

ผลกระทบจากการกำกับดูแลกิจการและ รายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ชไมพร รัตนเจริญชัย

อาจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี

คณะบริหารธุรกิจและศิลปศาสตร์ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลล้านนา

ดร.ปาริชาติ ราชประดิษฐ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการเงิน

คณะบริหารธุรกิจ เศรษฐศาสตร์และการสื่อสาร มหาวิทยาลัยนเรศวร

ดร.สัมพันธ์ เนตยานันท์

อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน

คณะบริหารธุรกิจ เศรษฐศาสตร์และการสื่อสาร มหาวิทยาลัยนเรศวร

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดทำรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืนกับมูลค่ากิจการ รวมถึงการศึกษากลไกการกำกับดูแลกิจการ ผลการวิจัยพบความสัมพันธ์เชิงบวกของระดับการเปิดเผยข้อมูลการพัฒนาอย่างยั่งยืนกับค่า Tobin's q นอกจากนี้ ยังพบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระและการมีคณะกรรมการด้านการกำกับดูแลกิจการส่งผลเชิงบวกต่อระดับการเปิดเผยข้อมูล แต่กลับพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยกับระดับการเปิดเผยข้อมูล ผลการวิจัยยังแสดงให้เห็นว่าขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินและทุนและประเภทอุตสาหกรรมเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อระดับการเปิดเผยข้อมูลการพัฒนาอย่างยั่งยืน ผลที่ได้จากงานวิจัยนี้แนะนำการกำกับดูแลกิจการและการเปิดเผยข้อมูลการพัฒนาอย่างยั่งยืนเป็นกลไกที่สามารถลดปัญหาตัวแทนในประเด็นความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลและสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการในท้ายที่สุด

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ รายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืน มูลค่ากิจการ ความไม่เท่าเทียมของข้อมูลข่าวสาร

The Impact of Corporate Governance and Sustainability Report and Their Impact on Firm Value: Evidence from Stock Exchange of Thailand

Chamaiporn Ratanacharoenchai

Lecturer of Accounting Department,

Faculty of Business, Rajamangala University of Technology Lanna

Dr.Parichart Rachapradit

Assistant Professor of Finance Department,

Faculty of Business, Economics and Communications, Naresuan University

Dr.Sampan Nettayanun

Lecturer of Finance Department,

Faculty of Business, Economics and Communication, Naresuan University

ABSTRACT

This study examines the effects of corporate governance mechanisms on the choice of sustainability disclosure and firm value. The results show positive relationship between sustainability disclosure and Tobin's q. Sustainability disclosure increases with the degree of board independence and the presence of a corporate governance committee but decreases with an increase of the percentage of free float. Finally, size, debt level and industry type affect the choice of sustainability disclosure. The results suggest that corporate governance mechanisms and voluntary disclosure can be used strategically to reduce information asymmetry problem while enhancing of firm value.

Keywords: Corporate Governance, Sustainability Reports, Firm Value, Information Asymmetry

บทนำ

ในปัจจุบันประเด็นความยั่งยืนได้นำมาใช้เป็นกลยุทธ์ในการขับเคลื่อนธุรกิจ และมีการนำเสนอผลการดำเนินงานผ่านการรายงานการพัฒนาที่ยั่งยืนอย่างแพร่หลาย เพื่อสื่อสารถึงการแสดงความรับผิดชอบต่อของกิจการที่ครอบคลุมทั้งมิติเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมให้แก่ผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย องค์กรเอกชนผู้กำหนดกรอบการรายงานการพัฒนาที่ยั่งยืน Global Reporting Initiative (GRI) ได้กล่าวว่ารายงานการพัฒนาที่ยั่งยืนนอกจากให้ข้อมูลที่ เป็นประโยชน์ในการตัดสินใจต่อผู้ใช้ข้อมูลแล้ว ธุรกิจที่จัดทำรายงานยังได้รับประโยชน์ในด้านการมีข้อมูลที่ชัดเจนด้านผลกระทบเชิงเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม สามารถระบุถึงโอกาสและความเสี่ยงในกิจกรรมที่ธุรกิจดำเนินอยู่ รวมไปถึงการเพิ่มความผูกพันในธุรกิจให้แก่พนักงาน ส่งเสริมให้เกิดนวัตกรรมและสร้างสรรค์วิธีการดำเนินงานที่ดีกว่าในปัจจุบัน ช่วยเพิ่มชื่อเสียงและความภักดีของลูกค้า สร้างการยอมรับของสังคม ชุมชน และทำให้ได้มาซึ่งความได้เปรียบในการแข่งขัน และการเปิดเผยข้อมูลเหล่านี้จะสามารถสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ถือหุ้น นักลงทุน ลูกจ้าง พนักงาน เจ้าหนี้ รัฐบาล ตลอดจนผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ ว่าธุรกิจได้มีการดำเนินงานอย่างชอบธรรมตามกฎหมาย มีการบริหารจัดการความเสี่ยงตลอดจนผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากการดำเนินงานของธุรกิจได้อย่างเหมาะสม (GRI; 2002) นอกจากนี้มีผลการวิจัยที่ยืนยันว่าการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าว นอกจากจะช่วยสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่ธุรกิจแล้ว ยังส่งผลให้บริษัทสามารถลดค่าใช้จ่ายทางการเงิน เช่น ค่าปรับ เงินชดเชยต่าง ๆ อีกทั้งยังเป็นข้อมูลที่ใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนภายใน นักลงทุนจากต่างประเทศ ส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินของธุรกิจลดลงและสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ธุรกิจมากที่สุด (Dhaliwal และคณะ (2011) และ Gamerschlag และคณะ (2011))

ในส่วนของประเทศไทยนั้น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้มีการ

จัดทำรายงานการพัฒนาที่ยั่งยืนให้เป็นไปตามกรอบการรายงานสากล โดยอาจจัดทำรายงานแยกเล่มต่อจากจากรายงานประจำปีและเปิดเผยไว้ในเว็บไซต์ของบริษัทหรือเปิดเผยข้อมูลภายใต้หัวข้อความรับผิดชอบต่อสังคม ในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 55-1) หรือรายงานประจำปี (แบบ 56-2) ตามแผนภูมิ หรือให้มีการเปิดเผยสาระสำคัญโดยรวมของข้อมูลการดำเนินงานอื่น ๆ ของบริษัท โดยอธิบายกระบวนกรจัดทำรายงานไว้ในหัวข้อความรับผิดชอบต่อสังคม

จากการศึกษาข้อมูลเบื้องต้นถึงรูปแบบวิธีการรายงานการเปิดเผยข้อมูลทางสังคม สิ่งแวดล้อม และเศรษฐกิจ ในลักษณะที่ไม่ใช่ข้อมูลทางการเงิน (Non-financial) ในช่วงระยะเวลาที่ผ่านมา (2550-2556) พบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ริเริ่มจัดทำรายงานอย่างแพร่หลาย ซึ่งมีทั้งการเปิดเผยรวมเล่มในรายงานประจำปี (Annual Report) ภายใต้หัวข้อการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Report: CSR) และการจัดทำรายงานแบบแยกเล่ม (Standalone Report) แต่เนื่องจากการรายงานด้านสังคม และสิ่งแวดล้อมถือเป็นการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจ ไม่มีการกำหนดเนื้อหาหรือรูปแบบของข้อมูลที่จำเป็นต้องเปิดเผย มีเพียงแต่การกำหนดแนวทางในลักษณะกรอบในการดำเนินงาน (Guideline) หรือการปฏิบัติตามแนวทางการปฏิบัติที่ดี (Code of Best Practice) จึงทำให้เนื้อหาและรูปแบบของรายงานมีความแตกต่างกันไปในแต่ละกิจการ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาว่าการที่ธุรกิจเลือกเปิดเผยข้อมูลที่มากขึ้นหรือมีรูปการรายงานตามมาตรฐานสากลจะสามารถเพิ่มมูลค่าของธุรกิจได้หรือไม่

การวิจัยนี้เริ่มต้นจากการศึกษาแนวคิดการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจซึ่งมีความเชื่อมโยงกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ในประเด็นการสร้างกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry)

จากการศึกษางานวิจัยก่อนหน้านี้นพบผลการศึกษาจากประเทศที่มีการจัดทำรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืนอย่างแพร่หลาย พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นพื้นฐานที่สามารถนำธุรกิจไปสู่การพัฒนาอย่างยั่งยืนซึ่งจะส่งผลให้มูลค่าธุรกิจเพิ่มสูงขึ้นในท้ายที่สุด (Shahin และ Zairi (2007), Jamali และคณะ (2008), Kolk และ Perego (2010), Michelon และ Parbonetti (2012)) ด้วยเหตุนี้ ผู้วิจัยจึงคาดว่าในบริบทของประเทศไทย คุณลักษณะการกำกับดูแลกิจการจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการกำหนดนโยบายและการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนของธุรกิจ ความแตกต่างของงานวิจัยนี้กับงานวิจัยอื่น คือ การศึกษาความเชื่อมโยงระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการที่คาดว่าจะส่งผลต่อการเลือกรูปแบบการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน จากนั้นจึงศึกษาว่าการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและกลไกการกำกับดูแลกิจการจะส่งผลอย่างไรต่อมูลค่ากิจการ

บทความนี้แบ่งเนื้อหาออกเป็น 4 ส่วนโดยเริ่มต้นจากการทบทวนวรรณกรรม วิธีการวิจัย ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสรุปและอภิปรายผลการวิจัย ผู้วิจัยคาดว่าผลการวิจัยสามารถให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการส่งเสริมให้ธุรกิจธุรกิจมีการเปิดเผยรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืนที่แสดงออกถึงความโปร่งใสในการดำเนินงาน คำนึงถึงความคุ้มค่าในการสร้างมูลค่าให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียในระยะยาว อีกทั้งเป็นการยกระดับรูปแบบการเปิดเผยข้อมูลให้มีความโปร่งใส มีมาตรฐานและได้รับการยอมรับในระดับสากล

บททวนวรรณกรรม

1.ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาทางด้านการเงินและการบัญชีก่อนหน้านี้นี้เกี่ยวกับผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจส่วนหนึ่งได้ศึกษาอยู่บนพื้นฐานของทฤษฎีตัวแทนของ Jensen และ Meckling (1976) ในเรื่องความขัดแย้งของผลประโยชน์และปัญหาแรงจูงใจ โดยกล่าวถึงการดำเนินงานที่มีการแยกความเป็นเจ้าของและการควบคุม ซึ่งจะนำไปสู่ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ซึ่ง

เป็นปัญหาที่เกิดจากการที่เจ้าของหรือผู้ถือหุ้นตามทฤษฎีเรียกว่าตัวการ (Principal) ได้ทำการว่าจ้างตัวแทน (Agent) หรือฝ่ายบริหารในการทำหน้าที่ในการหาผลประโยชน์และสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัท แต่ผลที่ตามมาคือ ค่าใช้จ่ายต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ในการตรวจสอบติดตามการบริหารงานของตัวแทน หนึ่งในวิธีที่ดีที่สุดในการลดต้นทุนที่เกิดขึ้นตามแนวทางของ Jensen และ Meckling (1976) คือ การสร้างกลไกการสอดส่องและ (Monitoring) เพื่อเป็นการลดปัญหาความขัดแย้งของผลประโยชน์และปัญหาแรงจูงใจ ดังนั้น จึงต้องมีการจัดตั้งตัวกลางระหว่างตัวการและตัวแทน ซึ่งหมายถึงคณะกรรมการบริษัท ซึ่งมีหน้าที่ในการตรวจสอบติดตามการดำเนินงานของตัวแทนหรือฝ่ายบริหาร ในการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดยใช้การกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือเพื่อเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท และเมื่อพิจารณาจากสถานการณ์กำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาอย่างยั่งยืน ได้มีการกล่าวถึงบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการว่าควรกำหนดนโยบายความรับผิดชอบต่อสังคมโดยเฉพาะเรื่องที่มีผลกระทบต่อการประกอบธุรกิจโดยตรงให้ครบถ้วน เพื่อให้ผู้ที่เกี่ยวข้องมั่นใจว่าการประกอบธุรกิจของบริษัทได้คำนึงถึงปัจจัยด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม โดยกำหนดแนวปฏิบัติที่ดีในการเปิดเผยกิจกรรมและกลไกในการส่งเสริมการมีส่วนร่วมของพนักงานในการปฏิบัติตามนโยบายความรับผิดชอบต่อสังคม

นอกจากนี้ คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทจัดทำรายงานแห่งความยั่งยืนด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการไว้ในรายงานประจำปีหรือจัดทำเป็นฉบับต่างหาก แยกจากรายงานประจำปี และในประเด็นการเปิดเผยข้อมูลได้มีการกำหนดหลักการให้คณะกรรมการดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัททั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ทางการเงินอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความน่าเชื่อถือและมีความเท่าเทียมกันของข้อมูล

ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ภายใต้ทฤษฎีสัญญา (Contract Theory) เป็นประเด็นที่ได้มีการศึกษาอย่างกว้างขวาง ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล หมายถึง การที่ฝ่ายหนึ่งมีข้อมูลในการประกอบการตัดสินใจในธุรกิจมากกว่าอีกฝ่ายหนึ่ง แม้ภายใต้ตลาดที่สมบูรณ์ผู้เป็นเจ้าของกิจการมักไม่ได้รับทราบข้อมูลทั้งหมดเกี่ยวกับการดำเนินงานของกิจการดังเช่นข้อมูลที่ผู้บริหารมี และผู้บริหารมักจะนำข้อมูลที่ตนมีไปใช้ในการหาผลประโยชน์ส่วนตน การศึกษาวิจัยด้านการเปิดเผยข้อมูลที่ผ่านมาพบว่าแรงจูงใจสำหรับฝ่ายบริหารในการเปิดเผยข้อมูลต่อเมื่อพวกเขาคาดว่าจะได้รับผลประโยชน์เชิงเศรษฐกิจ (Akerlof 1970) ด้วยเหตุนี้ผู้บริหารมักเปิดเผยข้อมูลอย่างเต็มที่ เพื่อแสดงถึงความโปร่งใสในการบริหารงานและเป็นการลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ภายใต้ข้อสมมติฐานที่ว่าหากบริษัทไม่มีการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมอาจเป็นการส่งสัญญาณทางลบให้แก่นักลงทุนว่าการดำเนินงานของบริษัทอาจมีปัญหาที่ส่งผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม ซึ่งจะส่งผลในทางลบต่อการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท การเปิดเผยข้อมูลอย่างเต็มที่หรือการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจจึงเป็นทางเลือกที่ดีในการส่งสัญญาณทางบวกให้แก่แก่นักลงทุน Verrecchia (1990) แนวคิดการเปิดเผยข้อมูลอย่างเต็มที่ที่มีการสนับสนุนด้วยงานวิจัยของ Ullmann (1985) ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูลทางสังคมและสิ่งแวดล้อมจะมีผลในการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น เนื่องจากนักลงทุนมักจะประเมินค่าให้แก่หลักทรัพย์ของบริษัทที่มีผู้บริหารมีจริยธรรม และสามารถตอบสนองความต้องการของสังคม นักลงทุนส่วนใหญ่เห็นว่าการที่กิจการตระหนักถึงประเด็นด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมจะช่วยลดความเสี่ยงในการดำเนินงานที่ขัดต่อกฎหมาย การถูกร้องเรียน หรือการเสียหายในการที่ต้องจ่ายค่าปรับ หรือเงินชดเชยในศาล การฟื้นฟูสภาพแวดล้อมในอนาคต นอกจากนี้ Richardson และคณะ (1999) และ Reverte (2012) ได้แสดงให้เห็นว่ามูลค่าที่คาดว่าจะการเปิดเผยข้อมูลทางสังคมสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้ จากการที่บริษัทสามารถตอบสนอง

ความคาดหวังของนักลงทุน การลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล และการเพิ่มประสิทธิภาพในการประเมินมูลค่าและความเสี่ยงของนักลงทุน

แม้ว่าทฤษฎีและแนวคิดด้านนี้เป็นที่ยอมรับกัน ได้สนับสนุนให้มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างเต็มที่ อย่างไรก็ตาม นักวิจัยบางส่วนได้มีการโต้แย้งในประเด็นความคุ้มค่า ผลการศึกษาของ Ullmann (1985) พบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมที่สมัครใจมีวัตถุประสงค์เพียงเพื่อการประชาสัมพันธ์ธุรกิจและสร้างชื่อเสียงภาพลักษณ์ที่ดีของตัวเองหรือผู้บริหาร ซึ่งทำให้กิจการต้องมีค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นจำนวนมากและอาจส่งผลกระทบต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจึงเห็นว่าอาจไม่คุ้มค่าสำหรับกิจการดำเนินกิจกรรมและการรายงานด้านความยั่งยืน เช่นเดียวกับกับงานของ Jovanovic (1982) ซึ่งยืนยันว่าการเปิดเผยข้อมูลที่มากขึ้นเป็นการเพิ่มต้นทุนและอาจไม่คุ้มค่าเมื่อเปรียบเทียบกับประโยชน์ที่ได้รับ นอกจากนี้ ในมุมมองของ Hughes (2000) ได้แสดงความเห็นว่าไม่เพียงแต่การเลือกเปิดเผยหรือไม่เปิดเผยข้อมูลที่จะมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ รูปแบบและเนื้อหาที่กิจการเลือกที่จะเปิดเผยมีความสำคัญเช่นกัน โดยนำไปสู่ผลกระทบทั้งทางบวกและทางลบต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับผลการวิเคราะห์และนำเสนอข้อมูลว่ามีความเกี่ยวข้องกับหนี้สินที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตหรือไม่ ซึ่งความแตกต่างในแนวคิดที่มีต่อการเปิดเผยข้อมูลดังที่กล่าวมานี้ จึงทำให้รูปแบบการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจในแต่ละธุรกิจมีเนื้อหาและรูปแบบที่แตกต่างกัน

2. ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและรายงานการพัฒนายั่งยืน

จากผลการศึกษางานวิจัยในอดีตชี้ให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นพื้นฐานที่จะสามารถเชื่อมโยงนำธุรกิจไปสู่การพัฒนาอย่างยั่งยืนซึ่งจะส่งผลให้มูลค่าองค์กรเพิ่มสูงขึ้นในท้ายที่สุด (Shahin และ Zairi (2007), Aras และคณะ (2008), Jamali และคณะ (2008), Michelon และ

Parbonetti (2012)) ด้วยเหตุนี้ ผู้วิจัยจึงคาดว่าในบริบทของประเทศไทยคุณลักษณะการกำกับดูแลกิจการจะเป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลต่อการกำหนดนโยบายด้านความยั่งยืน และนโยบายด้านการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนของธุรกิจ โดยมีผลการวิจัยในอดีตที่สนับสนุน เช่น Frias-Aceituno และคณะ (2013) ที่กล่าวว่าความซับซ้อนของการบริหาร และการตรวจสอบความถูกต้องของข้อมูล (รวมถึงการรายงานทางการเงิน) มีความจำเป็นที่ต้องมีคณะกรรมการขนาดใหญ่ที่มีความหลากหลายด้านประสบการณ์และความเชี่ยวชาญ ซึ่งทำให้เกิดการตรวจสอบการทำงานที่ดีขึ้นและส่งผลให้มีการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทให้มากขึ้น รวมถึงกรณีการแยกบทบาทหน้าที่ระหว่างประธานกรรมการ และประธานกรรมการบริหาร เป็นอีกคุณลักษณะหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการที่อาจส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูล โดย Gul และ Leung (2004) และ Roberts และคณะ (2005) พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการควบรวมตำแหน่ง (CEO-duality) กับการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจ งานวิจัยดังกล่าวให้ผลที่สอดคล้องกันว่าการควบรวมตำแหน่งของประธานกรรมการจะทำให้ความรับผิดชอบโดยรวมลง ซึ่งจะทำให้บริษัทขาดความโปร่งใสไม่ เพียงแต่ส่งผลต่อผู้ถือหุ้น แต่ยังรวมถึงผู้มีส่วนได้เสียด้วย ในประเด็นของความเข้มแข็งของคณะกรรมการ Haniffa และ Cooke (2005) กล่าวถึงกรรมการอิสระที่มีมักจะเสนอให้มีการเผยแพร่ข้อมูลกิจกรรมของธุรกิจต่อสาธารณะชน และเพื่อแสดงให้เห็นถึงการมีส่วนร่วมของธุรกิจในการเปิดเผยรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืนเพื่อให้สอดคล้องกันระหว่างการตัดสินใจของธุรกิจและค่านิยมของสังคมว่าธุรกิจมี ความชอบธรรม รวมถึงงานวิจัยก่อนหน้านี้ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์กับการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจในงานวิจัยของ Carboni และ Parbonetti (2007) นอกจากนี้ Post และคณะ (2002) ได้ให้ข้อเสนอแนะไว้ว่าการมีกรรมการชุดย่อยเฉพาะด้าน เช่น กรรมการ CSR จะมีความสัมพันธ์กับการดำเนินงานด้านการพัฒนาอย่างยั่งยืน และมักเป็นผู้มีบทบาทสำคัญให้ธุรกิจมีการจัดทำรายงาน

การพัฒนาอย่างยั่งยืน สำหรับประเด็นของบทบาทหรือผู้ถือหุ้น Gomerschlag และคณะ (2011) พบว่าเมื่อผู้ถือหุ้นรายย่อยมีจำนวนเพิ่มมากขึ้นทำให้เกิดผู้มีส่วนได้เสียที่มีความหลากหลายมากขึ้น ย่อมกระตุ้นให้เกิดการเปิดเผยข้อมูลที่มากขึ้น ข้อเสนอแนะวิจัยในอดีตดังกล่าวน่าจะสู่การกำหนดตัวแปรด้านคุณลักษณะการกำกับดูแลกิจการที่ใช้ในการศึกษาวิจัยในครั้งนี้

3. ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลการพัฒนาอย่างยั่งยืนและมูลค่ากิจการ

ผลการวิจัยในอดีตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลการพัฒนาอย่างยั่งยืนต่อมูลค่ากิจการยังคงไม่สามารถพบข้อสรุปที่ชัดเจน เมื่อพิจารณาจากผลการวิจัยที่พบผลกระทบเป็นเชิงบวกที่มีต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานหรือมูลค่ากิจการ ตัวอย่างเช่น การพบความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างการเปิดเผยข้อมูลฯ และมูลค่าการตลาดของกิจการในงานวิจัยของ Menon และ Menon (1997), Wahba (2008), Schadewitz และ Niskala (2010) และ Reverte (2011) หรืองานวิจัยของ Wagner และคณะ (2002), Margolis และ Walsh (2007) ที่ได้กล่าวถึงบริษัทที่มีความโดดเด่นในการจัดการด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมซึ่งหมายความว่าความรวมถึงการเปิดเผยข้อมูลในด้านนี้ด้วยว่าจะส่งผลให้กิจการมีประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดีขึ้นโดยวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับ นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยของ Graham และคณะ (2005) ที่ระบุว่า การเปิดเผยข้อมูลฯ สามารถลดต้นทุนของเงินทุนได้ทั้งทางตรงและทางอ้อม ทางตรงหมายความว่า ข้อมูลด้านสังคม และสิ่งแวดล้อม (ที่มีการเปิดเผยอย่างโปร่งใส) สามารถทำให้เจ้าหนี้และผู้ลงทุนสามารถประเมินความเสี่ยงของบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลได้ เหตุผลทางอ้อมคือการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสสามารถช่วยลดปัญหาการปกปิดข้อมูล (Adverse Selection) ซึ่งหมายความว่าต้นทุนธุรกรรม (Transaction Cost) จะลดลง และ

ลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลส่งผลให้หลักทรัพย์ของกิจการมีสภาพคล่องขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Richardson และ Welker (2001) และ Dhaliwal และคณะ (2011) ที่พบความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามระหว่างมูลค่ากิจการและต้นทุนของเงินลงทุน อย่างไรก็ตามเมื่อ Richardson และ Welker (2001) เลือกรับศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีการดำเนินงานที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมกลับพบผลวิจัยในทางตรงกันข้าม นอกจากนี้ ผลการศึกษางานกลับไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดทำรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืนและประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท เช่น งานวิจัยของ James-Overheu และ Cotter (2009), Antonia และคณะ (2013)

จากการทบทวนงานวิจัยในอดีตพบผลการวิจัยที่มีความแตกต่างขึ้นอยู่กับบริบทของประเทศที่ศึกษา การกำหนดตัวแปรและวิธีการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนั้นงานวิจัยในอดีตจึงยังไม่สามารถหาข้อสรุปเพื่อชี้ชัดในความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม กับมูลค่ากิจการได้

วิธีการวิจัย

1. การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยนี้ศึกษาจากข้อมูลด้านการกำกับดูแล ข้อมูลการจัดทำรายงานความยั่งยืน และผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี พ.ศ. 2555-2557 ซึ่งเป็นช่วงระยะเวลาที่หน่วยงานกำกับดูแลได้ริเริ่มกำหนดแนวการปฏิบัติที่ดีในด้านเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยการศึกษานี้เก็บรวบรวมจากข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลการเงินจากรายงานประจำปี (56-2) และแบบแสดงรายการประจำปี (56-1) สำหรับข้อมูลด้านการเงินเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART ซึ่งมีจำนวนบริษัททั้งบริษัทในฐานข้อมูลจำนวน 425 บริษัท (ข้อมูล ณ วันที่ 7 เมษายน 2558) โดยไม่รวมบริษัทที่มีการดำเนินงานในลักษณะกองทุนรวม

บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม mai บริษัทที่เข้าข่ายถูกเลือกก่อนจากตลาดหลักทรัพย์ คงเหลือบริษัทที่สามารถจัดเก็บข้อมูลได้ครบถ้วนจำนวน 425 บริษัท

2. ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร

ตัวแปรด้านการกำกับดูแล และรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืน

ในการศึกษาตัวแปรต้นและลักษณะของการกำกับดูแลกิจการ จากงานวิจัยในต่างประเทศอ้างอิงอย่างแพร่หลาย เช่น งานของ Gompers และคณะ (2003) และ Bauer และคณะ (2004) ที่พิจารณาประกอบกับเกณฑ์ที่สถาบันกรรมการบริษัทไทย และตลาดหลักทรัพย์ใช้ในการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ของ บริษัทจดทะเบียนฯ แม้ว่าจะมีการศึกษาในอดีตที่การกำหนดตัวแปรที่ใช้เป็นตัวแทนของคุณลักษณะการกำกับดูแลกิจการไว้ค่อนข้างหลากหลาย สำหรับในงานวิจัยนี้เลือกศึกษาเฉพาะคุณลักษณะการกำกับดูแลกิจการที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรมแล้วพบว่าส่งผลกระทบต่อจัดทำรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืน โดยมุ่งเน้นศึกษาเฉพาะคุณลักษณะของคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นด้วยเหตุที่ว่าคณะกรรมการ ซึ่งเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นเป็นผู้มีบทบาทสำคัญในการกำหนดนโยบายการดำเนินงานและการเปิดเผยข้อมูลการพัฒนาอย่างยั่งยืน ดังนั้น ตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการที่ใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการ ตำแหน่งหน้าที่ของประธานกรรมการ ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ สัดส่วนของกรรมการอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float%) รวมถึงองค์ประกอบของกรรมการชุดย่อย เช่น กรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคม ในงานวิจัยนี้ได้เพิ่มตัวแปรด้านคณะกรรมการชุดย่อยด้านการกำกับดูแลกิจการ แม้ว่าผู้วิจัยจะยังไม่พบผลการวิจัยที่สนับสนุนตัวแปรดังกล่าว แต่ในการสำรวจข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนฯ ไทย ในเบื้องต้นพบว่าสัดส่วนของบริษัทที่จัดตั้งกรรมการชุดย่อยด้านการกำกับดูแลกิจการมีสัดส่วนค่อนข้างสูงเมื่อเปรียบเทียบกับคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคม

ตัวแปรด้านการเปิดเผยข้อมูลการพัฒนาอย่างยั่งยืนในการศึกษาวิจัยในครั้งนี้ได้ให้ความหมายของรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืนโดยหมายความรวมถึงรายงานทุกประเภทที่มีการเปิดเผยข้อมูลด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมจากการศึกษารูปแบบการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนที่มีอยู่ในปัจจุบันและงานวิจัยก่อนหน้านี้ โดยประยุกต์จากแนวทางการวิจัยของ Prado-Lorenzo และคณะ (2009) งานวิจัยนี้ได้จำแนกประเภทการเปิดเผยข้อมูลออกเป็น 4 กลุ่มตามรูปแบบการเปิดเผยข้อมูลและการจัดทำรายงาน โดยแสดงรายละเอียดไว้ในตารางที่ 1

ตัวแปรมูลค่ากิจการ

งานวิจัยนี้ได้นำแนวคิดการประเมินมูลค่าของกิจการด้วยการวัดผลการปฏิบัติงานตามแนวคิดที่นำเสนอโดย James T. Tobin ที่กำหนดตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด ซึ่งคำนวณโดยการหารราคาตลาด (Market Value) ของทรัพย์สินของธุรกิจด้วยราคาเปลี่ยนแปลง (Replacement Cost) ของสินทรัพย์นั้น ซึ่งราคาตลาดของสินทรัพย์จะวัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น โดยตัวเลขจะอยู่ในรูปของอัตราส่วน ดังนั้นค่า Tobin's q เป็นตัววัดที่จะสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของธุรกิจ (Tobin, 1969) เพราะอัตราส่วนนี้สามารถใช้ในการคาดการณ์ตัดสินใจจ่ายลงทุนในอนาคต โดยธุรกิจที่มีค่า q มากกว่า 1 แสดงให้เห็นว่าธุรกิจมีมูลค่าสินทรัพย์ทางการตลาดสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีที่บันทึกไว้ เป็นธุรกิจที่สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพและธุรกิจมีสินทรัพย์บางส่วนที่ไม่สามารถวัดได้ หรือไม่ได้บันทึกไว้ที่ถือเป็นจุดแข็งหรือข้อได้เปรียบบางประการในการบริหารงานที่ทำให้ธุรกิจได้รับผลตอบแทนของเงินลงทุนในอัตราที่สูงกว่าต้นทุนของเงินทุน ซึ่งข้อได้เปรียบนี้ส่งผลให้มูลค่าทางการตลาดของธุรกิจมีค่ามากกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่ใช้ไปเพื่อซื้อสินทรัพย์นั้น อย่างไรก็ตาม การคำนวณค่า q ตามแนวทางของ James Tobin มีข้อจำกัดในการได้มา

ซึ่งข้อมูลสินทรัพย์รวมในราคาเปลี่ยนแปลง เพื่อลดข้อจำกัดของงานวิจัยในการเข้าถึงข้อมูลราคาเปลี่ยนของสินทรัพย์ และราคาตลาดของหนี้สิน จึงเลือกวิธีการประมาณการค่า (approximate q) ตามแนวทางของ Chittur และ Pruitt (1994) ดังเช่นงานวิจัยของ Carter และคณะ (2003), Kiel และ Nicholson (2003), Dhalival และ Yang (2011), Jo และ Harjoto (2011) และงานวิจัยของ Luo และ Bhattacharya (2006) โดยแสดงวิธีการในการคำนวณค่า q ไว้ในตารางที่ 1

ตัวแปรควบคุม

งานวิจัยนี้ใช้ตัวแปรควบคุมที่มีการศึกษากันอย่างแพร่หลายว่าส่งผลต่อคุณลักษณะการกำกับดูแล การเปิดเผยข้อมูลและมูลค่าของบริษัท ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm Size) วัดจากสินทรัพย์รวม (Total Assets) อัตราส่วนหนี้สินและทุน (Debt to Equity) และลักษณะเฉพาะธุรกิจ (Industry-type) โดยตัวแปรทั้งหมดแสดงความหมายและวิธีการวัดค่าตัวแปรแสดงใน ตารางที่ 1

๑. วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ของตัวแปรด้วยเหตุผลทางทฤษฎีและสถานการณ์เชิงประจักษ์จากงานวิจัยในอดีต เชื่อว่ามีความสัมพันธ์ในลักษณะสมการโครงสร้าง ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงประมาณค่าพารามิเตอร์ด้วยการวิเคราะห์ถดถอยแบบ 2 ขั้น (Two- Stage Least Squares: 2SLS) เนื่องจากแบบจำลอง 2SLS มีประโยชน์ในการแก้ปัญหา Endogeneity จากการมีสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและค่าความคลาดเคลื่อน ซึ่งเป็นปัญหาหลักที่พบบ่อยครั้งในการวิจัย งานวิจัยนี้ได้ตรวจสอบ Endogeneity โดยพิจารณาจากสถิติทดสอบ Durbin and Wu-Hausman หลังจากนั้นก็ตรวจสอบความชี้ชัดของสมการ (Identification Test) โดยใช้สถิติทดสอบของ Sargan's (1958) และ Basman's (1960) เพื่อให้มั่นใจได้ว่าตัวแปร

ตารางที่ 1 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	การวัดค่าตัวแปร
ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size)	จำนวนคณะกรรมการ
การแยกหน้าที่ของประธานกรรมการ (CEO-duality)	เท่ากับ “1” หากผู้ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการไม่เป็นบุคคลเดียวกับกรรมการผู้จัดการ เท่ากับ “0” หากเป็นอย่างอื่น
ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ (IND-chairman)	เท่ากับ “1” หากผู้ดำรงตำแหน่งประธานคณะกรรมการเป็นกรรมการอิสระ เท่ากับ “0” หากเป็นอย่างอื่น
สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND %)	เท่ากับ “1” หากสัดส่วนกรรมการอิสระน้อยกว่าหรือเท่ากับ 33.33% เท่ากับ “2” หากมีจำนวนกรรมการอิสระอยู่ระหว่าง 33.34-50% และเท่ากับ “3” หากมีสัดส่วนกรรมการอิสระมากกว่า 50%
คณะกรรมการด้านการกำกับดูแลกิจการ (CG Committee)	เท่ากับ “1” หากมีกรรมการด้านการกำกับดูแลกิจการเป็นกรรมการชด้อยเท่ากับ “0” หากไม่ปรากฏว่ามีคณะกรรมการด้านการกำกับดูแลกิจการ
คณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR Committee)	เท่ากับ “1” หากมีกรรมการ CSR เป็นกรรมการชด้อยเท่ากับ “0” หากไม่ปรากฏว่ามีคณะกรรมการ CSR ในธุรกิจ
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float %)	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (free float %) ณ วันปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นครั้งสุดท้ายในกาประชุมประจำปีผู้ถือหุ้น
รายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืน (SR)	เท่ากับ “1” หากบริษัทไม่มีการเปิดเผยข้อมูลในลักษณะดังกล่าว เท่ากับ “2” หากมีการเปิดเผยข้อมูลในลักษณะดังกล่าวโดยเปิดเผยรวมอยู่ในเล่มรายงานประจำปี เท่ากับ “3” หากมีการจัดทำรายงานการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมหรือการรายงานตามกรอบ GRI แบบแยกเล่มรายงาน แต่ไม่ได้รับการรับรองจาก GRI และเท่ากับ “4” หากมีการจัดทำรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืนและได้รับการรับรองจาก GRI โดยใช้มาตราการวัดแบบเรียงอันดับ (Ordinal Scale)
มูลค่ากิจการ Tobin’s q (Chung และ Pruitt, 1994)	$\frac{\text{ราคาตลาดของหุ้นสามัญ} + \text{ราคาตามบัญชีของหุ้นบุริมสิทธิ์} + \text{ราคาตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว} + (\text{ราคาตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียน} - (\text{ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์หมุนเวียน} - \text{ราคาตามบัญชีของสินค้าคงเหลือ}))}{\text{ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์}}$
ขนาดบริษัท (Firm Size)	มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม, natural logarithm ของสินทรัพย์รวม
ประเภทอุตสาหกรรม (Industry Type)	จำแนกตามโครงสร้างการจัดกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจตลาดหลักทรัพย์ จำนวน 8 กลุ่มอุตสาหกรรม (ตัวแปร Dummy 0,1)
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E)	ราคาตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว / ราคาตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น

เครื่องมือ (Instrument Variable) นั้นเหมาะสมและสมการ โครงสร้างที่กำหนดขึ้นนั้นมีความถูกต้อง เนื่องจากข้อมูล ในการศึกษาเป็นข้อมูล Panel Data ที่มีกรเก็บข้อมูลซ้ำ จากกลุ่มตัวอย่างเดิม ณ ช่วงเวลาที่แตกต่างกัน จำเป็นต้อง อาศัยเทคนิควิเคราะห์ที่แตกต่างจาก 2SLS แบบธรรมดา เพื่อแก้ปัญหา Serial Correlation งานวิจัยนี้ได้ใช้แนวทาง ของ Hausman และ Taylor (1981) ที่เสนอให้ต้องมีการ ควบคุมปัจจัยภายนอกสมการถดถอยไว้ ซึ่งหากตัวแปร ภายนอกไม่ผันแปรตามเวลาและสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ ให้ใช้วิธีการวิเคราะห์แบบ Fixed-effect (FE) หากตัวแปร ภายนอกไม่สัมพันธ์กับตัวแปรอิสระให้ใช้วิธีการวิเคราะห์แบบ Random-effect (RE) และได้กำหนดแนวทางการเลือกแบบ จำลองด้วยการทดสอบ Hausman Test โดยได้กำหนด แบบจำลองในการศึกษาได้ดังนี้

$$\text{Tobin's } q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{SR}_{it} + \beta_2 \text{CONTROL}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots(1)$$

$$\text{SR}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CG}_{it} + \alpha_2 \text{CONTROL}_{it} + v_{it} \quad \dots(2)$$

- โดยที่
- Tobin's q_{it} คือ มูลค่ากิจการของบริษัท i ในปี t
 - SR_{it} คือ แนวปฏิบัติในการเปิดเผยข้อมูลความ ยั่งยืนของบริษัท i ในปี t
 - CG_{it} คือ คุณลักษณะของการกำกับดูแลกิจการของ บริษัท i ในปี t
 - CONTROL_{it} คือ ตัวแปรควบคุมของบริษัท i ในปี t
 - $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2$ คือ ค่าสัมประสิทธิ์
 - $\beta_0, \beta_1, \beta_2$ คือ ค่าสัมประสิทธิ์
 - ε_{it} คือ ค่าคลาดเคลื่อน
 - v_{it} คือ ค่าคลาดเคลื่อน
 - i คือ บริษัท i ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
 - t คือ ปี t ระหว่างปี 2555 ถึง 2557

ขั้นตอนการวิเคราะห์ข้อมูล

ขั้นที่ 1 โดยการวิเคราะห์ถดถอยด้วยวิธี FE และ RE ของสมการที่ (2) ระหว่างตัวแปร Endogeneous กับ Exogeneous ในระบบสมการ เพื่อหาค่า $\alpha_0, \beta_1, \beta_2$ และหาค่า Predicted SR_{it} ($\widehat{\text{SR}}_{it}$) แล้วใช้ค่าประมาณนั้น เป็นตัวแปรอิสระ เพื่อประมาณสัมประสิทธิ์ขั้นที่ 2

ขั้นที่ 2 นำเอาค่า Predicted $\widehat{\text{SR}}_{it}$ ของตัวแปร Endogeneous ที่ได้จากสมการในขั้นตอนแรกมาทำการ วิเคราะห์ถดถอยอีกครั้ง ด้วยวิธี FE และ RE เพื่อหาค่า พารามิเตอร์ของสมการโครงสร้าง

การวิเคราะห์และอภิปรายผล ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตารางที่ 2 แสดงค่าสถิติพื้นฐานของข้อมูลจาก กลุ่มตัวอย่างที่พบว่าบริษัทฯ มีจำนวนคณะกรรมการ โดยเฉลี่ย 10 คน และมีจำนวนค่อนข้างคงที่ในแต่ละปี ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยมีการเปลี่ยนแปลงเพียงเล็กน้อย ค่าเฉลี่ย Tobin's q มีค่าเกินกว่า 1 แสดงให้เห็นว่า โดยเฉลี่ยแล้ว ธุรกิจมีมูลค่าสินทรัพย์ทางการตลาดสูงกว่า มูลค่าตามบัญชีที่บันทึกไว้ นอกจากนี้ พบว่าค่าเฉลี่ย สินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นทุกปี ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน เกินกว่า 1 เท่าแต่ไม่เกิน 2 เท่า

ตารางที่ 2 ค่าสถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	จำนวนบริษัท	2555		2556		2557	
		Mean (SD)	Min (Max)	Mean (SD)	Min (Max)	Mean (SD)	Min (Max)
จำนวนคณะกรรมการ	425	10.51 (2.60)	5 (21)	10.56 (2.56)	5 (21)	10.62 (2.55)	5 (21)
สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย	425	44.48% (0.19)	2% (99.12%)	42.21% (0.19)	2% (99.98%)	42.76% (0.19)	2% (99.98%)
Tobin's q	425	1.28 (1.43)	0.01 (15.08)	1.11 (0.99)	0.01 (5.0)	1.28 (1.27)	0.02 (11.84)
สินทรัพย์รวม (หน่วย: ล้านบาท)	425	51,256.82 (2.44)	88.53 (2,418,838.25)	56,715.40 (2.69)	88.52 (2,596,507.24)	59,583.66 (2.83)	264.83 (2,759,890.14)
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน	425	1.81 (3.73)	0.01 (58.49)	1.81 (3.73)	0.01 (42.50)	1.57 (2.75)	0.01 (34.82)

ตารางที่ 3 ข้อมูลการกำกับดูแลกิจการและด้านการเปิดเผยรายงานการพัฒนายั่งยืนจำแนกรายปี

ตัวแปร	คุณลักษณะ	2555		2556		2557	
		จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ
รายงานการพัฒนายั่งยืน (SR format)	ไม่มีการเปิดเผยข้อมูล	241	56.71	56	13.18	32	7.53
	เปิดเผยข้อมูล อยู่ใน รายงานประจำปี	150	35.29	310	72.94	308	72.47
	รายงานเฉพาะกลุ่ม	15	3.53	29	6.82	51	12.00
	เปิดให้การรับรอง	19	4.47	30	7.06	34	8.00
	รวม	425	100.00	425	100.00	425	100.00
ประธานคณะกรรมการและ ประธานกรรมการบริหาร (CEO-duality)	ควบรวมตำแหน่ง	148	34.82	138	32.47	132	31.06
	แยกตำแหน่ง	277	65.18	287	67.53	293	68.94
	รวม	425	100.00	425	100.00	425	100.00
ความเป็นอิสระของ ประธานกรรมการ (IND-chairman)	ไม่เป็นกรรมการอิสระ	319	75.06	311	73.18	308	72.47
	เป็นกรรมการอิสระ	106	24.94	114	26.82	117	27.53
	รวม	425	100.00	425	100.00	425	100.00

ตารางที่ 3 ข้อมูลการกำกับดูแลกิจการและด้านการเปิดเผยรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืนจำแนกรายปี (ต่อ)

ตัวแปร	คุณลักษณะ	2555		2556		2557	
		จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ
สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND %)	น้อยกว่าหรือเท่ากับ 33.33%	180	42.35	163	38.35	166	39.06
	33.34-50%	187	44.00	198	46.59	184	43.29
	มากกว่า 50%	58	13.65	64	15.06	75	17.65
	รวม	425	100.00	425	100.00	425	100.00
คณะกรรมการด้านการกำกับดูแลกิจการ (CG Committee)	ไม่มีกรรมการด้าน CG	335	78.82	314	73.88	307	72.24
	มีกรรมการด้าน CG	90	21.18	111	26.12	118	27.76
	รวม	425	100.00	425	100.00	425	100.00
คณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR Committee)	ไม่มีกรรมการด้าน CSR	405	95.29	399	93.65	393	92.47
	มีกรรมการด้าน CSR	20	4.71	27	6.35	32	7.53
	รวม	425	100.00	425	100.00	425	100.00

จากตารางที่ 3 แสดงให้เห็นถึงข้อมูลแนวปฏิบัติในการเปิดเผยข้อมูลการพัฒนาอย่างยั่งยืน ในระหว่างปี พ.ศ. 2555-2557 สามารถสรุปได้ว่าจำนวนบริษัทที่ไม่มีการเปิดเผยข้อมูล มีแนวโน้มลดลงอย่างรวดเร็ว และสำหรับบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ส่วนใหญ่เลือกให้มีการเปิดเผยข้อมูลแบบรวมอยู่ในเล่มรายงานประจำปี และพบว่าการเลือกเปิดเผยข้อมูลแบบแยกเล่มต่างหากจากรายงานประจำปีเพิ่มขึ้นเกือบสองเท่าในทุกๆ ปี แต่สำหรับการเปิดเผยข้อมูลรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืนที่ GRI ให้การรับรองกลับมีจำนวนเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย ซึ่งสอดคล้องกับงานของ Farneti และ Sutcliffe (2009) ที่พบว่ารายงานในรูปแบบ GRI มีวิธีการและหลักเกณฑ์ค่อนข้างยุ่งยากในการเก็บรวบรวมข้อมูล และมีค่าใช้จ่ายสูงในการจัดทำรายงาน บริษัทส่วนใหญ่จึงนำเอาหลักเกณฑ์บางส่วนของกรอบการรายงานแบบ GRI มาประยุกต์ใช้ สำหรับตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการพบว่าในแต่ละตัวแปรเป็นการ

เปลี่ยนแปลงในลักษณะที่สอดคล้องตามหลักเกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพิ่มขึ้น เช่น มีอัตราร้อยละของการแยกบทบาทหน้าที่ของประธานกรรมการและประธานกรรมการบริหาร หรือประเด็นเรื่องความเป็นอิสระของประธานกรรมการและสัดส่วนของกรรมการอิสระ รวมถึงการแต่งตั้งกรรมการชุดย่อยด้านการกำกับดูแลกิจการและด้านการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคม อย่างไรก็ตามพบว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงในอัตราที่เพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย ทั้งนี้ อาจเนื่องมาจากประเด็นการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยได้รับการพัฒนามาแล้วในช่วงระยะเวลาก่อนหน้านี้

การวิเคราะห์ทางสถิติในลำดับต่อไปเพื่อให้มั่นใจได้ว่าการวิเคราะห์ถดถอยด้วยวิธี 2SLS ที่ผู้วิจัยนำมาใช้มีความถูกต้องงานวิจัยนี้ได้ทำการทดสอบ Endogeneity ด้วยวิธีการทดสอบ Durbin-Wu-Hausman ซึ่งแสดงผลการทดสอบในตารางที่ 4

ตารางที่ 4 The Durbin-Wu-Hausman Test for Endogeneity

	H_0 : variables are exogenous	
	Degrees of Freedom	P-Value
Durbin (score) chi2(1)	10.1361	0.0015
Wu-Hausman F(1,1263)	10.1212	0.0015

จากตารางข้างต้นเมื่อพิจารณาจากค่า p-value ของสถิติทดสอบทั้งสอง พบนัยสำคัญทางสถิติในระดับสูง แสดงให้เห็นว่าตัวแปรรายงานการพัฒนาย่างยั่งยืนเป็น Endogenous จึงต้องใช้วิธี 2SLS ในการแก้ปัญหา Endogeneity นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ได้ทดสอบค่าความซ้ซัดของสมการ โดยการทดสอบ Overidentifying Test แสดงในตารางที่ 5

ตารางที่ 5 Test of Overidentification

	H_0 : the over-identifying restrictions are valid	
	Degrees of Freedom	P-Value
Sargan (score)	7.52783	0.3761
Basman	7.4656	0.3821

จากตารางที่ 5 พบว่าค่าสถิติทดสอบ Sargan's (1958) และ Basman's (1960) χ^2 ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานหลัก แสดงให้เห็นว่าสมการที่กำหนดขึ้นนั้นมิใช่แบบซ้ซัดเกินพอดี (Over-identified) ดังนั้น แบบจำลองที่กำหนดขึ้นสามารถนำมาประมาณค่า

พารามิเตอร์เป็นค่าเดียวได้ และตัวแปร Instrument ที่ใช้ไม่มีความสัมพันธ์กับค่าคลาดเคลื่อน และจึงถือว่าการวิเคราะห์ถดถอยด้วยวิธี 2SLS เป็นวิธีการสถิติที่เหมาะสม โดยแสดงผลการวิเคราะห์ดังต่อไปนี้

ผลการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลองถดถอยแบบ 2 ชั้น: 2SLS

จากตารางที่ 6 จากผลการวิเคราะห์ถดถอย เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่าง Tobin's q รูปแบบการจัดทำรายงานการพัฒนาย่างยั่งยืน ด้วยวิธี 2SLS (Instrumental Variable) ใน Model 1 เปรียบเทียบกับการวิเคราะห์ถดถอยด้วยวิธี Random Effect (RE) และ Fixed Effect (FE) ดังแสดงใน Model 2 และ Model 3 ตามลำดับ จากผลการทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลองด้วย Hausman Test สามารถสรุปผลได้ว่าแบบจำลอง RE มีความเหมาะสมกว่าแบบจำลอง FE ($\chi^2 = 6.92$, $p = 0.0749$) จึงอภิปรายสรุปผลการวิเคราะห์เฉพาะ Model 1 ตามวิธี RE ดังนี้

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่ารายงานการพัฒนาย่างยั่งยืนมีผลต่อค่า Tobin's q ในเชิงบวกที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ $p = 0.007$ ซึ่งสอดคล้องกับข้อสรุปในผลการศึกษาของ Menon และ Menon (1997), Wagner และคณะ (2002), Graham และคณะ (2005), Margolis และ Walsh (2007), Wahba (2008), Schadewitz และ Niskala (2010) และ Reverte (2011) ส่วนขนาดบริษัทธุรกิจประเภทสินค้าอุปโภคบริโภค รวมถึงสินค้าอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's q ในทิศทางตรงกันข้ามที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ $p = 0.004$, 0.001 , 0.014 ตามลำดับ

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ถดถอยด้วยวิธี 2SLS เปรียบเทียบกับวิธี Random-Effects และ Fixed-Effects

ตัวแปร	Model 1 2SLS	Model 2 Random-Effects	Model 3 Fixed-Effects
ตัวแปรตาม Tobin's q			
รายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืน	0.861*** (0.251)	0.782*** (0.288)	0.781*** (0.284)
ขนาดบริษัท (Log)	-0.175*** (0.0489)	-0.193*** (0.0666)	-0.370* (0.201)
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน	0.00122 (0.0122)	0.0108 (0.0131)	0.0161 (0.0155)
สินค้าอุปโภคบริโภค	-0.828*** (0.171)	-0.875*** (0.263)	
ธุรกิจการเงิน	-0.130 (0.172)	-0.154 (0.257)	
สินค้าอุตสาหกรรม	-0.527*** (0.147)	-0.551** (0.224)	
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.000363 (0.162)	-0.0201 (0.238)	
ทรัพยากร	-0.161 (0.182)	-0.131 (0.281)	
บริการ	0.448*** (0.146)	0.431 (0.222)	
เทคโนโลยี	-0.0312 (0.173)	-0.0450 (0.265)	
Constant	3.653*** (0.695)	4.216*** (1.043)	8.765** (4.083)
จำนวนข้อมูล	1,275	1,275	1,275
จำนวนบริษัท		425	425
ตัวแปร Instruments	8	8	8
R ²	0.0001	0.0029/0.1079/0.0537	0.0001/0.0032/0.0018

ตารางนี้แสดงผลการวิเคราะห์ถดถอยด้วยวิธี 2SLS เปรียบเทียบกับผลการวิเคราะห์ถดถอยข้อมูลค่า Tobin's q การเปิดเผยรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืน และลักษณะการกำกับดูแลและตัวแปรควบคุมอื่น ๆ ระหว่างปี พ.ศ. 2555-2557 จากกลุ่มตัวอย่าง 425 บริษัท 1,275 จำนวน (ตัวอย่าง-ปี (Firm-year Observation) โดยนำเสนอผลการวิเคราะห์ด้วยค่าประมาณการ Parameter และค่า (Standard Errors) โดยกำหนดให้ตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการเป็น Instrumental Variables โดยกำหนดระดับนัยสำคัญจาก ** p < 0.01, * p < 0.05, * p < 0.1 ตามลำดับ

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์ถดถอยในขั้นที่ 1 ด้วยวิธี Random-Effects

ตัวแปร	Random-Effects			
	Coef.	Std. Err	Z-stat	p-value
จำนวนคณะกรรมการ	0.0165	0.0107	1.54	0.123
ประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ	-0.0375	0.0629	-0.60	0.551
ประธานคณะกรรมการแยกต่างหากจาก ประธานกรรมการบริหาร	0.0927	0.0569	1.67	0.103
สัดส่วนของกรรมการอิสระ 33.33-50%	0.0668	0.0465	1.44	0.151
สัดส่วนของกรรมการอิสระ มากกว่า 50%	0.2174***	0.0671	3.24	0.001
คณะกรรมการ CG	0.2380***	0.0791	4.03	0.000
คณะกรรมการ CSR	0.0927	0.0977	0.99	0.323
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-0.3533***	0.1206	-2.93	0.003
ขนาดบริษัท (Log)	0.1539***	0.0193	7.89	0.000
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน	-0.0145**	(0.0062)	-2.33	0.020
สินค้าอุปโภคบริโภค	-0.4840	(0.1342)	-0.36	0.718
ธุรกิจการเงิน	-0.2296*	(0.1268)	-1.81	0.700
สินค้าอุตสาหกรรม	-0.1300	(0.1128)	-1.16	0.247
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	-0.2606**	(0.1142)	-2.32	0.021
ทรัพยากร	-0.1255	(0.1428)	-0.88	0.379
บริการ	-0.1208	(0.1110)	-1.09	0.276
เทคโนโลยี	-0.1596	(0.1356)	-1.18	0.239
Constant	-1.6205***	(0.4187)	-3.87	0.000
จำนวนข้อมูล	1,275			
จำนวนบริษัท	425			
ตัวแปร Instruments	8			
Wald χ^2	196			

ตารางนี้แสดงค่าสัมประสิทธิ์และความคลาดเคลื่อน ค่าสถิติ Z และค่า P-value ตามลำดับจากผลการถดถอยในขั้นต้นแรกของวิธี 2SLS ด้วยวิธี Random Effect แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามคือการรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืน ตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการซึ่งเป็น Instrument Variable ของสมการ รวมถึงตัวแปรควบคุมโดยกำหนดระดับนัยสำคัญจาก *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$ * $p < 0.1$ ตามลำดับ

ด้วยเหตุที่งานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์ถดถอยแบบ 2 ชั้น จึงต้องพิจารณาผลการวิเคราะห์ถดถอยในขั้นตอนที่ 1 ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรคุณลักษณะการกำกับดูแลกิจการและระดับการเปิดเผยข้อมูลการพัฒนาเพื่อความยั่งยืน โดยแสดงผลการวิเคราะห์เฉพาะวิธี RE ดังแสดงในตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์ถดถอยในขั้นที่ 1 พบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระที่มีจำนวนเกินกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมดมีความสัมพันธ์กับระดับการเปิดเผยข้อมูลรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืนในเชิงบวก ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Haniffa และ Cooke (2005), Cerbioni และ Parbonetti (2007)

นอกจากนี้ ยังพบว่าการมีคณะกรรมการด้านการกำกับดูแลกิจการเป็นกรรมการชุดย่อยมีความสัมพันธ์กับระดับการเปิดเผยข้อมูลฯ ในเชิงบวก เป็นที่น่าสังเกตว่าในการศึกษานี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการมีคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับการเปิดเผยข้อมูลฯ ทั้งนี้เมื่อพิจารณาจากข้อมูลปี 2557 การจัดตั้งคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมเป็นกรรมการชุดย่อยมีจำนวนเพียง 7.53% (ตารางที่ 3) ซึ่งสัดส่วนดังกล่าวอาจไม่ส่งผลให้เกิดนัยสำคัญทางสถิติ

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาในรายละเอียดพบว่าการมีกรรมการชุดดังกล่าวอยู่ในช่วงริเริ่มให้มีการจัดตั้ง จะช่วยให้ประสิทธิภาพในการดำเนินงานยังไม่บรรลุขีดเจิน ซึ่งประเด็นดังกล่าวสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Michelon และ Parbonetti (2012) และแม้ว่าปัจจุบันคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมไม่ได้เป็นปัจจัยที่ส่งผลให้มีการจัดทำรายงานความยั่งยืน แต่ในอนาคตหากธุรกิจเลือกที่จะมีการจัดทำรายงานให้สาธารณะที่สูงขึ้นอาจส่งผลให้มีจำนวนบริษัทที่มีการจัดตั้งคณะกรรมการชุดย่อยดังกล่าวเพิ่มมากขึ้น นอกจากนี้ ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float%) กับระดับการเปิดเผยข้อมูลฯ ในเชิงลบ ซึ่งขัดแย้งกับผลการศึกษาของ Scheperslag และคณะ (2011) ในส่วนของตัวแปรควบคุมพบว่าขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์กับระดับ

การเปิดเผยข้อมูลฯ ในเชิงบวก ส่วนอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ประสิทธิภาพของธุรกิจประเภทอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง รวมถึงธุรกิจในกลุ่มการเงินมีความสัมพันธ์กับระดับการเปิดเผยข้อมูลฯ ในทิศทางตรงกันข้าม

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

ปัจจุบันการกำกับดูแลกิจการของประเทศไทยมีพัฒนาการที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่สำหรับการดำเนินงานด้านการพัฒนาอย่างยั่งยืนในประเทศไทยยังอยู่ในระยะเริ่มต้นพัฒนา ซึ่งจะเห็นได้จากการเปิดเผยข้อมูลด้านการพัฒนาอย่างยั่งยืนของธุรกิจจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถือเป็นการรายงานโดยสมัครใจ พบว่ามีความแตกต่างและยังไม่ได้อยู่ในมาตรฐานเดียวกัน แต่อย่างไรก็ตามพบว่าธุรกิจมีแนวโน้มเปิดเผยข้อมูลการพัฒนาอย่างยั่งยืนในระดับที่สูงขึ้น ข้อเสนอแนะที่วิจัยสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน ตามแนวคิดการสร้างความเชื่อใจและการสอดส่องดูแล (Monitoring) เพื่อเป็นการลดปัญหาตัวแทน โดยคณะกรรมการบริษัท ซึ่งมีหน้าที่ในการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นด้วยการส่งเสริมให้มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างเต็มที่ โดยเฉพาะการมีกรรมการอิสระในสัดส่วนที่สูง รวมถึงการมีกรรมการชุดย่อยที่มีบทบาทในด้านการกำกับดูแลกิจการเป็นปัจจัยที่ส่งผลให้มีการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนที่มากขึ้น อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระดับการเปิดเผยข้อมูลกับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยชี้ให้เห็นว่าในบริบทของประเทศไทย ผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่ได้มีบทบาทในการผลักดันให้กิจการมีการเปิดเผยข้อมูลที่มากขึ้น นอกจากนี้ในส่วนของตัวแปรควบคุมสามารถสรุปได้ว่า ขนาดของกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ประสิทธิภาพเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อระดับการเปิดเผยข้อมูลฯ จากผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลการพัฒนาอย่างยั่งยืนที่มีรูปแบบการรายงานที่มีมาตรฐานสูงขึ้นตามกรอบมาตรฐานสากลสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ ผลการวิจัยจึงสนับสนุนแนวคิดการเปิดเผยข้อมูลอย่างเต็มที่เพื่อลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) ดังนั้น การ

เปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจจึงเป็นทางเลือกที่ดีในการส่งสัญญาณเชิงบวกให้แก่นักลงทุน ข้อสรุปจากผลการวิจัยสามารถให้ข้อมูลเพิ่มเติมในเรื่องความคุ้มค่าและประโยชน์เชิงเศรษฐกิจของการจัดทำรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืนอันจะเป็นประโยชน์ในการตัดสินใจเลือกรูปแบบการรายงานสำหรับกิจการที่อยู่ในช่วงเริ่มต้นการพัฒนาธุรกิจสู่ความยั่งยืน

รายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืนยังถือเป็นเรื่องใหม่ในประเทศไทยที่ต้องใช้เวลาในการพัฒนา จึงเป็นโอกาสสำหรับการวิจัยในอนาคต สำหรับหน่วยงานกำกับดูแล (ที่ต้องการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย) มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสมีคุณภาพมาตรฐานทัดเทียมกับระดับสากลนั้นจำเป็นต้องมีการพัฒนาความรู้ความเข้าใจในประเด็นการพัฒนาอย่างยั่งยืนทั้งจากหน่วยงานกำกับดูแล สถาบันการศึกษา ธุรกิจที่มีหน้าที่จัดทำรายงาน ในการกำหนดเป้าหมายและกลยุทธ์การพัฒนาอย่างยั่งยืน เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของรายงานในการสื่อสารไปยังผู้มีส่วนได้เสียในตลาดทุนเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ใช้ข้อมูลและก่อให้เกิดความคุ้มค่าสำหรับธุรกิจที่เปิดเผยข้อมูลอย่างแท้จริง

REFERENCES

- Akerlof, G. (1970). The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 90, 629-650.
- Antonia García-Benau, M., Siem García, L., & Zorio, A. (2013). Financial crisis impact on sustainability reporting. *Management Decision*, 51(7), 1528-1542.
- Aras, G., & Crowther, D. (2008). Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision*, 46(4), 433-448.
- Basman, R. L. (1960). On finite sample distributions of generalized classical linear identifiability test statistics. *Journal of the American Statistical Association*, 55(292), 650-659.
- Bauer, R., Guenster, N., & Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, 5(2), 91-104.
- Baum, C. F., Schaffer, M. E., & Stillman, S. (2007). Enhanced routines for instrumental variables/GMM estimation and testing. *Stata Journal*, 7(4), 465-506.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Serbioni, F., & Parbonetti, A. (2007). Exploring the effects of corporate governance on intellectual capital disclosure: an analysis of European biotechnology companies. *European Accounting Review*, 16(4), 791-826.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's *q*. *Financial Management*, 70-74.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.
- Farneti, F., & Guthrie, J. (2009). Sustainability reporting by Australian public sector organisations: Why they report. In *Accounting forum*, 33(2), 89-98.

- Elsevier.Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge University Press.
- Frias Aceituno, J. V., Rodriguez Ariza, L., & Garcia Sanchez, I. M. (2013). The role of the board in the dissemination of integrated corporate social reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(4), 219–233.
- Gamerschlag, R., Möller, K., & Verbeeten, F. (2011). Determinants of voluntary CSR disclosure: empirical evidence from Germany. *Review of Managerial Science*, 5(2–3), 233–262.
- Global Reporting Initiative (GRI). (2002). *Sustainability Reporting Guidelines*. Access on 14 October 2015 from: <http://www.globalreporting.org>.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107–156.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2005). The long-run equity risk premium. *Finance Research Letters*, 2(4), 185–194.
- Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and public Policy*, 23(5), 351–379.
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2005). The impact of culture and governance on corporate social reporting. *Journal of accounting and public policy*, 24(5), 391–430.
- Hausman, J. A., & Taylor, W. E. (1981). Panel data and unobservable individual effects. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1377–1398.
- Hughes, K. E. (2000). The value relevance of nonfinancial measures of air pollution in the electric utility industry. *The Accounting Review*, 75(2), 209–228.
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The consequences of mandatory corporate sustainability reporting: evidence from four countries. *Harvard Business School Research Working Paper*, (11–100).
- Jamali, D. (2008). A stakeholder approach to corporate social responsibility: A fresh perspective into theory and practice. *Journal of business ethics*, 82(1), 213–231.
- James-Overheu, C., & Cotter, J. (2009). Corporate Governance and Sustainability Disclosures and the Assessment of Default Risk. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 1(1).
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305–360.
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of business ethics*, 103(3), 351–383.
- Jovanovic, B. (1982). Truthful disclosure of information. *The Bell Journal of Economics*, 36–44.
- Judge, W. Q., & Zeithaml, C. P. (1992). Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process. *Academy of management Journal*, 35(4), 766–794.

- Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2003). Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 189–205.
- Kolk, A., & Perego, P. (2010). Determinants of the adoption of sustainability assurance statements: An international investigation. *Business Strategy and the Environment*, 19(3), 182–198.
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of marketing*, 70(4), 1–18.
- Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., & Walsh, J. P. (2007). *Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance*. Ann Arbor, 1001, 48109–1234.
- Menon, A., & Menon, A. (1997). Enviropreneurial marketing strategy: the emergence of corporate environmentalism as market strategy. *The Journal of Marketing*, 51–67.
- Michelon, G., & Parbonetti, A. (2012). The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of Management Governance*, 16(3), 477–509.
- Post, J. E., Preston, L. E., & Sachs, S. (2002). Managing the extended enterprise: The new stakeholder view. *California management review*, 45(1), 6–28.
- Prado Lorenzo, J. M., Gallego Alvarez, I., & Garcia Sanchez, I. M. (2009). Stakeholder engagement and corporate social responsibility reporting: the ownership structure effect. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16(2), 94–107.
- Reverte, C. (2012). The impact of better corporate social responsibility disclosure on the cost of equity capital. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(5), 253–272.
- Richardson, K. L., & Welker, M. (2001). Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, organizations and society*, 26(7), 597–616.
- Roberts, S., McNulty, T., & Stiles, P. (2005). Beyond agency conceptions of the work of the non-executive director: Creating accountability in the boardroom. *British Journal of Management*, 16(s1), S5–S26.
- Sargan, J. D. (1958). The estimation of economic relationships using instrumental variables. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 393–415.
- Schadewitz, H., & Niskala, M. (2010). Communication via responsibility reporting and its effect on firm value in Finland. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 17(2), 96–106.
- 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.

- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of money, credit and banking*, 1(1), 15–29.
- Torres-Reyna, O. (2007). *Panel Data Analysis: Fixed and Random Effects using STATA*. Princeton University.
- Ullmann, A. A. (1985). Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of US firms. *Academy of management review*, 10(3), 540–557.
- Verrecchia, R. E. (1990). Information quality and discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 12(4), 365–380.
- Wagner, M., Van Phu, N., Azomahou, T., & Wehrmeyer, W. (2002). The relationship between the environmental and economic performance of firms: an empirical analysis of the European paper industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 9(3), 133–146.
- Wahba, H. (2008). Does the market value corporate environmental responsibility? An empirical examination. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(2), 89–99.

JAP