



Srinakharinwirot Research and Development Journal
of Humanities and Social Sciences

Volume 17, Issue 1, January - June 2025, Pages 1 – 13 ISSN 3027-6039 (Online)



Research Article

ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน เสถียรภาพกำไร และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ
ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ต่อประชาชนครั้งแรก: หลักฐานเชิงประจักษ์
บริษัทจดทะเบียนไทย

Relationship among sustainability disclosure, earnings persistence and economic
value added of initial public offering firms: An empirical evidence of Thai listed
companies

ไพบรียา กาญจนประภาส^{1*}, สุนทรี เหล่าพัดจัน²

Pairaya Karnjanaprasas^{1*}, Suntharee Lhaopadchan²

¹สาขาการบริหารและพัฒนาอุตสาหกรรม คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

¹Industrial Administration and Development Major, Faculty of Management Sciences,
Kasetsart University.

²คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

²Faculty of Management Sciences, Kasetsart University.

*Corresponding author, e-mail: pairaya.kar@ku.th

Received: 25 October 2023; Revised: 8 January 2024; Accepted: 8 February 2024

บทคัดย่อ

ตามที่นักลงทุนให้ความสนใจกับความยั่งยืนธุรกิจเพิ่มขึ้นและมีแนวโน้มตัดสินใจลงทุน พิจารณาจากทั้งข้อมูลความยั่งยืนร่วมกับข้อมูลทางการเงินในการประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน เสถียรภาพกำไร และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของบริษัทจดทะเบียนไทยที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ต่อประชาชนในครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) ซึ่งโดยทั่วไปข้อมูลของบริษัท IPO มีการเปิดเผยจำกัดกว่าของบริษัทที่จดทะเบียนแล้ว กลุ่มตัวอย่างครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนไทยที่ IPO ปี พ.ศ. 2560-2561 จำนวน 51 บริษัท จากการวิเคราะห์ด้วย Dynamic Panel Data Model ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนสูงในภาพรวมและด้านการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับการเพิ่มขึ้นของเสถียรภาพกำไรซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย แต่กลับมีการลดลงของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจซึ่งอาจเป็นไปตามการแลกเปลี่ยนระหว่างผลประโยชน์และต้นทุนในการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน อย่างไรก็ตามจะพบมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีค่าเพิ่มขึ้นหากบริษัทมีเสถียรภาพ

กำไรสูงและการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนสูง ข้อค้นพบเหล่านี้เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการพิจารณาตัดสินใจบนพื้นฐานข้อมูลความยั่งยืน และผู้บริหารของบริษัทในการกำหนดนโยบายการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนได้เหมาะสม รวมถึงหน่วยงานกำกับดูแลใช้เป็นแนวทางในการกำหนดกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน

คำสำคัญ: การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน; เสถียรภาพกำไร; มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ; บริษัทที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ต่อประชาชนครั้งแรก

Abstract

As investors pay more attention to corporate sustainability and tend to make investment decisions based on sustainability and financial information in evaluating firm performance, this research aims to analyze the relationship among sustainability disclosure, earnings persistence, and economic value added of Initial Public Offering (IPO). In general, information about IPO firms is more limited than that about listed firms. The sample covers 51 Thai listed firms that had their IPO in 2017-2018. Using the Dynamic Panel Data Model, the findings show that firms with more sustainability information disclosure overall and in the dimension of corporate governance are associated with higher earnings persistence consistent with stakeholder theory but lower economic value added, probably in line with the trade-off between benefit and cost of sustainability disclosure. However, economic value added will increase when the company has high earnings persistence and sustainability disclosure. These findings enable investors to make informed decisions based on sustainability information and corporate managers to determine an appropriate sustainability disclosure policy, as well as regulators to refer as a guideline in setting regulations related to sustainability disclosure.

Keywords: Sustainability Disclosure; Earnings Persistence; Economic Value Added; Initial Public Offering Firms

บทนำ

ในปัจจุบันนอกเหนือจากที่ธุรกิจจะต้องปรับตัวให้ทันต่อสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วจากปัจจัยภายนอกที่ไม่สามารถควบคุมได้ เช่น การแพร่ระบาด COVID-19 ภัยธรรมชาติ และสงคราม ธุรกิจยังต้องให้ความสำคัญต่อการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ (Environment, Social and Governance: ESG) โดยการบริหารธุรกิจที่คำนึงถึง ESG จะช่วยลดความเสี่ยงจากการลงทุนและสามารถสร้างผลตอบแทนอย่างสม่ำเสมอ อีกทั้งนักลงทุนให้ความสำคัญเพิ่มขึ้นกับแนวคิดการลงทุนอย่างยั่งยืนโดยพิจารณาข้อมูล ESG ที่เปิดเผยต่อสาธารณชนซึ่งเป็นตัวแปรที่มีลักษณะเป็นข้อมูลที่ไม่ใช่ทางการเงิน และตระหนักถึงผลตอบแทนที่มีเสถียรภาพควบคู่กับผลการดำเนินงานซึ่งเป็นตัวแปรที่มีลักษณะเป็นข้อมูลทางการเงิน (Green, 2022) [1]

การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทที่เสนอขายหุ้นออกใหม่ต่อประชาชนในครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) ซึ่งอยู่ในลักษณะแบบสมัครใจในหนังสือชี้ชวน จึงมีความจำกัดของข้อมูลที่เผยแพร่สู่สาธารณชนเมื่อเทียบกับบริษัทที่จดทะเบียนอยู่แล้ว ส่งผลให้เกิดปัญหาความอสมมาตรของข้อมูลข่าวสารระหว่างบริษัทและนักลงทุน ทั้งนี้ Mengchuan Fu, Dantong Yu, and Dan Zhou (2023) [2] ระบุว่า การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนสามารถลดความอสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร

ดังกล่าวได้ แต่อาจก่อให้เกิดต้นทุนที่สูงขึ้นจากการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่เพิ่มขึ้นหลัง IPO และอาจส่งผลให้ผลการดำเนินงานลดลงในระยะสั้น นอกจากนี้ Deepa Mangala and Mamta Dhanda (2019) [3] พบการจัดการกำไรให้มีความสม่ำเสมอ ก่อน IPO และผลการดำเนินงานที่ประเมินจากรายงานทางการเงินจะมีค่าลดลงหลัง IPO การวัดผลการดำเนินงานจากตัวเลขทางบัญชีจึงไม่สามารถบ่งชี้ความคุ้มค่าการลงทุนได้จริง โดย Wiphada Phanomai, and Nongnit Chancharat (2016) [4] เสนอแนะให้วัดผลการดำเนินงานด้วยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจซึ่งคำนึงถึงทั้งต้นทุนค่าเสียโอกาสของผู้ถือหุ้นและมูลค่าของเงินตามเวลาประกอบการตัดสินใจด้วย

จากการทบทวนวรรณกรรมยังไม่พบงานวิจัยที่ใช้ตัวแปรเสถียรภาพกำไร (การจัดการกำไร) เป็นตัวแปรคั่นกลางในการใช้การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนเพื่อพยากรณ์ผลการดำเนินงานหลัง IPO ในบริบทของบริษัทที่ IPO ในประเทศไทย จึงเป็นที่น่าสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน เสถียรภาพกำไร และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจหลัง IPO โดยกำหนดขอบเขตการศึกษาในกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ IPO ปี พ.ศ. 2560-2561 ซึ่งเป็นปีที่ประกาศใช้ CG Code ฉบับปีล่าสุด (พ.ศ. 2560) และเป็นช่วงเวลาก่อนที่จะมีผลบังคับใช้ให้บริษัทจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงการเปิดเผยข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี หรือแบบ 56-1 One Report ในรอบระยะเวลาสิ้นสุด 31 ธันวาคม 2564 เพื่อควบคุมให้ข้อมูลภายหลัง IPO อยู่ในรูปแบบเดียวกัน

ทบทวนทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

1. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับบทบาทหรือความสำคัญของการเปิดเผยข้อมูล

บทบาทของการเปิดเผยข้อมูลที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทสามารถอธิบายได้ด้วย 5 ทฤษฎีหลักคือ ทฤษฎีความอสมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry Theory) จากที่ฝ่ายหนึ่งมีข้อมูลน้อยกว่าหรือได้รับข้อมูลไม่ครบถ้วน หรือการสื่อสารที่ไม่ได้คุณภาพหรือไม่ทันต่อเวลาจึงเสียเปรียบอีกฝ่ายในการตกลงทำธุรกรรม (George A. Akerlof, 1970) [5] สำหรับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) จากที่ผู้ถือหุ้นมอบอำนาจผู้จัดการให้บริหารงานแทน แต่ทั้งสองฝ่ายมีวัตถุประสงค์ไม่สอดคล้องกันจึงเกิดปัญหาในการบรรลุเป้าหมายสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัทในระยะยาว (Michael C. Jensen, and William H. Meckling, 1976) [6] ส่วนทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) เน้นความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทและผู้มีส่วนได้เสียโดยความสำเร็จของบริษัทในระยะยาวมาจากการสร้างความพึงพอใจแก่ผู้มีส่วนได้เสีย (R. Edward Freeman, 2010) [7] สำหรับทฤษฎีความถูกต้องตามกฎหมาย (Legitimacy Theory) อธิบายถึงการดำเนินธุรกิจที่ถูกต้องตามกฎหมายทำให้ตอบสนองต่อความคาดหวังจากสังคมและทำให้บริษัทมีสิทธิใช้ทรัพยากรรวมถึงได้รับการสนับสนุนในสังคมนั้นได้ การเปิดเผยข้อมูล ESG ทำให้สังคมรับรู้การดำเนินธุรกิจและเป็นไปตามกฎหมาย (Mark C. Suchman, 1995) [8] และท้ายที่สุด ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ระบุถึงการประสานความต้องการที่หลากหลายของผู้มีส่วนได้เสียให้สอดคล้องกันมีต้นทุนในการดำเนินงานที่จะต้องแลกเปลี่ยนหรือสร้างความสมดุลของผลประโยชน์และต้นทุนที่เกิดขึ้น (R. Edward Freeman, 2010) [7]

2. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการสะท้อนของข้อมูลข่าวสารต่อการคาดการณ์มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์

การคาดการณ์มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์จะสะท้อนข้อมูลข่าวสารในระดับใดขึ้นกับสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis) ซึ่งเป็นพื้นฐานหนึ่งในการวิเคราะห์ความสามารถในการสะท้อนข้อมูลความยั่งยืนและผลการดำเนินงานไปยังมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจอย่างสมเหตุสมผลตามระดับของข้อมูลข่าวสารที่ถูกเผยแพร่สู่สาธารณะ ส่วนทฤษฎีความคาดการณ์อย่างมีเหตุผล (Rational Expectations Theory) อธิบายถึงการตัดสินใจนอกเหนือจากจะอยู่บนพื้นฐานของข้อมูลที่สำคัญที่เกี่ยวข้อง ยังขึ้นอยู่กับประสบการณ์ในอดีตนำมาปรับเปลี่ยนการคาดการณ์เพื่อจัดหรือหลีกเลี่ยงความผิดพลาดที่อาจเกิดขึ้น (John F. Muth, 1961) [9]

3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน เสถียรภาพกำไร และผลการดำเนินงานของบริษัท

งานวิจัยส่วนใหญ่พบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่าง *การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน* ในภาพรวม และ *เสถียรภาพกำไร* ของบริษัทจดทะเบียน แต่ยังไม่พบงานวิจัยที่ศึกษาประเด็นความสัมพันธ์ในช่วงเวลา ก่อน IPO นั่นคือ ข้อมูล ESG ที่บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยสามารถสะท้อนให้เห็นถึงความพร้อมในการดำเนินธุรกิจ การสร้างผลกำไร และการรักษาระดับกำไรให้มีความคงอยู่ เช่น Meliyanti Meliyanti, and Nora Sri Hendriyeni (2019) [10] ได้ศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวในบริษัทจดทะเบียนในประเทศอินโดนีเซีย พบว่าบริษัทที่แสดงความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม ส่งผลให้เสถียรภาพกำไรมีแนวโน้มคงอยู่ในอนาคต รวมถึง Thai Van Ha, Amena Sibghatullah, Sang Soo Chae, and Talla M. Aldeehani (2020) [11] ได้ศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมที่มีต่อเสถียรภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในประเทศมาเลเซีย อธิบายว่าเป็นเพราะต้องการหลีกเลี่ยงกิจกรรมที่ก่อให้เกิดเหตุการณ์ที่ผิดจรรยาบรรณหรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดเพื่อรักษาพนักงานและความภักดีของลูกค้า เช่นเดียวกับ Zabihollah Rezaee, and Ling Tuo (2019) [12] ที่พบหลักฐานยืนยันว่าบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาที่เปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนโดยรวมสูง จะเป็นบริษัทที่มีคุณภาพกำไรสูง นอกจากนี้ ยังสอดคล้องกับ Yodsawinkan Kobkanjanapued, Namphon Kongsakul, and Angsana Sriprasert (2021) [13] พบว่ากำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่ได้รับคัดเลือกให้อยู่ดัชนีความยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment: THSI) โดยส่วนใหญ่เป็นกำไรที่มีคุณภาพ และมีเสถียรภาพกำไรสูง

ในขณะเดียวกัน งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง *การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน* และ *ผลการดำเนินงาน* ในอนาคตของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนและบริษัท IPO พบทั้งความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันและตรงข้ามกัน ในมุมหนึ่งการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนแสดงถึงประสิทธิภาพการใช้ทรัพยากร เช่น Wiphada Phanomai, and Nongnit Chancharat (2016) [4] ระบุว่า การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมีผลกระทบทางบวกต่อผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทใน SET และสอดคล้องกับ Mengchuan Fu, Dantong Yu, and Dan Zhou (2023) [2] ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนช่วยให้บริษัท IPO ในประเทศสหรัฐอเมริกาสร้างความเชื่อมั่นต่อสังคมและมีความน่าจะเป็นสูงขึ้นที่จะอยู่รอดหลัง IPO อย่างไรก็ตาม ในอีกมุมหนึ่ง Murad Harasheh (2022) [14] พบว่าบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนจะมีผลการดำเนินงานลดลงหลัง IPO ในประเทศอิตาลี จากต้นทุนของตัวแทนที่เพิ่มขึ้นหลัง IPO ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้านี้ในกลุ่มตัวอย่างบริษัท IPO ในประเทศอิตาลีเช่นกัน โดย Marco Pagano, Fabio Panetta, and Luigi Zingales (1998) [15] ที่พบว่าเงินทุนจากการ IPO ถูกนำไปชดเชยเงินทุนที่สูญเสียจากการลงทุนในอดีต ไม่ได้ถูกนำไปใช้สำหรับการลงทุนเพื่ออนาคต จึงส่งผลให้ผลการดำเนินงานลดลงหลัง IPO และ Sathaya Thanjunpong, Patyot Dechsiri, and Thatphong Awirothananon (2018) [16] ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและมูลค่ากิจการของบริษัทที่ IPO ในประเทศไทย ปี พ.ศ. 2559 เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนเป็นเรื่องใหม่ของบริษัทจดทะเบียนไทย และขอบเขตการศึกษาเพียง 1 ปี อาจทำให้ข้อมูลความยั่งยืนยังไม่สะท้อนไปยังมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ผลความสัมพันธ์ยังอาจขึ้นอยู่กับเวลาและวงจรเศรษฐกิจ ในขอบเขตการศึกษาด้วย (Marco Pagano, Fabio Panetta, and Luigi Zingales, 1998) [15]

สำหรับงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง *เสถียรภาพกำไร* และ *ผลการดำเนินงาน* ในกลุ่มตัวอย่างบริษัท IPO Deepa Mangala and Mamta Dhanda (2019) [3] รายงานว่าบริษัทที่มีการจัดการกำไรให้มีเสถียรภาพกำไรก่อน IPO ถูกพบว่ามีการดำเนินงานหลัง IPO โดยเฉลี่ยต่ำกว่าบริษัทจดทะเบียนอื่นอย่างมีนัยสำคัญ จึงพบการจัดการกำไรให้มีระดับกำไรสูงผิดปกติในปีที่ IPO ในประเทศอินเดีย และบริษัทไม่สามารถรักษาความสม่ำเสมอของกำไรในระดับสูงได้จึงส่งผลให้มีผลดำเนินงานลดลงในระยะยาว ขณะที่ Jong-Hwan Yi (2001) [17] ระบุว่าถึงแม้ว่าโดยรวมแล้วบริษัทที่ IPO ในประเทศสหรัฐอเมริกามีผลการดำเนินงานต่ำกว่าบริษัทอื่นในตลาดหลักทรัพย์หลังจาก IPO 3 รอบระยะเวลาบัญชี แต่เมื่อจำแนก

บริษัทตามผลการดำเนินงานก่อน IPO จะพบว่าบริษัทที่มีกำไรสูงก่อน IPO ยังคงรักษาเสถียรภาพกำไรและมีผลการดำเนินงานสูงกว่าบริษัทที่มีกำไรต่ำก่อน IPO สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย Dollada Vivattanachang, and Somchai Supattarakul (2013) [18] ระบุว่า การรับรู้รายการคงค้างมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของสูงกว่ากระแสเงินสด

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน เสถียรภาพกำไร และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของบริษัทจดทะเบียนที่ IPO ระหว่างปี พ.ศ. 2560-2561

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยนี้กำหนดประชากรคือ บริษัทที่ IPO ใน SET และ mai ปี พ.ศ. 2560-2561 ที่มีการเปิดเผยข้อมูลรายงานทางการเงินก่อนและหลังปีที่ IPO 3 ปี ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน เนื่องจากมีรูปแบบการดำเนินธุรกิจและโครงสร้างทางการเงินแตกต่างกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น จึงทำให้มีบริษัทที่มีคุณสมบัติผ่านเกณฑ์ดังกล่าวเป็นกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยนี้ จำนวน 51 บริษัท จากประชากร จำนวน 53 บริษัท รายละเอียดดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 บริษัทจดทะเบียนที่ IPO ปี พ.ศ. 2560-2561 ที่ผ่านเกณฑ์การคัดเลือก

ปี IPO	บริษัทที่ IPO			บริษัทที่ผ่านเกณฑ์		
	SET	mai	รวม	SET	mai	รวม
พ.ศ. 2560	20	17	37	20	17	37
พ.ศ. 2561	7	9	16	5	9	14
รวม	27	26	53	25	26	51

ขั้นตอนการดำเนินการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยมีขั้นตอนหลัก คือ

1. เก็บรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นข้อมูลทุติยภูมิจาก 4 แหล่งที่มาของข้อมูล คือ (1) แบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ (แบบ 69-1) ในฐานข้อมูลบนเว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ สำหรับข้อมูลความยั่งยืนก่อน IPO และข้อมูลทางการเงินและการบัญชีก่อน IPO (2) รายงานประจำปี (แบบ 56-1) สำหรับข้อมูลการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนหลัง IPO (3) ฐานข้อมูล SETSMART สำหรับข้อมูลทางการเงินและการบัญชีหลัง IPO และ (4) ฐานข้อมูลสถิติออนไลน์บนเว็บไซต์สมาคมตราสารหนี้แห่งประเทศไทย สำหรับข้อมูลอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 1 ปี

2. คำนวณตัวแปรที่เกี่ยวข้องของแต่ละบริษัท (j) ในแต่ละปี (T) และค่าเฉลี่ยในภาพรวมของกลุ่มตัวอย่างเพื่ออธิบายลักษณะของตัวแปรที่นำมาศึกษาในเบื้องต้น

2.1 ดัชนีการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน (Disclosure Index: $Dis_{j,T}$) ของบริษัท j ปีที่ T วัดค่าจากอัตราส่วนของคะแนนที่แต่ละบริษัทได้รับจริง (Actual Score: $AS_{j,T}$) ของบริษัท j ปีที่ T ต่อคะแนนรวมสูงสุดที่คาดว่าจะได้รับ (Maximum Score: $MS_{j,T}$) ของบริษัท j ปีที่ T อ้างอิงตาม Waraporn Thaenmanee, and Nipa Rungruangwuttikrai

(2019) [19] โดยใช้เกณฑ์ตามคู่มือการเข้าร่วมการประเมินความยั่งยืนของ SET ปี พ.ศ. 2560 ปรับปรุงร่วมกับตัวชี้วัดการดำเนินงานด้านความยั่งยืนโดย SET ปี พ.ศ. 2565 แบ่งเป็นการเปิดเผยข้อมูลด้านการกำกับดูแลกิจการ 58 หัวข้อ ด้านสิ่งแวดล้อม 20 หัวข้อ และด้านสังคม 34 หัวข้อ รวม 112 หัวข้อ ข้อละ 1 คะแนน หากค่าดัชนีเข้าใกล้ 1 แสดงว่าบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลมาก แต่หากค่าดัชนีเข้าใกล้ 0 แสดงว่าบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลน้อย ทั้งนี้จะประเมิน Dis ทั้งในภาพรวม (ESG) และในรายด้านคือ สิ่งแวดล้อม (E) สังคม (S) และการกำกับดูแลกิจการ (G) ในปีก่อนและหลังปีที่ IPO 3 ปี

$$Dis_{j,T} = \frac{AS_{j,T}}{MS_{j,T}}$$

2.2 เสถียรภาพกำไร (Earnings Persistence: $EP_{j,T}$) ของบริษัท j ปีที่ T วัดความสม่ำเสมอของกำไรโดยคำนวณจากสัดส่วนของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ของกำไรก่อนรายการพิเศษสิ้นงวด ($Earn_{j,T}$) ที่ปรับด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด ($TA_{j,T-1}$) ของบริษัท j ปีที่ T ต่อของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานสิ้นงวด ($CFO_{j,T}$) ที่ปรับด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด ($TA_{j,T-1}$) ของบริษัท j ปีที่ T อ้างอิงตาม Christian Leuz, Dhananjay Nanda, and Peter D Wysocki (2003) [20] หาก $EP_{j,T}$ มีค่าสูง (ต่ำ) หมายถึงความผันผวนของกำไรสูง (ต่ำ) เมื่อเทียบกับกระแสเงินสด อันเป็นผลกระทบจากการจัดการกำไรที่สูง (ต่ำ) เพื่อให้กำไรมีเสถียรภาพเพิ่มขึ้น (ลดลง)

$$EP_{j,T} = \frac{S.D. (Earn_{j,T}/TA_{j,T-1})}{S.D. (CFO_{j,T}/TA_{j,T-1})}$$

2.3 มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economics Value Added: $EVA_{j,T}$) ของบริษัท j ปีที่ T เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่มีแนวคิดบนพื้นฐานกำไรทางเศรษฐศาสตร์ หรือกำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) จากการที่กิจการสามารถสร้างรายได้ที่ชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน และต้นทุนของเงินทุนได้ จึงคำนวณได้จากการกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี ($NOPAT_{j,T}$) ของบริษัท j ปีที่ T หักด้วยต้นทุนค่าเสียโอกาสของเจ้าของซึ่งพิจารณาจากเงินลงทุนสุทธิที่ใช้ในการดำเนินงาน ($IC_{j,T}$) ของบริษัท j ปีที่ T และต้นทุนของเงินลงทุนถ่วงเฉลี่ย ($WACC_{j,T}$) ของบริษัท j ปีที่ T อ้างอิงตาม Saul David Young, and Stephen F. O'Byrne (2001) [21]

$$EVA_{j,T} = NOPAT_{j,T} - (IC_{j,T} \times WACC_{j,T})$$

2.4 ตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย 2 ตัวแปร คือ ขนาดของกิจการ (Size) ซึ่งวัดจากค่าลอการิทึมของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด และผู้สอบบัญชี (Audit) ซึ่งวัดจากตัวแปรหุ่นที่มีค่าเท่ากับ 1 หากบริษัทมีผู้สอบบัญชีอยู่ในกลุ่มสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ 4 แห่ง (Big4) คือ ดีลอยท์ ทูช ไร้มัทส์ โซยเยส ไพร์วอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ อีวาย และเคพีเอ็มจี ภูมิภาคไทย มิเช่นนั้นจะมีค่าเท่ากับ 0 หากบริษัทมีผู้สอบบัญชีอยู่นอกกลุ่ม Big4 (Non-Big4) (Kriengkrai Boonlert-U-Thai, Silapaporn Srijunpetch, and Anuwat Phakdee, 2020) [22]

3. การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลองทางเศรษฐมิติ เพื่อตอบวัตถุประสงค์ของการวิจัยด้วยสมการถดถอยแบบ Dynamic Panel Regression¹ ดังนี้

¹อนึ่ง เนื่องจาก Marco Pagano, Fabio Panetta, and Luigi Zingales [15] ระบุว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทอาจขึ้นกับเวลาและวงจรเศรษฐกิจ ผู้วิจัยได้ทดสอบโดยใช้ตัวแปรผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มในตัวแบบเพื่อควบคุมสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ แต่ผลวิจัยพบว่าค่า Adj-r square ของตัวแบบมีค่าลดลง และค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ อาจเพราะการวิจัยนี้มีขอบเขตกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ IPO เพียง 2 ปี และครอบคลุมระยะเวลาหลัง IPO เพียง 3 ปีซึ่งอาจไม่ครอบคลุมรอบวงจรเศรษฐกิจ ผู้วิจัยจึงไม่ได้ตัวแปรสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจเป็นอีกหนึ่งตัวแปรควบคุมในตัวแบบสำหรับการวิจัยในครั้งนี้

$$EP_{j,T} = \alpha + b_1 Dis_{j,T-1} + b_2 Size_{j,T} + b_3 Audit_{j,T} + e_{j,T}$$

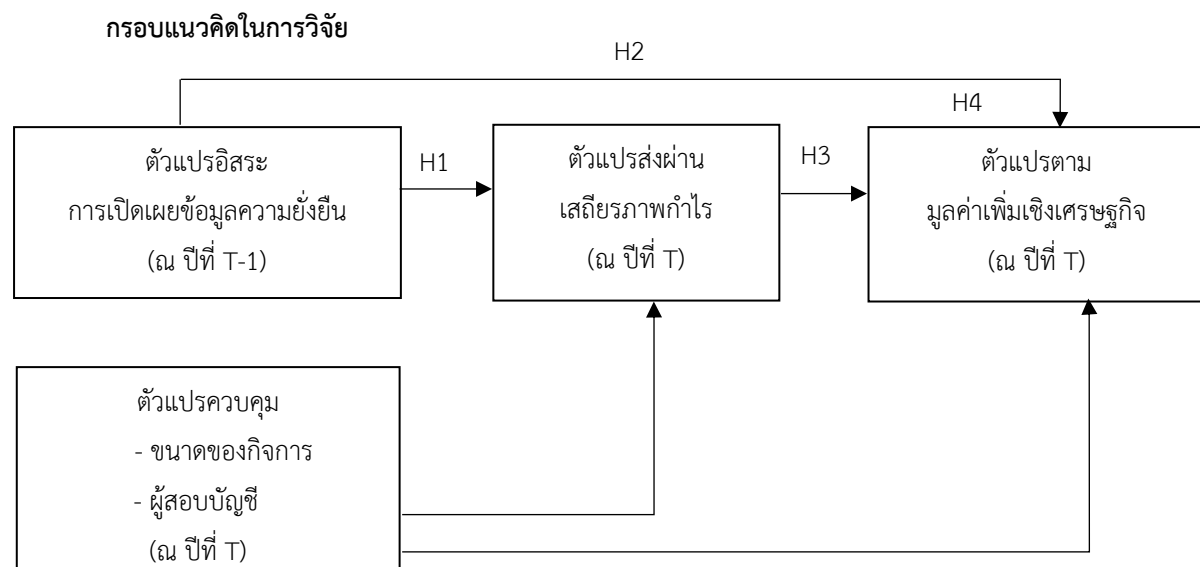
$$EVA_{j,T} = \alpha + b_{1j} Dis_{j,T-1} + b_{2j} EP_{j,T} + b_{3j} (Dis_{j,T-1} * EP_{j,T}) + b_{4j} Size_{j,T} + b_{5j} Audit_{j,T} + e_{j,T}$$

โดยที่ $EP_{j,T}$ คือ เติร์ดกำไรของบริษัท j ปีที่ T
 $Dis_{j,T-1}$ คือ การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน โดยจะพิจารณาทั้งในภาพรวม (ESG) และรายด้านของสิ่งแวดล้อม (E) สังคม (S) และการกำกับดูแลกิจการ (G) ของบริษัท j ปีที่ $T-1$
 $EVA_{j,T}$ คือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของบริษัท j ปีที่ T
 $Size_{j,T}$ คือ ขนาดของบริษัท j ปีที่ T
 $Audit_{j,T}$ คือ ผู้สอบบัญชีของบริษัท j ปีที่ T
 b_i คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ i
 $e_{j,T+i}$ คือ ค่าความผิดพลาดจากการประมาณการ

ทั้งนี้กำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยดังต่อไปนี้

- H1: การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมีความสัมพันธ์กับเติร์ดกำไร
 H2: การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ
 H3: เติร์ดกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ
 H4: การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจผ่านเติร์ดกำไร

โดยก่อนการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลองทางเศรษฐมิติ จะคำนวณค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันก่อนเพื่อตรวจสอบปัญหา Multicollinearity



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ผลการวิจัย

จากการพิจารณาลักษณะของตัวแปรที่นำมาศึกษาในเบื้องต้นจากค่าเฉลี่ย ดังแสดงในตารางที่ 2 พบว่าบริษัทที่ IPO ใน SET และ mai มีค่าเฉลี่ยของดัชนีการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนเพิ่มขึ้นจากปีก่อนเข้า IPO และมีแนวโน้มสูงขึ้นทุกปี ทั้งในภาพรวมและรายด้าน โดยมีการเปิดเผยข้อมูลด้านการกำกับดูแลกิจการสูงกว่าด้านอื่น ซึ่ง Wipa Chongruksut (2016) [23] อธิบายว่าเป็นเพราะสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีข้อกำหนดแนวปฏิบัติในการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทั้งนี้ บริษัทที่ IPO ใน SET มีค่าเฉลี่ยดัชนีการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนสูงกว่าบริษัทที่ IPO ใน mai สอดคล้องกับ Phattrapong Charoenkijjarukorn (2013) [24] ในทำนองเดียวกัน ยังพบว่าบริษัทที่ IPO ใน SET และ mai มีค่าเฉลี่ยของเสถียรภาพกำไร เพิ่มขึ้นจากปีที่ IPO อันแสดงถึงการจัดการกำไรเพื่อให้กำไรมีความสม่ำเสมอมากขึ้นหลัง IPO จึงส่งผลให้กำไรมีความผันผวนสูงเมื่อเทียบกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน สอดคล้องกับ Jong-Hwan Yi (2001) [17] ที่พบว่าบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาที่รายงานกำไรสูงก่อน IPO ยังคงมีกำไรสูงกว่าบริษัทที่รายงานต่ำก่อน IPO ดังที่ Dollada Vivattanachang, and Somchai Supattarakul (2013) [18] ระบุว่าบริษัทจดทะเบียนในไทยโดยเฉลี่ยมีความคงอยู่ของการรับรู้รายการคงค้างในกำไรในอนาคตสูงกว่ากระแสเงินสด ในขณะที่ค่าเฉลี่ยของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของบริษัทที่ IPO ใน SET และ mai ไม่พบแนวโน้มทิศทางที่ชัดเจน ซึ่ง Marco Pagano, Fabio Panetta, and Luigi Zingales (1998) [15] อธิบายว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของบริษัทขึ้นอยู่กับเวลาและวงจรเศรษฐกิจในขอบเขตการศึกษา

ตารางที่ 2 ค่าเฉลี่ยการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน เสถียรภาพกำไร และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

ตัวแปร	2560				2561			
	T-1	T	T+1	T+2	T-1	T	T+1	T+2
E	0.06	0.10	0.12	0.15	0.07	0.09	0.15	0.16
S	0.10	0.19	0.23	0.25	0.11	0.22	0.27	0.29
G	0.22	0.62	0.68	0.70	0.25	0.60	0.67	0.69
ESG	0.38	0.91	1.03	1.10	0.43	0.91	1.09	1.14
EP		0.94	1.37	2.07		0.99	1.17	1.57
EVA		-4,549.36	2,002.31	-577.98		1,875.52	-37.79	687.47

สำหรับผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 1 แสดงในตารางที่ 3 ส่วนผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 2, 3 และ 4 แสดงในตารางที่ 4 ทั้งนี้ จากการทดสอบเบื้องต้นพบว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันสูงเกินไป กล่าวคือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละคู่มีน้อยกว่า 0.80 แสดงถึงการไม่มีปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 3 ซึ่งแสดงผลการวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 1 พบว่าการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญกับเสถียรภาพกำไร และมีเพียงการเปิดเผยข้อมูลด้านการกำกับดูแลกิจการที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญกับเสถียรภาพกำไร อาจอธิบายได้ว่าความเหมาะสมของข้อมูลระหว่างบุคคลภายนอก (นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสีย) และบุคคลภายใน (ผู้บริหาร) ที่ลดลงจากการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวมและด้านการกำกับดูแลกิจการมีผลให้เสถียรภาพกำไรเพิ่มขึ้นคงอยู่ต่อไปอีกต่อไป เช่นเดียวกันกับ Zabihollah Rezaee, and Ling Tuo (2019) [12] ที่พบความสัมพันธ์เช่นเดียวกัน อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยนี้ไม่สอดคล้องหลักฐานเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศอินโดนีเซีย (Meliyanti Meliyanti, and Nora Sri Hendriyeni, 2019) [10]

และประเทศมาเลเซีย (Thai Van Ha, Amena Sibghatullah, Sang Soo Chae, and Talla M. Aldeehani, 2020) [11] ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมมีผลทางบวกต่อเสถียรภาพกำไร อาจเนื่องจากนักลงทุนในแต่ละประเทศอาจมีความสนใจข้อมูลยั่งยืนในรายด้านแตกต่างกันจึงทำให้การเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวสะท้อนไปยังระดับเสถียรภาพกำไรของบริษัทแตกต่างกัน

ตารางที่ 3 ค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอยสำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและเสถียรภาพกำไร

ตัวแปร	EP			
(Constant)	1.11*	1.08*	0.72*	0.65*
E (T-1)	0.78			
S (T-1)		0.49		
G (T-1)			0.61*	
ESG (T-1)				0.50*
Audit	0.71*	0.57*	0.50*	0.48*
Size	-0.05*	-0.05*	-0.03	-0.03
Adjusted R ²	0.46	0.33	0.22	0.26
F-Value	42.17*	22.56*	14.12*	18.00*

หมายเหตุ: * คือ นัยสำคัญทางสถิติระดับ 0.05

ผลการวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 2, 3 และ 4 ดังแสดงในตารางที่ 4 พบว่าการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนทั้งในภาพรวมและรายด้านมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจตามสมมติฐานที่ 2 ในทิศทางตรงข้ามซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการแลกเปลี่ยนจากที่บริษัทมีค่าใช้จ่ายในการปฏิบัติตามกฎระเบียบที่เพิ่มขึ้นหลัง IPO และการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมีต้นทุนที่เกี่ยวข้องและต้นทุนของตัวแทนสูงขึ้นตามทฤษฎีตัวแทนจึงทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจลดลง เช่นเดียวกันกับหลักฐานเชิงประจักษ์ในประเทศอิตาลี โดย Murad Harasheh (2022) [14], Marco Pagano, Fabio Panetta, and Luigi Zingales (1998) [15] นอกจากนี้ เสถียรภาพกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจตามสมมติฐานที่ 3 ในทิศทางตรงข้ามเช่นเดียวกัน นั่นคือ หากบริษัทมีเสถียรภาพกำไร (การจัดการกำไร) เพิ่มขึ้นจะทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจลดลง อย่างไรก็ตาม พบเพียงการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวมและรายด้านในด้านสังคมและด้านการกำกับดูแลกิจการที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจผ่านเสถียรภาพกำไร ตามสมมติฐานที่ 4 กล่าวคือ หากบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนเพิ่มขึ้นในภาพรวม และรายด้านในด้านสังคมและด้านการกำกับดูแลกิจการ โดยมีเสถียรภาพกำไรสูง (มีการจัดการกำไรสูง) ร่วมด้วย จึงจะส่งผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจสูงขึ้นได้ ซึ่งอธิบายได้ด้วยทฤษฎีการคาดการณ์อย่างมีเหตุผล กล่าวคือ นักลงทุนที่มีเหตุผลควรพิจารณาตัดสินใจจากทุกข้อมูลทั้งข้อมูลทางการเงิน (เสถียรภาพกำไร) และข้อมูลที่ไม่ใช่ทางการเงิน (ข้อมูลความยั่งยืน) และสอดคล้องกับแนวคิดการลงทุนอย่างยั่งยืน

ตารางที่ 4 ค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอยสำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน เสถียรภาพกำไร และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

ตัวแปร	EVA			
(Constant)	13.17	64.22*	97.29*	97.84*
E (T-1)	-100.48*			
S (T-1)		-240.57*		
G (T-1)			-128.17*	
ESG (T-1)				-86.51*
E (T-1) * EP	14.35			
S (T-1) * EP		34.87*		
G (T-1) * EP			13.41*	
ESG (T-1) * EP				10.32*
EP	-3.08*	-8.65*	-8.75*	-10.55*
Audit	0.83	-0.15	1.56	3.00
Size	3.72*	1.67*	-0.42	-0.09
Adjusted R ²	0.26	0.56	0.86	0.79
F-Value	11.28*	37.83*	179.38*	106.61

หมายเหตุ: * คือ นัยสำคัญทางสถิติระดับ 0.05

สรุปและอภิปรายผล

แนวความคิดการลงทุนอย่างยั่งยืนที่คำนึงถึงการพิจารณาข้อมูลการดำเนินงานด้าน ESG ควบคู่กับการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของธุรกิจในการสร้างผลตอบแทนระยะยาวเป็นประเด็นที่ได้รับความสนใจในปัจจุบัน แต่จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีตยังไม่พบงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน เสถียรภาพกำไร และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ที่กำหนดให้เสถียรภาพกำไร (การจัดการกำไร) มีบทบาทเป็นตัวแปรคั่นกลางในการใช้การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนเพื่อพยากรณ์ผลการดำเนินงานในประเทศไทย งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์ศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวในช่วง IPO อันเป็นช่วงเวลาของบริษัทเปลี่ยนจากบริษัทเอกชนซึ่งนักลงทุนภายนอกมีข้อมูลจำกัดเกี่ยวกับบริษัทมาเป็นบริษัทจดทะเบียนหลัง IPO อันจะเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ที่ทำให้ค้นพบสิ่งใหม่ที่น่าสนใจไปสู่ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายให้แก่ผู้บริหารของบริษัทหน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุน และนักลงทุน นอกเหนือจากการพัฒนาองค์ความรู้ทางทฤษฎีเชิงวิชาการ

ผลการวิจัยพบว่า บริษัทมีแนวโน้มเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนทั้งในภาพรวมและรายด้านเพิ่มขึ้นหลังจาก IPO ซึ่งแสดงถึงการลดความอสมมาตรของข้อมูลระหว่างบริษัทและบุคคลภายนอก รวมถึงการปฏิบัติตามแนวทางการเปิดเผยข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้น เป็นการสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้มีส่วนได้เสีย และดึงดูดนักลงทุนที่มีความสนใจศึกษาข้อมูลและลงทุนในบริษัทจดทะเบียนเพิ่มขึ้น ขณะเดียวกัน หลัง IPO บริษัทมีความผันผวนของกำไรสูงขึ้นเมื่อเทียบกับความผันผวนของเงินสด ซึ่งแสดงถึงการใช้นโยบายการจัดการกำไรเพื่อให้กำไรของบริษัทมีเสถียรภาพเพิ่มขึ้น แต่ไม่พบแนวโน้มในทิศทางเดียวกันที่ชัดเจนของมูลค่าเชิงเศรษฐกิจหลัง IPO ทั้งนี้ พบเพียงการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวมและด้านการกำกับดูแลกิจการที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญกับเสถียรภาพกำไร ดังสมมติฐานที่ 1 อธิบายได้จากการลดความได้เปรียบของผู้บริหารในข้อมูลบริษัทกับบุคคลภายนอก (นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสีย) ตามทฤษฎีอสมมาตรข้อมูลและสอดคล้องกับหลักฐานเชิงประจักษ์ในประเทศสหรัฐอเมริกา โดย Michael C. Jensen,

and William H. Meckling (1976) [6] เมื่อพิจารณาของความสัมพันธ์ของทั้งการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและเสถียรภาพ กำไรกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ พบว่าการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนทั้งในภาพรวมและรายด้าน และเสถียรภาพกำไร มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ ดังสมมติฐานที่ 2 และ 3 อธิบายได้จากทฤษฎีตัวแทนและสอดคล้องกับหลักฐานประจักษ์ในประเทศอิตาลี โดย Murad Harasheh (2022) [14], Marco Pagano, Fabio Panetta, and Luigi Zingales (1998) [15] แต่เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ร่วมของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและเสถียรภาพกำไรกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ จะพบว่าการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวมและในรายด้านของด้านสังคมและการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์ร่วมกันในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ดังสมมติฐานที่ 4 อธิบายได้จากทฤษฎีการคาดการณ์อย่างมีเหตุผล กล่าวคือ หากพิจารณาผลกระทบทางตรง จะพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามของทั้งการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและเสถียรภาพกำไรที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ แต่จะพบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจสำหรับผลกระทบร่วมกัน (ทางอ้อม) ของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและเสถียรภาพกำไร

กล่าวโดยสรุปได้ว่า กรณีบริษัทในประเทศไทยที่ IPO ปี พ.ศ. 2560-2561 การเป็นบริษัทจดทะเบียนซึ่งมีข้อกำหนดแนวทางปฏิบัติในการเปิดเผยข้อมูล มีผลทำให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนเพิ่มขึ้นสอดคล้องกับทฤษฎีความถูกต้องตามกฎหมายและทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย ทั้งนี้การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายสำหรับบริษัท IPO ซึ่งเปลี่ยนเป้าหมายจากการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นตามทฤษฎีตัวแทนเป็นคำนึงถึงความผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียจึงเกิดต้นทุนตัวแทนที่เพิ่มขึ้น และส่งผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจลดลงในระยะสั้นตามทฤษฎีการแลกเปลี่ยน แต่หากบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลเพิ่มขึ้นร่วมกับการมีเสถียรภาพกำไรเพิ่มขึ้นจึงจะมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจสูงขึ้น จึงชี้แนะให้นักลงทุนเห็นถึงความสำคัญของการพิจารณาเลือกและตัดสินใจลงทุนโดยใช้ทั้งข้อมูลความยั่งยืน เสถียรภาพกำไร และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจร่วมกันตามทฤษฎีความคาดการณ์อย่างมีเหตุผล

ข้อเสนอแนะ

ในเชิงนโยบาย ถึงแม้ว่าการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนจะเพิ่มขึ้นหลัง IPO มีเพียงการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวมและรายด้านในด้านสังคมและการกำกับดูแลกิจการที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับเสถียรภาพกำไร จึงเป็นข้อเสนอแนะให้ผู้บริหารเห็นความสำคัญของการเพิ่มระดับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนโดยเฉพาะอย่างยิ่งด้านสังคมและการกำกับดูแลกิจการ ในขณะที่ควรตระหนักถึงนโยบายในการดำเนินกิจกรรมที่แสดงถึงความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม รวมถึงการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมเพิ่มขึ้นด้วยเพื่อเพิ่มระดับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนโดยรวม อีกทั้งยังเป็นข้อเสนอแนะให้หน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนในการพัฒนาแนวทางในการกำหนดกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนเพื่อสนับสนุนจูงใจส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนเพิ่มมากขึ้นด้วยหลักฐานเชิงประจักษ์ของความสำเร็จของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนที่มีต่อเสถียรภาพกำไรของบริษัท อย่างไรก็ตาม การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินการที่เกี่ยวข้องจึงทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจลดลงในระยะสั้นโดยเฉพาะอย่างยิ่งการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวมและรายด้านในด้านสังคมและการกำกับดูแลกิจการ อีกทั้งการจัดการกำไรให้มีเสถียรภาพคงอยู่ที่เพิ่มขึ้นส่งผลทางลบต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจลดลงในระยะสั้นด้วยเช่นกัน ผู้บริหารจึงควรระมัดระวังในการบริหารค่าใช้จ่ายอันเกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและการจัดการกำไรให้มีเสถียรภาพต่อเนื่อง นอกจากนี้เนื่องจากหากเสถียรภาพกำไรที่เพิ่มขึ้นเกิดขึ้นร่วมกับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวมและรายด้านในด้านสังคมและการกำกับดูแลกิจการที่เพิ่มขึ้นจึงจะส่งผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น จึงเป็นข้อเสนอแนะให้นักลงทุนพึงควรใช้ทั้งข้อมูลทางการเงิน (เสถียรภาพกำไร) และข้อมูลที่ไม่ใช่ทางการเงิน (ข้อมูลความยั่งยืน) ในการกำหนดนโยบายการลงทุน

สำหรับงานวิจัยในอนาคต นักวิจัยอาจต่อยอดผลการศึกษาที่ครอบคลุมขอบเขตการศึกษาหลังจากปีที่ IPO มากกว่า 3 ปี เพื่อศึกษาความมีเสถียรภาพกำไรในระยะยาวและพิจารณาผลกระทบของช่วงระยะเวลาและสถานะเศรษฐกิจที่แตกต่างกันเพื่อวิเคราะห์รวมถึงปัจจัยเสี่ยงจากความผันผวนทางเศรษฐกิจร่วมด้วย รวมทั้งควรพิจารณาเปรียบเทียบกับบริษัทจดทะเบียนอยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันเพื่อคำนึงลักษณะเฉพาะของแต่ละอุตสาหกรรม

เอกสารอ้างอิง

- [1] Green, M. (2022). *2022 ESG investment environmental, social and governance survey*. Retrieved July 15, 2023, from <https://focus.federatedhermes.com/2022-esg-investing-survey/p/1>
- [2] Fu, M., Yu, D., and Zhou, D. (2023). Secret recipe of IPO survival: ESG disclosure and performance. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 32(1), 3-19.
- [3] Mangala, D., and Dhanda, M. (2019). Earnings and performance of IPO firms: Evidence from India. *Indian Journal of Corporate Governance*, 12(1), 39-58.
- [4] Phanomai, W., and Chancharat, N. (2016). Board structure and performance of thai listed food and beverage companies. *WMS Journal of Management*, 5(2), 44-55. (in Thai).
- [5] Akerlof, G. A. (1970). The market for Lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. *Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- [6] Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- [7] Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge University Press.
- [8] Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *Academy of Management*, 20(3), 571-610.
- [9] Muth, J. F. (1961). Rational expectations and the theory of price movements. *Econometrica*, 29(3), 315-335.
- [10] Meliyanti, M., and Hendriyenni, N. S. (2019). Social and environmental disclosure and earning persistence. *Economics, Business and Management Research*, 149(3), 213-218.
- [11] Ha, T. V., Sibghatullah, A., Chae, S. S., and Aldeehani, T. M. (2020). The impact of environmental and social disclosure on earnings persistence. *International Journal of Account Researchery Economics and Policy*, 10(6), 690-696.
- [12] Rezaee, Z., and Tou, L. (2019). Are the quantity and quality of sustainability disclosures associated with the innate and discretionary earning quality?. *Journal of Business Ethics*, 155, 763-786. <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3546-y>
- [13] Kobkanjanapued, Y., Kongsakul, N., and Sriprasert, A. (2021). Earnings quality of thai listed companies in the sustainable stock group. *Journal of Humanities and Social Sciences Thonburi University*, 16(1), 106-118. (in Thai)
- [14] Harasheh, M. (2022). Does it make you better off? initial public offerings (ipos) and corporate sustainability performance: Empirical evidence. *Global Business Review*, 23(6), 1375-1387.

- [15] Pagano, M., Panetta, F., and Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *Journal of Finance*, 53(1), 27-64.
- [16] Thanjunpong, S., Dechsiri, P., and Awirothananon, T. (2018). The impact of sustainable development report disclosures on firm value. *Journal of Accountancy and Management*, 11(1), 131-144. (in Thai)
- [17] Yi, J. H. (2001). Pre-Offering earnings and the long-run performance of IPOs. *International Review of Finance Analysis*, 10, 53-67.
- [18] Vivattanachang, D., and Supattarakul, S. (2013). The earnings persistence and the market pricing of earnings and their cash flow and accrual components of thai firms. *Journal of Accounting Profession*, 9(25), 63-79. (in Thai)
- [19] Thaenmanee, W., and Rungruangwuttikrai, N. (2019). The level of sustainability reporting for listed companies in stock exchange of Thailand: A case study of property development business sector. *Social Science Journal of Prachachuen*, 1(1), 53-64. (in Thai)
- [20] Luez, C., Nanda, D., and Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527.
- [21] Young, S. D., and O'Byrne, S. (2001). *EVA and value based management: A practical guide to implementation*. New York: Mc-Graw-Hill.
- [22] Boonlert-U-Thai, K., Srijunpetch, S., and Phakdee, A. (2020). Bord characteristic quality affects earnings persistence in small firms: The case of listed companies in the stock exchange of Thailand. *Journal of Business Administration*. 44(169), 1-24. (in Thai)
- [23] Chongruksut, W. (2016). Corporate social responsibility disclosure in thailand. *Srinakharinwirot Research and Development (Journal of Humanities and Social Sciences)*, 8(15), 128-144. (in Thai)
- [24] Charoenkijjarukorn, P. (2013). A comparison of forms and guidelines: Disclosure and sustainability report of listed companies in stock exchange of thailand of financials and resources industry groups. *NIDA Development Journal*, 53(3), 25-48. (in Thai)