)	-26.443	.000	2.336	.020	-1.609	.108
ระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน (SR)	5.203	.000**	.193	.847	.563	.573
สำนักงานสอบบัญชี (AUDIT)	-4.446	.000**	3.657	.000**	3.779	.000**
ขนาดของบริษัท (FSIZE)	23.911	.000**	2.829	.005*	4.137	.000**
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DEBT)	-4.759	.000**	-11.954	.000**	-1.818	.069
อัตราการเติบโตของยอดขาย (GROWTH)	4.078	.000**	.036	.971	.883	.377
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO)	1.909	.056	1.644	.100	1.53	.670
Durbin-Watson	1.809		1.892		1.884	
Adj. R Square	35.04%		8.31%		2.70%	

** ระดับนัยสำคัญ 0.01 * ระดับนัยสำคัญ 0.05

จากตารางที่ 9 สามารถวิเคราะห์ข้อมูลได้ ดังนี้

1. การทดสอบความสัมพันธ์ของระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนกับราคาหลักทรัพย์ (VWAP) พบว่า ค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 5.203 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ p -value เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แสดงให้เห็นว่าระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยระดับของการเปิดเผยข้อมูลสามารถพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้ 35.04% โดยในส่วนของตัวแปรควบคุมพบว่า สำนักงานสอบบัญชีและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์ ส่วนขนาดของบริษัทและอัตราการเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์ ส่วนตัวแปรควบคุมอื่น ๆ ได้แก่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

2. การทดสอบความสัมพันธ์ของระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) พบว่า ค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 0.193 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ p -value เท่ากับ 0.847 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่สถิติที่ระดับ 0.01 แสดงให้เห็นว่าระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ในส่วนของตัวแปรควบคุมพบว่า สำนักงานสอบบัญชีและขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ส่วนอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ในส่วนของตัวแปรอื่น ๆ ไม่พบความสัมพันธ์

3. ทดสอบความสัมพันธ์ของระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่า ค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 0.513 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ p -value เท่ากับ 0.103 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่สถิติที่ระดับ 0.01 แสดงให้เห็นว่าระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในส่วนของตัวแปรควบคุมพบว่าสำนักงานสอบบัญชีและขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในส่วนของตัวแปรอื่น ๆ ไม่พบความสัมพันธ์

สรุปผลการศึกษา

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษา ลักษณะการจัดทำรายงานความยั่งยืนที่ได้รับการรับรองจาก The Global Reporting Initiative (GRI) และทดสอบความสัมพันธ์ของระดับการรายงานความยั่งยืนที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพบว่า บริษัทส่วนใหญ่มีการจัดทำรายงานความยั่งยืน ตามกรอบ GRI เพียงร้อยละ 16.04 เท่านั้น ส่วนใหญ่บริษัทจะมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคม ในรายงานประจำปี ร้อยละ 76.04 แต่อย่างไรก็ตามการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนในรายงานประจำปีของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ไทยนั้น ถือได้ว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนที่มีความครบถ้วนและมีประสิทธิภาพ โดยได้รับการจัดอันดับโดยอยู่ลำดับที่ 9 จากตลาดหลักทรัพย์ 49 แห่งทั่วโลกและเป็นแห่งเดียวในเอเชียที่อยู่ใน 10 อันดับแรก ในปี 2562 สะท้อนถึงพัฒนาการที่ดีของบริษัทจดทะเบียน

ทะเบียนไทยในการดำเนินงานด้านความยั่งยืนและการเปิดเผยข้อมูลที่ได้มาตรฐานสากล (The Stock Exchange of Thailand, 2020)

จากการทดสอบความสัมพันธ์ของระดับการรายงานความยั่งยืนที่มีต่อผลการดำเนินงาน สามารถสรุปผลการวิจัยได้ว่า ระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ (VWAP) อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 0.01 นั้นหมายความว่าหากบริษัทมีการจัดทำรายงานความยั่งยืนในระดับที่สูง (การจัดทำรายงานความยั่งยืนตามกรอบ GRI) ความเชื่อมั่นของนักลงทุนก็สูงตามไปด้วยเช่นเดียวกัน ผลงานวิจัยนี้ช่วยยืนยันข้อมูลความยั่งยืนตามกรอบ GRI ว่าช่วยให้นักลงทุนมีข้อมูลอย่างเพียงพอสำหรับตัดสินใจลงทุน ซึ่งเป็นกระบวนการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนและนักลงทุนเห็นประโยชน์ของการวิเคราะห์และประเมินข้อมูลความยั่งยืนของธุรกิจ แต่อย่างไรก็ตามระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนไม่มีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) และผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) นั้นหมายความว่าไม่ว่าบริษัทจะมีการจัดทำรายงานความยั่งยืนหรือไม่ก็จะมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานนั้นหมายความว่าระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน ไม่ได้ส่งผลต่อผลกำไรจากการดำเนินงานตามปกติของบริษัท แต่กลับมีผลต่อการตอบสนองของนักลงทุน (Dienes et al., 2016; Karaman et al., 2018)

อภิปรายผลการศึกษา

ผลการศึกษาพบว่า ระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยสามารถอธิบายได้ว่าบริษัทที่มีระดับการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนทำให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเพิ่มขึ้นเช่นกัน นั่นคือ บริษัทที่มีการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนจะเป็นเครื่องบ่งชี้ถึงความสามารถของบริษัทก่อให้เกิดความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่เพียงพอและส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ ซึ่งจะสะท้อนให้นักลงทุนเห็นถึงความน่าสนใจในการลงทุนของบริษัทซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Alexander and Buchholz (1978), McWilliams et al. (2006), Porter and Kramer (2006) Buallay (2017) ที่พบว่าระดับการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในทิศทางบวก โดยระดับการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนเป็นเครื่องมือในการส่งผลต่อความน่าเชื่อถือและภาพลักษณ์ของบริษัท แสดงให้เห็นถึงความสามารถจัดทำรายงานความยั่งยืนของบริษัทก่อให้เกิดความเชื่อมั่นของนักลงทุนเพียงพอที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ความสัมพันธ์ระหว่างการดำเนินงานอย่างยั่งยืนและผลการดำเนินงานของบริษัทได้กลายมาเป็นประเด็นใหม่ที่ที่น่าสนใจ ซึ่งแนวโน้มการลงทุนโดยคำนึงถึงความรับผิดชอบต่อสังคมมีการเติบโตมากขึ้นเรื่อย ๆ ซึ่งแนวโน้มดังกล่าวได้รับความสนใจมากขึ้นในประเทศไทยเช่นกัน เมื่อนักลงทุนเริ่มมีความสนใจและให้ความสำคัญกับประเด็นรายงานความยั่งยืนมากยิ่งขึ้น ดังนั้นการจัดทำรายงานความยั่งยืนจึงเป็นสิ่งที่กระตุ้นความสนใจนักลงทุน (Burhan & Rahmanti, 2012) แต่การดำเนินงานด้านความยั่งยืนในบริบทของประเทศไทยยังไม่สามารถยืนยันได้อย่างชัดเจนว่า เป็นกลยุทธ์ของบริษัทที่สามารถเพิ่มประสิทธิภาพในการลดต้นทุนและเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน ที่จะช่วยให้ผลการดำเนินงานของบริษัทปรับตัวสูงขึ้น (McWilliams et al., 2006; Porter & Kramer, 2006; Buallay, 2017; Oware & Mallikarjunappa, 2019)

ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัยที่ยังไม่สามารถยืนยันได้ว่าการจัดทำรายงานความยั่งยืนสามารถเพิ่มประสิทธิภาพในการลดต้นทุน ส่งผลต่อการดำเนินงานของบริษัทปรับตัวสูงขึ้น เนื่องจากผู้วิจัยพบว่าระดับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนตามกรอบ GRI ในงานวิจัยนี้มีเพียงร้อยละ 16.04 เท่านั้น อาจทำให้ผลจากการศึกษา ยังไม่สามารถชี้ชัดได้ แต่จากหลักฐานงานวิจัยทั้งในและต่างประเทศยืนยันว่าการดำเนินงานด้านความยั่งยืนเป็นกลไกที่สะท้อนการบริหารความเสี่ยง ช่วยให้บริษัทมีความระมัดระวังในการดำเนินงานมากยิ่งขึ้น สามารถลดความเสียหายผ่านการดำเนินธุรกิจที่ยั่งยืน และยังพบว่าบริษัทที่ดำเนินงานด้านความยั่งยืนในระดับที่ดีกว่าสามารถสะท้อนผ่านงานวิจัยว่าเป็นบริษัทที่มีศักยภาพที่จะเติบโตในระยะยาวที่ดีกว่าและมีต้นทุนที่ต่ำกว่าอีกด้วย การศึกษาครั้งต่อไปอาจเพิ่มการศึกษางานวิจัยเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพ (แบบสอบถามฝ่ายบริหาร) ร่วมกัน เพื่อให้ผลลัพธ์ของงานวิจัยมีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น

รายการอ้างอิง

- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, 20(7), 1409–1428.
- Alexander, G. J., & Buchholz, R. A. (1978). Corporate Social Responsibility and Stock Market Performance. **The Academy of Management Journal**, 21(3), 479–486.
- Aupperle, K. E., Carroll, A. B., & Hatfield, J. D. (1985). An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability. **The Academy of Management Journal**, 28(2), 446–463.
- Berkowitz, S. A., Logue, E. D., & Noser, E. A. (1988). The Total Cost of Transactions on the NYSE. **The American Finance Association**, 43(1), 97–112.
- Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2023). Environmental, social and governance performance: Influence on market value in the COVID-19 crisis. **Management Decision**, 61(8), 2442–2466. <https://doi.org/10.1108/MD-08-2022-1084>
- Buallay, A. (2017). Between cost and value Investigating the effects of sustainability reporting on a firm's performance. **Journal of Applied Accounting Research**, 20(4), 481–496. <https://doi.org/10.1108/JAAR-12-2017-0137>
- Burhan, A. H. N., & Rahmanti, W. (2012). The Impact of Sustainability Reporting on Company Performance. **Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura**, 15(2), 257–272.

- Dienes, D., Sassen, R., & Fischer, J. (2016). What are the drivers of sustainability reporting? A systematic review. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, 7(2), 154–189.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. **Management Science**, 60(11), 2835–2857.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & Colle, S. de. (2010). **Stakeholder Theory: The State of the Art**. Cambridge University Press.
- Karaman, A. S., Kilic, M., & Uyar, A. (2018). Sustainability reporting in the aviation industry: Worldwide evidence. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, 9(4), 362–391.
- Keshav Sahadev. (2017). **A volume-weighted-average-price (VWAP) method for estimating beta in the context of reference-day risk**. University of Pretoria, South Africa.
- KPMG. (2018). **India's CSR reporting survey 2018**.
https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/in/pdf/2019/India_CSR_Reporting_Survey.pdf
- Laskar Najul. (2018). Impact of corporate sustainability reporting on firm performance: An empirical examination in Asia. **Journal of Asia Business Studies**, 12(4), 571–593.
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X.-Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. **The British Accounting Review**, 50(1), 60–75.
- Lozano, R., & Huisinigh, D. (2011). Inter-linking issues and dimensions in sustainability reporting. **Journal of Cleaner Production**, 19, 99–107.
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2009). The Debate over Doing Good: Corporate Social Performance, Strategic Marketing Levers, and Firm-Idiosyncratic Risk. **Journal of Marketing**, 73(6), 198–213.
- McWilliams, A., Siegel, D. S., & Wright, P. M. (2006). Corporate Social Responsibility: Strategic Implications. **Journal Management Studies**, 43(1), 1–18.
- Oware, K. M., & Mallikarjunappa, T. (2019). Corporate social responsibility investment, third-party assurance and firm performance in India: The moderating effect of financial leverage. **South Asian Journal of Business Studies**, 8(3), 303–324.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. **Harvard Business Review**, 84(12), 78–92.
- Porter, M.E. (1991) Towards a Dynamic Theory of Strategy. **Strategic Management Journal**, 12, 95-117. <http://dx.doi.org/10.1002/smj.4250121008>

- Prado-Lorenzo, J.-M., Gallego-Álvarez, I., & Sánchez, I. M. G. (2009). Stakeholder Engagement and Corporate Social Responsibility Reporting: The ownership Structure Effect. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 16, 94–107.
- SET. (2016). Unlocking Corporate Value through Sustainability Reporting. **Driving Sustainability of the Thai Capital Market**, 1(3), 1–20.
- Thaipat Institute. (2019). **Sustainability Reporting Guidelines**.
https://www.thaicrs.com/2012/11/blog-post_9513.html
- The Stock Exchange of Thailand. (2020). **SET ranks in world's top 10 stock exchanges on sustainability disclosure of listed firms, topping Asian markets**.
<https://www.set.or.th/set/pdfnews.do?newsId>.
- Tontimungkorn, A., & Eakchaipaiboon, S. (2016). GRI standards: From the report to the tool business management sustainable. **Driving Sustainability of The Thai Capital Market**, 2(3), 1–4.
- Velte, P. (2020). Does CEO power moderate the link between ESG performance and financial performance? A focus on the German two-tier system. **Management Research Review**, 43(5), 497-520. <https://doi.org/10.1108/MRR-04-2019-0182>
- Wang, N., Pan, H., Feng, Y., & Du, S. (2023). How do ESG practices create value for businesses? Research review and prospects. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, ahead-of-print(ahead-of-print).
<https://doi.org/10.1108/SAMPJ-12-2021-0515>