

สำนักหอสมุด มหาวิทยาลัยบูรพา  
ต.แสนสุข อ.เมือง จ.ชลบุรี 20131

การเปรียบเทียบคุณลักษณะกิจการและการรับรู้ของนักลงทุนระหว่างบริษัทที่ได้รับคัดเลือก  
เป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิก

พรรัชชล บุญมา

- 1 พ.ค. 2560

370557

งานนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาบัญชี

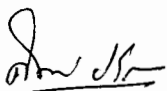
คณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา

สิงหาคม 2559

ลิขสิทธิ์เป็นของมหาวิทยาลัยบูรพา

อาจารย์ที่ปรึกษางานนิพนธ์และคณะกรรมการสอบปากเปล่างานนิพนธ์ ได้พิจารณา  
งานนิพนธ์ของ พรรัชชล บุญมา ฉบับนี้แล้ว เห็นสมควรรับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตาม  
หลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี ของมหาวิทยาลัยบูรพาได้

อาจารย์ที่ปรึกษางานนิพนธ์

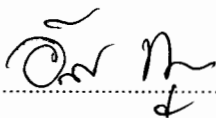


..... อาจารย์ที่ปรึกษา  
(ดร.ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์พัฒน์)

คณะกรรมการสอบปากเปล่างานนิพนธ์



..... ประธาน  
(ดร.ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์พัฒน์)

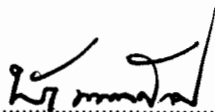


..... กรรมการ  
(ดร.อิสรากรณ์ หนูผล)



..... กรรมการ  
(ดร.พรปรวีณ์ ชาญสุวรรณ)

คณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยวอนุมัติให้รับงานนิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของ  
การศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี ของมหาวิทยาลัยบูรพา



..... คณบดีคณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยว  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์พัชนี นนทศักดิ์)

วันที่ 23 เดือน สิงหาคม พ.ศ. 2559

## ประกาศคุณูปการ

งานนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงมาได้ด้วยความกรุณาและความช่วยเหลือจากหลาย ๆ ท่าน ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ ดร.ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์พัฒน์ อาจารย์ที่ปรึกษางานนิพนธ์ ซึ่งท่าน ได้กรุณา ให้คำปรึกษาแนะนำแนวทางที่ถูกต้อง และตรวจสอบแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ด้วยความละเอียดถี่ถ้วน และขอกราบขอบพระคุณคณะกรรมการสอบงานนิพนธ์ทุกท่าน ที่ท่านได้สละเวลามา ทำการสอบด้วยตนเองและให้คำแนะนำเพิ่มเติมจนทำให้งานนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยดี รวมถึงคณาจารย์ทุก ๆ ท่านที่ได้เสริมสร้างความรู้และทักษะของการศึกษา ตลอดจนการประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ตั้งแต่เริ่มต้นการศึกษามาจนถึงระดับปริญญาบัณฑิต ผู้วิจัยรู้สึกซาบซึ้งเป็นอย่างยิ่ง จึงขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ผู้วิจัยขอขอบคุณพระคุณ คุณยายสำราญ สุขเจริญ คุณแม่รัชฎยพันธ์ รัตน์สุขเจริญ บิดา และทุกคนในครอบครัว รวมถึง อาจารย์มยุรี รัตนมุง คร.วิทยา เมฆขำ คร.เจย์ แอนด์เดรส คุณนันทน์ภัท ฉลภิญโญ ที่ให้ความรู้ ให้การสนับสนุนและเป็นกำลังใจด้วยดีตลอดมา รวมถึงพี่ ๆ เพื่อน ๆ และท่านอื่น ๆ ที่มีได้เอ่ยนามในที่นี้ ที่มีส่วนช่วยให้กำลังใจและให้ความช่วยเหลือต่าง ๆ จนทำให้งานนิพนธ์ฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์

คุณค่าหรือประโยชน์อื่นใดที่พึงบังเกิดจากการศึกษางานนิพนธ์ฉบับนี้ ผู้วิจัยขอขอบเป็นกตัญญูกตเวทิตาแด่ บุพการี บุรพาจารย์ และผู้มีพระคุณทั้งในอดีตและปัจจุบัน ตลอดจนสถานที่ให้การศึกษา ที่ทำให้ผู้วิจัยเป็นผู้มีการศึกษาและประสบความสำเร็จมาจนตราบเท่าทุกวันนี้ ส่วนข้อ บกพร่องหรือข้อผิดพลาดทุกประการที่พึงมีผู้วิจัยขอน้อมรับไว้ ณ ที่นี้แต่ผู้เดียว

พรรัชชล บุญมา

53920739: สาขาวิชา: การบัญชี; บช.ม. (การบัญชี)

คำสำคัญ: ความยั่งยืน/ ดัชนีดาวโจนส์/ กิจการ/ นักลงทุน

พรุษชล บุญมา: การเปรียบเทียบคุณลักษณะกิจการและการรับรู้ของนักลงทุน ระหว่างบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิก (THE COMPARISON OF FIRMS CHARACTERISTICS AND INVESTOR PERCEPTIONS BETWEEN THE FIRMS MEMBER OF THE DOW JONES SUSTAINABILITY INDEX AND THE FIRMS NON-MEMBER) อาจารย์ผู้ควบคุมงานนิพนธ์: ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์พัฒน์, บช.ค., 63 หน้า. ปี พ.ศ. 2559.

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ เปรียบเทียบคุณลักษณะกิจการและการรับรู้ของนักลงทุน ระหว่างบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และบริษัทที่ไม่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิก โดยรวบรวมข้อมูลจาก แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1), รายงานประจำปี และราคาปิดหลักทรัพย์จาก SETSMART ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2558 ซึ่งประกอบด้วย บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ จำนวน 13 บริษัท และบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ จำนวน 30 บริษัท รวมจำนวนทั้งสิ้น 43 บริษัท โดยนำข้อมูล ไปวิเคราะห์ด้วยวิธีทางสถิติพรรณนา และการวิเคราะห์ t-Test และ Chi-square เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ระดับนัยสำคัญ .05

ผลการวิจัย พบว่า เมื่อพิจารณาคุณลักษณะด้านขนาดกิจการและคุณลักษณะด้านผลการดำเนินงาน พบว่า บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีขนาดกิจการที่ใหญ่กว่า และมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่มากกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิก ๑ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ส่วนคุณลักษณะด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น พบว่า บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีการกระจุกตัวผู้ถือหุ้นที่มากกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิก ๑ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ด้านประเภทผู้สอบบัญชี พบว่า ขนาดสำนักงานผู้สอบบัญชีไม่ได้มีผลต่อการได้รับคัดเลือกให้เป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ส่วนการเปรียบเทียบการรับรู้ของนักลงทุน โดยใช้อัตราส่วนราคาต่อกำไร พบว่า บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรที่ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิก ๑ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

53920739: MAJOR: ACCOUNTING; M.ACC (ACCOUNTING)

KEYWORDS: SUSTAINABILITY/ DOW JONES/ FIRMS/ INVESTOR

PATSACHOL BOONMA: THE COMPARISON OF FIRMS CHARACTERISTICS AND INVESTOR PERCEPTIONS BETWEEN THE FIRMS MEMBER OF THE DOW JONES SUSTAINABILITY INDEX AND THE FIRMS NON-MEMBER: ADVISOR: SINCHAI PAVEENPONGPAT, Ph.D., 63 P. 2016.

The research aims to compare the firms characteristics and investor perceptions between the member of the Dow Jones Sustainability Index and the non-member. Data were collected from the annual registration statements (Form 56-1) and annual reports of all sectors, and closing price from SETSMART at of December 31, 2015. There are two sample groups consist of 13 firms member of the Dow Jones Sustainability Index and 30 firms non-member, total of 43 sample firms. Statistics used for the data analysis were descriptive statistics and t-Test analysis and Chi-Square for hypotheses testing at the significance level of .05.

The findings indicate that in the part of the firms size and performance characteristics, the firms member of the Dow Jones Sustainability Index have higher firms size and return on asset (ROA) than the firms non-member by statistically significant at 0.05 level. Regarding ownership characteristics, the results of this study show that the firms member of the Dow Jones Sustainability Index have ownership concentration more than the firms non-member but not statistically significant. The result of audit characteristic shows that audit firms size is not affect to the firms member of the Dow Jones Sustainability Index. Moreover the result of investor perceptions shows that the price to earnings ratio (P/E) of the firms member of the Dow Jones Sustainability Index is lower than the firms non-member but not statistically significant.

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
สารบัญ.....	ฉ
สารบัญตาราง.....	ช
สารบัญภาพ.....	ฌ
บทที่	
1 บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	5
สมมติฐานการวิจัย.....	6
กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	10
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	11
ขอบเขตของการวิจัย.....	11
ข้อจำกัดของการวิจัย.....	11
นิยามศัพท์เฉพาะ.....	12
2 เอกสาร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	13
แนวคิดการพัฒนาย่างยั่งยืน.....	13
แนวคิดและทฤษฎีความรับผิดชอบต่อสังคม.....	15
แนวคิดและทฤษฎีตัวการและตัวแทน.....	15
แนวคิดและทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย.....	16
แนวคิดของ โครงสร้างการเป็นเจ้าของ.....	17
แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี.....	18
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	19
สรุปผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	22
3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	24
กลุ่มประชากร.....	24
การคัดเลือกข้อมูล.....	24

## สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
ตัวแปรและการวัดค่า.....	27
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	29
สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล.....	29
การทดสอบสมมติฐาน.....	29
4 ผลการวิจัย.....	32
ลักษณะทั่วไปของข้อมูล.....	32
การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา .....	32
การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน .....	39
5 สรุปผล อภิปราย และข้อเสนอแนะ.....	47
สรุปผลการวิจัย.....	47
อภิปรายผล.....	49
ข้อเสนอแนะ.....	53
บรรณานุกรม.....	54
ภาคผนวก.....	60
ประวัติย่อของผู้วิจัย.....	63

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1-1 บริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ปี พ.ศ. 2558..	5
4-1 สัดส่วนจำนวนตัวอย่าง จำแนกกลุ่มอุตสาหกรรม.....	32
4-2 ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ของสินทรัพย์ หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น.....	33
4-3 ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ของรายได้ และกำไร (ขาดทุน) .....	34
4-4 ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ของอัตราส่วนผลตอบแทน ต่อสินทรัพย์รวม.....	35
4-5 สัดส่วนการถือหุ้น ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ของกลุ่ม ผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรก.....	36
4-6 จำนวนการใช้สำนักงานผู้รับสอบบัญชี Big4 และ Non-big4 จำแนกกลุ่ม อุตสาหกรรม.....	37
4-7 จำนวนการใช้สำนักงานผู้รับสอบบัญชี Big4 และ Non-big4 จำแนกกลุ่มบริษัท.....	37
4-8 ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ของอัตราส่วนราคาต่อกำไร.....	38
4-9 ผลการทดสอบคุณลักษณะกิจการ-ด้านขนาดกิจการ.....	40
4-10 ผลการทดสอบคุณลักษณะกิจการ-ด้านผลการดำเนินงาน.....	41
4-11 ผลการทดสอบคุณลักษณะกิจการ-ด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น.....	42
4-12 ผลการทดสอบคุณลักษณะกิจการ-ด้านประเภทผู้สอบบัญชี.....	43
4-13 ผลการทดสอบการรับรู้ของนักลงทุน.....	45
4-14 สรุปผลสมมติฐาน.....	46
4-15 รายชื่อ Thailand Sustainability Investment 2015 หรือรายชื่อ “หุ้นยั่งยืน” จำนวน 51 บริษัท (ประกาศฉบับที่ 107/2558).....	61



## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1-1 กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	10
2-1 แนวคิด Triple bottom line.....	14

# บทที่ 1

## บทนำ

### ความเป็นมาและความสำคัญของการวิจัย

กระแสการพัฒนาอย่างยั่งยืนในตลาดทุน กำลังเป็นที่สนใจของตลาดทุนและผู้ลงทุนทั่วโลก แนวคิดเรื่องการลงทุนในหลักทรัพย์ยุคปัจจุบันเริ่มเปลี่ยนแปลงไป การเน้นลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีผลประกอบการดีแต่ไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้อง รวมถึงไม่คำนึงถึงผลกระทบด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมนั้น จะส่งผลให้ผลประกอบการที่ดีนั้นมีความไม่ยั่งยืน ประชาคมโลกพยายามแสวงหาแนวทางในการสร้างสมดุลระหว่างเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม และย้ำให้เห็นว่าการบริโภคและการผลิตที่ไร้จริยธรรมและความรับผิดชอบต่อหรือการสนใจแต่เรื่องความมั่งคั่งนั้น ไม่ได้ทำให้ธุรกิจอยู่รอดได้ในระยะยาว เพื่อเป็นการปรับกระบวนการที่สนับสนุนเป้าหมายสังคมและสิ่งแวดล้อมที่ดีไปพร้อมกับความรับผิดชอบต่อเชิงจริยธรรม จึงมุ่งสร้างกำไรโดยไม่ทำลายแหล่งทรัพยากร อีกทั้งมีส่วนร่วมเพิ่มพลังให้สังคมมีความเข้มแข็ง โดยผู้นำทางธุรกิจต้องตระหนักถึงการทำธุรกิจที่มีจริยธรรมในระยะยาว ไม่ใช่เพียงแสวงหาผลกำไรอย่างเดียว ปัจจุบันแนวคิด “การพัฒนาอย่างยั่งยืน” (Sustainable development) ซึ่งเป็นการพัฒนาที่ไม่เพียงแต่มุ่งเน้นด้านการเติบโตทางเศรษฐกิจ แต่ยังครอบคลุมถึงความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล (Environment, Social and Corporate Governance: ESG) แนวคิด ESG ตลาดทุนทั่วโลกต่างสนใจและใส่ใจเพิ่มมากขึ้น ทั้งตลาดทุนในประเทศพัฒนาแล้ว และในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ โดยข้อมูลจาก US Social investment forum และ European sustainable investment forum (Eurosif) เปิดเผยว่ากองทุนส่วนใหญ่ในต่างประเทศนำหลักการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม (Socially responsible investment: SRI) มาใช้ในการจัดการการลงทุนกันอย่างแพร่หลาย

สำหรับประเทศไทยนั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมุ่งมั่นพัฒนาศักยภาพบริษัทจดทะเบียนตามแนวทางการพัฒนาอย่างยั่งยืน เพื่อสร้างเสถียรภาพให้แก่ตลาดทุนในระยะยาว จึงยกระดับรางวัลด้านคุณภาพของบริษัทจดทะเบียนให้สามารถสะท้อนถึงการดำเนินงานตามแนวทางการพัฒนาอย่างยั่งยืนได้ชัดเจนยิ่งขึ้น โดยรวมรางวัลด้านการรายงานบรรษัทภิบาล (Top corporate governance report awards) และรางวัลด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (Best corporate social responsibility awards) เข้าด้วยกันเป็นรางวัลด้านความยั่งยืนประเภทใหม่ คือ รางวัลบริษัทจดทะเบียนด้านความยั่งยืนยอดเยี่ยม (Sustainability awards) เพื่อประกาศเกียรติคุณบริษัท

จดทะเบียนที่มีความโดดเด่น และเป็นกำลังใจให้ผู้บริหารและผู้ปฏิบัติงานของบริษัทจดทะเบียนที่มีความมุ่งมั่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน ตลาดหลักทรัพย์ฯ สนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social, Governance: ESG) ในการเสริมสร้างศักยภาพให้ธุรกิจเข้มแข็งและเติบโตได้อย่างต่อเนื่องและยั่งยืน สร้างผลตอบแทนที่ดีในระยะยาวให้แก่ผู้ลงทุนนำไปสู่การยกระดับคุณภาพตลาดทุนสู่การเติบโตอย่างยั่งยืน ในปี พ.ศ. 2558 เป็นปีเริ่มต้นของการประกาศการเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ยั่งยืน หลังจากตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้เข้าเป็นสมาชิกของ UN Sustainable stock exchanges initiative (UN SEE Initiative) ในปีที่ผ่านมา เพื่อตอกย้ำการเป็นผู้นำในภูมิภาค และเพิ่มบทบาทของตลาดหลักทรัพย์ฯ ในเวทีสากล โดยมุ่งเน้นการสร้างควมยั่งยืนให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียในตลาดทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง บริษัทจดทะเบียน สถาบันตัวกลาง และผู้ลงทุน ผ่านกระบวนการต่าง ๆ ซึ่งรวมถึงการเชิดชูยกย่องบริษัทจดทะเบียนที่เป็นแบบอย่างด้านการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน และสร้างผลกระทบเชิงบวกแก่สังคม โดยในปีนี้ได้จัดให้มีการมอบรางวัลด้านความยั่งยืนเป็นปีแรก โดยมีรางวัล 2 ประเภท ประกอบด้วย

รางวัลบริษัทจดทะเบียนด้านความยั่งยืนยอดเยี่ยม (SET Sustainability Awards 2015) จำนวน 9 บริษัท ที่มีความโดดเด่นเป็นต้นแบบแห่งการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนด้วยความมุ่งมั่นในการขับเคลื่อนธุรกิจสู่การเติบโตบนพื้นฐานของการสร้างคุณค่าให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกภาคส่วนอย่างสมดุล ได้แก่

1. บมจ. บ้านปู (BANPU)
2. บมจ. ปตท. (PTT)
3. บมจ. พีทีที โกลบอล เคมิคอล (PTTGC)
4. บมจ. ควิทซีเอนเนอร์ยี (QTC)
5. บมจ. สมบูรณ์ แอ็ดวานซ์ เทคโนโลยี (SAT)
6. บมจ. ปูนซิเมนต์ไทย (SCC)
7. บมจ. ศรีตรังแอโกรอินดัสทรี (STA)
8. บมจ. ไทยออปติคอลล กิ๊ป (TOG)
9. บมจ. ไทยออยล์ (TOP)

รางวัลการลงทุนในกิจการเพื่อสังคม (SET Social enterprise investment awards 2015) จำนวน 4 บริษัท ที่มีส่วนสร้างสรรค์สังคมและสิ่งแวดล้อมอย่างโดดเด่น ด้วยการดำเนินธุรกิจหรือการลงทุนเพื่อสนับสนุนกิจการเพื่อสังคม ได้แก่

1. บมจ. บางจากปิโตรเลียม (BCP)
2. บมจ. แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ (LPN)
3. บมจ. ปูนซิเมนต์ไทย (SCC) และ
4. บมจ. ซีอีเคยูเคชั่น (SE-ED)

นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์ฯ ยังได้ประกาศรายชื่อ Thailand sustainability investment 2015 หรือรายชื่อ “หุ้นยั่งยืน” อีกจำนวน 51 บริษัท ที่สามารถผ่านเกณฑ์การประเมินด้านความยั่งยืนในครั้งอีกด้วย (รายละเอียดตามภาคผนวก)

สำหรับในระดับโลกหรือระดับสากลนั้น ได้มีการจัดตั้ง DJSI หรือ Dow Jones Sustainability indices คือ ดัชนีหลักทรัพย์ที่ประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานตามแนวทางการพัฒนาอย่างยั่งยืนของบริษัทชั้นนำระดับโลก ซึ่งกองทุนต่าง ๆ จากทั่วโลกใช้เป็นเกณฑ์ในการลงทุน บริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) เป็นบริษัทที่มีกระบวนการทำงาน และผลการดำเนินงานมุ่งสู่ความยั่งยืนระดับโลก การเข้าร่วมจะได้รับการยอมรับจากองค์กรสากล โดยเฉพาะด้านการพัฒนาอย่างยั่งยืนเทียบเคียงผู้นำระดับโลก ในทุก ๆ ด้านตั้งแต่มีการจัดตั้งกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ หรือ Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) จะมีการประกาศรายชื่อบริษัทขนาดใหญ่จากทั่วโลกที่มีความพร้อมจำนวนหนึ่ง (DJSI เรียกกลุ่มบริษัทเหล่านี้ว่า Eligible DJSI Universe) เข้าสู่กระบวนการประเมินด้านความยั่งยืน (Corporate Sustainability Assessment หรือ CSA) เพื่อคัดกรองบริษัทในการเป็นส่วนหนึ่งในกลุ่มดัชนี DJSI ต่าง ๆ โดยมีองค์กรชื่อ RobecoSAM เป็นผู้ดำเนินการจัดทำ CSA ดังกล่าว ในบรรดากลุ่มดัชนี DJSI นี้ Dow Jones Sustainability World Index (DJSI World) เป็นดัชนีหลักที่ได้รับความสนใจอย่างมากจากนักลงทุนทั่วโลกที่ให้ความสำคัญและนำเรื่องความยั่งยืนมาเป็นองค์ประกอบในการพิจารณาเลือกลงทุน เนื่องจาก DJSI World ประกอบด้วย บริษัทชั้นนำจากทั่วโลก ซึ่งมีศักยภาพมากที่สุดทั้งในด้านขนาดและผลการประเมินความยั่งยืนเมื่อเทียบกับบริษัทอื่น ๆ

ในกระบวนการคัดเลือกสมาชิกของดัชนี DJSI นั้น S & P Dow Jones Indices เชิญบริษัทขนาดใหญ่ทั่วโลกกว่า 3,000 แห่งให้เข้าร่วมการประเมินด้านความยั่งยืน และประกาศผลการประเมินและรายชื่อบริษัทที่ผ่านเกณฑ์การคัดเลือก ในเดือนกันยายนของทุกปี ซึ่งทุกบริษัทที่เข้าร่วมการประเมินจะได้รับผลการประเมินเป็น Benchmark report ที่จะช่วยให้บริษัทสามารถนำไปพัฒนาปรับปรุงการดำเนินงานของบริษัทในด้านต่าง ๆ ให้ดียิ่งขึ้น ซึ่งสามารถสรุปกระบวนการคัดเลือกสมาชิกเป็น 2 กลุ่ม ดังนี้

กระบวนการคัดเลือกสมาชิก DJSI World มี 3 ขั้นตอนหลัก คือ 1. คัดเลือกจากบริษัทขนาดใหญ่กว่า 2,500 แห่งทั่วโลก โดยพิจารณาจาก Free float adjusted market capitalization ณ สิ้นปีก่อนหน้า 2. คัดกรองธุรกิจที่มีผลคะแนนด้านการดำเนินงานอย่างยั่งยืนสูงสุด 10% ของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม โดยให้คะแนนจากการประเมินความยั่งยืนของบริษัทหรือการศึกษาข้อมูลของบริษัทเปิดเผยต่อสาธารณะ และ 3. กำหนดให้บริษัทที่ผ่านคัดกรองนั้นต้องเป็นตัวแทนอุตสาหกรรม คือ มีขนาด Free float adjusted market capitalization รวมกันไม่น้อยกว่า 15% ของอุตสาหกรรมนั้น ๆ

และกระบวนการคัดเลือกสมาชิก DJSI Emerging Markets มี 2 ขั้นตอนหลัก คือ 1. คัดเลือกจากบริษัทขนาดใหญ่กว่า 800 แห่งจากกลุ่มประเทศ Emerging market 23 ประเทศ ประกอบด้วย บราซิล ชิลี จีน โคลอมเบีย สาธารณรัฐเช็ก อียิปต์ กรีซ ฮังการี อินเดีย อินโดนีเซีย มาเลเซีย เม็กซิโก โมร็อกโก เปรู ฟิลิปปินส์ โปแลนด์ กาตาร์ รัสเซีย แอฟริกาใต้ ใต้หวัน ตุรกี สาธารณรัฐอาหรับเอมิเรตส์ และไทย (RobecoSAM, DJSI 2014 Review Result, September 2014) โดยพิจารณาจาก Free float adjusted market capitalization ณ สิ้นปีก่อนหน้า 2. คัดกรองธุรกิจที่มีผลคะแนนด้านการดำเนินงานอย่างยั่งยืนที่สุด 10% ของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม โดยให้คะแนนจากการประเมินความยั่งยืนของบริษัทหรือการศึกษาข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะ (ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

ในปี พ.ศ. 2558 มีบริษัทจดทะเบียนไทย 13 บริษัท (ตารางที่ 1-1) ที่ได้รับการคัดเลือกให้เป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) ทำให้ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีจำนวนบริษัทจดทะเบียนได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนี DJSI Emerging markets เพิ่มมากขึ้น สูงที่สุดในตลาดเกิดใหม่ทั่วโลก นับเป็นความสำเร็จของบริษัทจดทะเบียนไทยในการก้าวสู่มาตรฐานด้านความยั่งยืนในระดับสากลและส่งเสริมตลาดทุนไทยให้ได้รับความสนใจจากผู้ลงทุนทั่วโลก โดยในปี พ.ศ. 2558 มีบริษัทไทยให้ความสนใจเข้าร่วมรับการประเมินของดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) เป็นจำนวนมากถึง 23 บริษัทจาก 34 บริษัทที่ได้รับเชิญเข้าร่วมการประเมินทั้งหมด หรือคิดเป็น 68% ซึ่งเพิ่มขึ้นจากอัตราการเข้าร่วมรับการประเมินในปีที่ผ่านมาที่ 48% สะท้อนให้เห็นถึงความตื่นตัวและสนใจของบริษัทไทยต่อการเข้าร่วมการประเมินด้านความยั่งยืนในระดับสากล (ข้อมูลจากวารสาร SD Focus ฉบับที่ 3 เดือนตุลาคม 2558)

ตารางที่ 1-1 บริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ปี พ.ศ. 2558

ลำดับ	รายชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม
1	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)	CPF	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
2	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	MINT	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
3	บริษัท ไทยยูเนี่ยน โฟรเซ่น โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)	TUF	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
4	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)	BANPU	ทรัพยากร
5	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)	IRPC	ทรัพยากร
6	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	PTT	ทรัพยากร
7	บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	PTTEP	ทรัพยากร
8	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)	TOP	ทรัพยากร
9	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	ADVANC	เทคโนโลยี
10	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)	AOT	บริการ
11	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)	PTTGC	สินค้าอุตสาหกรรม
12	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)	CPN	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
13	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)	SCC	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาคุณลักษณะกิจการและการรับรู้ของนักลงทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่ได้รับคัดเลือกให้เป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ในปี พ.ศ. 2558

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อเปรียบเทียบคุณลักษณะของกิจการ ระหว่างบริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และบริษัทที่ไม่ได้รับการคัดเลือกฯ
2. เพื่อเปรียบเทียบการรับรู้ของนักลงทุน ระหว่างบริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และบริษัทที่ไม่ได้รับการคัดเลือก

## สมมติฐานการวิจัย

การที่บริษัทจดทะเบียนไทยได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ นั้น แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเหล่านั้น มีการดำเนินธุรกิจตามแนวทางการพัฒนาอย่างยั่งยืน ตามหลักการของ ESG (Environment, Social and Corporate Governance) อันเป็นองค์ประกอบของการพัฒนาที่นำไปสู่ความยั่งยืน ดังนั้น การมีความรับผิดชอบต่อสังคม (Environment) และสิ่งแวดล้อม (Social) รวมถึงการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate governance) จึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้บริษัทดังกล่าวได้รับการคัดเลือกฯ งานวิจัยนี้จึงต้องการศึกษาเกี่ยวกับคุณลักษณะและการรับรู้ของนักลงทุนของบริษัทดังกล่าว โดยมีตัวแปรที่ใช้ประกอบนำมาศึกษาในงานวิจัยครั้งนี้ คือ

### ขนาดของกิจการ (Size)

จากการทบทวนบทวรรณกรรมในด้านความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม งานวิจัยของ บูรณภพ สมเศรษฐ์ (2554) พบว่า ขนาดขององค์กรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการทำกิจกรรมที่แสดงความรับผิดชอบต่อสังคมในด้านการจ้างงานและชุมชน (Employment and community) งานวิจัยของ Armandi and Mills (1982) Bergh (1995) Formbrun and Shanley (1990) Greening (1995) Gulati (1995) Hoskisson (1987) ซึ่งผลจากการวิจัยเหล่านี้สนับสนุนแนวคิดที่ว่า องค์กรขนาดใหญ่กว่าอาจมีทรัพยากรมากกว่าที่จะอุทิศให้แก่กิจกรรมเพื่อสังคม การมีสินทรัพย์ที่มากกว่าส่งผลไปถึงการปันส่วนต้นทุนไปยังส่วนความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร Lerner (1991) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Stanwick and Stanwick (1998) กล่าวว่าองค์กรที่มีขนาดใหญ่กว่าจะได้รับความสนใจจากสาธารณชนมากกว่าซึ่งจะส่งเสริมให้องค์กรมีระดับความรับผิดชอบต่อสังคมที่มีมากกว่าและประกอบกับข้อมูลเชิงประจักษ์ของบริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์นั้น แสดงให้เห็นว่าบริษัทเหล่านั้นเป็นบริษัทชั้นนำในระดับโลก ซึ่งมีศักยภาพมากที่สุดทั้งในด้านขนาดและผลการประเมินความยั่งยืนเมื่อเทียบกับบริษัทอื่น ๆ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H<sub>1</sub>: บริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีขนาดของกิจการที่ใหญ่กว่า บริษัทที่ไม่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ด้านผลการดำเนินงาน (ROA)

จากการทบทวนบทวรรณกรรมด้านผลการดำเนินงาน บูรณภพ สมเศรษฐ์ และคณะ (2556) พบว่า การแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) กับผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์กันในเชิงบวกเนื่องจากอัตราันมุ่งเน้นไปที่การวัดอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ขององค์กรซึ่งเป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดผล

ทางการเงิน ดังนั้น หากองค์กรมีการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมในเรื่องของสิ่งแวดล้อมอย่างสม่ำเสมอจนเป็นที่ประจักษ์แก่บุคคลภายนอก ย่อมส่งผลให้มุมมองที่คนภายนอกมองมายังองค์กรเป็นไปในทิศทางบวก ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Nikolai, Bazley, and Brummet (1976) กล่าวว่ากิจกรรมเพื่อสังคมขององค์กรส่งผลให้ระดับชื่อเสียง (Good citizen) ขององค์กรเพิ่มขึ้น โดยชื่อเสียงขององค์กรที่เพิ่มขึ้นจะช่วยเพิ่มโอกาสในการได้มาซึ่งรายได้และโอกาสในการทำกำไร Porter and Van der Line (1995) จึงส่งผลให้ผลการดำเนินงานขององค์กรดีขึ้น Waddock and Graves (1997) นั้นส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ขององค์กรเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย ดังนั้น ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H<sub>2</sub>: บริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่สูงกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

#### โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership)

สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นนับเป็นปัจจัยที่สำคัญปัจจัยหนึ่งสำหรับรูปแบบของระบบการกำกับดูแลกิจการเพราะ โครงสร้างจะบ่งบอกถึงลักษณะของปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency problem) คือ หากมีการกระจุกตัวมากจะทำให้อำนาจในการบริหารงานและการตัดสินใจตกอยู่ในมือของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ อาจทำให้กลุ่มผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจนี้ทำการตัดสินใจใด ๆ ที่คำนึงถึงเฉพาะผลประโยชน์ตนเองเท่านั้น เช่น งานวิจัยของ นวพร พงษ์คัมภกุล (2546) พบว่า การถือหุ้นที่มีอัตราการกระจุกตัวสูงจะมีอิทธิพลทำให้บริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลที่ครอบคลุมในรายละเอียดได้น้อยลงทั้งการเปิดเผยข้อมูลโดยรวมและการเปิดเผยข้อมูลตามความสมัครใจ จีรวรรณ คุ้มกระโทก (2548) พบว่า การกระจุกตัวของการถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทางลบกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียน Fan and Wong (2002) พบว่า การถือหุ้นที่มีการกระจุกตัวสูงจะทำให้ข้อมูลกำไรที่รายงานต่อผู้ถือหุ้นมีคุณภาพลดลงและขาดความน่าเชื่อถือ ในทางตรงกันข้ามหากกิจการมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวจะมีการเปิดเผยข้อมูลต่าง ๆ อันแสดงถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดีมากขึ้น เช่นงานวิจัยของ Desai (1971) พบว่า การกระจายตัวของโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลในทางบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปี McKinnon and Dalimunthe (1993) Atiken, Hooper และ Pickering (1997) พบว่า การถือหุ้นที่มีอัตราการกระจายตัวสูงเป็นปัจจัยหนึ่งที่กระตุ้นให้บริษัทมีความสมัครใจที่จะเปิดเผยข้อมูลจำแนกตามส่วนงาน Chau and Gray (2002) พบว่า การถือหุ้นที่กระจายไปยังบุคคลภายนอกจะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับขอบเขตการเปิดเผยข้อมูล โดยสมัครใจ Murcia and Souza (2008) พบว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อระดับการเปิดเผยข้อมูลอย่างสมัครใจ



จากงานวิจัยที่อ้างอิงข้างต้นจะสังเกตเห็นว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate governance) การเปิดเผยข้อมูลซึ่งแสดงถึงความโปร่งใส อันเป็นองค์ประกอบของการพัฒนาที่นำไปสู่ความยั่งยืน จึงเป็นที่มาของสมมติฐาน ดังนี้

H<sub>3</sub>: บริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีการกระจุกตัวผู้ถือหุ้นน้อยกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับการคัดเลือกให้เป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

ด้านประเภทสำนักงานผู้รับสอบบัญชี (Type of audit firm)

การแบ่งประเภทของผู้สอบบัญชีในงานวิจัยนี้มีการแบ่งประเภทตามงานวิจัยทางด้านการสอบบัญชีโดยสากลทั่วไป ซึ่งแบ่งตามขนาดสำนักงานสอบบัญชีที่แบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ

สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (Big4) ประกอบด้วย

บริษัท ไพร่ชวอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส เอบีเอส จำกัด

บริษัท สำนักงาน อีวาย จำกัด

บริษัท เคพีเอ็มจี ภูมิภาค ไทย สอบบัญชี จำกัด

บริษัท ดีลอยท์ทูช โทมัส ลู ไชยยศ สอบบัญชี จำกัด

สำนักงานสอบบัญชีไม่ใช่ขนาดใหญ่ (Non-big4)

จากงานวิจัยในอดีต พบว่า ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีความสัมพันธ์ต่อ ESG (Environment, Social and Corporate Governance) อันเป็นองค์ประกอบของการพัฒนาที่นำไปสู่ความยั่งยืน เช่น งานวิจัยของ วาสนา จันทรศรี (2549) พบว่า ปัจจัยด้านขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีผลต่อการกำกับดูแลกิจการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate governance) งานวิจัย ของ Murcia and Souza (2008) และงานวิจัยของ Murcia and Santos (2010) พบว่า ประเภทของสำนักงานสอบบัญชีมีความสัมพันธ์กับการเปิดเผยข้อมูล โดยกิจการที่ถูกตรวจสอบโดย Big 4 มีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลมากกว่ากิจการที่ไม่ได้ถูกตรวจสอบโดยสำนักงานบัญชีดังกล่าว ทั้งนี้ ยังมีงานวิจัยในอดีต พบว่า คุณภาพงานสอบบัญชีของสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (Big4) อยู่ในระดับที่สูงกว่าคุณภาพงานสอบบัญชีของสำนักงานสอบบัญชีที่ไม่ใช่ขนาดใหญ่ (Non-Big4) DeAngelo (1981) Bachar (1989) Becker et al (1998) Lennox (1999) Krishnan et al (2003) Behn et al (2008) และจากเหตุผลที่กลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์เป็นดัชนีที่อยู่ในระดับสากล ได้รับการยอมรับทั่วโลก แน่ใจว่าสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (Big4) ย่อมมีความน่าเชื่อถือ และเป็นที่ยอมรับในระดับสากลมากกว่าสำนักงานสอบบัญชีที่ไม่ใช่ขนาดใหญ่ (Non-big4) จึงเป็นที่มาของสมมติฐาน ดังนี้

$H_4$ : ประเภทสำนักงานผู้รับสอบบัญชีมีผลต่อการได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

อัตราส่วนราคาต่อกำไร (Price to earnings ratio)

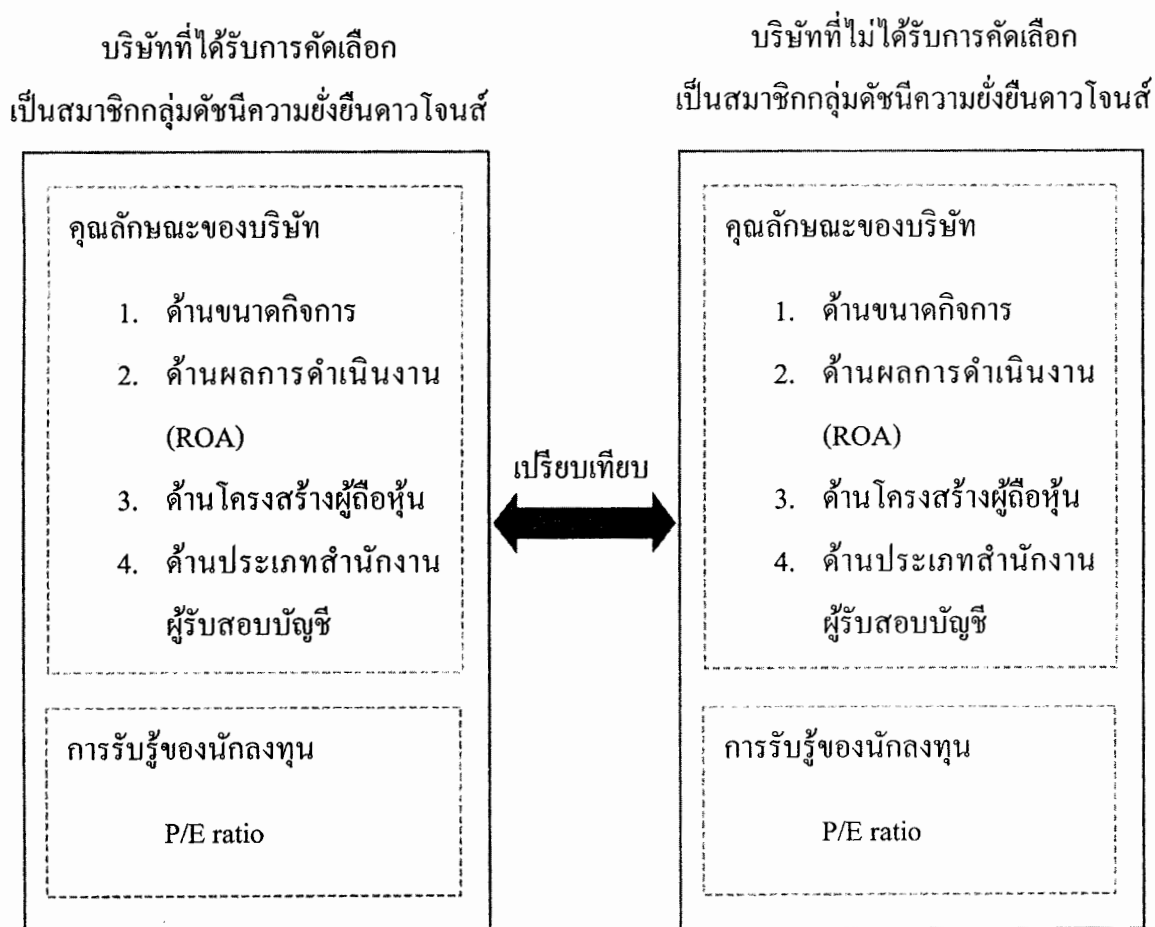
อัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E Ratio) เป็นตัวแปรที่แสดงให้เห็นว่าผู้ลงทุนในตลาดยินดีที่จะจ่ายเงินลงทุนซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวในราคาสูง เนื่องจากคาดหวังในผลกำไรของหลักทรัพย์นั้น ๆ จึงส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น หรืออีกนัยหนึ่งสำหรับนักลงทุนระยะยาวที่มีความเชื่อมั่นบางอย่างต่อกิจการที่จะสามารถเติบโตและอยู่รอดได้ในระยะยาว ซึ่งนอกจากจะเป็นกิจการที่มีความสามารถในการสร้างกำไรและผลตอบแทนแล้วยังเป็นกิจการที่มีความยั่งยืนอีกด้วยงานวิจัยในอดีตของ Mitton (2001) และ Ettredge et al. (2005) พบว่า บริษัทที่มีระดับการเปิดเผยข้อมูลมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวก เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลที่เพิ่มขึ้นจะนำไปสู่การพยากรณ์เหตุการณ์ในอนาคตได้ดียิ่งขึ้น Gelb and Zarowin (2002) และช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลและส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น (Singhvi and Desai, 1971; Zarzeski and Robb, 2001 และ Chow and Wong-Boren, 1987) Nila and Masanori (2010) พบว่ากิจกรรมความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้น ดังนั้นการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทไม่มีคุณภาพเพียงพออาจส่งผลให้เกิดภาวะความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทสอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีตของ พรวิดิ วัฒนากกลาง (2552) ที่ พบว่า ระดับการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบ เนื่องมาจากข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนทำการเปิดเผยนั้น ไม่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนเมื่อเทียบกับต้นทุนที่เสียไปในการเปิดเผยข้อมูล (Shevlin, 2004)

นอกจากนี้เมื่อบริษัทได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์แล้ว ย่อมแสดงให้เห็นว่าบริษัทดังกล่าวกำลังเป็นที่สนใจของตลาดทุนและผู้ลงทุนทั่วโลก ดังนั้น ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาถึงการรับรู้ของนักลงทุนจึงเป็นที่มาของสมมติฐาน ดังนี้

$H_5$ : บริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูงกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับการคัดเลือกให้เป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

## กรอบแนวคิดในการวิจัย

แนวคิดของงานวิจัยนี้เป็นการเปรียบเทียบคุณลักษณะระหว่างบริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ปี พ.ศ. 2558 และ บริษัทที่ไม่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ปี พ.ศ. 2558 ซึ่งได้ทำการแบ่งคุณลักษณะของบริษัทออกเป็น 4 ด้าน ได้แก่ 1. ด้านขนาดกิจการ 2. ด้านผลการดำเนินงาน ROA 3. ด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น 4. ด้านประเภทผู้สอบบัญชี อีกทั้งต้องการเปรียบเทียบการรับรู้ของนักลงทุน โดยพิจารณาจากอัตราส่วน P/E ratio อีกด้วย (ภาพที่ 1-1)



ภาพที่ 1-1 กรอบแนวคิดของงานวิจัย

## ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อเป็นข้อมูลพื้นฐานสำหรับผู้สนใจนำข้อมูลดังกล่าวไปประกอบการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจตามวัตถุประสงค์การลงทุนในแนวทางมุ่งสู่ความยั่งยืน
2. เป็นข้อมูลสนับสนุนสำหรับหน่วยงาน สถาบันฯ หรือบริษัทที่สนใจ หรือมีความต้องการพัฒนาองค์กรเข้าสู่มาตรฐานตามแนวทางความยั่งยืนระดับสากลเกี่ยวกับการเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Dow Jones Sustainability Indices: DJSI)

## ขอบเขตของการวิจัย

งานวิจัยนี้มีขอบเขตการศึกษาตัวอย่าง 2 กลุ่ม คือ 1. บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และ 2. บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกให้เป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ของปี พ.ศ. 2558 โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ปี พ.ศ. 2558 และข้อมูลผลประกาศรายชื่อบริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ปี พ.ศ. 2558 (ประกาศ ณ 11 กันยายน พ.ศ. 2558) และเพื่อให้ข้อมูลอยู่บนพื้นฐานของกฎระเบียบข้อบังคับที่เหมือนกัน ผู้วิจัยจึงคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างในอุตสาหกรรมทุกกลุ่ม ยกเว้น กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มธุรกิจการเงิน และกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวไม่ได้อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ของปี พ.ศ. 2558

## ข้อจำกัดของการวิจัย

ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลกลุ่มตัวอย่างบริษัทเฉพาะปี พ.ศ. 2558 เนื่องจากบริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ปี พ.ศ. 2558 ซึ่งเป็นปีที่มีจำนวนบริษัทจดทะเบียนไทยในตลาดหลักทรัพย์ได้รับการคัดเลือกฯ มากที่สุด ตั้งแต่มีการก่อตั้งดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) และปีที่ผ่านมา ๆ มาแม้จะมีจำนวนบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการคัดเลือกฯ จำนวนน้อย แต่ก็บริษัทรายเดิมที่อยู่ในจำนวน 13 บริษัทของปี พ.ศ. 2558 เนื่องจากว่าบริษัทใดที่เคยได้รับการคัดเลือกฯ ในปีนั้นแล้ว ปีถัด ๆ ไปก็ยังคงได้รับการคัดเลือกฯ อยู่ อาจเป็นเพราะบริษัทเหล่านี้ได้พยายามรักษาระดับความยั่งยืนไว้เป็นค่ามาตรฐานขององค์กรอย่างสม่ำเสมอ

## นิยามศัพท์เฉพาะ

DJSI (Dow Jones Sustainability Indices) คือ ดัชนีหลักทรัพย์ที่ประเมินประสิทธิภาพการดำเนินธุรกิจตามแนวทางการพัฒนาอย่างยั่งยืนของบริษัทชั้นนำระดับโลก ซึ่งกองทุนต่าง ๆ จากทั่วโลกใช้เป็นเกณฑ์ในการลงทุน

ESG (Environmental, Social, Governance) Financial times ได้บัญญัติความหมายของ ESG ว่าเป็นคำที่ใช้ในตลาดทุน โดยผู้ลงทุนเพื่อใช้ประเมินการดำเนินงานของบริษัท และทำให้ล่วงรู้ถึงผลประกอบการในอนาคตของบริษัท ซึ่งปัจจัยที่ส่งผลต่อการประกอบการดังกล่าวนี้ มาจากบทบาทของบริษัทที่มีต่อเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการ (CSR) เรื่องความยั่งยืน (Sustainability) หรือที่มักอ้างอิงถึงการพัฒนายั่งยืนใน 3 ด้าน คือ ด้านเศรษฐกิจ ด้านสังคม และด้านสิ่งแวดล้อม

ขนาดของกิจการ (Firm size) หมายถึง ขนาดของบริษัทซึ่งจะวัดขนาดของบริษัท โดยใช้การวัดจากมูลค่าสินทรัพย์รวมที่บริษัทมีอยู่

การกระจุกตัวของการถือหุ้น (Ownership concentration) หมายถึง จำนวนหุ้นที่ตกอยู่ภายใต้การถือของกลุ่มบุคคลหรือบริษัทรายใหญ่เพียงไม่กี่ราย ซึ่งจะวัดจากจำนวนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก

บริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ หมายถึง บริษัทที่มีรายชื่อตามผลประกาศการคัดเลือกสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ปี พ.ศ. 2558 (จำนวน 13 บริษัท)

บริษัทที่ไม่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ หมายถึง บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่ได้รับคัดเลือกสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ปี พ.ศ. 2558 (จำนวน 30 บริษัท)

## บทที่ 2

### เอกสาร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ศึกษาเอกสาร ทฤษฎี ผลงานทางวิชาการ และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยจะนำเสนอในหัวข้อต่าง ๆ ตามลำดับต่อไปนี้

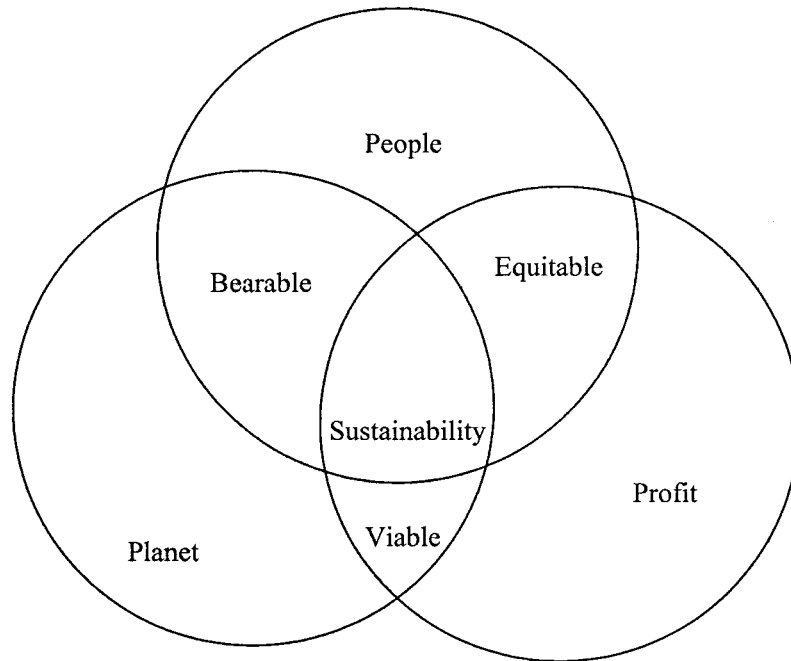
1. แนวคิดการพัฒนาอย่างยั่งยืน
2. แนวคิดและทฤษฎีความรับผิดชอบต่อสังคม
3. แนวคิดและทฤษฎีตัวการและตัวแทน
4. แนวคิดและทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย
5. แนวคิดของโครงสร้างการเป็นเจ้าของ
6. แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี
7. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
8. สรุปผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### แนวคิดการพัฒนาอย่างยั่งยืน

หลักการของการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable development) ซึ่งนิยามโดย Brundtland and Commission เมื่อปี พ.ศ. 2530 หมายถึง การพัฒนาที่สามารถสนองความต้องการที่จำเป็นของคนรุ่นปัจจุบัน โดยไม่กระทบต่อขีดความสามารถในการสนองความต้องการที่จำเป็นของคนในรุ่นต่อไป กลไกสำคัญซึ่งนำไปสู่การพัฒนาที่ยั่งยืนของภาคธุรกิจ ได้แก่ ความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการ ซึ่งหมายรวมถึง วิธีการบริโภคอย่างยั่งยืน (Sustainable consumption) และแหล่งทรัพยากรที่ยั่งยืน (Sustainable resource) จึงได้เกิดแนวคิดการดำเนินธุรกิจรูปแบบหนึ่งขึ้นมา เป็นธุรกิจที่ไม่มุ่งเน้นเพียงแต่การดำเนินการเพื่อแสวงหาผลกำไร แต่ยังมุ่งที่จะแก้ไขปัญหาสังคมและสิ่งแวดล้อมไปพร้อม ๆ กัน โดยมีกรอบคิดพื้นฐานในเรื่องของ “ไตรกำไรสุทธิ” (Triple bottom line) เป็นหลักในการดำเนินกิจการ ซึ่งประกอบด้วยเรื่องของ กำไร (Profit) สังคม (People) และสิ่งแวดล้อม (Planet) โดยมุ่งหมายที่จะบรรลุถึงสถานะแห่งความยั่งยืน (State of sustainability) ของสังคมโลกโดยรวม ไม่ใช่เพื่อความยั่งยืนหรือความสามารถในการอยู่รอดขององค์กรใดองค์กรหนึ่ง

ทฤษฎีผลลัพธ์ 3 มิติ

ที่บ่งชี้การพัฒนาสู่ความยั่งยืนที่ก่อให้เกิดผลลัพธ์ (Outcome) 3 ด้าน คือ ด้านเศรษฐกิจ  
ด้านสังคม และด้านสิ่งแวดล้อม



ภาพที่ 2-1 แนวคิด Triple bottom line (Elkington, 1997)

การบัญชีเพื่อความรับผิดชอบต่อสังคม

การจัดทำรายงานทางบัญชีซึ่งเน้นการรายงานตัวเลขกำไรเพียงอย่างเดียวจึงไม่เพียงพอ  
ทำให้ต้องมีรายงานในเรื่องของสังคมและสิ่งแวดล้อมโดยได้รับการตอบรับอย่างดีรวมทั้งการจัดทำ  
รายงานขององค์กรธุรกิจที่ต้องแสดงออกถึงความโปร่งใสและความรับผิดชอบต่อสังคมที่สามารถตรวจสอบ  
ได้มากขึ้นนั้นจึงเป็นที่มาของแนวคิดที่ เรียกว่า Triple bottom line reporting: TBL มุ่งรายงาน  
ผลการดำเนินงานของธุรกิจทั้ง 3 มิติ เพื่อนำไปสู่ความยั่งยืนของธุรกิจคือ

ด้านสิ่งแวดล้อมแสดงถึงผลกระทบของการดำเนินงานทั้งในกระบวนการผลิตสินค้าหรือ  
บริการของธุรกิจที่ส่งผลกระทบต่อทรัพยากรธรรมชาติต่าง ๆ ตลอดจนสุขภาพประชาชน

ด้านสังคมแสดงถึงความเกี่ยวข้องของธุรกิจในการเข้าไปมีอิทธิพลต่อการปรับเปลี่ยน  
นโยบายสาธารณะเช่นความเท่าเทียมกันสิทธิสตรีและเด็กสหภาพแรงงาน เป็นต้น

ด้านเศรษฐกิจเป็นการสะท้อนถึงกิจการอื่นที่นอกเหนือจากรายงานทางการเงิน  
โดย พิจารณาความสัมพันธ์เชิงเศรษฐกิจและผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน

## แนวคิดและทฤษฎีความรับผิดชอบต่อสังคม

สภาธุรกิจโลกเพื่อการพัฒนาอย่างยั่งยืน (World business council for sustainable envelopment) CSR: Meeting Changing Expectations (1999) กล่าวว่า ความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรคือ ความมุ่งมั่นหรือพันธะสัญญาที่ธุรกิจมีอยู่อย่างต่อเนื่องในการที่จะประพฤติปฏิบัติอย่างมีจริยธรรมและมีส่วนร่วมในการพัฒนาเศรษฐกิจด้วยการปรับปรุงคุณภาพชีวิตของผู้ใช้แรงงานตลอดจนครอบครัวของเขาเหล่านั้น ตลอดจนมีส่วนร่วมในการพัฒนาเศรษฐกิจในการพัฒนาชุมชนท้องถิ่นและสังคมในวงกว้างองค์การสหประชาชาติว่าด้วยการค้าและการพัฒนา (UNTAD) กล่าวว่า ความรับผิดชอบต่อสังคมของธุรกิจ คือ การที่บริษัทเขาไปเกี่ยวข้องกับผลกระทบเชิงบวกต่อความต้องการและเป้าหมายของสังคมคณะกรรมการยุโรป (European commission green paper) ความรับผิดชอบต่อสังคมของธุรกิจ (CSR) คือ แนวคิดที่บริษัทจะบูรณาการ งานด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมเข้าไปในกิจการของประเทศ และการปฏิสัมพันธ์ของ ผู้เกี่ยวข้อง (Stakeholder) โดยสมัครใจ องค์การระหว่างประเทศว่าด้วยการมาตรฐาน (ISO) กล่าวว่า ความรับผิดชอบต่อสังคมของธุรกิจ (CSR) คือ การที่องค์กรตอบสนองต่อประเด็น ด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม โดยมุ่งที่การให้ประโยชน์หลักคน ชุมชน และสังคม นอกจากนี้ยังเป็นเรื่องของบทบาทขององค์กรธุรกิจ ในสังคม และความคาดหวังของสังคมที่มีต่อองค์กรธุรกิจ โดยจะต้องทำด้วยความสมัครใจและผู้บริหารจะต้องมีบทบาทเกี่ยวข้องกับกิจกรรมต่าง ๆ โดยสามารถวัดผลได้ใน 3 มิติ คือการวัดผลทางเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม นำไปสู่การพัฒนาอย่างยั่งยืน Certo (2003, p. 48) กล่าวว่า ความรับผิดชอบต่อสังคมของธุรกิจเอกชน หมายถึง การบริหารจัดการที่เป็นการปกป้องและปรับปรุงสวัสดิการของสังคม (Welfare of society) โดยรวมและผลประโยชน์ขององค์กร (Interest of organization)

## แนวคิดและทฤษฎีตัวการและตัวแทน

ทฤษฎีนี้มองว่ามนุษย์ทุกคนในองค์กรย่อมมีแรงผลักดันที่จะทำเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งสิ้น ดังนั้น การที่ผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการจะพยายามหาหนทางในทางสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการหรือผู้ถือหุ้นกับตัวผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการ ทฤษฎีตัวแทนมีสมมติฐานที่อยู่เบื้องหลังคือ ความขัดแย้งเรื่องผลประโยชน์ระหว่างเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร เนื่องจากผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการมีแนวโน้ม จะสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้กับตัวเอง โดยไม่คำนึงถึงว่าการกระทำเช่นนั้นจะก่อให้เกิดประโยชน์หรือความมั่งคั่งสูงสุดแก่ตัวผู้เป็นเจ้าของกิจการหรือไม่ วรศักดิ์ ทูมมานนท์ (2543) ซึ่งเป็นสาเหตุให้เจ้าของกิจการจำเป็นต้องกำหนดแนวทางในการ



ประเมินประสิทธิภาพของผู้บริหารเพื่อเป็นหลักประกันความเชื่อมั่นและเป็นการรายงานข้อมูลให้แก่เจ้าของกิจการทราบ

## แนวคิดและทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย

ทฤษฎีเกี่ยวกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder theory) นี้ มีเชื่อมโยงอย่างเหนียวแน่นกับเรื่องของความชอบธรรม (Legitimacy) โดยมุมมองจากแนวคิดนี้มุ่งไปยังนโยบายของบริษัทที่สร้างผลกระทบให้เกิดแก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ไม่ว่าจะเป็นลูกค้า พนักงาน ผู้ถือหุ้น คู่ค้า คู่แข่ง ภาครัฐและชุมชน เป็นต้น โดยบริษัทมีภาระรับผิดชอบที่จะต้องตอบสนองความต้องการให้แก่กลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของตนเอง หรืออีกนัยหนึ่ง แนวคิดนี้เป็นเรื่องของจัดการผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder management) ของบริษัทโดยพิจารณาถึงความต้องการ (Need) และความสนใจ (Interest) และผลกระทบ (Effect) ที่เกิดขึ้นจากนโยบายและการดำเนินงานของบริษัทเพราะการที่บริษัทจะสามารถดำรงอยู่ดำเนินเจริญก้าวหน้าและล่มสลายถือเป็นความชอบธรรมของผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท

พัฒนาการของทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียมีพื้นฐานมาจากกรอบแนวคิดของ Barnard (1938) ในหนังสือเรื่อง The functions of the executive ที่นำเสนอมุมมองด้านบวกของผู้จัดการในการสนับสนุนความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งต่อมา Freeman (1984) สนับสนุนว่าผู้บริหารต้องสร้างความพอใจต่อบุคคลที่มีอิทธิพลต่อผลลัพธ์ของบริษัทซึ่งมีหลากหลายประกอบด้วย พนักงาน ลูกค้า ผู้ขาย ภัยจัดการผลิตภัณฑ์ชุมชนในท้องถิ่นจึงกล่าวได้ว่าผู้มีส่วนได้ส่วนเสียคือกลุ่มและบุคคลผู้ซึ่งอาจมีผลต่อหรือได้รับผลกระทบจากความสำเร็จของภารกิจขององค์กร สอดคล้องกับ Post Lawrence and Weber (2002) ให้นิยามผู้มีส่วนได้เสียคือบุคคลหรือกลุ่มซึ่งมีผลกระทบ หรือได้รับผลกระทบจากการตัดสินใจ นโยบายและการปฏิบัติขององค์กรทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียขยายความเข้าใจถึง ธรรมชาติของบริษัทที่ควรพิจารณาผู้มีส่วนได้เสียใหม่ในมุมมองที่กว้างกว่าเดิม โดยบริษัทได้รับการคาดหวังให้มีความรับผิดชอบต่อสังคมดูแลผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมากขึ้นรวมทั้ง สนใจดูแลผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย เช่น ชุมชนท้องถิ่น และสิ่งแวดล้อม Simmons (2004) ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียจึงเป็นรากฐานสำคัญของการพัฒนาแนวคิด CSR ผู้บริหารต้องทำสิ่งที่ถูกต้องโดยต้องคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ ร่วมด้วย นอกเหนือจากคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการ ยังเชื่อมโยงกับลักษณะของผู้นำที่มีคุณลักษณะแบบเปลี่ยนแปลง Waldman, Siegel and Javidan (2006) นอกจากนี้ต้องประสานความสมดุลผ่านการเชื่อมโยงกับการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสีย กล่าวโดยสรุปได้ว่าทฤษฎี

ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเป็นทฤษฎีที่มีความสัมพันธ์ต่อการเกิด CSR และเชื่อมโยงถึงปัจจัยภาวะผู้นำ การเปลี่ยนแปลงและการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสีย

## แนวคิดของโครงสร้างการเป็นเจ้าของ

จะเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีผลกับการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากโครงสร้างการเป็นเจ้าของ จะเกิดปัญหาตัวแทนขึ้นมา (Agency problem) เป็นความขัดแย้งที่เกิดขึ้นระหว่างเจ้าของกิจการ กับผู้บริหาร หรือเป็นความขัดแย้งที่เกิดขึ้นจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผู้ถือหุ้นรายย่อย แต่หากความเป็นเจ้าของได้มีการกระจายการถือหุ้นออกไปให้กับบุคคลภายนอก ปัญหา การเป็นตัวแทนและความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผู้ถือหุ้นรายย่อย ก็จะมีไม่มากนัก แต่ถ้ามีการถือหุ้นแบบกระจุกตัวในกลุ่มบุคคลใดบุคคลหนึ่งที่มีอำนาจควบคุม บริษัท ลักษณะของ ความขัดแย้งก็จะเกิดขึ้นมาก ซึ่งส่วนมากจะพบการถือหุ้นกระจุกตัวในประเทศ แถบตะวันออกเฉียงใต้

### การกระจุกตัวของการถือหุ้น (Ownership concentration)

โครงสร้างการถือหุ้นเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลกระทบต่อกลไกการกำกับดูแลกิจการ ของบริษัท โดยที่ลักษณะการกระจายตัวของการถือหุ้นแสดงให้เห็นถึงการกระจายอำนาจ การบริหารกิจการ ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร หรือ ระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจบริหารกับผู้ถือหุ้น รายย่อยและยังแสดงให้เห็นถึงลักษณะของปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ของการเป็นตัวแทนและตัวการด้วย การที่บริษัทมีโครงสร้างการถือหุ้นที่กระจายตัวทำให้บทบาท ในการบริหารงานจะตกอยู่กับผู้บริหารที่ได้รับการมอบหมายให้เข้ามาปฏิบัติงาน โดยไม่มีผู้ถือหุ้น รายใหญ่เข้ามามีส่วนร่วมในการบริหารงาน และเป็นการเปิด โอกาสให้ผู้บริหารใช้อำนาจ ที่มีอยู่ในการแสวงหาผลประโยชน์ให้กับตนเองได้ง่าย ปัญหาการเป็นตัวแทนจะเป็นความขัดแย้ง ทางผลประโยชน์ระหว่างเจ้าของกิจการ (หรือผู้ถือหุ้น) กับผู้บริหาร ซึ่งปรากฏให้เห็นในประเทศ ที่ตลาดทุนมีขนาดใหญ่ เช่น สหรัฐอเมริกาหรืออังกฤษ โดยที่โครงสร้างทางการเงินของบริษัท ในประเทศเหล่านี้ จะเน้นการระดมทุนจากตลาดทุนซึ่งสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยจะได้รับ การคุ้มครองโดยส่งผลให้บริษัทส่วนใหญ่เกิดการกระจายตัวในการถือหุ้น ในทางตรงกันข้ามบริษัท ที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะเป็นผู้ที่มีบทบาทสำคัญในการบริหาร กิจการ ปัญหาการเป็นตัวแทนจะเกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจบริหารกับผู้ถือหุ้นรายย่อย

สำหรับบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ส่วนใหญ่จะมีโครงสร้างการถือหุ้นและอำนาจ การบริหารเป็นแบบกระจุกตัว เนื่องจากลักษณะของการดำเนินธุรกิจเป็นแบบครอบครัว มาตั้งแต่เริ่มต้น ซึ่งมีผู้ก่อตั้งเป็นบุคคลภายในครอบครัวและยังคงอำนาจการบริหารไว้

โดยการเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท การตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุนภายนอกมาจากความเชื่อมั่นในกลุ่มของผู้ถือหุ้นใหญ่ อย่างไรก็ตามการกระจุกตัวของการถือหุ้นมีข้อดีในด้านความคล่องตัวในการบริหารงานและผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีความผูกพันกับบริษัท รวมทั้งมีแนวโน้มที่จะคำนึงถึงผลประโยชน์และความอยู่รอดของบริษัทในระยะยาว การเปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของจากการควบรวมกิจการจึงมักไม่เกิดขึ้น ในขณะที่บริษัทที่มีการถือหุ้นแบบกระจายตัวการบริหารงานจะไม่มีปัญหายุ่งยากเพราะขาดผู้ที่เป็นเจ้าของบริษัท จึงเสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงจากการควบรวมกิจการที่อาจเกิดขึ้นอยู่ตลอดเวลา สำหรับข้อเสียของโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวคือจะเอื้ออำนาจให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่บริหารงานในลักษณะที่เป็นการเอาเปรียบผู้ลงทุนภายนอกได้ โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของกลุ่มตัวเองเป็นหลัก (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2552)

### แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี

การกำกับดูแลกิจการเป็นแนวคิดที่ได้รับการพัฒนาขึ้น เพื่อให้การดำเนินงานขององค์กรธุรกิจมีความสมดุลระหว่างการสร้างกำไรหรือผลการดำเนินงานทางการเงินที่ควบคู่กับการมีแนวปฏิบัติที่ดีของธุรกิจ The Organization for economic co-operation and development หรือ OECD (2004) กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการว่า หมายถึง ระบบการชี้แนะและควบคุมบริษัท โดยโครงสร้างของการกำกับดูแลกิจการจะแสดงถึงการจัดสรรสิทธิและหน้าที่ความรับผิดชอบของกลุ่มต่าง ๆ ในบริษัท เช่น คณะกรรมการผู้จัดการผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นและการกำหนดคถุและกระบวนการทำงานเพื่อใช้เป็นแนวทางในการดำเนินธุรกิจการกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยทำให้บริษัทมีโครงสร้างในการกำหนดวัตถุประสงค์และวิธีการ ที่จะบรรลุวัตถุประสงค์ตลอดจนการติดตามผลการดำเนินการด้วย และสอดคล้องกับ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2549) ที่ได้ให้คำจำกัดความของการกำกับดูแลกิจการว่า คือระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการฝ่ายจัดการและผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขันนำไปสู่ความเจริญเติบโต และเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวโดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นประกอบ จึงสรุปได้ว่าการกำกับดูแลกิจการคือระบบที่จัดให้มีการดูแลควบคุมโครงสร้างกระบวนการทำงาน โครงสร้างของภาวะผู้นำและการควบคุมของกิจการผ่านความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการฝ่ายจัดการและผู้ถือหุ้นเพื่อสร้างความสำเร็จเติบโต และเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวโดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นร่วมด้วยมีการศึกษาจากนักวิชาการหลายท่านที่สนับสนุนว่า การกำกับดูแลกิจการเป็นปัจจัยสำคัญที่ก่อให้เกิด

ความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท Jamali, Safieddine and Rabbath (2008); Shahin and Zairi (2007); Kraisonsuthasinee and Swierczek (2006); VandenBerghe and Louche (2005) อาจเนื่องจากการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้รับกระแสความกดดันจากผู้ถือหุ้น (The shareholders) ให้มีการดำเนินการที่สร้างประสิทธิภาพและประสิทธิผลมีกำไรสูงสุดตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นควบคู่กับการดำเนินการที่รับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มอื่นในสังคม และสิ่งแวดล้อมร่วมด้วย การกำกับดูแลกิจการจึงได้รับการพิจารณาให้เป็นแนวปฏิบัติที่ดีสำหรับองค์กรในเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างตัวการ (Principal) หรือผู้ถือหุ้น (The shareholders) กับตัวแทน (Agency) หรือผู้บริหารยังเป็นเครื่องมือในการตรวจสอบการปฏิบัติงาน (Monitoring device) ของผู้บริหารหรือตัวแทนให้ดำเนินการเพื่อผลประโยชน์ของฝ่ายตัวการหรือผู้ลงทุน หรือผู้ถือหุ้นมากกว่าผลประโยชน์ส่วนตน ตลอดจนลดความผิดพลาดในการแบ่งผลประโยชน์ และทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนเพิ่มมากขึ้น Anand (2008) Clarke (2004) นอกจากนี้การกำกับดูแลกิจการยังนำมาซึ่งการสร้างสรรค์ระบบการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพโดยการควบคุมกิจการผ่านความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการฝ่ายจัดการและผู้ถือหุ้นมีการดำเนินการที่เน้นการสร้างประสิทธิภาพเพื่อให้สามารถดำเนินงานมีผลกำไรสูงสุดตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นขององค์กร การทำงานโปร่งใสสามารถตรวจสอบได้ทั้งจากภายในและภายนอกบริษัท อันจะก่อให้เกิดความเชื่อมั่นของผู้มีส่วนได้เสียและผู้เกี่ยวข้องทุกฝ่ายตลอดจนสร้างความเจริญเติบโต และเพิ่มคุณค่าในระยะยาวเป็นการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทที่มีต่อตัวการ (Principal) หรือผู้ถือหุ้น (The shareholders)

### งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

นวพร พงษ์ตันฑกุล (2546) ศึกษาหาความสัมพันธ์ของโครงสร้างการเป็นเจ้าของและคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาในครั้งนี้จำนวน 80 บริษัท โดยออกแบบสอบถามในการเปิดเผยรายการตามความต้องการของผู้ลงทุนภายนอก และสอบถามเกี่ยวกับระดับการเปิดเผยข้อมูลจริงของบริษัทจากผู้จัดการฝ่ายบัญชี การศึกษาแบ่งเป็นการวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างกลุ่ม โดยใช้การทดสอบแบบ (t-test) และการวิเคราะห์ความแปรปรวน (ANOVA) เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยความสำคัญของรายการตามลักษณะการลงทุน รวมทั้งเปรียบเทียบความสอดคล้องกันระหว่างข้อมูลที่บริษัทได้เปิดเผยจริงในทางปฏิบัติกับข้อมูลที่นักลงทุนภายนอกต้องการและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis) ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ คือ 1 สัดส่วนการถือหุ้น

ของผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบันกับตัวแปรตาม คือ คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลที่แทนด้วยดัชนีที่ใช้วัดความครอบคลุมในรายละเอียดของรายการต่าง ๆ ที่บริษัทเปิดเผยข้อมูลคำนวณจากอัตราส่วนที่แต่ละบริษัทได้รับจริงต่อคะแนนรวมสูงสุดที่คาดว่าบริษัทจะได้รับ โดยตั้งสมมติฐานการวิจัยดังนี้

1. การกระจุกตัวของการถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทางลบกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล
2. การถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางลบกับคุณภาพ

การเปิดเผยข้อมูล

3. การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสถาบันมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลผลการศึกษา พบว่า การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทางลบ

กับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล หมายถึง การเพิ่มขึ้นของการกระจุกตัวของการถือหุ้นมีผลต่อการลดลงของคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลอย่างมีนัยสำคัญ แต่การถือหุ้นของสถาบันมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล หมายความว่า ผู้ลงทุนสถาบันมีส่วนช่วยเพิ่มการเปิดเผยข้อมูลและรายงานทางการเงินของบริษัท ส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการไม่มีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล

จิรวรรณ ครูกระ โทก (2548) ศึกษาปัจจัยที่ผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยปัจจัยที่นำมาศึกษา ได้แก่ การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและกรรมการบริษัท การกระจุกตัวของการถือหุ้น โดยใช้วิธีการจับคู่กลุ่มตัวอย่างจำนวน 121 คู่ ซึ่งเป็นกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการดีเด่น และกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการดีเด่น โดยใช้ขนาดของสินทรัพย์รวมเป็นเกณฑ์ในการจับคู่ ตัวอย่างในช่วงปี พ.ศ. 2544-2546 การทดสอบใช้เทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยโลจิสติก กำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05 ผลการวิจัย พบว่าการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและกรรมการบริษัท และการกระจุกตัวของการถือหุ้นเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญในทางตรงกันข้ามกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งเป็นปัจจัยที่ส่งผลให้บริษัทจดทะเบียนมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีลดลง

วาสนา จันทร์ศรี (2549) ศึกษาปัจจัยที่ผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีและผลกระทบที่มีต่อการดำเนินงาน กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยปัจจัยที่นำมาศึกษาที่นำมาศึกษา ได้แก่ ปัจจัยทางด้านขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนของกรรมการอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยและขนาดของสำนักงานรับสอบบัญชี ในการศึกษาครั้งนี้ กลุ่มบริษัทที่นำมาศึกษามาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2548 จำนวน 422 บริษัท และนำมาแบ่งเป็นกลุ่มบริษัทที่ได้รับผลการประเมิน การกำกับดูแลกิจการที่ดีและกลุ่มบริษัทที่ไม่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อทดสอบหาความสัมพันธ์

ของปัจจัยที่มีผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยใช้สถิติ ไคสแควร์ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ส่วนผลกระทบจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีต่อผลการดำเนินงานนั้น จะทำการศึกษาเปรียบเทียบ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยใช้วิธีการจับคู่ กลุ่มตัวอย่างจำนวน 45 คู่ และใช้ขนาดของสินทรัพย์รวมเป็นเกณฑ์ในการจับคู่ เพื่อทดสอบหาความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงาน โดยใช้สถิติ t-test

ผลการทดสอบ พบว่า ปัจจัยทางด้านขนาดของคณะกรรมการ, สัดส่วนของกรรมการอิสระ, สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยและขนาดของสำนักงานรับสอบบัญชีมีความสัมพันธ์กับการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับในด้านเกี่ยวกับผลกระทบจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีต่อผลการดำเนินงาน พบว่า ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมของกลุ่มบริษัทที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมดีกว่ากลุ่มบริษัทที่ไม่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี แต่ผลการทดสอบอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นนั้น มีความแตกต่างอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.10

คัสสัน เสมือเชื้อ (2550) ศึกษาปัจจัยที่ผลกระทบต่อระดับของการเปิดเผยข้อมูลกรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวบรวมข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีในช่วง พ.ศ. 2545-2548 ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมยกเว้นธุรกิจการเงินจำนวน 267 บริษัท และนำข้อมูลไปวิเคราะห์ด้วยวิธีทางสถิติพรรณนาและการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเพื่อทดสอบสมมติฐานที่ระดับนัยสำคัญ .05 ผลการวิจัย พบว่า เมื่อพิจารณาแยกตามขนาด พบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่มีระดับการเปิดเผยข้อมูลที่สูงกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก

สุภาวดี จันทร์โถม (2553) ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างขนาดองค์กรกับระดับการเปิดเผยความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร ของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 67 บริษัท โดยเก็บข้อมูลปี พ.ศ. 2551 เพื่อเป็นแนวทางในการกระตุ้น และส่งเสริมให้มี CSR มากขึ้นสำหรับกิจการในประเทศ ซึ่งจากผลการศึกษา พบว่าสินทรัพย์รวม และจำนวนพนักงาน ซึ่งเป็นตัวแทนของขนาดองค์กร มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับระดับการเปิดเผยความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) ในทิศทางเดียวกัน แต่เมื่อเปรียบเทียบแล้วการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม สามารถอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของระดับการเปิดเผยความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (CSR) ได้ดีที่สุด อย่างไรก็ตามผลทางสถิติไม่สามารถแสดงให้เห็นว่าตัวแปรควบคุมอื่น ๆ คือ ผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด (Major shareholder) และสัดส่วนของผู้ถือหุ้นต่างชาติรายใหญ่

(Major foreign shareholder) มีความสัมพันธ์กับระดับการเปิดเผยความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (CSR) อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้จากการวิเคราะห์เบื้องต้น พบว่า บริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับปี พ.ศ. 2551 มีระดับการเปิดเผยความรับผิดชอบต่อสังคมเฉลี่ย 48.29 % โดยมีคะแนนระดับเปิดเผยความรับผิดชอบต่อสังคมในด้านการกำกับดูแลกิจการที่มากที่สุด รองลงมาคือ ด้านความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค และน้อยที่สุดคือ ด้านชุมชนและสังคม

ผลการศึกษานี้สรุปได้ว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีระดับการเปิดเผยความรับผิดชอบต่อสังคมมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากองค์กรขนาดใหญ่มีทรัพยากรทั้งด้านปัจจัยทางการเงินและบุคลากรมากกว่าองค์กรขนาดเล็ก จึงสามารถดำเนินกิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคมได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก จึงเป็นแรงกดดันที่ทำให้บริษัทขนาดใหญ่จะต้องมีความรับผิดชอบต่อสังคม รวมทั้งการเปิดเผยมากขึ้น เพื่อรักษาชื่อเสียงของบริษัท และการดำเนินงานอย่างยั่งยืน ในทางกลับกัน บริษัทขนาดเล็กมีข้อจำกัดในด้านทรัพยากรทั้งทางการเงิน และบุคลากรของบริษัทขนาดเล็กที่มีอยู่อย่างจำกัด จึงอาจส่งผลกระทบต่อระดับความรับผิดชอบต่อสังคมและระดับการเปิดเผยที่น้อยกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้นภาครัฐ หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และผู้บริโภค ควรเพิ่มมาตรการในการจูงใจให้บริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กระดมทุนด้วยการมีความรับผิดชอบต่อสังคม และมีการเปิดเผยมากขึ้น เพื่อเป็นการลดปัญหาสังคมและสิ่งแวดล้อมในประเทศไทยในระยะยาว

### สรุปผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาในอดีตชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่มีการดำเนินงานธุรกิจตามแนวทางการพัฒนาแบบมุ่งเน้นสู่ความยั่งยืน จะมีองค์ประกอบในการดำเนินกิจการตามแนวคิด ESG (Environment, Social and corporate governance) คือ การมีความรับผิดชอบต่อสังคม (Environment) และสิ่งแวดล้อม (Social) รวมถึงการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate governance) ซึ่งปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อที่ส่งผลต่อการมี ESG ที่ดีนั้น จะประกอบไปด้วยปัจจัยที่หลากหลายในแต่ละด้านของกิจการ ซึ่งแต่ละปัจจัยแสดงถึงคุณลักษณะบางประการที่ชี้ให้เห็นว่าเป็นกิจการที่น่าจะมีความยั่งยืน จึงทำให้ผู้วิจัยต้องการศึกษาถึงคุณลักษณะกิจการและการรับรู้ของนักลงทุนของบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ โดยปัจจัยจากงานวิจัยที่ได้ศึกษาไว้ในอดีต ผู้วิจัยได้นำปัจจัยดังกล่าวมากำหนดเป็นคุณลักษณะ ดังนี้

1. ด้านขนาดกิจการ พิจารณาจากสินทรัพย์รวม
2. ด้านผลการดำเนินงาน พิจารณาจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม
3. ด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น พิจารณาจากอัตราก่อหุ้นสูงสุดห้าอันดับแรก
4. ด้านประเภทผู้สอบบัญชี พิจารณาจากขนาดของสำนักงานผู้รับสอบบัญชี
5. ด้านการรับรู้ของนักลงทุน พิจารณาจากอัตราส่วนราคาต่อกำไร



## บทที่ 3

### วิธีดำเนินการวิจัย

สำหรับการศึกษาคณะลักษณะกิจการและการรับรู้ของนักลงทุนของบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ปี พ.ศ. 2558 มีขั้นตอนการศึกษา ดังนี้

1. กลุ่มประชากร
2. การคัดเลือกข้อมูล
3. ตัวแปรและการวัดค่า
4. การเก็บรวบรวมข้อมูล
5. สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล
6. การทดสอบสมมติฐาน

#### กลุ่มประชากร

ประชากรที่ใช้ในการศึกษานี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ปี พ.ศ. 2558 ซึ่งมีจำนวนทั้งหมด 555 บริษัท

#### การคัดเลือกข้อมูล

บริษัทที่ได้รับการคัดเลือก

กระบวนการเลือกประชากรกลุ่มนี้ใช้วิธีเฉพาะเจาะจง (Purposive sampling)

จากการประกาศรายชื่อบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ปี พ.ศ. 2558 ซึ่งมีทั้งสิ้นจำนวน 13 บริษัท (ตารางที่ 3-1) และสามารถจัดแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมได้ 6 กลุ่มอุตสาหกรรม (ตามตารางใน 3-2) ข้อมูลผลประกาศ ณ วันที่ 11 กันยายน 2558

ตารางที่ 3-1 บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ปี พ.ศ. 2558

ลำดับ	รายชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม
1	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)	CPF	เกษตรและอุตสาหกรรม อาหาร
2	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	MINT	เกษตรและอุตสาหกรรม อาหาร
3	บริษัทไทยยูเนียน โพรเซ่น โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)	TUF	เกษตรและอุตสาหกรรม อาหาร
4	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)	BANPU	ทรัพยากร
5	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)	IRPC	ทรัพยากร
6	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	PTT	ทรัพยากร
7	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	PTTEP	ทรัพยากร
8	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)	TOP	ทรัพยากร
9	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	ADVANC	เทคโนโลยี
10	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)	AOT	บริการ
11	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)	PTTGC	สินค้าอุตสาหกรรม
12	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)	CPN	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
13	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)	SCC	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

ตารางที่ 3-2 สัดส่วนของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีความยั่งยืน  
ดาวโจนส์ปี พ.ศ. 2558

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวน (บริษัท)	สัดส่วน
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	3	23 %
ทรัพยากร	5	38 %
เทคโนโลยี	1	8 %
บริการ	1	8 %
สินค้าอุตสาหกรรม	1	8 %
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2	15 %
รวม	13	100 %

#### บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือก

กระบวนการเลือกประชากรกลุ่มนี้ใช้วิธีการสุ่มตัวอย่างแบบหลายขั้นตอน (Multi stage sampling) ซึ่งมีขั้นตอน ดังนี้

ขั้นที่ 1 คัดเลือกจากรายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2558 ทั้งหมด 436 บริษัท โดยไม่รวมบริษัทดังต่อไปนี้

1. บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ปี พ.ศ. 2558 (จำนวน 13 บริษัท) เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างกลุ่มนี้ต้องการกลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ดังนั้นจึง ไม่รวม 13 บริษัท ดังกล่าวข้างต้น

2. บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม ธุรกิจการเงิน กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน (จำนวน 106 บริษัท) เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ถูกคัดเลือกให้เป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

ขั้นที่ 2 กำหนดสัดส่วนบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกฯ ตามสัดส่วนของบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ปี พ.ศ. 2558

ขั้นที่ 3 คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจำนวนทั้งสิ้น 30 บริษัท ซึ่งเป็นค่าที่นิยมใช้ทำการทดสอบสถิติเนื่องจากเป็นค่าที่มาจากการคำนวณกรณีที่มีความแปรปรวนในระดับปกติ และเพื่อให้ได้ข้อมูลที่มีการแจกแจงแบบปกติ (Normal distribution) โดยใช้วิธีการเลือกสุ่ม กลุ่มตัวอย่างแบบง่าย (Simple random sampling) ซึ่งมีวิธีการย่อย ดังนี้

1. นำข้อมูลจำนวนตัวอย่างคงเหลือทั้งหมดมาจัดเรียงตามกลุ่มอุตสาหกรรม  
ในโปรแกรมสำเร็จรูป Microsoft Excel
2. ใส่เลขอันดับให้กับข้อมูลทั้งหมด โดยที่ข้อมูลแต่ละบริษัทจะมีเลขอันดับเป็นคีย์หลัก  
(Primary key) คือ แต่ละบริษัทจะมีเลขอันดับที่ไม่ซ้ำกัน
3. ใช้ฟังก์ชัน RANDBETWEEN เพื่อสุ่มข้อมูลมาทีละกลุ่มอุตสาหกรรม ตามจำนวน  
เดียวกับสัดส่วนกลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่ได้รับการคัดเลือก

ตารางที่ 3-3 กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์  
ปี พ.ศ. 2558

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท		สัดส่วน
	ทั้งหมด	ที่คัดเลือก	
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	42	7	23 %
ทรัพยากร	34	12	38 %
เทคโนโลยี	40	2	8 %
บริการ	98	2	8 %
สินค้าอุตสาหกรรม	83	2	8 %
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	139	5	15 %
รวม	436	30	100 %

### ตัวแปรและการวัดค่า

ขนาดของกิจการ (Firm size)

พิจารณาขนาดของสินทรัพย์รวม ณ 31 ธันวาคม 2558 แทนด้วยตัวแปร Size วัดค่าโดย

Size = สินทรัพย์รวมของกิจการ

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on asset)

พิจารณาจากอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ณ 31 ธันวาคม 2558

แทนด้วย ตัวแปร ROA วัดค่าโดย

$$ROA = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

การกระจุกตัวของการถือหุ้น (Ownership concentration)

พิจารณาจากอัตราส่วนของจำนวนผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรก ต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท วัดค่าโดย

$$TOP5 = \frac{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ถือโดยผู้ถือหุ้นสูงสุดห้าอันดับแรก} \times 100}{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายทั้งหมด}}$$

ประเภทของผู้สอบบัญชี (Type of audit firm)

การเก็บข้อมูลประเภทของผู้สอบบัญชีเป็นการเก็บข้อมูลจากจากรายงานของผู้สอบบัญชีในงบการเงินประจำปี พ.ศ. 2558 โดยการแบ่งประเภทของผู้สอบบัญชีในงานวิจัยนี้ มีการแบ่งประเภทตามงานวิจัยทางการสอบบัญชีโดยสากลทั่วไป ซึ่งแบ่งตามขนาดสำนักงานสอบบัญชีที่แบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ

สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (Big4) ประกอบด้วย

1. บริษัท ไพรซ์วอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส เอบีเอเอส จำกัด
2. บริษัท สำนักงาน อีวาย จำกัด
3. บริษัท เคพีเอ็มจี ภูมิภาค ไทย สอบบัญชี จำกัด
4. บริษัท ดีลอยท์ทู่ซ ภูมิภาค ไทย สอบบัญชี จำกัด

สำนักงานสอบบัญชีไม่ใช่ขนาดใหญ่ (Non-big4) คือ สำนักงานสอบบัญชีที่ไม่ใช่ 4 บริษัทดังกล่าวข้างต้น

อัตราส่วนราคาต่อกำไร (Price to earnings ratio)

พิจารณาจากอัตราส่วนราคาต่อกำไร โดยใช้ P/E ratio ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2558 และ แทนด้วยตัวแปร P/E วัดค่าโดย

$$P/E = \frac{\text{ราคาหลักทรัพย์}}{\text{กำไรต่อหุ้น}}$$

## การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยในครั้งนี้ เป็นการศึกษาคุณลักษณะกิจการและการรับรู้ของนักลงทุน ของบริษัท ที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ปี พ.ศ. 2558 โดยได้มาจากแหล่งข้อมูล ทุติยภูมิ (Secondary data) ดังนี้

1. รายงานทางการเงิน จาก SETSMART
2. ราคาปิดหลักทรัพย์ จาก SETSMART (ณ 31 ธ.ค. 2558)

## สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

จากงานวิจัยดังกล่าวสามารถแบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลได้ ดังนี้

1. สถิติพรรณนา (Descriptive statistics) เป็นสถิติที่ใช้ในการศึกษาเพื่อบรรยาย ถึงลักษณะของตัวอย่างที่ศึกษาซึ่งบรรยายถึงลักษณะต่าง ๆ แสดงด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum value) ค่าสูงสุด (Maximum value)
2. สถิติเชิงอนุมาน (Inference statistics) สถิติที่ใช้ทดสอบคือ t-test และ Chi-square โดยประมวลผลด้วยโปรแกรมสำเร็จรูป

## การทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐานงานวิจัยข้อที่ 1 คือ

$H_1$ : บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีขนาดของกิจการ ที่ใหญ่กว่าบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

โดยใช้สถิติทดสอบ t-test แบบการทดสอบทางเดียว (1 Side) จากสมมติฐานงานวิจัย สามารถนำมาเขียนในรูปของสมมติฐานทางสถิติได้ ดังนี้

$$H_0 = \text{Size}_{\text{djsi}} < \text{Size}_{\text{ndjsi}}$$

$$H_1 = \text{Size}_{\text{djsi}} > \text{Size}_{\text{ndjsi}}$$

โดยที่

$\text{Size}_{\text{djsi}}$  คือ ขนาดกิจการของบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนี ความยั่งยืนดาวโจนส์

$\text{Size}_{\text{ndjsi}}$  คือ ขนาดกิจการของบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนี ความยั่งยืนดาวโจนส์

สมมติฐานงานวิจัยข้อที่ 2 คือ

$H_2$ : บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่สูงกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

โดยใช้สถิติทดสอบ t-test แบบการทดสอบทางเดียว (1 Side) จากสมมติฐานงานวิจัยสามารถนำมาเขียนในรูปของสมมติฐานทางสถิติได้ ดังนี้

$$H_0 = ROA_{djsi} < ROA_{ndjsi}$$

$$H_1 = ROA_{djsi} > ROA_{ndjsi}$$

โดยที่

$ROA_{djsi}$  คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ของบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

$ROA_{ndjsi}$  คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ของบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

สมมติฐานงานวิจัยข้อที่ 3 คือ

$H_3$ : บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีการกระจุกตัวผู้ถือหุ้นน้อยกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกให้เป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

โดยใช้สถิติทดสอบ t-test แบบการทดสอบทางเดียว (1 Side) จากสมมติฐานงานวิจัยสามารถนำมาเขียนในรูปของสมมติฐานทางสถิติได้ ดังนี้

$$H_0 = TOP5_{djsi} > TOP5_{ndjsi}$$

$$H_1 = TOP5_{djsi} < TOP5_{ndjsi}$$

โดยที่

$TOP5_{djsi}$  คือ กลุ่มผู้ถือหุ้นสูงสุดห้าอันดับแรก ของบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

$TOP5_{ndjsi}$  คือ กลุ่มผู้ถือหุ้นสูงสุดห้าอันดับแรก ของบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

สมมติฐานงานวิจัยข้อที่ 4 คือ

$H_4$ : ประเภทสำนักงานผู้รับสอบบัญชีมีผลต่อการได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

โดยใช้สถิติทดสอบ Chi-square จากสมมติฐานงานวิจัย สามารถนำมาเขียนในรูปของสมมติฐานทางสถิติได้ ดังนี้

$H_0$  = ประเภทสำนักงานผู้รับสอบบัญชีไม่มีผลต่อการได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิก  
ของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

$H_1$  = ประเภทสำนักงานผู้รับสอบบัญชีมีผลต่อการได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิก  
ของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

สมมติฐานงานวิจัยข้อที่ 5 คือ

$H_5$ : บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีอัตราส่วน  
ราคาต่อกำไรสูงกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกให้เป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์  
โดยใช้สถิติทดสอบ t-test แบบการทดสอบทางเดียว (1 Side) จากสมมติฐานงานวิจัย  
สามารถนำมาเขียนในรูปของสมมติฐานทางสถิติได้ ดังนี้

$$H_0 = PE_{djsi} < PE_{ndjsi}$$

$$H_1 = PE_{djsi} > PE_{ndjsi}$$

โดยที่

$PE_{djsi}$  คือ อัตราส่วนราคาต่อกำไร ของบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิก  
กลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

$PE_{ndjsi}$  คือ อัตราส่วนราคาต่อกำไร ของบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิก  
กลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์



## บทที่ 4

### ผลการวิจัย

#### ลักษณะทั่วไปของข้อมูล

วัตถุประสงค์ของการวิจัยในครั้งนี้ เพื่อเปรียบเทียบคุณลักษณะของกิจการและการรับรู้ของนักลงทุน ระหว่างบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือก ฯ โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่ม ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา เป็นข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปี พ.ศ. 2558 โดยจะอธิบายตามสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ สถิติพรรณนา (Descriptive statistics) และสถิติเชิงอนุมาน (Inference statistics) ตามลำดับ ดังนี้

#### การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตารางที่ 4-1 สัดส่วนจำนวนตัวอย่าง จำแนกกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	DJSI		Non-DJSI	
	จำนวน (บริษัท)	สัดส่วน	จำนวน (บริษัท)	สัดส่วน
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	3	23%	7	23%
ทรัพยากร	5	38%	12	38%
เทคโนโลยี	1	8%	2	8%
บริการ	1	8%	2	8%
สินค้าอุตสาหกรรม	1	8%	2	8%
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2	15%	5	15%
รวม	13	100%	30	100%

หมายเหตุ กลุ่มตัวอย่าง DJSI มีจำนวน 13 บริษัท และ กลุ่มตัวอย่าง Non-DJSI มีจำนวน 30 บริษัท

จากตารางที่ 4-1 กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วย 2 กลุ่ม ได้แก่ 1. กลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) จำนวน 13 บริษัท 22 กลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

(Non-DJSI) จำนวน 30 บริษัท โดยกลุ่มตัวอย่างทั้ง 2 กลุ่ม ประกอบด้วยกลุ่มอุตสาหกรรม 6 กลุ่ม คือ 1) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2) กลุ่มทรัพยากร 3) กลุ่มเทคโนโลยี 4) กลุ่มบริการ 5) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และ 6) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ซึ่งกลุ่มอุตสาหกรรม ทั้ง 6 กลุ่มนี้ มีสัดส่วนของจำนวนตัวอย่างเท่ากันทั้งสองกลุ่มคือ 23%, 38%, 8%, 8%, 8% และ 15% ตามลำดับ

ตารางที่ 4-2 ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ของสินทรัพย์ หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น

บัญชี	สินทรัพย์		หนี้สิน		ส่วนของผู้ถือหุ้น	
	DJSI	Non-DJSI	DJSI	Non-DJSI	DJSI	Non-DJSI
กลุ่มอุตสาหกรรม						
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	233,826	4,512	147,737	1,518	86,089	2,994
ทรัพยากร	694,937	23,099	346,154	13,521	348,783	9,578
เทคโนโลยี	181,761	3,701	133,268	1,714	48,493	1,987
บริการ	159,624	2,708	50,812	1,184	108,812	1,524
สินค้าอุตสาหกรรม	377,545	991	143,280	332	234,265	660
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	306,523	16,329	161,609	7,824	144,903	8,505
ค่าเฉลี่ยรวม	423,701	13,507	217,274	7,282	206,427	6,225
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	559,172	23,386	277,622	13,754	285,934	10,224
ค่าสูงสุด	2,173,996	117,169	1,086,309	61,210	1,087,687	55,958
ค่าต่ำสุด	95,737	849	50,812	64	35,915	624

หมายเหตุ กลุ่มตัวอย่าง DJSI มีจำนวน 13 บริษัท และ กลุ่มตัวอย่าง Non-DJSI มีจำนวน 30 บริษัท

จากตารางที่ 4-2 เมื่อพิจารณาค่าสถิติเบื้องต้น พบว่า สินทรัพย์ ของกลุ่มบริษัท จดทะเบียนที่ ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวม เท่ากับ 423,701 ล้านบาท มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับ 2,173,996 ล้านบาท และ 95,737 ล้านบาท ตามลำดับ ในขณะที่กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืน ดาวโจนส์ (Non-DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับ 13,507 ล้านบาท มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุด เท่ากับ 117,169 ล้านบาท และ 849 ล้านบาท ตามลำดับ

หนี้สินของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับ 217,274 ล้านบาท มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับ 1,086,309 ล้านบาท และ 50,812 ล้านบาท ตามลำดับ ในขณะที่กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับ 7,282 ล้านบาท มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับ 61,210 ล้านบาท และ 64 ล้านบาท ตามลำดับ

และส่วนของผู้ถือหุ้นของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับ 206,427 ล้านบาท มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับ 1,087,687 ล้านบาท และ 35,915 ล้านบาท ตามลำดับ ในขณะที่กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับ 6,225 ล้านบาท มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับ 55,958 ล้านบาท และ 624 ล้านบาท ตามลำดับ

ตารางที่ 4-3 ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ของรายได้ และ กำไร (ขาดทุน)

บัญชี	สินทรัพย์		หนี้สิน	
	DJSI	Non-DJSI	DJSI	Non-DJSI
กลุ่มอุตสาหกรรม				
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	204,934	4,707	7,800	135
ทรัพยากร	572,2262	23,281	1,679	956
เทคโนโลยี	156,015	5,818	339,152	-15
บริการ	45,773	2,153	18,729	81
สินค้าอุตสาหกรรม	410,354	771	20,502	53
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	243,331	5,295	26,640	607
ค่าเฉลี่ยรวม	351,917	11,876	12,574	523
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	536,123	32,194	18,723	1,594
ค่าสูงสุด	2,063,727	170,323	45,400	8,355
ค่าต่ำสุด	26,621	409	-31,590	-713

หมายเหตุ กลุ่มตัวอย่าง DJSI มีจำนวน 13 บริษัท และ กลุ่มตัวอย่าง Non-DJSI มีจำนวน 30 บริษัท

จากตารางที่ 4-3 เมื่อพิจารณาค่าสถิติเบื้องต้น พบว่า รายได้ ของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับ 351,917 ล้านบาท มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับ 2,063,727 ล้านบาท และ 26,621 ล้านบาท ตามลำดับ ในขณะที่กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับ 11,876 ล้านบาท มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับ 170,323 ล้านบาท และ 409 ล้านบาท ตามลำดับ

ส่วนกำไร (ขาดทุน) ของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับ 12,574 ล้านบาท มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับ 45,400 ล้านบาท และ -31,590 ล้านบาท ตามลำดับ ในขณะที่กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับ 523 ล้านบาท มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับ 8,355 ล้านบาท และ -713 ล้านบาท ตามลำดับ

ตารางที่ 4-4 ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

บัญชี	หน่วย: เปอร์เซ็นต์	
	ค่าเฉลี่ย ROA	
กลุ่มอุตสาหกรรม	DJSI	Non-DJSI
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	4.78	4.43
ทรัพยากร	4.34	3.94
เทคโนโลยี	21.54	0.66
บริการ	11.73	2.59
สินค้าอุตสาหกรรม	5.43	5.70
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	8.27	5.14
ค่าเฉลี่ยรวม	7.51	4.12
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	5.52	2.40
ค่าสูงสุด	21.54	9.21
ค่าต่ำสุด	0.92	0.44

หมายเหตุ ในกลุ่มตัวอย่าง DJSI และ Non-DJSI มีบางบริษัทที่มีค่า ROA ติดลบ เนื่องจากมีผลการดำเนินงานขาดทุน ซึ่งจะทำให้ไม่สามารถใช้ในการทดสอบได้ ผู้วิจัย

จึงได้ทำการตัดข้อมูลของบริษัทที่มีค่า ROA ติดลบออก ซึ่งจะทำให้คงเหลือข้อมูลของกลุ่มตัวอย่าง  
 ดังนี้ กลุ่มตัวอย่าง DJSI จำนวน 11 บริษัท และ กลุ่มตัวอย่าง Non-DJSI จำนวน 24 บริษัท

จากตารางที่ 4-4 เมื่อพิจารณาค่าสถิติเบื้องต้น พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์  
 รวม (ROA) สำหรับกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืน  
 ดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับร้อยละ 7.51 มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 21.54  
 และ 0.92 ตามลำดับ ในขณะที่กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนี  
 ความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับร้อยละ 4.12 มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุด  
 เท่ากับร้อยละ 9.21 และ 0.44 ตามลำดับ ซึ่งการแจกแจงของข้อมูลแสดงให้เห็นว่ากลุ่มบริษัท  
 จดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีผลตอบแทน  
 ต่อสินทรัพย์รวมที่สูงกว่า กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนี  
 ความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI)

ตารางที่ 4-5 สัดส่วนการถือหุ้น ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ของกลุ่ม  
 ผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรก

	บัญชี	หน่วย: เปอร์เซ็นต์	
		ค่าเฉลี่ย TOP5	
กลุ่มอุตสาหกรรม		DJSI	Non-DJSI
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร		56.95	75.34
ทรัพยากร		58.02	49.62
เทคโนโลยี		73.89	27.74
บริการ		79.96	36.76
สินค้าอุตสาหกรรม		64.99	57.76
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง		43.65	52.82
ค่าเฉลี่ยรวม		59.01	54.38
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน		16.29	21.38
ค่าสูงสุด		79.96	94.11
ค่าต่ำสุด		22.15	19.37

หมายเหตุ กลุ่มตัวอย่าง DJSI มีจำนวน 13 บริษัท และ กลุ่มตัวอย่าง Non-DJSI มีจำนวน 30 บริษัท

จากตารางที่ 4-5 สัดส่วนการถือหุ้นสูงสุดห้าอันดับแรก (TOP5) สำหรับกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับร้อยละ 59.01 มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 79.96 และ 22.15 ตามลำดับ ในขณะที่กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับร้อยละ 54.38 มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 94.11 และ 19.37 ตามลำดับ ซึ่งการแจกแจงของข้อมูลแสดงให้เห็นว่ากลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีสัดส่วนการถือหุ้นสูงสุดห้าอันดับแรกที่สูงกว่า กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI)

ตารางที่ 4-6 จำนวนการใช้สำนักงานผู้รับสอบบัญชี Big4 และ Non-Big4 จำแนกกลุ่มอุตสาหกรรม

บัญชี	Big4		Non-Big4	
	DJSI	Non-DJSI	DJSI	Non-DJSI
กลุ่มอุตสาหกรรม				
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	3	7	0	0
ทรัพยากร	3	6	2	6
เทคโนโลยี	1	1	0	1
บริการ	0	2	1	0
สินค้าอุตสาหกรรม	1	0	0	2
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2	3	0	2
รวม	10	19	3	11

ตารางที่ 4-7 จำนวนการใช้สำนักงานผู้รับสอบบัญชี Big4 และ Non-Big4 จำแนกกลุ่มบริษัท

ประเภทสำนักงานผู้รับสอบบัญชี	กลุ่มบริษัทฯ	DJSI	Non-DJSI
		(ได้รับคัดเลือกฯ)	(ไม่ได้รับคัดเลือกฯ)
Big4		10	19
Non-Big4		3	11
SUM		13	30

จากตารางที่ 4-6 และตารางที่ 4-7 จำนวนการใช้สำนักงานผู้รับสอบบัญชี Big 4 และ Non-Big4 ซึ่งแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่ม คือ 1) กลุ่มบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) จำนวนกลุ่มตัวอย่าง 13 บริษัท มีการใช้สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (Big4) จำนวน 10 บริษัท และใช้สำนักงานสอบบัญชีที่ไม่ใช่ขนาดใหญ่ (Non-Big4) จำนวน 3 บริษัท และ 2) กลุ่มบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) จำนวนกลุ่มตัวอย่าง 30 บริษัท มีการใช้สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (Big4) จำนวน 19 บริษัท และใช้สำนักงานสอบบัญชีที่ไม่ใช่ขนาดใหญ่ (Non-Big4) จำนวน 11 บริษัท

ตารางที่ 4-8 ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ของอัตราส่วนราคาต่อกำไร

หน่วย: เท่า

บัญชี	ค่าเฉลี่ย P/ E ratio	
	DJSI	Non-DJSI
กลุ่มอุตสาหกรรม		
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	16.78	17.51
ทรัพยากร	18.89	22.23
เทคโนโลยี	11.54	-
บริการ	26.39	16.70
สินค้าอุตสาหกรรม	10.99	14.35
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	19.43	23.49
ค่าเฉลี่ยรวม	17.71	20.71
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	8.88	18.04
ค่าสูงสุด	36.26	75.50
ค่าต่ำสุด	9.35	6.22

หมายเหตุ ในกลุ่มตัวอย่าง DJSI และ Non-DJSI มีบางบริษัทมีค่า P/ E ratio ติดลบ

เนื่องจาก มีผลการดำเนินงานขาดทุน ซึ่งจะทำให้ไม่สามารถใช้ในการทดสอบได้ ผู้วิจัยจึงได้ทำการตัดข้อมูลของบริษัทที่มี P/ E ratio ติดลบออก ซึ่งจะทำให้คงเหลือข้อมูลของกลุ่มตัวอย่าง ดังนี้ กลุ่มตัวอย่าง DJSI จำนวน 11 บริษัท และ กลุ่มตัวอย่าง Non-DJSI จำนวน 20 บริษัท

จากตารางที่ 4-8 อัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E ratio) สำหรับกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับร้อยละ 17.71 มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 36.26 และ 9.35 ตามลำดับ ในขณะที่กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับร้อยละ 20.71 มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 75.50 และ 6.22 ตามลำดับ ซึ่งการแจกแจงของข้อมูลแสดงให้เห็นว่ากลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนราคาต่อกำไรที่ต่ำกว่า กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI)

### การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

#### การทดสอบสมมติฐาน

ใน ส่วนที่ 1 มีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบคุณลักษณะของกิจการ ระหว่างบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ปี พ.ศ. 2558 ซึ่งจะศึกษาเปรียบเทียบทั้งหมด 4 ด้าน คือ ด้านขนาดกิจการ ด้านผลการดำเนินงาน ด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น และด้านประเภทผู้สอบบัญชี โดยจะทดสอบสมมติฐาน ดังนี้

#### ด้านขนาดกิจการ

ผู้วิจัยได้ใช้จำนวนสินทรัพย์รวมเป็นตัววัดขนาด และทดสอบสมมติฐานเพื่อศึกษาว่าขนาดกิจการของบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีขนาดของกิจการที่ใหญ่กว่าหรือไม่ โดยใช้สถิติทดสอบ t-test ซึ่งมีสมมติฐานงานวิจัย ดังนี้

$H_1$ : บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีขนาดของกิจการที่ใหญ่กว่าบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

$$H_0 = \text{SIZE}_{\text{djsi}} < \text{SIZE}_{\text{ndjsi}}$$

$$H_1 = \text{SIZE}_{\text{djsi}} > \text{SIZE}_{\text{ndjsi}}$$



ตารางที่ 4-9 ผลการทดสอบคุณลักษณะกิจการ-ด้านขนาดกิจการ

Group statistic		หน่วย: ล้านบาท		
		N	Mean	SD
ด้านขนาดกิจการ	บริษัทที่ได้รับคัดเลือกฯ	13	423,701	559,172
	บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือก	30	13,507	23,386

t-test: Two-sample assuming unequal variances

	Mean difference	t	P-value
ด้านขนาดกิจการ	410,194	2.644	0.011*

\*กำหนดระดับนัยสำคัญที่ 0.05

จากตารางที่ 4-9 ผลการทดสอบการคุณลักษณะกิจการด้านขนาดกิจการ โดยกลุ่มบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยด้านขนาดกิจการเท่ากับ 423,701 ล้านบาท ซึ่งมากกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) ที่มีค่าเฉลี่ยเพียง 13,507 ล้านบาท ค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 2.644 และค่า P-value เท่ากับ 0.011 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์มีคุณลักษณะด้านขนาดกิจการที่ใหญ่กว่ากลุ่มบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานงานวิจัย คือ บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีขนาดของกิจการที่ใหญ่กว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

#### ด้านผลการดำเนินงาน

ผู้วิจัยได้ใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) เป็นตัววัดคุณลักษณะด้านผลการดำเนินงาน และทดสอบสมมติฐานเพื่อศึกษาว่ากลุ่มบริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าหรือไม่ โดยใช้สถิติทดสอบ t-test ซึ่งมีสมมติฐานงานวิจัย ดังนี้

$H_2$ : บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่สูงกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

$$H_0 = ROA_{djsi} < ROA_{ndjsi}$$

$$H_1 = ROA_{djsi} > ROA_{ndjsi}$$

ตารางที่ 4-10 ผลการทดสอบคุณลักษณะกิจการ-ด้านผลการดำเนินงาน

Group statistic

		N	Mean	SD
ด้านผลการดำเนินงาน (ROA)	บริษัทที่ได้รับคัดเลือก	11	7.511	5.515
	บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือก	24	4.123	2.397

t-test: Two-sample assuming unequal variances

	Mean difference	t	P-value
ด้านผลการดำเนินงาน (ROA)	3,388	2.559	0.008*

\*กำหนดระดับนัยสำคัญที่ 0.05

จากตารางที่ 4-10 ผลการทดสอบคุณลักษณะกิจการด้านผลการดำเนินงาน โดยกลุ่มบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับ 7.511 ซึ่งมากกว่ากลุ่มบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) ที่มีค่าเฉลี่ย 4.123 ค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 2.559 และค่า P-value เท่ากับ 0.008 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์มีคุณลักษณะด้านผลการดำเนินงานที่สูงกว่ากลุ่มบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานงานวิจัย คือ บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่สูงกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

### ด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น

ผู้วิจัยได้ใช้อัตราการถือหุ้นของกลุ่มผู้ถือหุ้นสูงสุดห้าอันดับแรก (TOP5) เป็นตัววัดคุณลักษณะด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น และทดสอบสมมติฐานเพื่อศึกษาว่ากลุ่มบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีโครงสร้างการถือหุ้นที่กระจุกตัวน้อยกว่าหรือไม่ โดยใช้สถิติทดสอบ t-test ซึ่งมีสมมติฐานงานวิจัย ดังนี้

$H_3$ : บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีการกระจุกตัวผู้ถือหุ้นน้อยกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกให้เป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

$$H_0 = TOP5_{djsi} > TOP5_{ndjsi}$$

$$H_1 = TOP5_{djsi} < TOP5_{ndjsi}$$

ตารางที่ 4-11 ผลการทดสอบคุณลักษณะกิจการ-ด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น

#### Group statistic

		N	Mean	SD
ด้านผลการดำเนินงาน (TOP5)	บริษัทที่ได้รับคัดเลือก	13	59.005	16.292
	บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือก	30	54.379	21.382

t-test: Two-sample assuming unequal variances

	Mean difference	t	P-value
ด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น (TOP5)	4.626	0.775	0.223

\*กำหนดระดับนัยสำคัญที่ 0.05

จากตารางที่ 4-11 ผลการทดสอบคุณลักษณะกิจการด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น โดยกลุ่มบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยการถือหุ้นสูงสุดห้าอันดับแรกเท่ากับ 59.005 ซึ่งมากกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) ที่มีค่าเฉลี่ย 54.379 ค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 0.775 และค่า P-value เท่ากับ 0.223 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์มีการถือหุ้นที่กระจุกตัวมากกว่า กลุ่มบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นทิศทางตรงข้ามกับสมมติฐานงานวิจัย คือ บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืน

ดาวโจนส์ มีการกระจุกตัวผู้ถือหุ้นน้อยกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกให้เป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

#### ด้านประเภทผู้สอบบัญชี

ผู้วิจัยได้ใช้ขนาดของสำนักงานรับสอบบัญชีเป็นตัววัดคุณลักษณะด้านประเภทผู้สอบบัญชี และทดสอบสมมติฐานเพื่อศึกษาว่าประเภทสำนักงานผู้รับสอบบัญชีมีผลต่อการได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์หรือไม่ โดยใช้สถิติทดสอบ Chi-square ซึ่งมีสมมติฐานงานวิจัย ดังนี้

$H_a$ : ประเภทสำนักงานผู้รับสอบบัญชีมีผลต่อการได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

$H_0$  = ประเภทสำนักงานผู้รับสอบบัญชีไม่มีผลต่อการได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

$H_1$  = ประเภทสำนักงานผู้รับสอบบัญชีมีผลต่อการได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

#### ตารางที่ 4-12 ผลการทดสอบคุณลักษณะกิจการ-ด้านประเภทผู้สอบบัญชี

Audit index crosstabulation					
		Index			Total
		DJSI	Non-DJSI		
Audit	Non-Big4	Count	3	1.1	1.4
		Expected Count	4.2	9.8	14.0
		% of Total	7.0%	25.6%	32.6%
	Big4	Count	10	19	29
		Expected Count	8.8	20.2	29.0
		% of Total	23.3%	44.2%	67.4%
Total	Count	13	30	43	
	Expected Count	13.0	30.0	43.0	
	% of Total	30.2%	69.8%	100.0%	

ตารางที่ 4-12 (ต่อ)

Chi-Square Tests				
	Value	df	Asymp.Sig (2 sided)	Exact Sig (2-sided)
Pearson Chi-Square	0.763 <sup>a</sup>	1	0.382	
Fisher's Exact Test				0.491

a. 1 cell (25%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 4.23

\*กำหนดระดับนัยสำคัญที่ 0.05

จากตารางที่ 4-12 ผลการทดสอบการเปรียบเทียบคุณลักษณะกิจการด้านประเภทผู้สอบบัญชี เนื่องจากค่าความถี่ที่อยู่ในตารางมีค่าความถี่น้อยกว่า 5 เท่ากับ 25% ซึ่งเกินร้อยละ 20 ของจำนวนข้อมูลทั้งหมด จึงต้องคำนวณค่าการทดสอบด้วยการทดสอบด้วย Fisher's exact test โดยค่า Exact Sig. (2 sided) มีค่าเท่ากับ 0.491 ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 แสดงว่าประเภทสำนักงานผู้รับสอบบัญชีไม่มีผลต่อการได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นทิศทางตรงข้ามกับสมมติฐานงานวิจัย

ใน ส่วนที่ 2 มีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบการรับรู้ของนักลงทุน ระหว่างบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ปี พ.ศ. 2558 ซึ่งจะทดสอบสมมติฐาน ดังนี้

อัตราส่วนราคาต่อกำไร

ผู้วิจัยได้ใช้อัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E ratio) เป็นตัววัดการรับรู้ของนักลงทุน และทดสอบสมมติฐานเพื่อศึกษาว่าบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรที่สูงกว่าหรือไม่ โดยใช้สถิติทดสอบ t-test ซึ่งมีสมมติฐานงานวิจัย ดังนี้

$H_5$ : บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูงกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกให้เป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

$$H_0 = PE_{djsi} < PE_{ndjsi}$$

$$H_1 = PE_{djsi} > PE_{ndjsi}$$

ตารางที่ 4-13 ผลการทดสอบการรับรู้ของนักลงทุน

## Group Statistic

		N	Mean	SD
การรับรู้ของนักลงทุน (PE)	บริษัทที่ได้รับคัดเลือก	11	17.710	8.878
	บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือก	20	20.711	18.036

t-test: Two-sample assuming unequal variances

	Mean difference	t	P-value
การรับรู้ของนักลงทุน (PE)	-3.001	-0.516	0.305

\*กำหนดระดับนัยสำคัญที่ 0.05

จากตารางที่ 4-13 ผลการทดสอบการรับรู้ของนักลงทุน โดยกลุ่มบริษัทที่ได้รับคัดเลือก เป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนราคาต่อกำไรเท่ากับ 17.710 ซึ่งน้อยกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) ที่มีค่าเฉลี่ย 20.711 ค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -0.516 และค่า P-value เท่ากับ 0.305 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำกว่า กลุ่มบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นทิศทางตรงข้ามกับสมมติฐานงานวิจัย คือ บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูงกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกให้เป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

ตารางที่ 4-14 สรุปผลสมมติฐาน

สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบ
H <sub>1</sub> : บริษัทที่ได้รับการคัดเลือก เป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืน ดาวโจนส์ มีขนาดของกิจการที่ใหญ่กว่า บริษัทที่ไม่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิก กลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์	ยอมรับ
H <sub>2</sub> : บริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืน ดาวโจนส์ มีอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่สูงกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์	ยอมรับ
H <sub>3</sub> : บริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืน ดาวโจนส์ มีการกระจุกตัวผู้ถือหุ้นน้อยกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์	ปฏิเสธ
H <sub>4</sub> : บริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืน ดาวโจนส์ จะมีขนาดของสำนักงานรับสอบบัญชีใหม่กว่า บริษัทที่ไม่ได้รับการคัดเลือกให้เป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืน ดาวโจนส์	ปฏิเสธ
H <sub>5</sub> : บริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืน ดาวโจนส์ มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูงกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับการคัดเลือกให้เป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์	ปฏิเสธ

## บทที่ 5

### สรุปผล อภิปราย และข้อเสนอแนะ

#### สรุปผลการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการศึกษาการเปรียบเทียบคุณลักษณะกิจการและการรับรู้ของนักลงทุนระหว่างบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ในปี พ.ศ. 2558 ซึ่งงานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี ใน SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2558 ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษาแบ่งออกเป็นสองกลุ่ม คือ 1. กลุ่มบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ได้ข้อมูลจากผลการประกาศสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ปี พ.ศ. 2558 (ข้อมูลผลประกาศ ณ 11 กันยายน พ.ศ. 2558) โดยเป็นข้อมูลกลุ่มตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง (Purposive sampling) ทั้งสิ้น 13 บริษัท และ 2. กลุ่มบริษัทที่ไม่ได้คัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ปี พ.ศ. 2558 ได้ข้อมูลจากการสุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2558 จากจำนวน 555 บริษัท คัดเลือก 30 บริษัท โดยวิธีการสุ่มตัวอย่างแบบหลายขั้นตอน (Multi-stage sampling) และแบบอย่างง่าย (Simple random sampling) โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่

#### ส่วนที่ 1 สถิติเชิงพรรณนา

สถิติเบื้องต้น พบว่า สินทรัพย์ ของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับ 423,701 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่าบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับ 13,507 ล้านบาท ในส่วนรายได้ของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับ 351,917 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่าบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) ที่มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับ 11,876 ล้านบาท และในส่วนของ กำไร (ขาดทุน) ของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับ 12,574 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่ากลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับ 523 ล้านบาท

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) สำหรับกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับร้อยละ 7.51



ซึ่งสูงกว่า กลุ่มบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับร้อยละ 4.12

ส่วนถือหุ้นสูงสุดห้าอันดับแรก (TOP5) สำหรับกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับร้อยละ 59.01 ซึ่งมีค่าสูงกว่า กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับร้อยละ 54.38

สำนักงานผู้รับสอบบัญชี Big 4 และ Non-Big4 ซึ่งแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่ม คือ 1. กลุ่มบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) จำนวนกลุ่มตัวอย่าง 13 บริษัท มีการใช้สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (Big4) จำนวน 10 บริษัท และใช้สำนักงานสอบบัญชีที่ไม่ใช่ขนาดใหญ่ (Non-Big4) จำนวน 3 บริษัท คิดเป็นสัดส่วนเท่ากับ 77% และ 23% ตามลำดับ และ 2. กลุ่มบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) จำนวนกลุ่มตัวอย่าง 30 บริษัท มีการใช้สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (Big4) จำนวน 19 บริษัท และใช้สำนักงานสอบบัญชีที่ไม่ใช่ขนาดใหญ่ (Non-Big4) จำนวน 11 บริษัท คิดเป็นสัดส่วนเท่ากับ 63% และ 37% ตามลำดับ

และอัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E ratio) ของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับร้อยละ 17.71 ซึ่งมีค่าต่ำกว่า กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Non-DJSI) ที่มีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับร้อยละ 20.71

ส่วนที่ 2 ผลการทดสอบสมมติฐาน

ด้านขนาดกิจการ

ได้เก็บรวบรวมข้อมูลสินทรัพย์รวมจากงบแสดงฐานะการเงินปี พ.ศ. 2558

(แบบ 56-1) ใน SETSMART และใช้ t-test ในการทดสอบสมมติฐาน ผลการวิจัย พบว่า บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีขนาดกิจการที่ใหญ่กว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05

ด้านผลการดำเนินงาน

ได้เก็บรวบรวมข้อมูลอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) จากอัตราส่วน

ทางการเงิน (ROA) ใน SETSMART และใช้ t-test ในการทดสอบสมมติฐาน ผลการวิจัย พบว่า บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่สูงกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05

### ด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น

ได้เก็บรวบรวมข้อมูลอัตราส่วนการถือหุ้นสูงสุดห้าอันดับแรก จากแบบรายงาน 56-1 และใช้ t-test ในการทดสอบสมมติฐาน ผลการวิจัย พบว่า บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีการถือหุ้นที่กระจุกตัวสูงกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ซึ่งไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

### ด้านประเภทผู้สอบบัญชี

ได้เก็บรวบรวมข้อมูลประเภทสำนักงานผู้รับสอบบัญชี Big4 และ Non-Big4 จากรายงานการตรวจสอบบัญชีปี พ.ศ. 2558 ในรายการข้อมูลประจำปี พ.ศ. 2558 (แบบ 56-1) และใช้ Chi-Square ในการทดสอบสมมติฐาน ผลการวิจัย พบว่า ประเภทสำนักงานผู้รับสอบบัญชีไม่มีผลต่อการได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ซึ่งไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

### อัตราส่วนราคาต่อกำไร

ได้เก็บรวบรวมข้อมูล P/E ratio ณ วันสิ้นปี พ.ศ. 2558 ใน SETSMART และใช้ t-Test ในการทดสอบสมมติฐาน ผลการวิจัย พบว่า บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรที่ต่ำกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ซึ่งไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

## อภิปรายผล

การอภิปรายผลการศึกษาจะขอแยกเป็นประเด็นตามข้อสรุปของผลลัพธ์ที่ได้จากการศึกษาดังนี้

### ด้านขนาดกิจการ

ในการศึกษาเปรียบเทียบคุณลักษณะของกิจการด้านขนาด ระหว่างบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ปี พ.ศ. 2558 พบว่า บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีขนาดกิจการที่ใหญ่กว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ บูรณภพ สมเศรษฐ์ และคณะ (2556) พบว่า ขนาดขององค์กรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการทำกิจกรรมที่แสดงความรับผิดชอบต่อสังคม ในด้านการจ้างงานและชุมชน (Employment and community) และยังสอดคล้องกับ งานวิจัยของ Armandi and Mills (1982); Bergh (1995); Formbrun and Shanley (1990); Greening (1995); Gulati (1995); Hoskisson (1987) ซึ่งผลจากการวิจัยเหล่านี้สนับสนุนแนวคิดที่ว่าองค์กรขนาดใหญ่กว่าอาจมีทรัพยากรมากกว่าที่จะอุทิศให้แก่กิจกรรมเพื่อสังคม การมีสินทรัพย์ที่มากกว่าส่งผลไปถึง

การเป็นส่วนต้นทุนไปยังส่วนความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร Lerner (1991) รวมทั้งงานวิจัยของ Stanwick and Stanwick (1998) ที่กล่าวว่าองค์กรที่มีขนาดใหญ่กว่าจะได้รับความสนใจจากสาธารณชนมากกว่าซึ่งจะส่งเสริมให้องค์กรมีระดับความรับผิดชอบต่อสังคมที่มีมากกว่า

อย่างไรก็ดี หากวิเคราะห์ข้อมูลเชิงประจักษ์ประกอบแล้ว จะพบว่า บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ซึ่งเป็นดัชนีมาตรฐานระดับสากล ส่วนใหญ่เป็นบริษัทชั้นนำในระดับโลกทั้งในด้านขนาดและศักยภาพ จึงอาจเป็นข้อสรุปได้ว่าบริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเหล่านี้มีขนาดกิจการที่ใหญ่

#### ด้านผลการดำเนินงาน

ในการศึกษาเปรียบเทียบคุณลักษณะของกิจการด้านผลการดำเนินงาน ระหว่างบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ปี พ.ศ. 2558 ซึ่งงานวิจัยนี้ใช้อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) เป็นตัววัด พบว่า บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่สูงกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ บูรณภพ สมเศรษฐ์ และคณะ (2556) ที่พบว่า การแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) กับผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์กันในเชิงบวก งานวิจัยของ Nikolai, Bazley and Brummet (1976) ที่กล่าวว่ากิจกรรมเพื่อสังคมขององค์กรส่งผลให้ระดับชื่อเสียง (Good citizen) ขององค์กรเพิ่มขึ้น โดยชื่อเสียงขององค์กรที่เพิ่มขึ้นจะช่วยเพิ่มโอกาสในการได้มาซึ่งรายได้ และโอกาสในการทำกำไร Porter and Van der Line (1995) จึงส่งผลให้ผลการดำเนินงานขององค์กรดีขึ้น Waddock and Graves (1997) นั้นส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ขององค์กรเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย

#### ด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น

ในการศึกษาเปรียบเทียบคุณลักษณะของกิจการด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น ระหว่างบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ปี พ.ศ. 2558 ซึ่งเป็นการวัดการกระจุกตัวของกลุ่มผู้ถือหุ้น โดยวัดจากอัตราการถือหุ้นของกลุ่มผู้ถือหุ้นสูงสุดห้าอันดับแรก (TOP5) เป็นตัววัด พบว่า บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์มีการถือหุ้นที่กระจุกตัวมากกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ซึ่งเป็นทิศทางตรงข้ามกับสมมติฐาน อาจเกิดขึ้นได้เนื่องจากบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืน

ดาวโจนส์ เป็นบริษัทขนาดใหญ่ที่ก่อตั้งมานาน ซึ่งบริษัทไทยที่ตั้งมานานนี้ส่วนใหญ่จะมีการถือหุ้น โดยภาครัฐบาล เช่น บมจ.ท่าอากาศยานไทย ที่ถือหุ้นโดยกระทรวงการคลัง 70.00% บมจ.ปตท. ที่ถือหุ้นโดยกระทรวงการคลัง 51.11% บมจ.ปูนซิเมนต์ไทย ที่ถือหุ้นโดยสำนักงานทรัพย์สินส่วนพระมหากษัตริย์ 30.76% ซึ่งโดยปกติภาครัฐมีนโยบายเน้นย้ำเรื่องการช่วยเหลือ การปฏิบัติตัว รวมถึงการเป็นแบบอย่างที่ดีต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม เพื่อให้บริษัทเอกชนปฏิบัติตาม จึงทำให้บริษัทที่มีความยั่งยืนเหล่านี้ยังมีการถือหุ้นที่กระจุกตัวอยู่

อย่างไรก็ดี ลักษณะการเริ่มต้นธุรกิจของบริษัทในประเทศไทยส่วนใหญ่มักเริ่มต้นด้วย ธุรกิจครอบครัว จะสังเกตได้ว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นทั้ง DJSI และ Non-DJSI มีค่าเฉลี่ยที่สูงเกินกว่า ร้อยละ 50 ได้แก่ 59.01 และ 54.38 ตามลำดับ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยต่างประเทศของ ADB (2000a) ได้ศึกษาเกี่ยวกับลักษณะที่สำคัญในด้านต่าง ๆ ของระบบการกำกับดูแลกิจการ ในประเทศเอเชียตะวันออก 5 ประเทศ คือ อินโดนีเซีย เกาหลี มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และไทย ผลจากการตรวจสอบ โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศเหล่านี้ พบว่า บริษัทจดทะเบียนของทั้ง 5 ประเทศมีการกระจุกตัวของถือหุ้นอยู่ในระดับที่สูงมาก และ ADB (2000b) ได้ให้ข้อสังเกตอีกว่า ผู้ถือหุ้นเพียง 3 อันดับแรกของบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทย ก็ครองครองหุ้นเกือบร้อยละ 50 หรือเกือบครึ่งของหุ้นทั้งหมดของบริษัทแล้ว

#### ด้านประเภทผู้สอบบัญชี

ในการศึกษาเปรียบเทียบคุณลักษณะของกิจการด้านประเภทผู้สอบบัญชี ระหว่างบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือก เป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ปี พ.ศ. 2558 ซึ่งเป็นการวัดขนาดของสำนักงานผู้รับสอบบัญชี โดยแบ่งเป็น Big4 คือสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ และ Non-Big4 คือสำนักงานสอบบัญชีที่ไม่ใช่ขนาดใหญ่เป็นตัวอย่าง พบว่า ประเภทสำนักงานผู้รับสอบบัญชีไม่มีผลต่อการได้รับคัดเลือก เป็นสมาชิกของกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ซึ่งเป็นทิศทางตรงข้ามกับสมมติฐาน อาจเกิดขึ้นได้ เนื่องจากสำนักงานสอบบัญชีที่ได้รับการเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ในปัจจุบัน ได้มีการพัฒนาเป็นไปตามมาตรฐานเพื่อการยกระดับคุณภาพและความน่าเชื่อถือจากการดำเนินงานของ ก.ล.ต. ประกอบด้วย 3 ด้าน คือ 1. การพัฒนา มาตรฐานวิชาชีพให้เป็นไปตามมาตรฐานสากล คือ การมุ่งเน้นที่จะผลักดันและสนับสนุนให้สภาวิชาชีพบัญชีกำหนดมาตรฐานวิชาชีพบัญชีของไทยให้สอดคล้องกับมาตรฐานสากล ทั้งในส่วน ของการพัฒนามาตรฐานการบัญชีให้เป็นไปตาม International Financial Reporting Standards (IFRSs) ที่กำหนดโดย International Accounting Standards Board (IASB) และมาตรฐานการสอบ

บัญชีให้เป็นไปตาม International Standards on Auditing (ISAs) ที่กำหนดโดย International auditing and assurance 2. การกำกับดูแลผู้สอบบัญชี คือ ก.ล.ต. จะติดตามดูแลคุณภาพการปฏิบัติงานของผู้สอบบัญชีในตลาดทุนอย่างสม่ำเสมอ ซึ่งสอดคล้องกับมาตรฐานการกำกับดูแลผู้สอบบัญชีสากล โดยเป็นการกำกับดูแลทั้งในด้านคุณภาพในการปฏิบัติงานของผู้สอบบัญชีแต่ละราย และคุณภาพของสำนักงานสอบบัญชีที่ผู้สอบบัญชีสังกัดด้วย และ 3. การติดตามดูแลรายงานทางการเงินของกิจการในตลาดทุน คือ ก.ล.ต. ได้กำหนดให้การจัดทำและการเปิดเผยข้อมูลในงบการเงินของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ต้องเป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีและมาตรฐานการรายงานทางการเงินที่กำหนดขึ้น โดยสภาวิชาชีพบัญชี ซึ่งสอดคล้องกับมาตรฐานการบัญชีและมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ และต้องมีผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจาก ก.ล.ต. เป็นผู้สอบทาน (กรณีงบการเงินรายไตรมาส) หรือตรวจสอบ (กรณีงบการเงินประจำปี) รวมทั้งติดตามและตรวจทานงบการเงินของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ทุกไตรมาสเพื่อให้มั่นใจว่าผู้ลงทุนจะได้รับข้อมูลที่ถูกต้องและครบถ้วน (ข้อมูลจาก ก.ล.ต.) จากเหตุผลดังกล่าวข้างต้น จึงทำให้ประเภทของสำนักงานผู้รับสอบบัญชีไม่มีผลต่อการได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ เนื่องจาก

1. ปัจจุบันสำนักงานสอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจาก ก.ล.ต. มีคุณภาพใกล้เคียงกัน จึงไม่เป็นประเด็นที่นำไปสู่การได้รับคัดเลือกสมาชิกฯ ดังกล่าว
2. สำนักงานสอบบัญชีที่ได้รับการรับรองจาก ก.ล.ต. มีความน่าเชื่อถือในระดับสากล จึงไม่เป็นที่อุปสรรคของกิจการในการประกอบธุรกิจ
3. อาจมีการพิจารณาถึงเรื่องต้นทุนในด้านการสอบบัญชี ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ อันธิกา สังข์เกื้อ (2555) ที่ พบว่า ปัจจัยด้านความคุ้มค่าของค่าธรรมเนียมการสอบบัญชี มีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจเลือกใช้บริการสำนักงานสอบบัญชี

อัตราส่วนราคาต่อกำไร

ในการศึกษาเปรียบเทียบการรับรู้ของนักลงทุน ระหว่างบริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ปี พ.ศ. 2558 ซึ่งใช้อัตราส่วนราคาต่อกำไรเป็นตัววัด พบว่า บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรที่ต่ำกว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ซึ่งเป็นทิศทางตรงข้ามกับสมมติฐานงานวิจัย เนื่องจากเมื่อวิเคราะห์ถึงสภาพตลาดทุนของไทยในปัจจุบันแล้ว นักเก็งกำไรหรือนักลงทุนรายย่อยมักจะเลือกลงทุนในหุ้นที่มีขนาดเล็กมากกว่าขนาดใหญ่เนื่องจากมีผลตอบแทนจากส่วนต่างของ ราคา (Market cap) ที่สูงกว่าในระยะสั้น สอดคล้องกับข้อมูลข่าวที่ใช้ในการวิเคราะห์

ของสมาคมนักลงทุนเน้นคุณค่า (ประเทศไทย) โดย ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร (7 มีนาคม พ.ศ. 2559) ที่ว่า “ค่า PE ของตลาด MAI ยังสูงถึง 55 เท่า และค่า PB ก็สูงถึง 3 เท่า เปรียบเทียบกับค่า PE ของตลาดใหญ่ที่ 20 เท่าและ PB เท่ากับ 1.8 เท่า” จากข่าวที่เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์นี้ จะเห็นได้ว่าการเก็งกำไรในตลาดเล็กค่อนข้างสูง ทำให้มี PE ที่สูงกว่าตลาดใหญ่ถึง 35 เท่า จากเหตุผลที่กล่าวมานี้จึงเป็นเหตุให้ ผลทดสอบสมมติฐานข้อนี้เป็นทิศทางตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

### ข้อเสนอแนะ

1. เนื่องจากกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์นี้ เป็นดัชนีที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล การศึกษาครั้งต่อไปควรเพิ่มกลุ่มตัวอย่างในระดับประเทศที่สามารถเทียบเคียงได้ เช่น บริษัทที่ได้รับการคัดเลือกฯ ในประเทศที่อยู่ในตลาดเกิดใหม่ หรือ กลุ่มตัวอย่างประเทศเพื่อนบ้านที่อยู่ในประเทศประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ซึ่งนอกจากจะเป็นการวัดเปรียบเทียบสมรรถนะ (Benchmarking) แล้ว ยังอาจทำให้เห็น โอกาส อุปสรรคข้อได้เปรียบ ข้อเสียเปรียบ การแข่งขันในระดับมหภาค คือ ระดับประเทศ ภูมิภาค สู่ระดับ โลกอีกด้วย
2. ควรเพิ่มจำนวนปีให้มากขึ้น และปัจจัยด้านอื่น ๆ ที่แสดงถึงการเติบโตหรือยั่งยืนในระยะยาว เช่น อัตราการเติบโต (Grow rate) อัตราการถือหุ้นของชาวต่างชาติ เป็นต้น
3. การพัฒนาอย่างยั่งยืนในองค์กรธุรกิจ ในหลายประเทศจำเป็นต้องอาศัยนักบัญชีในองค์กร เช่น ประเทศอังกฤษ ได้มีการพัฒนานักบัญชีบริหารให้เป็นผู้มีบทบาทสำคัญในการประสานงานเพื่อให้บรรลุเป้าหมายเรื่องความยั่งยืน ด้วยเหตุที่เป็นผู้มีบทบาทสำคัญและเข้าใจเรื่องการควบคุมภายในที่เชื่อมโยงระหว่างตัวชี้วัดที่เป็นตัวเงินและที่ไม่เป็นตัวเงินเข้าด้วยกัน ประเทศนิวซีแลนด์ และออสเตรเลีย ก็ใช้หลักการและแนวคิดเดียวกัน และทั้งสามประเทศได้พัฒนาไปแล้วจนเกิดเป็นมาตรฐานการบัญชีเพื่อความยั่งยืน (Sustainability accounting standards) เช่นเดียวกับ ประเทศสหรัฐอเมริกา ก็ได้มีคณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีเพื่อความยั่งยืน (Sustainability accounting standards board) ในยุโรปก็มีการพัฒนาไปสู่ในทิศทางเช่นเดียวกันนี้และ ในที่สุดก็คงออกมาเป็น International sustainability reporting standards เพื่อทดแทน IFRS ที่เรารู้จักกันเป็นอย่างดีแล้ว (วารสารสภาวิชาชีพบัญชี) จากบทความดังกล่าว ผู้วิจัยขอเสนอแนะว่าการศึกษาครั้งต่อไปควรศึกษาเรื่อง “บทบาทของนักบัญชีต่อความยั่งยืนขององค์กรและสังคม”

## บรรณานุกรม

- กรรณิการ์ สิทธิดำรงศ์. (2551). ปัจจัยที่ผลักดันและสนับสนุนให้มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการบัญชีเพื่อความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม: กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภคซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- กานดา พิศาลปิติ. (2558). ผลกระทบเชิงสาเหตุระหว่างการทำบัญชีและการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 11(32), 5-16.
- จันทนา ธนสารบริสุทธิ์. (2558). คุณลักษณะของบริษัทกับการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 11(30), 23-40.
- จิรวรรณ คุรุกระโทก. (2548). ปัจจัยภายในที่มีผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบัญชี, บัณฑิตวิทยาลัย, มหาวิทยาลัยบูรพา.
- คัสตัน เสมอเชื้อ. (2550). ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อระดับของการเปิดเผยข้อมูล: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบัญชี, บัณฑิตวิทยาลัย, มหาวิทยาลัยบูรพา.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2549). การกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549. เข้าถึงได้จาก <http://www.set.or.th/th/regulations/cg/centerp1.html>
- ธีรพร ทองชะโชค. (2556). โมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของภาวะผู้นำการเปลี่ยนแปลง การกำกับดูแลกิจการ และการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสีย และความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์. *วารสารนักบริหาร*, 33(2), 80-88.
- นวพร พงษ์ตันตกุล. (2546). โครงสร้างการเป็นเจ้าของและคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- บูรณภพ สมเศรษฐ์. (2554). ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร และขนาดขององค์กรกับผลการดำเนินงาน. งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

- วรศักดิ์ ทุมมานนท์. (2543). *คุณรู้จัก Creative accounting และคุณภาพกำไรแล้วหรือยัง?* กรุงเทพฯ: ไอโอนิค อินเทอร์เน็ตคี่ ซอสเซส.
- วาสนา จันท์ศรี. (2549). *ปัจจัยที่มีผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีและผลกระทบที่มีต่อผลการดำเนินงาน: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.* งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบัญชี, คณะมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, มหาวิทยาลัยบูรพา.
- วิภา จงรัชต์ศักดิ์. (2558). *ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเปิดเผยความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการในประเทศไทย. วารสารเกษตรศาสตร์ (สังคม), 36, 230-243.*
- सानิตย์ หนูนิล. (2557). *การวิเคราะห์องค์การประเภทกิจการสังคม. วารสารสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ, 17, 358-372.*
- สุพาดา สิริกุดตา. (2557). *การศึกษาการเปิดเผยข้อมูลการบัญชีความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารศรีนครินทรวิโรฒวิจัยและพัฒนา (สาขามนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, 6(12), 138-148.*
- สุภาวดี จันท์โถม. (2553). *ความสัมพันธ์ระหว่างขนาดองค์กรกับระดับการเปิดเผยความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรของบริษัทกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.*
- สุวัฒน์ทองธนากุล. (2556). *แรงขับเคลื่อนองค์กรนำในตลาดทุนไทยสู่ความรับผิดชอบต่อสังคมและความยั่งยืน. ดุษฎีนิพนธ์ศิลปศาสตรดุษฎีบัณฑิต, สาขาวิชาการผู้นำทางสังคม ธุรกิจ และการเมือง, วิทยาลัยนวัตกรรมการสังคม, มหาวิทยาลัยรังสิต.*
- อันธิกา สังข์เกื้อ. (2555). *ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจเลือกใช้บริการสำนักงานสอบบัญชีของบริษัทจำกัดในเขตกรุงเทพมหานคร. งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.*
- อรพรรณ ไบดิน. (2558). *ความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นองค์ประกอบของคณะกรรมการ และการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร: กรณีศึกษาของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบัญชี, บัณฑิตวิทยาลัย, มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์.*
- ศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2552). *กลไกบรรษัทภิบาลเพิ่มมูลค่ากิจการจริงหรือไม่. วารสารบริหารธุรกิจ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 32(121), 4-5.*



- Aitken, M., Hooper, & Pickering, J. (1997). Determinants of voluntary disclosure of segment information: A re-examination of the role of diversification strategy. *Accounting & Finance*, 37, 89-109.
- Anand, S. (2008). *Essentials of corporate governance*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Armandi, and Mills. (1982). Organizational size, structure, and efficiency: A test of a Blau-Hage model. *American Journal of Economic and Sociology*, 41, 1.
- Bachar, J. (1989). Auditing quality, signaling, and underwriting contracts. *Contemporary Accounting Research*, 56(1). 216-241.
- Barnard, C. I. (1938). *The functions of the executive*. Cambridge: Harvard University Press.
- Becker, C. L., Defond, M. L., Jiabalvo, J., & Subramanyam, K. R. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1-24.
- Behn, B. K., Choi, J., & Kang, T. (2008). Audit quality and properties of analyst earnings forecasts. *The Accounting Review*, 83(2), 327-349.
- Bergh, D. (1995). Size and relatedness of units sold: An agency theory and resource-based perspective. *Strategic Management Journal*, 16. 221-239.
- Certo, S. C. (2003). *Principles of management* (3<sup>rd</sup> ed.). Allyn & Bacon.
- Chau, G. K., & Gray, S. J. (2002). Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting*, 37, 247-265.
- Chow, C. W., & Wong-Boren, A. (1987). Voluntary financial disclosure by Mexican corporation. *The Accounting Review*, 63, 533-541.
- Clarke, T. (2004). *Theories of corporate governance: The philosophical foundations of corporate governance*. New York: Routledge.
- DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*. 3(3), 183-199.
- Desai, H. B., & Singhvi, S. S. (1971). An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, 46, 129-138.
- Elkington, J. (1997). Cannibals with forks: The triple bottom line of 21<sup>st</sup> century business. *Journal of Business Ethics*, 23(2), 229-231.

- Ettredge, M., Kwon, S. Y., Smith, D. B., & Zarowin, P.A. (2005). The impact of SFAS No.131 business segment data on the market's ability to anticipate future earnings. *The Accounting Review*, 80(3), 773-804.
- Fan, J. P. H., & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 401-425.
- Formbrun, C., & Shanley, M. (1990). What's in a name? reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 33, 233-258.
- Freeman, E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Gelb, D.S., & Zarowin, P. (2002). Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices. *Review of Accounting Studies*, 7, 33-52.
- Greening, D. W. (1995). *Conservation strategies, firm performance, and corporate reputation in the U.S. electric utility industry*. Greenwich: JAI Press.
- Gulati, R. (1995). Social structure and alliance formation patterns: A longitudinal analysis. *Administrative Science Quarterly*, 40, 619-652.
- Hoskisson, R. (1987). Multidivisional structure and performance: The contingency of diversification strategy. *Academy of Management Journal*, 30(4), 625-644.
- Jamali, D., Safieddine, A. M., & Rabbath, M. (2008). Corporate governance and corporate socialresponsibility synergies and interrelationships. *Corporate Governance*, 16(5), 443-459.
- Kraisornsuthasinee, S., & Swierczek, F. W. (2006). Interpretations of CSR in Thai companies. *JCC*, 22, 53-65.
- Krishnan, G. V. (2003). Audit quality and the pricing of discretionary accruals. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 22(1), 109-126.
- Lennox, C. S. (1999). Audit quality and auditor size: An evaluation of reputation and deep pockets hypotheses. *Journal of Business Finance and Accounting*, 26 (7-8), 779-805.
- Lerner, L. D. (1991). *A stakeholder analysis of corporate social performance: CEO stakeholder orientation, industry categorization, past financial performance and firm size as predictors of corporate social performance*. Doctoral dissertation, Business Analytics and Statistics, University of Tennessee.

- McKinnon, J. L., & Dalimunthe, L. (1993). Voluntary disclosure of segment information by Australian diversified companies. *Accounting & Finance*, 33, 33-50.
- Mitton, T. (2001). *A Cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the east Asian financial crisis*. Brigham: Marriott School of Management, Brigham Young University.
- Murcia, D. R., & Santos, A. D. (2010). *Determinants of corporate voluntary disclosure in Brazil*. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract>
- Murcia, D. R., & Souza, F. C. (2008). *Discretionary-based disclosure: The case of social and environmental reporting in Brazil*. Universidade de São Paulo.
- Nikolai, L. A., Bazley, J. D., & Brummet, R. L. (1976). The measurement of corporate environmental activity. *Management Accounting*, 20(4), 38-40.
- Nila, F. N., & Masanori, K. (2010). Quantitative relations between corporate social responsibility activity and share price: Introducing "Nila" unit. *Research Journal of International Studies-Issue*, 17. 146-156.
- Porter, M., & Van der Linde, C. (1995). Toward a new conception of the environment competitiveness relationship. *Journal of Economic Perspectives*, 9, 4.
- Post, J. E., Lawrence, A. T., & Weber, J. (2002). *Business and society: Corporate strategy, public policy, ethics*. Boston, MA: McGraw-Hill.
- Robb, S. W. G., Single, L. E., & Zarzeski, M. T. (2001). Nonfinancial disclosures across Anglo American countries. *Journal of International Accounting*, 10, 71-83.
- Shahin, A., & Zairi, M. (2007). Corporate governance as a critical element for driving excellence in corporate social responsibility. *International Journal of Quality & Reliability Management*, 24(7), 753-770.
- Shevlin, T. (2004). Discussion of A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39(3), 297-302.
- Simmons, J. (2004). Managing in the post-managerial era: Towards socially responsible corporate governance. *Management Decision*, 42(3/4), 601-611.
- Singhvi, S. S., & Desai, H. B. (1971). An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure. *Accounting Review*, 46, 129- 138.

- Stanwick, P. A., & Stanwick, S. D. (1998). The relationship between corporate social performance, and organizational size, financial performance, and environment: An empirical examination. *Journal of Business Ethics*, 17, 195-204.
- The Organization for Economic Co-operation and Development. (2004). *Corporate governance*. Retrieved from [http://www.ex-mba.buu.ac.th/Research%202556/Research\\_Bangsaen/EX-28/52711206/05\\_ch21.pdf](http://www.ex-mba.buu.ac.th/Research%202556/Research_Bangsaen/EX-28/52711206/05_ch21.pdf).
- Van den Berghe, L., & Louche, C. (2005). The link between corporate governance and corporatesocial responsibility in insurance. *The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice*, 30(3), 425-442.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.
- Waldman, D. A., Siegel, D.S., & Javidan, M. (2006). Components of CEO transformational leadership and corporate social responsibility. *Journal of management studies*, 43(8), 1703-1725.

ภาคผนวก

ตารางที่ 4-15 รายชื่อ Thailand Sustainability Investment 2015 หรือรายชื่อ “หุ้นยั่งยืน” จำนวน  
51 บริษัท (ประกาศฉบับที่ 107/2558)

ลำดับ	ชื่อย่อ	บริษัท
1	ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
2	AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)
3	BANPU	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)
4	CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)
5	CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)
6	IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)
7	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
8	PTT	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)
9	PTTEP	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
10	PTTGC	บริษัท พีทีทีโกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)
11	SCC	บริษัท ปูนซีเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)
12	TOP	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)
13	TU	บริษัท ไทยยูเนี่ยน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
14	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
15	INTUCH	บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
16	KBANK	ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)
17	BCP	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
18	BECL	บริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
19	DELTA	บริษัท เดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
20	EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)
21	IVL	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)
22	KKP	ธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน)
23	LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
24	RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
25	SPALI	บริษัท สุภาลัย จำกัด (มหาชน)
26	TF	บริษัท ไทยเพรซิเดนท์ฟูดส์ จำกัด (มหาชน)

## ตารางที่ 4-15 (ต่อ)

ลำดับ	ชื่อย่อ	บริษัท
27	THAI	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)
28	THCOM	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)
29	BAFS	บริษัท บริการเชื้อเพลิงการบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
30	EASTW	บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน)
31	PSL	บริษัท พีริเซียส ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน)
32	SC	บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
33	STA	บริษัท ศรีตรังแอโกรอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
34	BWG	บริษัท เบตเตอร์ เวิลด์ กรีน จำกัด (มหาชน)
35	CFRESH	บริษัท ซีเฟรชอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
36	PDI	บริษัท ผาแดงอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
37	SAT	บริษัท สมบูรณ์ แอ็ดวานซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
38	SCG	บริษัท สหโคเจน (ชลบุรี) จำกัด (มหาชน)
39	TSTH	บริษัท ทาทา สตีล (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
40	PG	บริษัท ประชาอากรณ จำกัด (มหาชน)