

ผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนของคุณค่า ของรายงานความยั่งยืน การกำกับดูแลกิจการ และผลการปฏิบัติทางการเงิน: หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วัฒน์ รัมมะพ้อ

อาจารย์ประจำคณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต

ดร.นันทพล วิเศษสรรพ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์และคณบดีคณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 23 มกราคม 2563

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 9 มีนาคม 2563

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 11 มีนาคม 2563

บทคัดย่อ

บทความวิจัยนี้มีเพื่อตรวจสอบและเปรียบเทียบผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนจากการเปิดเผยข้อมูลคุณภาพของบริษัทจดทะเบียนไทย ได้แก่ ผลการจัดอันดับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนและการกำกับดูแลกิจการ กับข้อมูลผลการปฏิบัติทางการเงิน โดยใช้มูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวชี้วัดความเชื่อมั่นของนักลงทุน เก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด 261 บริษัทที่มีคุณลักษณะและข้อมูลที่ต้องการครบถ้วนตลอดระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558-2561 รวมทั้งสิ้น 1044 รายปีรายบริษัท และใช้การวิเคราะห์การวิเคราะห์ความแตกต่างค่าเฉลี่ย ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร การวิเคราะห์ค่าความแปรปรวน รวมทั้งการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่าการจัดอันดับการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนและการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์และผลกระทบทางบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนรวมทั้งการใช้ข้อมูลผลการปฏิบัติทางการเงินในการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ จึงสรุปได้ว่าการเปิดเผยข้อมูลคุณภาพเป็นการให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน

คำสำคัญ: รายงานความยั่งยืน การกำกับดูแลกิจการ ผลการปฏิบัติการทางการเงิน

Impact on Investor Confidence of the Informativeness of Sustainability Report, Corporate Governance and Financial Performance: Evidence from the Stock Exchange of Thailand

Wattanee Rammapor

Lecturer of Faculty of Accountancy, Rangsit University

Dr.Nimnual Visedsun

Assistant Professor and Dean, Faculty of Accountancy, Rangsit University

Received: January 23, 2020

Revised: March 9, 2020

Accepted: March 11, 2020

ABSTRACT

This research aims to examine and compare the impact on investor confidence from the qualitative information disclosures of Thai listed companies, comprising the rankings of the outstanding securities companies in sustainable business operations, corporate governance quality, and financial performance. The market value of ordinary shares of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand was used as an investor confidence measure. The 1,044 firm-year observations were collected from 261 listed companies that have all the characteristics and complete information required during 2015-2018. Multivariate analysis, such as mean difference analysis, correlation analysis, analysis of variance, and multiple regression analysis with a 95% confidence interval, was used. The results show that the ranking of outstanding securities companies in sustainable business operations and corporate governance has a positive impact on investor confidence and the use of financial performance in investment decision in the stock exchange market. It can be concluded that the qualitative information disclosures provide useful information to investors.

Keywords: Sustainability Report, Good Governance, Financial Performance

ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ภายหลังวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540–2541 มาตรฐานการรายงานทางการเงินของประเทศไทยได้รับการพัฒนาให้มีความเป็นสากลมากขึ้น ส่งผลต่อคุณภาพของงบการเงินและการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Rueangsuwan, S., Piyakrueathip, P., Wimanrat, W., Siriwattanakul, P., Jirattikrn, M., & Wongpinanwattana, N. 2009) และด้วยมาตรการส่งเสริมการรายงานทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูลของทั้งตลาดหลักทรัพย์ และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ จึงทำให้สภาพแวดล้อมข้อมูลภายในตลาดหลักทรัพย์เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุนมากขึ้น (The office of the Securities and Exchange Commission, 2019) แม้ว่าการรายงานผลการดำเนินงานทางการเงินจะเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญและสามารถสะท้อนการเติบโตทางเศรษฐกิจของบริษัท แต่ในปัจจุบันแนวคิดการพัฒนาอย่างยั่งยืนซึ่งเป็นกระแสความสนใจทั่วโลกเป็นประเด็นที่ทำให้ฝ่ายบริหารหันมาให้ความสำคัญกับการสร้างสมดุลของการเติบโตทางเศรษฐกิจควบคู่ไปกับคุณภาพชีวิตของคนในสังคม รวมทั้งการรักษาระดับการใช้ประโยชน์จากทรัพยากรธรรมชาติในการรักษาสีเขียวสิ่งแวดล้อม แนวคิดดังกล่าวปรากฏในรายงาน “Our Common Future” ของ Gro Harlem Brundtland ประธานคณะกรรมการโลกด้านสิ่งแวดล้อมและการพัฒนา (WCED) เมื่อ 30 กว่าปีที่ผ่านมา โดยสาระสำคัญต้องการให้ผู้นำของทุกประเทศให้ความสำคัญกับการรักษาสีเขียวสิ่งแวดล้อมและรักษาระดับการใช้ทรัพยากรธรรมชาติ โดยช่วยกันสร้างมาตรการต่าง ๆ ที่จะนำไปสู่การพัฒนาคุณภาพชีวิตของประชากรโลก (Thaipat Institute, 2015) Brundtland (1987) ได้ให้ความหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนว่าเป็นแนวทางการพัฒนาที่สามารถตอบสนองความต้องการของคนในปัจจุบัน โดยไม่ทำให้ความสามารถในการตอบสนองความต้องการของคนรุ่นหลังลดลง จึงเป็นการขยายแนวคิดของความรับผิดชอบต่อสังคมของธุรกิจที่ครอบคลุมทั้งกระบวนการดำเนินการภายในและผู้มีส่วนได้เสียกับธุรกิจทั้งหมด ตามหลักการห่วงโซ่อุปทาน การรายงานความยั่งยืนจึงได้รับการพัฒนาและสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนต้องจัดทำและรายงานต่อสาธารณชน โดยนับเป็นส่วนหนึ่งของการรายงานความรับผิดชอบต่อสังคม และการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งเป็นไปตามกรอบการรายงานของ Global Reporting Initiative (GRI) ปี ค.ศ. 2013 (Stock Exchange of Thailand, 2014) สาระสำคัญของรายงานจึงครอบคลุมผลการดำเนินธุรกิจของบริษัททั้งในมิติทางเศรษฐกิจ สังคมและสิ่งแวดล้อม ภายใต้หลักการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน ดังนั้นรายงานดังกล่าวจึงถือเป็นกลไกการเปิดเผยข้อมูลประกอบการโดยรวมให้แก่ผู้ถือหุ้น ลูกค้า ชุมชน และผู้มีส่วนได้เสียอื่นได้อย่างครบถ้วน จากการสำรวจผลที่เกิดขึ้นตามมาของมาตรการการจัดทำรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืน พบว่านักลงทุนให้ความสำคัญต่อรายงานดังกล่าวโดยเฉพาะการแสดงถึงความสามารถรับผิดชอบต่อสังคมที่นำไปสู่การพัฒนาอย่างยั่งยืนมากขึ้น โดยพิจารณาจากความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทและการแสดงออกซึ่งความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทจดทะเบียน (Zhang, J., Djajadikerta, H., & Zhang, Z., 2018; Ruan, L., 2018)

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ สมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย และสถาบันไทยพัฒน์ ร่วมกันผลักดันเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมและการพัฒนาอย่างยั่งยืน โดยการจัดอันดับบริษัทจดทะเบียนที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 มีเกณฑ์พิจารณา 3 ด้าน ได้แก่ ความสมบูรณ์ของรายงาน (Completeness) ด้านความเชื่อถือได้ของรายงาน (Credibility) และด้านการสื่อสารของรายงาน (Communication) และประกาศสู่สาธารณชน โดยจัดทำเป็นดัชนีกลุ่มบริษัทที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน 100 (ESG 100) มีวัตถุประสงค์เพื่อให้นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้ใช้เป็นข้อมูลในการประกอบตัดสินใจลงทุน โดยบริษัทที่จะขอเข้ารับการจัดอันดับ

ต้องมีคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการตั้งแต่ 70% ขึ้นไป (Thai Institute of Directors, 2015) การประเมินคุณภาพการกำกับดูแลกิจการให้กับบริษัทจดทะเบียน เป็นการส่งเสริมให้กรรมการบริษัทได้คำนึงถึงความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียในผลที่เกิดจากระบบการบริหารและการจัดการภายในบริษัท สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ทำการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนทุกปี เพื่อประเมินคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ และจัดทำเป็นรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทย (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies – CGR) (Srijunpetch, S., 2012) ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เผยแพร่รายงานดังกล่าว จึงกล่าวได้ว่านักลงทุนจะได้รับข้อมูลที่สะท้อนถึงคุณภาพการดำเนินธุรกิจของบริษัทเพิ่มเติมจากระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ นับได้ว่าเป็นความโปร่งใสของระบบการรายงานในตลาดหลักทรัพย์ที่ช่วยให้นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีข้อมูลครบถ้วนเพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุน ดังนั้นการวิจัยนี้จึงมีขึ้นเพื่อ 1) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอันดับความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนกับระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรม 2) เพื่อทดสอบความแตกต่างลักษณะทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนระหว่างกลุ่มที่อยู่และไม่อยู่ใน ESG100 และ 3) วิเคราะห์เชิงเปรียบเทียบความสัมพันธ์และผลกระทบของการจัดอันดับบริษัทจดทะเบียนที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ และผลการปฏิบัติการทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนที่มีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งในที่นี้ถือเป็นความเชื่อมั่นของนักลงทุน

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) Spence (2002) กล่าวว่า การส่งสัญญาณจากฝ่ายบริหารของบริษัทไปในตลาดทุนเป็นพฤติกรรมที่เกิดขึ้นได้เมื่อสภาพแวดล้อมข้อมูลไม่สามารถทำให้มูลค่ากิจการหรือราคาหุ้นสะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงได้ ฝ่ายบริหารอาจจะทำการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนบางอย่างเพิ่มเติมจากรายงานทางการเงินที่เป็นการเปิดเผยตามมาตรฐานกำหนดตามความสมัครใจ โดยคาดหวังให้นักลงทุนใช้ประโยชน์ในการแยกบริษัทที่มีประสิทธิภาพออกจากบริษัทที่ไม่มีประสิทธิภาพซึ่งจะส่งผลต่อราคาหุ้นหรือคุณภาพของการตัดสินใจลงทุน (Kirmani and Rao, 2000) องค์ประกอบในการส่งสัญญาณ (Spence, 1973; Certo, 2003) ได้แก่ (1) ผู้ส่งสัญญาณ (Signalers) คือ ฝ่ายบริหารของบริษัท โดยข่าวสารที่ประกาศออกมา มักเป็นข่าวสารที่แสดงถึงศักยภาพในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท รางวัลที่ได้รับ เครดิตเรตติ้ง ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ เพื่อสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุน และ (2) ผู้รับสัญญาณ (Receivers) คือ นักลงทุน เจ้าหนี้ และผู้ใช้ข้อมูล โดยการส่งสัญญาณดังกล่าวจะนำข่าวสารที่ดีไปยังนักลงทุน นักลงทุนจะเข้าใจสถานการณ์ของบริษัทและคาดการณ์ความสามารถในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดสุทธิในอนาคต (Chatiwong, T., 2017) Herbig & Milewicz (1996) ได้ใช้ทฤษฎีการส่งสัญญาณในการตรวจสอบการตอบสนองของตลาดทุนต่อการประกาศแผนกลยุทธ์ในการออกผลิตภัณฑ์ใหม่ของบริษัทจดทะเบียน พบว่าการส่งสัญญาณดังกล่าวสะท้อนถึงศักยภาพการแข่งขันในตลาดเป็นความสำเร็จจากนวัตกรรมการพัฒนาผลิตภัณฑ์ซึ่งจะช่วยสร้างความมั่นใจแก่นักลงทุน Zhang & Wiersema, (2009) ได้แสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ความพยายามของฝ่ายบริหารในการให้ข่าวสารที่แสดงให้เห็นถึงคุณภาพของการดำเนินธุรกิจที่นักลงทุนไม่สามารถรู้ได้จากรายงานทางการเงิน

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) Jensen and Meckling (1976) ได้เสนอแนวคิดความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารที่ถือหุ้นของบริษัทและผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลภายนอก โดยเรียกความสัมพันธ์นี้ว่า “Agency Relationship” ผู้บริหาร

ที่ถือหุ้นของบริษัทจะอยู่ในฐานะตัวแทน (Agent) ทำหน้าที่บริหารจัดการการดำเนินงานธุรกิจแทนผู้ถือหุ้นซึ่งอยู่ในฐานะของ
ตัวการ (Principal) ข้อตกลงเกี่ยวกับสิทธิและหน้าที่ เงื่อนไขต่าง ๆ รวมทั้งผลประโยชน์ต่างตอบแทนเป็นข้อผูกพันสัญญา
ที่ต่างฝ่ายจะต้องปฏิบัติตามซึ่งทั้งสองฝ่ายจะมีปริมาณข้อมูลไม่เท่ากัน และเป็นที่มาของพฤติกรรมต่าง ๆ ในตลาดทุน
เช่น การรายงานในแบบ 56-1 เพิ่มเติมจากการรายงานงบการเงิน เป็นต้น การวิจัยทางการเงินเกี่ยวกับตลาดทุนจึงใช้
แนวคิดนี้ในการพัฒนารอบแนวคิดการวิจัย (John, R. and Williams J., 2000; Barth, M.E., Beaver, W.H., Hand,
J.R.M., and W.R. Landsman., 2001); Maneeroj, P., 2014; Sukanantasak, S., 2017) เพื่อค้นหาหลักฐาน
เชิงประจักษ์ที่แสดงว่าการรายงานข้อมูลทางการเงินและข้อมูลอื่น ๆ ของบริษัทจดทะเบียนจะช่วยลดปัญหาความ
ไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล และช่วยให้สภาพแวดล้อมของข้อมูลในตลาดทุนดีขึ้น เป็นการสะท้อนถึงควมมีคุณค่าของ
การประกาศข้อมูลเหล่านั้น ๆ ซึ่งการรายงานข้อมูลต่าง ๆ จะมีทั้งการรายงานตามข้อบังคับจัดทำของหน่วยงานกำกับดูแล
และบางกรณีตามความสมัครใจ

Ortar, L. (2018) ได้กล่าวถึงข้อมูลที่นักลงทุนและผู้ใช้ข้อมูลทั่วไปให้ความสนใจแต่ไม่สามารถดูได้จากงบการเงิน
ได้แก่ การใช้แรงงานเด็ก สถานที่ทำงานที่ไม่มีความปลอดภัย การให้ค่าตอบแทนแรงงานที่ไม่เป็นธรรม สภาพแวดล้อม
ในการทำงาน และการทำลายสิ่งแวดล้อม ดังนั้นการกำหนดให้มีการรายงานความยั่งยืนหรือความรับผิดชอบต่อสังคม
ของบริษัท เพื่อสนองตอบนโยบายการรักษาสิ่งแวดล้อมและทรัพยากรธรรมชาติของสถาบัน GRI จึงเป็นโอกาสที่ดีของ
บริษัทจดทะเบียนที่จะเปิดเผยข้อมูลให้สาธารณชนรู้ว่าบริษัทได้สร้างประโยชน์ให้กับสังคมในมูลค่าที่มากกว่าความสูญเสีย
ที่เกิดจากการทำลายสิ่งแวดล้อมหรือการใช้ทรัพยากรธรรมชาติ Alshehhi, A., Nobanee, H., Khare, N. (2018)
ได้สังเคราะห์ผลการวิจัยความสัมพันธ์ระหว่างความยั่งยืนและผลปฏิบัติการทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนที่ได้ตีพิมพ์
เผยแพร่ในปี ค.ศ. 2002–2017 รวม 132 ฉบับ พบว่าการรายงานดังกล่าวมีความสัมพันธ์และผลกระทบต่อผลการปฏิบัติ
ทางการเงิน โดยใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนหนี้สิน
ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และสภาพคล่องเป็นตัวชี้วัดความสามารถในการทำกำไร และความเสี่ยงของกิจการ ประกอบกับ
ตัวชี้วัดทางตลาด ได้แก่ Tobin's Q ราคาตลาดต่อกำไร (P/E) มูลค่าตลาดของกิจการ (Market Valuation) และใช้
ดัชนีความยั่งยืนของดาวโจนส์ (Dow Jones Sustainability Index, DJSI) อัตราส่วนมูลค่าประโยชน์ที่ได้รับต่อมูลค่า
ความเสียหายของสภาพแวดล้อมหรือสังคมที่ถูกทำลาย คุณภาพของการดำเนินงานอย่างยั่งยืน อัตราการเติบโตของ
ยอดขาย อัตราการเติบโตของ เป็นตัวชี้วัดความยั่งยืน รวมทั้งความคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ ผลการวิจัย
ส่วนใหญ่ 78% ยืนยันความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างการพัฒนายั่งยืนกับผลปฏิบัติการทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญ
7% ที่ไม่พบความสัมพันธ์ 6% แสดงผลกระทบทั้งทางบวกและทางลบ 6% พบผลกระทบทางลบ 2% พบความสัมพันธ์
ทางบวกแต่ไม่มีผลกระทบ และอีก 1% พบความสัมพันธ์ที่เป็นทั้งบวกและลบแต่ไม่มีผลกระทบ ทั้งนี้ตัวแปรควบคุมที่ใช้
ได้แก่ ขนาดของกิจการ ประเภทอุตสาหกรรม เป็นต้น

Ratanacharoenchai, C., Rachapradit, P., & Nettayanun, S. (2018) กล่าวว่า การดำเนินการด้านการ
กำกับดูแลกิจการมีการพัฒนาขึ้นเป็นลำดับในช่วงระยะเวลา 3 ปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555–2557 ในขณะที่การรายงาน
ความยั่งยืนกำลังเริ่มต้น โดยผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลทั้งสองส่วนมีผลกระทบทางบวกต่อผลการปฏิบัติ
ทางการเงินของบริษัทที่วัดด้วย Tobin's Q อย่างไรก็ตามคุณลักษณะของการกำกับดูแลกิจการมีความแตกต่างกัน
ขึ้นอยู่กับโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทและมีผลต่อคุณภาพของงบการเงิน (Mombun, C. & Visedsun, N., 2015)

นอกจากนี้ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของการกำกับดูแลกิจการกับราคาตลาดหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนและคุณภาพกำไรสุทธิ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับขนาดของกิจการ และโครงสร้างเงินทุน(Maneeroj, P., 2017) ผลงานวิจัยของ Sukanantasak, S. (2017) ทำให้เห็นว่าคะแนนของการกำกับดูแลกิจการจากการประเมินความโปร่งใสและระดับการเปิดเผยข้อมูลส่งผลให้เกิดเสถียรภาพทางกำไรของบริษัททำให้การประกาศกำไรให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุน Lucia, L., & Panggabean, R. (2017) ได้ศึกษาผลกระทบของคุณลักษณะทางการเงินของบริษัท ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ความเสี่ยงทางการเงิน สภาพคล่องเงินทุนหมุนเวียน ขนาดของกิจการ และคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อระดับการเปิดเผยข้อมูลการพัฒนาอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศอินโดนีเซีย และมาเลเซีย กลุ่มอุตสาหกรรมการผลิต รวม 105 และ 265 บริษัทตามลำดับ ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และขนาดของกิจการ เป็นคุณลักษณะทางการเงินที่ทำให้ระดับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ Raksasuk, M. (2011) ได้เสนอว่าการที่องค์กรให้ความสำคัญต่อการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมในด้านของพนักงานส่งผลต่อการเพิ่มมูลค่าขององค์กรทำให้องค์กรตระหนักถึงความสำคัญต่อการดูแลและพัฒนาศักยภาพของพนักงานให้ตามทันต่อการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้น ซึ่งจะก่อให้เกิดประโยชน์โดยตรงทั้งต่อพนักงานเองและองค์กรและส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ เช่นเดียวกับผลการวิจัยของ Pipatanasern, A., & Srijunpetch, S. (2017) ที่ชี้ให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการ และคุณภาพของกำไรเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของหลักบรรษัทภิบาล

การวิจัยเกี่ยวกับความเชื่อมั่นของนักลงทุน พบว่ามีการศึกษาเปรียบเทียบอิทธิพลของข้อมูลบริษัทจดทะเบียนซึ่งเปิดเผยต่อสาธารณะ (Public Information) และข้อมูลที่ไม่ลงทุนมีอยู่เองเกี่ยวกับบริษัท (Private Information) ที่มีต่อความเชื่อมั่นที่นักลงทุนปัจเจกบุคคลของ Daniel, Kent D., Hirshleifer, David A., & Subrahmanyam, A. (1997) โดยใช้การเปลี่ยนแปลงในมูลค่าตลาดที่ผิดปกติเป็นตัวชี้วัด พบว่านักลงทุนตอบสนองต่อข้อมูลที่มีอยู่เองมากกว่า ซึ่งผู้วิจัยเรียกพฤติกรรมนี้ว่าความเชื่อมั่นที่เกินไป (Overconfidence) จากการตรวจสอบปัจจัยในการกำหนดความเชื่อมั่นของนักลงทุน ในตลาดหลักทรัพย์นาโรบี ประเทศเคนยา โดย Julius, B., Andrew, K., Joel, T., & Lucy, R. (2011) ชี้ให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าตลาดรวม และสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงความเชื่อมั่นนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามปัจจัยที่ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนในแนวคิดตลาดทุนที่มีการแข่งขันสมบูรณ์และมีประสิทธิภาพ ขึ้นอยู่กับกลไกของตลาดที่จะทำให้ความไม่เท่าเทียมกันในข้อมูลมีน้อยที่สุด นักลงทุนจะทำการตัดสินใจเสนอราคาซื้อหรือราคาขายจากการใช้ข้อมูลที่ประกาศสู่สาธารณะที่ผ่านการตรวจสอบและสร้างความเชื่อมั่นว่าจะไม่มีใครที่สามารถใช้ข้อมูลภายในในการสร้างกำไรเกินปกติได้ (Stout, Lynn A., 2002) สภาพธุรกิจตลาดทุนไทยเป็นองค์กรที่ทำการสำรวจความเชื่อมั่นนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของไทย โดยรายงานด้วยค่าดัชนีความเชื่อมั่นนักลงทุน (Investor Confident Index) อย่างสม่ำเสมอตลอดปี โดยกล่าวถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อความเชื่อมั่น ได้แก่ ความสามารถในการดำเนินธุรกิจ และการคาดการณ์ผลประกอบการในอนาคตที่อาจจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจ การเมือง ซึ่งปัจจัยเหล่านี้จะสัมพันธ์กับการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ จึงอาจกล่าวได้ว่ามูลค่าตลาดของหุ้นหรือราคาหุ้นจะเป็นตัวแทน (Proxy) ของความเชื่อมั่นของนักลงทุน

วิธีการวิจัย

กลุ่มประชากรและกลุ่มตัวอย่าง ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลทางการเงินครบถ้วนปรากฏในฐานข้อมูลบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และมีหุ้นสามัญที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ตลอดช่วงระยะเวลา 4 ปี เริ่มตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ซึ่งเป็นปีแรกที่มีการจัดอันดับบริษัทจดทะเบียนที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน จนถึงปี พ.ศ. 2561 โดยไม่รวมบริษัทจดทะเบียนในหมวดบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ หมวดกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์ เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และกลุ่มสถาบันการเงิน จากคุณลักษณะที่กำหนดทำให้ได้กลุ่มประชากร ขนาด 261 บริษัท จำนวนข้อมูลที่นำมาใช้ในการวิจัยจึงมีทั้งหมด 1044 รายปีรายบริษัท ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 แสดงข้อมูลรายปีรายบริษัทจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท (บริษัท)	จำนวนข้อมูลรายปีรายบริษัท (ข้อมูล)	อัตราร้อยละ
(1) พัฒนาอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	46	184	17.6
(2) บริการ	67	268	25.8
(3) สินค้าอุปโภคบริโภค	21	84	8.0
(4) เกษตรและอุตสาหกรรมเกษตร	27	108	10.3
(5) ทรัพยากร	22	88	8.4
(6) สินค้าอุตสาหกรรม	57	228	21.9
(7) เทคโนโลยี	21	84	8.0
รวม	261	1,044	100

Thaipat Institute (2562) กล่าวถึงหลักการที่ใช้ในการประเมินความยั่งยืน อยู่ที่เป็นที่ยอมรับในบรรทัดฐานหรือความคาดหวังในข้อปฏิบัติที่กิจการพึงมีต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มในการดำเนินการต่าง ๆ ตามประเด็นความยั่งยืนที่กำหนดเพื่อสานสัมพันธ์ระหว่างองค์กรกับผู้มีส่วนได้เสียให้ดำเนินไปได้อย่างเป็นปกติสุข โดยร่วมกับหน่วยงาน UN Global Compact และ Un-supported Principles for Responsible Investment พัฒนาตัวชี้วัดความยั่งยืน ได้แก่ การเติบโตของรายได้ และกลยุทธ์ความยั่งยืนที่เป็นกลไกการขับเคลื่อน การประหยัดต้นทุนการดำเนินงาน การปรับปรุงผลผลิตภาพ และการจัดการความเสี่ยงที่ส่งผลกระทบต่อผลประโยชน์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งนำมาใช้ในการจัดทำดัชนี ESG100 ซึ่งในการวิจัยฉบับนี้ได้ใช้ดัชนีดังกล่าว ในการวัดค่าตัวแปรความโดดเด่นในด้านการดำเนินงานที่ยั่งยืนของบริษัทในลักษณะที่เป็นตัวแปรเชิงกลุ่ม

แบบจำลองความสัมพันธ์ จากการทบทวนงานวิจัยในอดีตพบว่าส่วนใหญ่ได้ใช้แบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงในการตรวจสอบความสัมพันธ์และผลกระทบที่มีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญของรายงานความยั่งยืน การกำกับดูแลกิจการ และผลปฏิบัติการทางการเงินของบริษัท ดังนั้นแบบจำลองความสัมพันธ์ในที่นี้จึงเป็นดังนี้

$$\text{LN(MVE}_{it}) = \beta_0 + \beta_1 \text{SDR}_{it} + \beta_2 \text{CG}_{it} + \beta_3 \text{CR}_{it} + \beta_4 \text{DE}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{ROE}_{it} + \beta_7 \text{LNTA}_{it} + \varepsilon_{it}$$

ประกอบด้วยค่าลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ($\text{LN(MVE}_{it})$) ซึ่งเป็นตัวแปรตามในแบบจำลองความสัมพันธ์ และใช้เป็นตัวชี้วัดความมั่นใจของนักลงทุน ตัวแปรอิสระ ได้แก่ การจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินงานอย่างยั่งยืน (SDR_{it}) เป็นตัวแปรหุ่น (มีค่า = 0 เมื่อไม่ได้รับการจัดอันดับ และ เท่ากับ 1 เมื่อได้รับการจัดอันดับ) ระดับคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการ (CG_{it}) อัตราส่วนหมุนเวียน (CR_{it}) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE_{it}) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA_{it}) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE_{it}) ซึ่งเป็นชุดตัวแปรที่ใช้อธิบายความมั่นใจของนักลงทุน สำหรับลอการิทึมธรรมชาติของขนาดของกิจการ (LNTA_{it}) ในที่นี้เป็นตัวแปรควบคุม การวัดค่าตัวแปรเหล่านี้ได้มาจากรายการอัตราส่วน โดยที่ i = บริษัทจดทะเบียน i และ t = ปีพุทธศักราช ซึ่งมีค่าตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558–2561 และ β_0 เป็นค่าคงที่ ส่วน β_j เป็นสัมประสิทธิ์ความถดถอย โดยที่ j มีค่าตั้งแต่ 1 ถึง 7

สมมติฐานการวิจัย

H1: การจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนและระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กัน

H2: บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มที่ได้รับการจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินงานอย่างยั่งยืนมีลักษณะทางการเงินแตกต่างกัน

H3: การได้รับการจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ อัตราส่วนหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์และผลกระทบต่อมูลค่าตลาดของกิจการ

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

1) การวิเคราะห์และทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนและระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

การจัดอันดับบริษัทที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน เป็นมาตรการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนให้ความสำคัญในการดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจ โดยคำนึงความรับผิดชอบต่อสังคม คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมในแบบ 56-1 ตลาดหลักทรัพย์จึงเปิดให้บริษัทสมัครใจเข้ารับการจัดอันดับนอกเหนือจากการประเมินคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ โดยบริษัทจดทะเบียนที่จะได้รับการจัดอันดับต้องมีคะแนนการกำกับดูแลกิจการตั้งแต่ 70% ขึ้นไป (ที่มา: เกณฑ์ด้านคุณสมบัติบริษัทจดทะเบียนที่มีสิทธิได้รับการคัดเลือก เป็นบริษัทที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน) ดังนั้นการจัดอันดับบริษัทที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนจึงน่าจะมีความสัมพันธ์กับระดับคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งในที่นี้

ใช้วิธีการทดสอบไควสแควร์ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% ในการทดสอบสมมติฐานที่ 1 และแสดงผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 2

ซึ่งจะเห็นได้ว่าการจัดอันดับบริษัทที่มีความโดดเด่นในการดำเนินงานอย่างยั่งยืนกับระดับคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อพิจารณาเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรมจะเห็นว่ากลุ่มทรัพยากร (กลุ่ม 5) จะเป็นกลุ่มที่มีบริษัทได้รับการจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินงานอย่างยั่งยืนในอัตราร้อยละสูงสุด (34.1%) รองลงมาเป็นกลุ่มเทคโนโลยี (กลุ่ม 7) ที่มีบริษัทร้อยละ 31 ได้รับการจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินงานอย่างยั่งยืน รองลงไปเป็นกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมเกษตร (กลุ่ม 4) ร้อยละ 22.2 สำหรับกลุ่มที่เหลือได้แก่ กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (กลุ่ม 1) บริการ (กลุ่ม 2) สินค้าอุปโภคบริโภค (กลุ่ม 3) และสินค้าอุตสาหกรรม (กลุ่ม 6) มีบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินงานอย่างยั่งยืนในอัตราร้อยละ 14.4–17.6 สังเกตได้ว่าทุกกลุ่มที่กล่าวมานี้เป็นบริษัทที่มีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในระดับดีขึ้นไปทั้งหมด สำหรับบริษัทในกลุ่มที่ไม่ได้รับการจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินงานอย่างยั่งยืนซึ่งกระจายอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมต่าง ๆ ทั้ง 7 ประเภท เช่นกันรวมทั้งสิ้นร้อยละ 80.8 ในจำนวนนี้เป็นบริษัทที่มีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในระดับต่ำกว่าดีทุกกลุ่มในอัตราร้อยละต่ำสุดอยู่ที่ 10.3 ปรากฏในกลุ่มทรัพยากร และสูงสุดร้อยละ 45.0 ปรากฏในกลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค และจากค่า Pearson Chi-Square และ Sig. (2-tailed) ซึ่งค่า < .05 แสดงว่าในแต่ละอุตสาหกรรมการจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินงานอย่างยั่งยืนกับระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญโดยมีขนาดความสัมพันธ์แตกต่างกัน

ตารางที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน และระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ จำแนกตามอุตสาหกรรม

Industry Type			GC Scores				Total	
			< ดี	ดี	ดีมาก	ดีเยี่ยม		
1	Sustainable score	0	Count	37 _a	59 _a	34 _b	27 _c	157
			% within Sustainable score	23.6%	37.6%	21.7%	17.2%	100.0%
			% within GC Scores	100.0%	98.3%	82.9%	58.7%	85.3%
			% of Total	20.1%	32.1%	18.5%	14.7%	85.3%
		1	Count	0 _a	1 _a	7 _b	19 _c	27
			% within Sustainable score	0.0%	3.7%	25.9%	70.4%	100.0%
			% within GC Scores	0.0%	1.7%	17.1%	41.3%	14.7%
			% of Total	0.0%	0.5%	3.8%	10.3%	14.7%
	Total		Count	37	60	41	46	184
			% within Sustainable score	20.1%	32.6%	22.3%	25.0%	100.0%
			% within GC Scores	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
			% of Total	20.1%	32.6%	22.3%	25.0%	100.0%

ตารางที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน และระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ จำแนกตามอุตสาหกรรม (ต่อ)

Industry Type			GC Scores				Total
			< ดี	ดี	ดีมาก	ดีเยี่ยม	
2 Sustainable score	0	Count	57 _a	74 _a	69 _b	20 _c	220
		% within Sustainable score	25.9%	33.6%	31.4%	9.1%	100.0%
		% within GC Scores	100.0%	97.4%	75.0%	47.6%	82.4%
		% of Total	21.3%	27.7%	25.8%	7.5%	82.4%
	1	Count	0 _a	2 _a	23 _b	22 _c	47
		% within Sustainable score	0.0%	4.3%	48.9%	46.8%	100.0%
		% within GC Scores	0.0%	2.6%	25.0%	52.4%	17.6%
		% of Total	0.0%	0.7%	8.6%	8.2%	17.6%
	Total	Count	57	76	92	42	267
		% within Sustainable score	21.3%	28.5%	34.5%	15.7%	100.0%
		% within GC Scores	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
		% of Total	21.3%	28.5%	34.5%	15.7%	100.0%
Pearson Chi-Square = 62.42 Sig. = .000							
3 Sustainable score	0	Count	32 _a	20 _b	14 _b	5 _b	71
		% within Sustainable score	45.1%	28.2%	19.7%	7.0%	100.0%
		% within GC Scores	100.0%	83.3%	63.6%	83.3%	84.5%
		% of Total	38.1%	23.8%	16.7%	6.0%	84.5%
	1	Count	0 _a	4 _b	8 _b	1 _b	13
		% within Sustainable score	0.0%	30.8%	61.5%	7.7%	100.0%
		% within GC Scores	0.0%	16.7%	36.4%	16.7%	15.5%
		% of Total	0.0%	4.8%	9.5%	1.2%	15.5%
	Total	Count	32	24	22	6	84
		% within Sustainable score	38.1%	28.6%	26.2%	7.1%	100.0%
		% within GC Scores	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
		% of Total	38.1%	28.6%	26.2%	7.1%	100.0%
Pearson Chi-Square = 62.42 Sig. = .000							

ตารางที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน และระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ จำแนกตามอุตสาหกรรม (ต่อ)

Industry Type			GC Scores				Total	
			< ดี	ดี	ดีมาก	ดีเยี่ยม		
4	Sustainable score	0	Count	31 _a	18 _b	26 _{b,c}	9 _c	84
			% within Sustainable score	36.9%	21.4%	31.0%	10.7%	100.0%
			% within GC Scores	100.0%	85.7%	68.4%	50.0%	77.8%
			% of Total	28.7%	16.7%	24.1%	8.3%	77.8%
		1	Count	0 _a	3 _b	12 _{b,c}	9 _c	24
			% within Sustainable score	0.0%	12.5%	50.0%	37.5%	100.0%
			% within GC Scores	0.0%	14.3%	31.6%	50.0%	22.2%
			% of Total	0.0%	2.8%	11.1%	8.3%	22.2%
	Total		Count	31	21	38	18	108
			% within Sustainable score	28.7%	19.4%	35.2%	16.7%	100.0%
			% within GC Scores	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
			% of Total	28.7%	19.4%	35.2%	16.7%	100.0%
Pearson Chi-Square = 62.42 Sig. = .000								
5	Sustainable score	0	Count	6 _{a,b}	24 _b	15 _a	13 _c	58
			% within Sustainable score	10.3%	41.4%	25.9%	22.4%	100.0%
			% within GC Scores	100.0%	96.0%	68.2%	37.1%	65.9%
			% of Total	6.8%	27.3%	17.0%	14.8%	65.9%
		1	Count	0 _{a,b}	1 _b	7 _a	22 _c	30
			% within Sustainable score	0.0%	3.3%	23.3%	73.3%	100.0%
			% within GC Scores	0.0%	4.0%	31.8%	62.9%	34.1%
			% of Total	0.0%	1.1%	8.0%	25.0%	34.1%
	Total		Count	6	25	22	35	88
			% within Sustainable score	6.8%	28.4%	25.0%	39.8%	100.0%
			% within GC Scores	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
			% of Total	6.8%	28.4%	25.0%	39.8%	100.0%
Pearson Chi-Square = 62.42 Sig. = .000								

ตารางที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน และระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ จำแนกตามอุตสาหกรรม (ต่อ)

Industry Type			GC Scores				Total
			< ดี	ดี	ดีมาก	ดีเยี่ยม	
Sustainable score	0	Count	81 _a	65 _b	38 _b	12 _c	196
		% within Sustainable score	41.3%	33.2%	19.4%	6.1%	100.0%
		% within GC Scores	100.0%	86.7%	76.0%	52.2%	85.6%
		% of Total	35.4%	28.4%	16.6%	5.2%	85.6%
	1	Count	0 _a	10 _b	12 _b	11 _c	33
		% within Sustainable score	0.0%	30.3%	36.4%	33.3%	100.0%
		% within GC Scores	0.0%	13.3%	24.0%	47.8%	14.4%
		% of Total	0.0%	4.4%	5.2%	4.8%	14.4%
	Total	Count	81	75	50	23	229
		% within Sustainable score	35.4%	32.8%	21.8%	10.0%	100.0%
		% within GC Scores	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
		% of Total	35.4%	32.8%	21.8%	10.0%	100.0%
Pearson Chi-Square = 62.42 Sig. = .000							
7 Sustainable score	0	Count	16 _a	15 _a	23 _a	4 _b	58
		% within Sustainable score	27.6%	25.9%	39.7%	6.9%	100.0%
		% within GC Scores	94.1%	93.8%	79.3%	18.2%	69.0%
		% of Total	19.0%	17.9%	27.4%	4.8%	69.0%
	1	Count	1 _a	1 _a	6 _a	18 _b	26
		% within Sustainable score	3.8%	3.8%	23.1%	69.2%	100.0%
		% within GC Scores	5.9%	6.3%	20.7%	81.8%	31.0%
		% of Total	1.2%	1.2%	7.1%	21.4%	31.0%
	Total	Count	17	16	29	22	84
		% within Sustainable score	20.2%	19.0%	34.5%	26.2%	100.0%
		% within GC Scores	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
		% of Total	20.2%	19.0%	34.5%	26.2%	100.0%
Pearson Chi-Square = 62.42 Sig. = .000							

2) การวิเคราะห์และทดสอบความแตกต่างในลักษณะทางการเงินของบริษัทที่ได้รับและไม่ได้รับการจัดอันดับที่มีความโดดเด่นในการดำเนินงานอย่างยั่งยืน ในที่นี้พิจารณาจากสินทรัพย์รวม หนี้สินรวม กำไรสุทธิ กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน ความเสี่ยงทางธุรกิจ และมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัท โดยต้องการค้นหาข้อสังเกตที่อาจ

เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการใช้ข้อมูลเหล่านี้ในการจำแนกกลุ่มบริษัท ซึ่งหากพิจารณากระบวนการในการคัดเลือกบริษัทที่มีความโดดเด่นในการดำเนินงานอย่างยั่งยืน ได้รวมเอาข้อมูลทางการเงินของบริษัทเป็นเกณฑ์ในการพิจารณา ด้านเศรษฐกิจ ดังนั้นลักษณะทางการเงินของบริษัททั้งสองกลุ่มจึงน่าจะมีความแตกต่างกัน การทดสอบจึงใช้การวิเคราะห์เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่ม ผลการวิเคราะห์แสดงในตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่มบริษัทที่ได้รับและไม่ได้รับการจัดอันดับที่มีความโดดเด่นในการดำเนินงานอย่างยั่งยืน

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means 95% Confidence interval				
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference
Net profits	Equal variances assumed	284.27	.00	-13.13	1042	.00	-3,652.42	278.13
	Equal variances not assumed			-7.47	208.01	.00	-3,652.42	488.79
net operating CF	Equal variances assumed	226.160	.00	-11.77	1042	.00	-5,927.32	503.47
	Equal variances not assumed			-7.11	212.37	.00	-5,927.32	834.22
Market value of Stock	Equal variances assumed	158.93	.00	-10.80	1042	.00	-63,976.44	5,922.75
	Equal variances not assumed			-6.84	216.42	.00	-63,976.44	9,354.33
Total assets	Equal variances assumed	136.11	.00	-9.75	1042	.00	-49,961.07	5,126.76
	Equal variances not assumed			-7.03	230.39	.00	-49,961.07	7,107.40
Total liabilities	Equal variances assumed	103.87	.00	-8.13	1042	.00	-28,272.91	3,475.85
	Equal variances not assumed			-5.99	233.15	.00	-28,272.91	4,717.81
Investment risk	Equal variances assumed	5.409	.02	-.75	1042	.45	-.04	.05
	Equal variances not assumed			-.995	472.98	.32	-.04	.04

ผลการวิเคราะห์ลักษณะทางการเงินที่นำมาใช้อธิบายความแตกต่างระหว่างกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับและไม่ได้รับการจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินงานอย่างยั่งยืน แสดงให้เห็นว่าลักษณะทางการเงินของแต่ละกลุ่มมีความแปรปรวนเท่ากัน และมีค่าเฉลี่ยแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ (Sig. < .05) ทั้งลักษณะทางการเงินที่เป็นผลจากการดำเนินงานของบริษัท ได้แก่ กำไรสุทธิ กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน สินทรัพย์รวม และหนี้สินรวม รวมทั้งลักษณะทางการเงินที่เป็นมุมมองจากตลาด ได้แก่ มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญที่ออกจำหน่าย และความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัท จากค่าสถิติ t ในตารางข้างต้นทำให้กล่าวได้ว่า ลักษณะทางการเงินของบริษัทในกลุ่มบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินงานอย่างยั่งยืน มีค่าสูงกว่ากลุ่มบริษัทที่ไม่ได้รับการจัดอันดับ

3) การตรวจสอบความสัมพันธ์และผลกระทบของการจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินงานอย่างยั่งยืน ระดับคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการ และผลปฏิบัติงานทางการเงินของบริษัทที่มีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญของบริษัท เพื่อเปรียบเทียบความสัมพันธ์และผลกระทบของคุณภาพการดำเนินงานและผลการปฏิบัติทางการเงินของบริษัทในการตัดสินใจลงทุนในหุ้นสามัญ ในที่นี้ใช้วิธีการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ผลการวิเคราะห์แสดงในตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์และผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม

Model Summary ^b										
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.916a	.839	.838	.68759	.839	768.353	7	1035	.000	1.91
ANOVA ^a										
Model		Sum of Squares			df	Mean Square		F	Sig.	
1	Regression	2542.851			7	363.264		768.353	.000b	
	Residual	489.330			1035	.473				
	Total	3032.181			1042					
Coefficients ^a										
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Collinearity Statistics				
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF		
1	(Constant)	.196	.139		1.408	.159				
	Sustainable Score	.337	.064	.078	5.279	.000	.722		1.385	
	GC Scores	.060	.024	.037	2.476	.013	.706		1.416	
	Current Ratios	.008	.003	.037	2.934	.003	.971		1.030	
	Debt Ratio	−.009	.003	−.070	−3.637	.000	.426		2.347	
	Return on Assets	.048	.005	.231	9.947	.000	.289		3.461	
	Return on Equity	−.004	.002	−.055	−1.947	.052	.197		5.064	
	Natural log TA	.884	.016	.810	55.212	.000	.724		1.381	

a. Dependent Variable: natural log MVE

b. Predictors: (Constant), Natural log TA, Debt Ratio, Current Ratios, Return on Assets, Sustainable Score, GC Scores, Return on Equity

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์และผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม (ต่อ)

Residuals Statistics ^a					
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	4.2693	12.8884	8.5296	1.56216	1044
Residual	-2.90287	3.12030	.00000	.68528	1044

a. Dependent Variable: Natural log MVE

ตัวแปรทั้งหมดได้รับการตรวจสอบตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอย โดยพิจารณาจากค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อน (Residual) ในส่วนของ Residuals Statistics ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0 สำหรับค่า Durbin-Watson ที่ใช้ในการตรวจสอบความเป็นอิสระต่อกันของความคลาดเคลื่อน มีค่าเท่ากับ 1.91 อยู่ในเกณฑ์ยอมรับได้ (มีค่าใกล้ 2) จึงไม่มีปัญหาในประเด็นของ Autocorrelation และจากค่า Tolerance และ VIF ในส่วนของ Coefficients ซึ่งชี้ให้เห็นว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองน้อย (Multi-Collinearity) ยกเว้นอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่นมากกว่าตัวแปรอิสระตัวอื่น แต่เมื่อค่าสถิติในสรุปแบบจำลองความสัมพันธ์ (Model Summary) ให้ค่า $R^2 = .839$ ซึ่งเท่ากับค่า R^2 Change และ Sig. F change = .000 แสดงว่าตัวแปรอิสระทุกตัวในแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทได้มากถึง 83.9% ค่าสถิติ F และ Sig. ในส่วนของ ANOVA จะช่วยยืนยันรูปแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรอิสระกับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญอย่างน้อย 1 ตัวแปร ทั้งนี้สามารถพิจารณาตัวแปรอิสระแยกจากกันแต่ละตัวได้ โดยใช้ส่วนของ Coefficients ซึ่งพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน (Beta) ที่จะแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์และผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญแต่ละตัวแปรได้ดังนี้ การได้รับการจัดอันดับความโดดเด่นในการดำเนินงานอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญและมีขนาดความสัมพันธ์มากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม โดยตัวแปรเหล่านี้ที่มีความสัมพันธ์และผลกระทบทางบวกกับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญเช่นเดียวกัน ในขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญที่ระดับนัยสำคัญที่ .05

สรุปผลการศึกษาและอภิปรายผล

ในช่วง 4 ปีที่ผ่านมาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ร่วมมือกับสถาบันไทยพัฒน์ ในการจัดอันดับบริษัทที่มีความโดดเด่นในการดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง โดยมุ่งหวังที่จะให้เป็นข้อมูลเชิงคุณภาพแก่นักลงทุนในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งเกณฑ์ที่ใช้ในการพิจารณาจะครอบคลุมทั้งข้อมูลทางเศรษฐกิจและการแสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคมทั้งในมิติของการรักษาสิ่งแวดล้อม การบริหารความเสี่ยงภายใต้การกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยเปิดโอกาสให้กับบริษัทจดทะเบียนที่ขอเข้ารับการจัดอันดับของบริษัทจดทะเบียนตามความสมัครใจ ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมด้านการพัฒนาที่ยั่งยืนพบว่านักลงทุนจะให้ความสนใจลงทุนกับบริษัทที่มีการพัฒนาอย่างยั่งยืนมากขึ้น และ

อาจมากกว่าข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่แสดงถึงผลการปฏิบัติทางการเงิน (<http://www.thaipat.org/>) อย่างไรก็ตามขนาดของกิจการ และประเภทของอุตสาหกรรมอาจเป็นปัจจัยที่สัมพันธ์กับการแสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคม อาจเพราะต้นทุนของรายการ (Udayasankar, K., 2008; Byrd, John W., Hickman, K., Baker, Charles, R. & Cohanier, B., 2017) สำหรับมูลค่าตลาดหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนซึ่งใช้เป็นตัวชี้วัดความมั่นใจของนักลงทุน ในแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการเงิน เพื่อใช้ในการทดสอบประโยชน์ของข้อมูลจากการรายงานผลการดำเนินงานทางการเงินต่อสาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์ (<https://www.set.or.th/set/mainpage.do?language=th&country=TH>) จากผลการวิเคราะห์ข้างต้นจึงกล่าวได้ว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความสำคัญต่อเนื้อหาสาระของรายงานการพัฒนาย่างยั่งยืน มากกว่าคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ และข้อมูลผลการปฏิบัติทางการเงินของบริษัท อันได้แก่ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม โดยยังคงมีขนาดของกิจการที่เป็นปัจจัยควบคุมที่ส่งผลต่อความมั่นใจของนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน

REFERENCES

- Alshehhi, A., Nobanee, H., Khare, N. (2018). The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance: Literature Trends and Future Research Potential. *Sustainability*, 10(2), 494–519. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3127668>
- Barth, M.E., Beaver, W.H., and W.R. Landsman. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics* 31: 77–104.
- Brundtland, G. (1987). Our common future: The world commission on environment and development. Oxford, England: Oxford University Press.
- Byrd, John W., Hickman, K., Baker, Charles, R. & Cohanier, B. (2017). Corporate Social Responsibility Reporting in Controversial Industries. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2894789>
- Certo, S. T. (2003). Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures. *Academy of Management Review*, 28, 432–446.
- Chatiwong, T. (2017). Accounting Theory Research: From the Past to the Future. *Journal of Business Administration The Association of Private Higher Education Institute of Thailand*, 6(2), 203–212.
- Daniel, Kent D., Hirshleifer, David A., & Subrahmanyam, A.(1997). A Theory of Overconfidence, Self-Attribution, and Security Market Under- and Over-Reactions (February 19, 1997). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2017>
- Herbig, P. and Milewicz, J. (1996). To be or not to be... credible that is: a model of reputation and credibility among competing firms. *Corporate Communications: An International Journal*, 1(2), 19–29.
- 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.

- John, R. and Williams J.(2000). Efficient Signaling with Dividends, Investment, and Stock Repurchases. *Journal of Finance*, 43(3), 737–747.
- Julius, B., Andrew, K., Joel,T., & Lucy, R. (2011). Determinants of investor confidence for firms listed at the Nairobi stock exchange, Kenya. Proceedings of Annual Conference on Innovations in Business & Management, London, UK, 1–20.
- Kirmani, A., & Rao, A. R. (2000). No pain, no gain: A critical review of the literature on signaling unobservable product quality. *Journal of Marketing*, 64(2): 66–79.
- Lucia, L., & Panggabean, R. (2017). The Effect of Firm's Characteristic and Corporate Governance to Sustainability Report Disclosure. *Social Economics and Ecology International Journal*, 2(1), 18–28.
- Maneeroj, P. (2014). Informativeness of Earnings and Board Characteristics: Evidences from Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 10(28), 77–100.
- Maneeroj, P. (2017). Informativeness of Earnings and Board Characteristics: Evidences from Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 10(28), 77–100.
- Mombun, C., Visedsun, N. (2015). The Relationship Between Good Corporate Governance and Earnings Management of Thai Listed Companies: Case of The Company Having A Different Structure of Shareholder's. *Journal of Accounting Profession*, 11(31), 91–104.
- Ortar, L. (2018). Materiality Matrixes in Sustainability Reporting: An Empirical Examination, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3117749>, 1–33.
- Pipatanasern, A., Srijunpetch, S. (2017). Response of the Stock Exchange of Thailand on Corporate Governance Earnings Quality and Auditors. *Journal of Accounting Professional*, 13(40), 22–31.
- Raksasuk, M., (2011). The study of the relationship between Corporate Social responsibility Of the organization to measure corporate value by using the average market value (AMV) and excess market value (EMV) Case study: companies listed on the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Accounting Professional*, 7(18), 43–52.
- Ratanacharoenchai, C., Rachapradit. P., & Nettayanun, S. (2018). The Impact of Corporate Governance and Sustainability Report and Their Impact on Firm Value: Evidence from Stock Exchange of Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 13(37), 53–72.
- Ruan, L. (2018), Research on Sustainable Development of the Stock Market Based on VIX Index. *E-journal of Sustainability*, 10(11), 4113; <https://doi.org/10.3390/su10114113>, 2–12.
- Rueangsuwan, S., Piyakrueathip, P., Wimanrat, W., Siriwattanukul, P., Jirattikrn, M., & Wongpinanwattana, N. (2009). The level of Corporate Governance affect to Firm Value or not. *Journal of Accounting Professional*, 5(12), 68–83.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87, 355–374.

- Spence, M. (2002). Signaling in retrospect and the informational structure of markets. *American Economic Review*, 92, 434–459.
- Srijunpetch, S. (2012). Corporate Governance Assessment. *Journal of Business Administration*, 35(134), 1–4.
- Stock Exchange of Thailand. (2014). *Sustainable Development*. Social Responsibility Development Center, Bangkok, 17–21.
- Stout, Lynn A. (2002). The Investor Confidence Game. UCLA School of Law, Research Paper No.02–18. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=322301>.
- Sukanantasak, S. (2017). The Effect of Corporate Governance Mechanisms on Earnings Informativeness through Earnings Persistence: Empirical Evidence from Thailand, *Journal of Accounting Profession*, 10(27), 14–31.
- Udayasankar, K. (2008). Corporate Social Responsibility and Firm Size. *Journal of Business Ethics*, 83, 167–175.
- Zhang, J., Djajadikerta, H., & Zhang, Z. (2018). Does Sustainability Engagement Affect Stock Return Volatility? Evidence from the Chinese Financial Market. *E-Journal of Sustainability*, 10, 3361, Retrived from <https://www.mdpi.com/2071-1050/10/11/4113>, 2–21.
- Zhang, Y., & Wiersema, M. F. (2009). Stock market reaction to CEO certification: The signaling role of CEO background. *Strategic Management Journal*, 30, 693–710.
- Retrieved from Stock of Exchange of Thailand website: <https://www.set.or.th>
- Retrieved from Thai institute of Directoes website: <https://thai-iod.com/en/index.asp>
- Retrieved from Thaipat Institute website: <https://www.thaicrs.com/2015/09/brundtland-report.html>
- Retrieved from Thaipat Institute website: <http://www.thaicrs.com/2018/03/sustainability-store.html>
- Retrieved from The Office of the Securities and Exchange Commission website: <https://www.sec.or.th>

