

คุณภาพรายงานทางการเงิน และความโดดเด่นด้าน ESG กับความสัมพันธ์
ระหว่างคุณลักษณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้น และประสิทธิภาพ
การลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*

Financial Reporting Quality and ESG Prominence on the Relationship of
Board Attributes and Ownership Structure to Investment Efficiency of
Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

ภัทธินิ ชัยขวัญ¹ และ กัญนิภัตติ นิธิโรจน์ธนัท²

Phattini Saikhwan¹, and Kanibhatti Nitirojntanad²

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Commerce and Accountancy Faculty Chulalongkorn University

E-mail: ¹phattini.sa@skru.ac.th, ²kanibhatti@cbs.chula.ac.th

Received March 25, 2024; Revised May 10, 2024; Accepted May 25, 2024

บทคัดย่อ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา 1) อิทธิพลของคุณลักษณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้น คุณภาพรายงานทางการเงิน ความโดดเด่นด้าน ESG ที่มีต่อประสิทธิภาพการลงทุน และ 2) อิทธิพลของคุณภาพรายงานทางการเงิน ความโดดเด่นด้าน ESG ที่ส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้นไปยังประสิทธิภาพการลงทุน การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2560 ถึง ปี พ.ศ. 2563 ใน 7 อุตสาหกรรม จำนวน 353 บริษัท รวม 1,412 ตัวอย่าง ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมที่มีข้อบังคับเฉพาะ มีข้อมูลไม่ครบถ้วน หรือข้อมูลมีค่าผิดปกติ โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากฐานข้อมูลและเว็บไซต์เผยแพร่สาธารณะ การวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมาน ผลการวิจัยจากโมเดลสมการโครงสร้าง (SEM) พบว่า 1) ความหลากหลายของกรรมการ คุณภาพรายงานทางการเงินมีอิทธิพลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการลงทุน (coef.= -0.0516, p-value < 0.10, coef.= 0.1073, p-value < 0.00 ตามลำดับ) การเป็นกรรมการในหลายกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อประสิทธิภาพการลงทุน (coef.= 0.0390, p-value < 0.10) 2) คุณภาพรายงานทางการเงินส่งผ่านอิทธิพลของความหลากหลายของกรรมการ และส่งผ่านอิทธิพลการเป็นกรรมการในหลายกิจการไปยังประสิทธิภาพการลงทุน

* บทความนี้วิจัยเป็นส่วนหนึ่งของวิทยานิพนธ์หลักสูตรศิลปศาสตรดุษฎีบัณฑิต สาขาการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

(coef.=0.0118, p-value < 0.01, coef.0.0069, p-value < 0.05 ตามลำดับ) 3) โครงสร้างการถือหุ้น และความโดดเด่นด้าน ESG ไม่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อประสิทธิภาพการลงทุน ผลการวิจัยแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ให้เห็นว่าบทบาทหน้าที่กรรมการ ส่งเสริมการมีคุณภาพรายงานทางการเงิน และส่งผลต่อประสิทธิภาพการลงทุน

คำสำคัญ: คุณลักษณะกรรมการ; โครงสร้างการถือหุ้น; คุณภาพรายงานทางการเงิน; ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล; ประสิทธิภาพการลงทุน

Abstract

This article aims to study (1) the influence of board attributes, ownership structure, financial reporting quality, and ESG prominence on investment efficiency and (2) the influence of financial report quality and ESG prominence, which mediate the relationship between board attributes and ownership structure on investment efficiency. This research is quantitative. Samples are listed companies on the Stock Exchange of Thailand between 2017 and 2020 in 7 industries, totaling 353 companies with 1,412 samples, excluding some industries that have special regulations and incomplete or outlier data. Secondary data is collected from published databases and websites. Data analysis applies descriptive statistics and inferential statistics. Research results from Structural Equation Modeling (SEM) represent that 1) diversity of Board and financial reporting quality have a positive influence on investment efficiency. (coef. = 0.0516, p-value < 0.10, coef. = 0.1073, p-value < 0.00, respectively) Multiple directorships have a negative influence on investment efficiency. (coef.=0.0390, p-value < 0.10) 2) Financial reporting quality mediates the influence of board diversity on investment efficiency and the influence of multiple directorships on investment efficiency. (coef. = 0.0118, p-value < 0.01, coef. = 0.0069, p-value < 0.05, respectively) 3) Ownership structure and ESG prominence have an insignificant influence on investment efficiency. Research results provide empirical evidence of the role of the board of directors, which supports financial reporting quality and leads to efficient corporate investment.

Keywords: board attributes; ownership structure; financial reporting quality; ESG; investment efficiency

บทนำ

ในปัจจุบันตลาดทุนไทยให้ความสำคัญกับข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental Social Governance: ESG) ในการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน เพื่อส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุนไทยอย่างยั่งยืนในระยะยาว โดยเห็นเป็นรูปธรรมจากการที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กำหนดแผนยุทธศาสตร์เพื่อให้ตลาดทุนเป็นกลไกสำคัญสู่ความยั่งยืน มีการกำหนดหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน (The Securities and Exchange Commission, 2020) ปรับปรุงแบบแสดงรายการแบบ 56-1 One Report เพื่อยกระดับการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืน (ESG) สนับสนุนการจัดทำรายงานความยั่งยืน (Sustainability Reporting) โดยความสมัครใจ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ต.ล.ท.) มีการประเมินหุ้นยั่งยืน สํารวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (CGR) เผยแพร่ผลการประเมินด้าน ESG ในระดับประเทศและระดับสากลในเว็บไซต์ www.settrade.com สถาบันไทยพัฒน์มีการประเมินบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินงานโดดเด่นด้าน ESG เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ ESG100 (Thaipat Institute, 2019) ดังนั้น จึงนำมาซึ่งคำถามวิจัยว่าการให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG และการจัดทำรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพตามมาตรฐานรายงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลอดจนการกำกับดูแลกิจการของหน่วยงานกำกับดูแล เพื่อมุ่งหมายให้เกิดการพัฒนาอย่างยั่งยืนนั้น มีประโยชน์แก่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ อย่างไร

งานศึกษาที่ผ่านมา พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ หรือมูลค่ากิจการ โดยองค์ประกอบสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ กรรมการ และผู้ถือหุ้นตามโครงสร้างการถือหุ้น อย่างไรก็ตาม อิทธิพลของปัจจัยการกำกับดูแลกิจการยังแตกต่างกันไม่ว่าจะเป็นคุณลักษณะของกรรมการ (Cashman, Gillan & Jun, 2012; Daniliuc, Li & Wee, 2021; Song, Yoon & Kang, 2020; Van Peteghem et al., 2019) หรือ โครงสร้างการถือหุ้น (Yasser & Mamun, 2017) นอกจากนี้ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการ งานวิจัยก่อนหน้านี้ยังพบว่า คุณภาพรายงานทางการเงินมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน หรือมูลค่าของกิจการเช่นกัน แต่อิทธิพลยังมีความแตกต่างกันตามเกณฑ์การพิจารณาคุณภาพรายงานทางการเงิน และบริบทการศึกษา (Lopes, Cerqueira & Brandão, 2012; Rathnayake, Rajapakse & Lasantha, 2021) นอกจากนี้ การดำเนินงาน และการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG หรือ ความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility: CSR) ยังเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการดำเนินงานของกิจการ หรือมูลค่ากิจการอีกด้วย (Flammer, 2015; Mahrani & Soewarno, 2018) นอกจากนี้ การวิจัยที่ผ่านมาส่วนใหญ่พิจารณาผลการดำเนินงานของกิจการ หรือ มูลค่ากิจการจากตัววัดด้านบัญชี เช่น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ หรือ ตัววัดด้านตลาด เช่น อัตรา Tobin's q ซึ่งเป็นการพิจารณาผลการดำเนินงานของกิจการในภาพรวม แต่การพิจารณาผลการดำเนินงานเกี่ยวกับการตัดสินใจเกี่ยวกับรายจ่ายฝ่ายทุนของผู้บริหาร จากประสิทธิภาพการลงทุนซึ่งเป็นผลการดำเนินงาน

ที่กรรมการ และผู้ถือหุ้นของกิจการสามารถมีส่วนร่วมกำกับดูแลการทำงานฝ่ายบริหารได้ผ่านบทบาทหน้าที่ และ สัดส่วนการถือหุ้นยังมีจำกัดศึกษาในบางประเทศ และผลการศึกษาที่แตกต่างกันขึ้นอยู่กับบริบทการศึกษา นอกจากนี้ งานศึกษาที่ผ่านมาส่วนใหญ่พิจารณาเพียงผลของอิทธิพลทางตรงแต่มีส่วนน้อยที่พิจารณาอิทธิพลทางอ้อมของปัจจัยส่งผ่านอิทธิพลของคุณลักษณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้นไปยังประสิทธิภาพการลงทุน

เมื่อพิจารณาช่องว่างการวิจัยในงานศึกษาของ Latif, Bhatti and Raheman (2017) Guan, Tian and Tian (2019), and Zhao (2021) พบว่าอาจมีตัวแปรที่มีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ศึกษา ดังนั้น ในการวิจัยครั้งนี้ นอกจากศึกษาอิทธิพลทางตรงของคุณลักษณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้น คุณภาพรายงานทางการเงิน ความโดดเด่นด้าน ESG กับประสิทธิภาพการลงทุน ผู้วิจัยยังศึกษาอิทธิพลของคุณภาพรายงานทางการเงิน ซึ่งเกิดจากการจัดทำรายงานและเปิดเผยข้อมูลตามมาตรฐานรายงานทางการเงินที่เป็นภาคบังคับ และความโดดเด่นด้าน ESG ซึ่งเป็นการดำเนินงาน และเปิดเผยข้อมูลที่เป็นภาคสมัครใจ โดยผู้วิจัยพิจารณาว่าเป็นการดำเนินการที่มีความสำคัญเท่า ๆ กัน และสามารถดำเนินการไปพร้อมๆกันได้ และเป็นปัจจัยที่อาจมีอิทธิพลส่งผ่านอิทธิพลของคุณลักษณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้น ไปยังประสิทธิภาพการลงทุน เพื่อตอบคำถามวิจัยว่า การให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG และการจัดทำรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพตามมาตรฐานรายงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลอดจนการกำกับดูแลกิจการของหน่วยงานกำกับดูแล เพื่อมุ่งหมายให้เกิดการพัฒนาอย่างยั่งยืน จะมีประโยชน์แก่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ โดยพิจารณาผลการดำเนินงานเกี่ยวกับการตัดสินใจลงทุนจากประสิทธิภาพการลงทุน วัตถุประสงค์การวิจัยครั้งนี้ เพื่อศึกษาอิทธิพลของคุณลักษณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้น คุณภาพรายงานทางการเงิน ความโดดเด่นด้าน ESG ที่มีต่อประสิทธิภาพการลงทุน และศึกษาอิทธิพลของคุณภาพรายงานทางการเงิน ความโดดเด่นด้าน ESG ที่ส่งผ่านอิทธิพลของคุณลักษณะกรรมการโครงสร้างการถือหุ้นไปยังประสิทธิภาพการลงทุน

ผลการวิจัยนี้จึงมีประโยชน์เชิงทฤษฎี การประยุกต์ใช้ และเชิงเทคนิคการวิจัย โดยในเชิงวิชาการนั้น ผลการศึกษาเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ถึงความสัมพันธ์ของคุณลักษณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้น คุณภาพรายงานทางการเงิน ความโดดเด่นด้าน ESG ต่อประสิทธิภาพการลงทุน ตลอดจนแนวคิด ทฤษฎีที่สามารถนำมาอธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ศึกษา ในเชิงประยุกต์ใช้ผลการศึกษาเป็นประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียน หน่วยงานกำกับดูแล ผู้ถือหุ้น นักลงทุน ตลอดจนผู้มีส่วนได้เสียของกิจการในการพิจารณาปัจจัยส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อการดำเนินงานและเปิดเผยข้อมูลตามมาตรฐานรายงานทางการเงินที่เป็นภาคบังคับ ตลอดจนการดำเนินงานและเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ที่ส่วนใหญ่ยังเป็นการดำเนินการภาคสมัครใจ ทำให้มีข้อมูลเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนรายจ่ายฝ่ายทุนและส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการลงทุน ในเชิงเทคนิคการวิจัย ในงานวิจัยที่

มีการศึกษาอิทธิพลทางตรงและอิทธิพลทางอ้อม สามารถนำโปรแกรมทางสถิติ STATA มาเป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์ข้อมูลได้ ซึ่งให้ผลการวิจัยครบถ้วนตามวัตถุประสงค์การวิจัย

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาอิทธิพลของคุณลักษณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้น คุณภาพรายงานทางการเงิน ความโดดเด่นด้าน ESG ที่มีต่อประสิทธิภาพการลงทุน
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลของคุณภาพรายงานทางการเงิน ความโดดเด่นด้าน ESG ที่ส่งผ่านอิทธิพลของคุณลักษณะกรรมการ และโครงสร้างการถือหุ้นไปยังประสิทธิภาพการลงทุน

การทบทวนวรรณกรรม

คุณลักษณะกรรมการ คือ ลักษณะกรรมการที่มีความแตกต่างกันด้านประชากรศาสตร์ หรือด้านการปฏิบัติงาน (Baker et al., 2020) งานวิจัยนี้พิจารณาลักษณะกรรมการด้านการปฏิบัติงาน 2 ด้าน คือ 1) ความหลากหลายของกรรมการตามประเภทของกรรมการ วัดด้วยค่า Blau's Index (Blau, 1977; Solanas et al., 2012) หากค่ามาก แปลว่า มีความหลากหลายของประเภทกรรมการ หากมีค่าน้อย แปลว่า ไม่มีความหลากหลายของประเภทกรรมการ ประเภทกรรมการที่พิจารณาในการวิจัย คือ กรรมการอิสระ และกรรมการที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และ 2) การเป็นกรรมการในหลายกิจการ วัดด้วยสัดส่วนกรรมการที่เป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนตั้งแต่ 3 กิจการขึ้นไป โดยพิจารณาจากงานศึกษาที่ผ่านมา แนวทางการกำกับกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนและการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน เนื่องจาก บทบาทหน้าที่ และความรับผิดชอบของกรรมการ เป็นส่วนหนึ่งในหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) (Park, 2019; The Securities and Exchange Commission, 2020)

โครงสร้างการถือหุ้น คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ในการวิจัยนี้พิจารณาการกระจุกตัว (Concentration) ของสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 อันดับแรกของบริษัทจดทะเบียนว่ามีสัดส่วนการถือหุ้นส่วนใหญ่อยู่ที่ผู้ถือหุ้นรายใดรายหนึ่งหรือบางรายใน 10 อันดับแรกหรือไม่ โดยพิจารณาจากดัชนี Herfindahl-Hirschman (Bednarek & Moszoro, 2014) หากค่าดัชนีสูง แปลว่า มีการกระจุกตัวของสัดส่วนการถือหุ้นผู้ถือหุ้นรายใหญ่บางราย หากดัชนีค่าต่ำ แปลว่า มีการกระจายตัวของสัดส่วนการถือหุ้นในผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่ละราย

คุณภาพรายงานทางการเงิน คือ รายงานทางการเงินตามมาตรฐานรายงานทางการเงินสามารถสะท้อนฐานะการเงิน ผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจของกิจการ งานวิจัยนี้วัดคุณภาพรายงานทางการเงินด้วยคุณภาพกำไร (Dechow, Ge & Schrand, 2010; Francis et al., 2004; Herath & Albarqi, 2017) โดยพิจารณาค่าสัมบูรณ์ค่าความคลาดเคลื่อนจากตัวแบบจำลองวัดคุณภาพของ

รายการคงค้างจากงานศึกษาของ Kothari, Leone and Wasley (2005) หากมีค่ามากขึ้น แปลว่าคุณภาพของรายการคงค้างลดลง แสดงถึงการมีคุณภาพรายงานทางการเงินลดลง

ความโดดเด่นด้าน ESG คือ ความโดดเด่นด้านการดำเนินงาน และเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล งานวิจัยนี้เป็นการพิจารณาบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินงานโดดเด่นด้าน ESG เป็นบริษัทในกลุ่ม ESG100 ที่ทำการประเมินโดยสถาบันไทยพัฒน์ (Thaipat Institute, 2019) ซึ่งพิจารณาประเมินเป็นรายปี

ประสิทธิภาพการลงทุน คือ การลงทุนอยู่ในระดับที่เหมาะสม ไม่มีการลงทุนมากเกินไปในโครงการที่มูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นลบ หรือลงทุนน้อยเกินไปทำให้เสียโอกาสลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันเป็นบวก (Gao & Yu, 2020) การวิจัยนี้ พิจารณาค่าสัมบูรณ์ของค่าความคลาดเคลื่อนจากตัวแบบจำลองในงานศึกษาของ Chen, Young and Zhuang (2013) เป็นตัววัดประสิทธิภาพการลงทุน หากค่าสัมบูรณ์ของค่าความคลาดเคลื่อนมากขึ้น แปลว่า มีประสิทธิภาพการลงทุนลดลง

ปัจจัยที่มีผลต่อประสิทธิภาพการลงทุน

1. คุณลักษณะกรรมการในด้านความหลากหลายของกรรมการที่มีต่อประสิทธิภาพการลงทุน งานศึกษาที่ผ่านมาพบว่าความหลากหลายของกรรมการส่งผลต่อกระบวนการคิด และส่วนใหญ่ศึกษาคุณลักษณะด้านประชากรศาสตร์ (Baker et al., 2020) ในบางงานวิจัยศึกษาในมิติด้านงาน เช่น ระยะเวลาการดำรงตำแหน่ง ความเชี่ยวชาญ เป็นต้น ผลงานวิจัยก่อนหน้านี้พบว่าความหลากหลายของกรรมการมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน และการลงทุนของกิจการ แต่ผลการศึกษายังมีความแตกต่างกันตามบริบทการศึกษา (Ullah, Majeed & Fang, 2021; Ullah et al., 2020) การวิจัยนี้ พิจารณาความหลากหลายของกรรมการ 2 ประเภท คือ กรรมการอิสระ และกรรมการที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เนื่องจากกรรมการ 2 ประเภทนี้ มีความแตกต่างในบทบาท หน้าที่ ความสนใจ จึงอาจส่งผลต่อกระบวนการคิด การตัดสินใจของกรรมการที่มีต่อประสิทธิภาพการลงทุน ความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายของกรรมการกับประสิทธิภาพการลงทุนอ้างอิงความสัมพันธ์ด้วยทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Hillman, Withers & Collins, 2009; Miller, 2019) และทฤษฎีเกี่ยวกับผู้บริหารระดับสูง (Hambrick, 2007; Hiebl, 2014) คุณลักษณะกรรมการในด้านการเป็นกรรมการในหลายกิจการที่มีต่อประสิทธิภาพการลงทุน ตามงานศึกษาของ Zhao (2021) พบว่าลักษณะเครือข่ายความสัมพันธ์ของกรรมการในหลายกิจการส่งเสริมให้เกิดประสิทธิภาพการลงทุน แต่ในงานศึกษาของ Park (2019) พบว่า การเป็นกรรมการในหลายกิจการมีผลเชิงลบต่อประสิทธิภาพการลงทุน โดยงานวิจัยก่อนหน้านี้ส่วนใหญ่พิจารณาการเป็นกรรมการในกิจการอื่นตั้งแต่ 3 กิจการขึ้นไป จะส่งผลเสียต่อการปฏิบัติงานของกรรมการ จึงสอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี พ.ศ.2560 (The Securities and Exchange Commission, 2020) ที่ให้แนวทางว่ากรรมการควรเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนไม่เกิน 5 บริษัทจดทะเบียน และแบบสอบถามประเมินการกำกับดูแลกิจการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พิจารณาเป็นกรรมการในกิจการอื่น 3-5 กิจการ ดังนั้น การเป็นกรรมการในหลายกิจการ อาจมี

ผลเชิงลบมากกว่าผลเชิงบวกต่อการดำเนินงานของกิจการ จึงอ้างอิงความสัมพันธ์ของความหลากหลายของกรรมการกับประสิทธิภาพการลงทุนด้วยทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร และทฤษฎีเกี่ยวกับผู้บริหารระดับสูง และอ้างอิงความสัมพันธ์การเป็นกรรมการในหลายกิจการกับประสิทธิภาพการลงทุนด้วยทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากรโดยตั้งสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

สมมติฐานการวิจัยที่ 1 ความหลากหลายของกรรมการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการลงทุน

สมมติฐานการวิจัยที่ 2 สัดส่วนการเป็นกรรมการในหลายกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อประสิทธิภาพการลงทุน

2. โครงสร้างการถือหุ้นที่มีต่อประสิทธิภาพการลงทุน การวิจัยก่อนหน้านี้ศึกษาสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว หรือ การมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นประเภทใดประเภทหนึ่งเป็นส่วนใหญ่มีผลต่อประสิทธิภาพการลงทุน ประเภทของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีผลต่อประสิทธิภาพการลงทุนแตกต่างกันตามบริบทการศึกษา (Chen, Sung & Yang, 2017; Chen et al., 2017) ผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถใช้อำนาจเพื่อสร้างประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือพิจารณาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยได้ การวิจัยศึกษาอิทธิพลที่มีต่อประสิทธิภาพการลงทุนจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 รายแรกของบริษัทจดทะเบียนอ้างอิงความสัมพันธ์ด้วยทฤษฎีเกี่ยวกับผู้บริหารระดับสูง โดยตั้งสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

สมมติฐานการวิจัยที่ 3 การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอิทธิพลต่อประสิทธิภาพการลงทุน

3. คุณภาพรายงานทางการเงินที่มีต่อประสิทธิภาพการลงทุน งานวิจัยที่ผ่านมาพบว่าคุณภาพรายงานทางการเงินมีอิทธิพลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการลงทุน (Chen et al., 2011; Gomariz & Ballesta, 2014; Rad et al., 2016; Shahzad et al., 2019) รายงานทางการเงินที่มีคุณภาพสามารถส่งเสริมให้มีข้อมูลในการตัดสินใจที่สะท้อนฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของกิจการ การวิจัยนี้อ้างอิงความสัมพันธ์ด้วยทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Freeman, Phillips & Sisodia, 2020; Friedman & Miles, 2002; Mahajan et al., 2023) และทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Akerlof, 1970; Healy & Palepu, 2001) โดยตั้งสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

สมมติฐานการวิจัยที่ 4 คุณภาพรายงานทางการเงินมีอิทธิพลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการลงทุน

4. ความโดดเด่นด้าน ESG ที่มีต่อประสิทธิภาพการลงทุน ผลงานศึกษาที่ผ่านมาพบว่าเมื่อมีการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้นส่งผลให้มีประสิทธิภาพลงทุนเพิ่มขึ้น การดำเนินงาน หรือเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม หรือ ด้าน ESG เพิ่มประสิทธิภาพการลงทุนและการจัดสรรการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ ทำให้กิจการลงทุนในระดับเหมาะสม ในขณะเดียวกัน มีความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายของกิจการ ลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหาร และผู้มีส่วนได้เสีย ทำให้ผู้บริหารมีข้อมูลตัดสินใจลงทุนที่มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น (Allman & Won, 2021; Anwar & Malik, 2020; Benlemlih & Bitar, 2018; Cook et al., 2019; Rudyanto, 2019; Samet & Jarboui, 2017; Wang, Shen

& Yang, 2020) การดำเนินงานและเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ที่มีความโดดเด่นส่งเสริมให้มีข้อมูลเพื่อการตัดสินใจที่ให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายของกิจการ การวิจัยนี้ จึงอ้างอิงความสัมพันธ์ด้วยทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล โดยตั้งสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

สมมติฐานการวิจัยที่ 5 ความโดดเด่นด้าน ESG มีอิทธิพลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการลงทุน

ในการพิจารณาปัจจัยส่งผ่านอิทธิพลของคุณลักษณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้นไปยังประสิทธิภาพการลงทุน จากงานวิจัยของ Latif, Bhatti and Raheman (2017) พบว่า คุณภาพกำไร มีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างการค้ากับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการ และงานวิจัยของ Guan, Tian and Tian (2019), and Zhao (2021) พบว่า ความรับผิดชอบต่อสังคม มีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและประสิทธิภาพการลงทุน ในการวิจัยนี้จึงศึกษาอิทธิพลทางอ้อมของคุณภาพรายงานทางการเงิน และความโดดเด่นด้าน ESG กับความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้น และประสิทธิภาพการลงทุน โดยตั้งสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

สมมติฐานการวิจัยที่ 6 คุณภาพรายงานทางการเงินมีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายของกรรมการและประสิทธิภาพการลงทุน

สมมติฐานการวิจัยที่ 7 คุณภาพรายงานทางการเงินมีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการเป็นกรรมการในหลายกิจการและประสิทธิภาพการลงทุน

สมมติฐานการวิจัยที่ 8 คุณภาพรายงานทางการเงินมีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และประสิทธิภาพการลงทุน

สมมติฐานการวิจัยที่ 9 ความโดดเด่นด้าน ESG มีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายของกรรมการและประสิทธิภาพการลงทุน

สมมติฐานการวิจัยที่ 10 ความโดดเด่นด้าน ESG มีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการเป็นกรรมการในหลายกิจการและประสิทธิภาพการลงทุน

สมมติฐานการวิจัยที่ 11 ความโดดเด่นด้าน ESG มีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และประสิทธิภาพการลงทุน

คุณลักษณะระดับกิจการ ที่มีอิทธิพลต่อประสิทธิภาพการลงทุนจากงานศึกษาที่ผ่านมาและได้พิจารณาเป็นตัวแปรควบคุมในการวิจัย คือ 1) ขนาดของกิจการ กิจการขนาดใหญ่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่าย อีกทั้ง มีทรัพยากรพร้อมที่ในการลงทุน จึงมีประสิทธิภาพการลงทุนดีกว่ากิจการขนาดเล็ก วัดด้วยค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม (Bimo, Silalahi & Kusumadewi, 2022) 2) สภาพหนี้สิน แสดงถึงสภาพคล่องของกิจการ การมีภาระหนี้สินสูงทำให้มีการลงทุนต่ำเพื่อลดภาระหนี้สิน วัดด้วยอัตราหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม 3) ความสามารถในการทำกำไร ผลกำไร (ขาดทุน)สุทธิ ตลอดจนการเปลี่ยนแปลงความสามารถในการทำกำไรของกิจการส่งผลต่อการลงทุน และประสิทธิภาพการลงทุน วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ในการวิจัย คำนวณเป็น

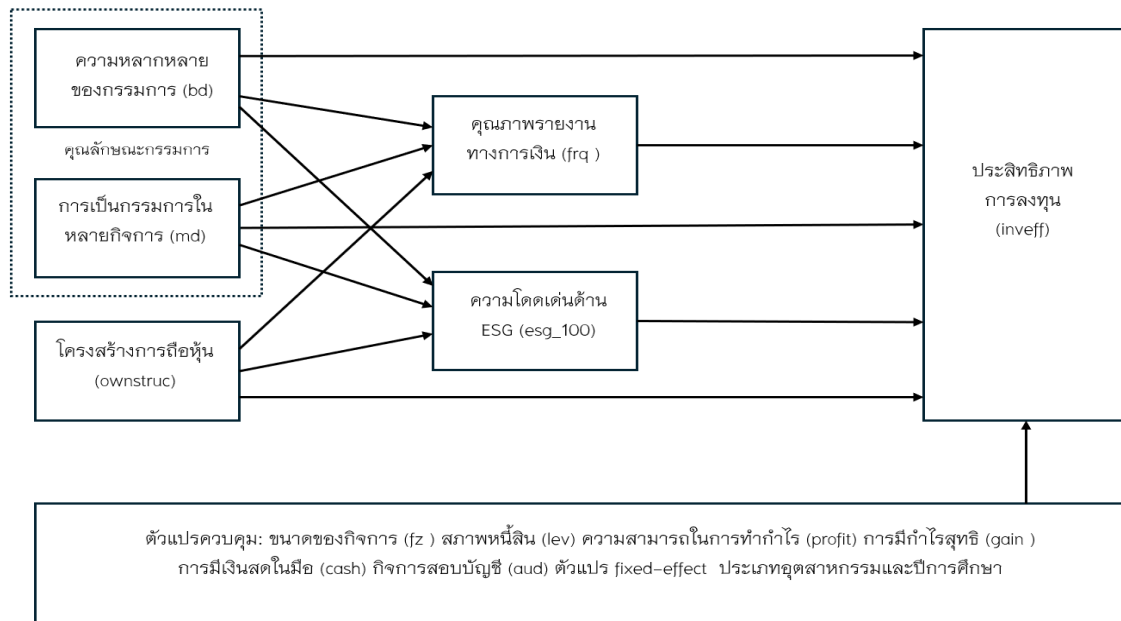
ค่าสัมบูรณ์เพื่อพิจารณาการเปลี่ยนแปลงความสามารถในการทำกำไรทั้งในทางที่ดีขึ้นและแย่ลง) และการมีกำไรสุทธิ (Bae et al., 2017; Bimo, Silalahi & Kusumadewi, 2022; Sun & Zhang, 2021)

4) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน หากกิจการมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมาก จะมีโอกาสในการลงทุนมากขึ้น หากมีน้อย หรือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานติดลบ อาจเกิดปัญหาข้อจำกัดทางการเงิน ทำให้การลงทุนลดลง วัดด้วยอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม (Bae et al., 2017; Park, 2019) และ 5) กิจการสอบบัญชี มีผลต่อคุณภาพการสอบบัญชีงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า กิจการสอบบัญชีในกลุ่ม Big4 มีคุณภาพการสอบบัญชีโดยเฉลี่ยสูงกว่ากิจการสอบบัญชีที่ไม่ได้อยู่ในกลุ่ม Big4 เนื่องจากมีความรู้ ความชำนาญ สมรรถนะในการทำงาน มีความพร้อมของทรัพยากร (Francis & Yu, 2009; Jiang, Wang, & Wang, 2019) ผลต่อคุณภาพของข้อมูลในการตัดสินใจ ทำให้การลงทุนมีประสิทธิภาพมากขึ้น วัดด้วยการพิจารณาว่าเป็นกิจการสอบบัญชีในกลุ่ม Big 4 หรือไม่ กิจการสอบบัญชี Big 4 ในประเทศไทย ได้แก่ 1) ดีลอยท์ ทูช โทมัส โซยเยส 2) อีวาย 3) ไพรซ์วอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส เอบีเอส และ 4) เคพีเอ็มจีมิไชตามลำดับ

การวิจัยเก็บข้อมูลเพื่อทำการศึกษาจำนวน 4 ปี คือ ปี พ.ศ. 2560 – ปี พ.ศ. 2563 เป็นตัวอย่างในการวิจัยใน 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และ กลุ่มเทคโนโลยีตามลำดับ จึงใช้ปีที่ศึกษาและประเภทอุตสาหกรรม เป็นตัวแปร fixed-effect ในการวิเคราะห์ข้อมูล

จากการทบทวนวรรณกรรมแนวคิด ทฤษฎี งานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้น ในการศึกษาอิทธิพลของความหลากหลายของกรรมการต่อประสิทธิภาพการลงทุน สนับสนุนความสัมพันธ์ด้วยทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากรและทฤษฎีเกี่ยวกับผู้บริหารระดับสูง อิทธิพลของการเป็นกรรมการในหลายกิจการต่อประสิทธิภาพการลงทุน สนับสนุนความสัมพันธ์ด้วยทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร อิทธิพลของโครงสร้างการถือหุ้นต่อประสิทธิภาพการลงทุน สนับสนุนความสัมพันธ์ด้วยทฤษฎีเกี่ยวกับผู้บริหารระดับสูง อิทธิพลของคุณภาพรายงานทางการเงินต่อประสิทธิภาพการลงทุน และอิทธิพลของความโดดเด่นด้าน ESG ต่อประสิทธิภาพการลงทุน สนับสนุนความสัมพันธ์ด้วยทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย และทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ส่วนอิทธิพลของคุณภาพรายงานการเงินส่งผ่านอิทธิพลของคุณลักษณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้น ไปยังประสิทธิภาพการลงทุน พิจารณาจากงานศึกษาของ Latif, Bhatti and Raheman (2017) Latif, Bhatti and Raheman (2017) และอิทธิพลของความโดดเด่นด้าน ESG ส่งผ่านอิทธิพลคุณลักษณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้น ไปยังประสิทธิภาพการลงทุน พิจารณาจากงานศึกษาของ Guan, Tian and Tian (2019) และ Zhao (2021) นำมาซึ่งกรอบแนวคิดการวิจัย ดังภาพที่ 1

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัย

ผู้วิจัยขอขอบคุณกระทรวงอุดมศึกษาวิทยาศาสตร์ วิจัยและนวัตกรรม ที่สนับสนุนทุนการศึกษา โครงการพัฒนาอาจารย์และบุคลากรสำหรับสถาบันอุดมศึกษาในเขตพัฒนาเฉพาะกิจจังหวัดชายแดนภาคใต้ หลักสูตรปริญญาเอก ในประเทศปีการศึกษา 2560

งานวิจัยนี้เป็นงานวิจัยเชิงปริมาณ ประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2560-2563 โดยการศึกษาวิจัยมีระเบียบวิธีวิจัย 5 ขั้นตอน ดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 การเลือกตัวอย่าง

ประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2560-2563 จำนวน 522 บริษัท ระยะเวลา 4 ปี รวม 2,088 ตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เข้าเกณฑ์การคัดเลือกตัวอย่าง ดังนี้ 1) ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ 2) ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ได้แก่ ธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และสิ่งก่อสร้างในหมวดธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนที่ปรับโครงสร้างหนี้ และ 3) บริษัทจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปี พ.ศ. 2558-พ.ศ. 2563 มีข้อมูลใช้ในการวิจัยครบถ้วน และไม่รวมข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนที่พบว่ามีค่าผิดปกติหรือค่าสุดโต่ง (Outlier or Extreme Data)

หลังจากพิจารณาตามเกณฑ์การคัดเลือกตัวอย่างในการการวิจัย มีตัวอย่างในการวิจัยจำนวน 353 บริษัท ใน 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ระยะเวลา 4 ปี รวม 1,412 ตัวอย่าง

ขั้นตอนที่ 2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ ที่มีการเผยแพร่สาธารณะในจากเว็บไซต์ และฐานข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เว็บไซต์สถาบันไทยพัฒน์ และฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี แบบ 56-1 หรือ 56-1 One Report เก็บข้อมูลเพื่อทำการศึกษา 4 ปี คือ ปี พ.ศ. 2560 – ปี พ.ศ. 2563 และมีการเก็บรวบรวมข้อมูลของปีก่อนปีการศึกษาเพิ่มเติมอีก 2 ปี คือปี พ.ศ. 2558 – พ.ศ. 2559 เพื่อใช้ในตัวอย่างที่ต้องใช้ข้อมูลก่อนปีการศึกษาในการคำนวณค่าวัดตัวแปร

ขั้นตอนที่ 3 การวัดค่าตัวแปร

จากการทบทวนวรรณกรรมงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อพิจารณาการวัดค่าตัวแปร ตามกรอบแนวคิดการวิจัย มีตัวแปร คำย่อตัวแปรที่แสดงในผลการวิเคราะห์ข้อมูล และวิธีการวัดค่าตัวแปร รายละเอียดปรากฏดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ตัวแปร คำย่อในผลการวิเคราะห์ข้อมูล และการวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	คำย่อในผล การวิเคราะห์ข้อมูล	การวัดค่าตัวแปร
ความหลากหลายของกรรมการ	bd	ค่า Blau's index
การเป็นกรรมการในหลายกิจการ	md	สัดส่วนจำนวนกรรมการที่เป็นการเป็นกรรมการในหลายกิจการตั้งแต่ 3 กิจการขึ้นไปต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด
โครงสร้างการถือหุ้น	ownstruc	ดัชนี Herfindahl–Hirschman (HHI)
คุณภาพรายงานทางการเงิน	frq	คุณภาพของรายการคงค้างใช้ตัวแบบในงานศึกษาของ Kothari, Leone and Wasley (2005) คำนวณค่าสัมบูรณ์ความคลาดเคลื่อน แปลผลว่าการไม่มีคุณภาพกำไรหรือ การไม่มีคุณภาพรายงานทางการเงินตามการวิจัย
ความโดดเด่นด้าน ESG	esg_100	ได้รับการประเมินเป็นบริษัทกลุ่ม ESG100 รายปีโดยสถาบันไทยพัฒน์ วัดด้วยตัวแปรหุ่น 0/1
ประสิทธิภาพการลงทุน	ineff	ประสิทธิภาพการลงทุนใช้ตัวแบบวัดระดับการลงทุนที่เหมาะสมของงานศึกษาของ Chen, Young and Zhuang (2013) พิจารณาค่าสัมบูรณ์ของค่าความคลาดเคลื่อน คือ การลงทุนไม่มีประสิทธิภาพ
ขนาดของกิจการ	fz	ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม
สภาพหนี้สิน	lev	หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม
ความสามารถในการทำกำไร	profit	ค่าสัมบูรณ์ของ ROA
	gain	การมีกำไรสุทธิ ด้วยตัวแปรหุ่น 0/1
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	cash	อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม
กิจการสอบบัญชี	big4	การมีกิจการสอบบัญชี big4 ด้วยตัวแปรหุ่น 0/1 กิจการสอบบัญชี big4 – ดีลอยท์ ทูช ไร้มัทส์ ซายยส์ สอบบัญชี – ไพรซ์วอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส เอปียเอส – สำนักงาน อีวาย – เคพีเอ็มจี ภูมิไชย สอบบัญชี

ขั้นตอนที่ 4 การวิเคราะห์ข้อมูล

ก่อนทำการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยทำการคำนวณค่าต่างๆ ที่ใช้วัดตัวแปรในการวิเคราะห์ข้อมูล จากนั้นทำการทดสอบสมมติฐานเบื้องต้นในการวิเคราะห์ความถดถอย ได้แก่ ข้อมูลมีความสัมพันธ์กันเชิงเส้นตรง (Linearity) ข้อมูลมีการแจกแจงเป็นโค้งปกติ (Normality) ความอิสระจากกันของตัวแปรอิสระที่ไม่ทำให้เกิดปัญหาพหุสัมพันธ์ร่วม (Multicollinearity) ข้อมูลมีความแปรปรวนคงที่

(Homoscedasticity) และค่าความคลาดเคลื่อนมีความอิสระต่อกัน ไม่เกิดปัญหาอัตตะสหสัมพันธ์ (Autocorrelation) โดยการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าความโด่ง และค่าความโค้ง และการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติอนุมาน ได้แก่ โมเดลสมการโครงสร้าง (SEM) (Acock, 2013; Cain, 2021) โดยมีขั้นตอน ดังนี้ 1) ตรวจสอบความสอดคล้องระหว่างโมเดลตามกรอบแนวคิดการวิจัยที่ได้จากการศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และทบทวนวรรณกรรมงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ 2) วิเคราะห์ข้อมูลประมาณค่าด้วยวิธี Maximum Likelihood Estimation : MLE และทำการ Robust ค่าความคลาดเคลื่อนจากการที่ข้อมูลมีความแปรปรวนไม่เท่ากัน 3) ทำการปรับโมเดล (ถ้าจำเป็น) โดยการเพิ่มเส้นเชื่อมระหว่างตัวแปรไม่ว่าจะเป็น ลูกศรทางเดียว หรือ ลูกศรสองทาง ในการวิจัยนี้ โปรแกรมในการวิเคราะห์ได้ปรับโมเดลให้เหมาะสม โดยเพิ่มลูกศรสองทางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างค่าความคลาดเคลื่อนของคุณภาพรายงานทางการเงินกับค่าความคลาดเคลื่อนของความโดดเด่นด้าน ESG

ขั้นตอนที่ 5 สรุปผล อภิปรายผลการวิจัย และให้ข้อเสนอแนะ

สรุปผลจากการวิจัย อภิปรายผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์การวิจัยว่ามีความสอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยหรือไม่ อย่างไร

ผลการวิจัย

ตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนจำนวน 353 บริษัท อยู่ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร จำนวน 42 บริษัท (ร้อยละ 11.90) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค จำนวน 31 บริษัท (ร้อยละ 8.78) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม จำนวน 65 บริษัท (ร้อยละ 18.41) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จำนวน 74 บริษัท (ร้อยละ 20.96) กลุ่มทรัพยากร จำนวน 35 บริษัท (ร้อยละ 9.92) กลุ่มบริการ จำนวน 78 บริษัท (ร้อยละ 22.10) และกลุ่มเทคโนโลยี จำนวน 28 บริษัท (ร้อยละ 7.93) ตามลำดับ

ผู้วิจัยทำการทดสอบสมมติฐานเบื้องต้นในการวิเคราะห์ความถดถอย ได้แก่ ข้อมูลมีความสัมพันธ์กันเชิงเส้นตรง ข้อมูลมีการแจกแจงเป็นโค้งปกติ ความอิสระจากกันของตัวแปรอิสระไม่ทำให้เกิดปัญหาพหุสัมพันธ์ร่วม ข้อมูลมีความแปรปรวนคงที่ และค่าความคลาดเคลื่อนมีความอิสระต่อกันไม่เกิดปัญหาอัตตะสหสัมพันธ์ดังแสดงในตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ค่าสถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	Obs	Min	Max	Mean	Std.dev	Skewness	Kurtosis
inveff	1,412	0.0001	0.5991	0.0531	0.0652	3.7114	21.6583
bd	1,412	0.0000	0.5000	0.3101	0.2029	-0.6990	1.7654
md	1,412	0.0000	0.6000	0.0952	0.1114	1.3397	4.9560
ownstruc	1,412	0.0055	0.9698	0.2007	0.1625	1.4676	5.1456
frq	1,412	0.0002	0.4931	0.0585	0.0624	2.3387	10.7197
esg_100	1,412	0.0000	1.0000	0.1572	0.3641	1.8833	4.5469
fz	1,412	5.7860	14.7493	8.8653	1.5260	0.7146	3.4923
lev	1,412	0.0083	1.6162	0.4231	0.2088	0.1380	2.7907
profit	1,412	0.0002	0.6761	0.0597	0.0583	3.4978	28.1121
gain	1,412	0.0000	1.0000	0.7769	0.4165	-1.3303	2.7697
cash	1,412	-0.2651	0.6176	0.0733	0.0907	0.5161	5.8360
aud	1,412	0.0000	1.0000	0.6254	0.4842	-0.5180	1.2683

เมื่อ inveff = ประสิทธิภาพการลงทุนวัดด้วยตัวแบบในงานศึกษา Chen, Young and Zhuang (2013) พิจารณาค่าสัมบูรณ์ของค่าความคลาดเคลื่อนแสดงว่าไม่มีประสิทธิภาพในการลงทุน, bd = ความหลากหลายของกรรมการวัดด้วย Blau Index, md = การเป็นกรรมการในหลายกิจการวัดด้วยสัดส่วนกรรมการในหลายกิจการ 3 กิจการขึ้นไปต่อจำนวนกรรมการรวม ownstruc = การกระจุกตัวของโครงสร้างการถือหุ้นวัดด้วย HHI index, frq = คุณภาพรายงานทางการเงินวัดด้วยคุณภาพรายการคงค้างจากตัวแบบในงานศึกษา Kothari, Leone and Wasley (2005) พิจารณาค่าสัมบูรณ์ของค่าความคลาดเคลื่อนแสดงการไม่มีคุณภาพกำไรหรือไม่มีคุณภาพรายงานทางการเงิน, esg_100 = เป็นบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม ESG 100 วัดด้วยตัวแปรหุ่น, fz = ขนาดกิจการวัดด้วยลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม, lev = สภาพหนี้สินวัดด้วยอัตราหนี้สิน, profit = ความสามารถในการทำกำไรวัดด้วยค่าสัมบูรณ์ของ ROA และ gain = ความสามารถในการทำกำไรพิจารณาผลการดำเนินงานมีกำไรสุทธิวัดด้วยตัวแปรหุ่น, cash = กระแสเงินสดจากการดำเนินงานวัดด้วยอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม, aud = มีกิจการสอบบัญชี Big 4 วัดด้วยตัวแปรหุ่น

จากตารางที่ 2 พบว่าค่าความเบ้ ค่าความโด่งของตัวแปร (ตารางที่ 1) ส่วนใหญ่อยู่ในขอบเขตที่ยอมรับได้ว่า ข้อมูลมีการแจกแจงปกติ คือ ค่าความเบ้อยู่ระหว่าง -3 ถึง +3 และค่าความโด่งอยู่ระหว่าง -10 ถึง +10 (Matore & Khairani, 2020) จากการทดสอบค่าสถิติ Breusch-Pagen ผู้วิจัยพบว่าข้อมูลมีความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนไม่คงที่ จึงทำการ Robust ค่าความคลาดเคลื่อนก่อนทำการวิเคราะห์ SEM การพิจารณาความสัมพันธ์กันเองของค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแบบไม่พบปัญหาอัตตะสหัสสัมพันธ์

พิจารณาความสัมพันธ์มากเกินไปของตัวแปร และความสัมพันธ์กันเชิงเส้นตรงโดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน แสดงในตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน และค่า VIF

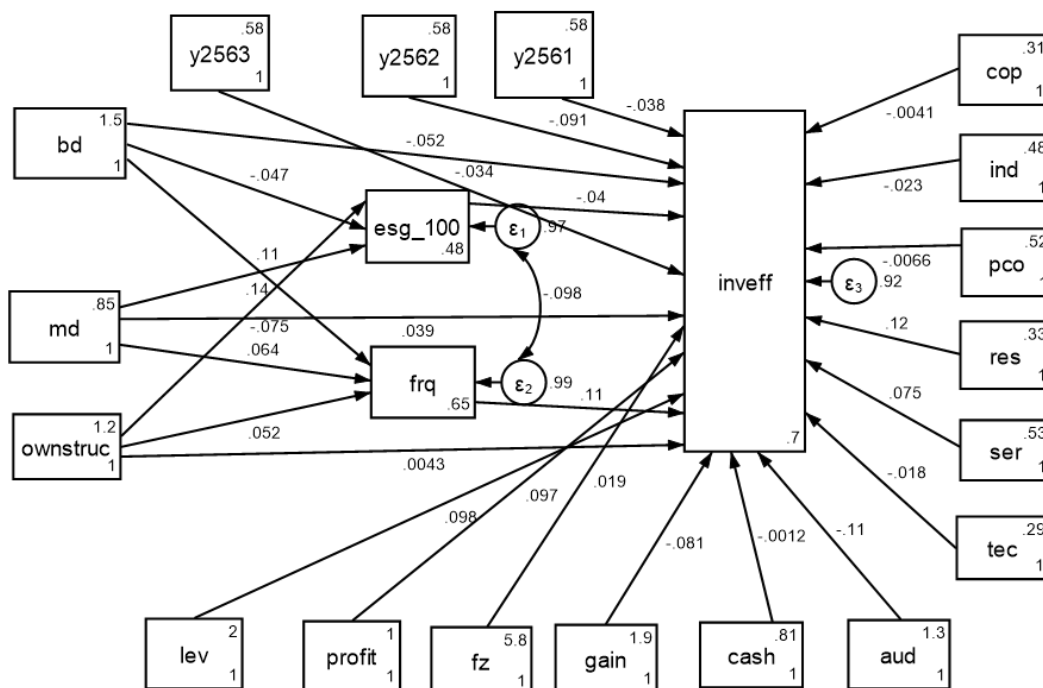
	VIF	1.inveff	2.bd	3.md	4.ownstruc	5.frq	6.esg100	7.fz	8.lev	9.profit	10.gain	11.cash	12.aud
1.inveff		1.0000											
2.bd	1.24	-0.035	1.0000										
3.md	1.16	0.0444	-0.1286*	1.0000									
4.ownstruc	1.16	-0.005	-0.2066*	0.0086	1.0000								
5.frq	1.21	0.1490*	0.0909*	0.0505	0.0302	1.0000							
6.esg100	1.28	-0.0602*	-0.0496	0.1439*	-0.0644*	-0.0952*	1.0000						
7.fz	1.85	0.0269	-0.2405*	0.1756*	-0.024	-0.0829*	0.2556*	1.0000					
8.lev	1.57	0.1166*	0.0299	0.1000*	-0.0822*	0.1758*	-0.0784*	0.4195*	1.0000				
9.profit	1.36	0.1024*	0.0140	0.0695*	0.0339	0.2394*	0.2100*	-0.0941*	-0.1522*	1.0000			
10.gain	1.21	-0.1197*	0.0007	0.0151	-0.0205	-0.1039*	0.2174*	0.1370*	-0.1568*	0.0237	1.0000		
11.cash	1.35	-0.026	0.1030*	0.0306	0.0684*	-0.0418	0.1472*	-0.0441	-0.2068*	0.3505*	0.2511*	1.0000	
12.aud	1.38	-0.0693*	-0.2402*	-0.2210*	0.1780*	0.0073	0.1414*	0.3697*	0.1925*	0.0092*	0.0948*	0.0547*	1.0000

*ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 3 พบว่า ตัวแปรที่ศึกษาไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์มากเกินไปของตัวแปร เนื่องจากค่า Variance Inflation Factor (VIF) มีค่าน้อยกว่า 10 โดยคุณภาพรายงานทางการเงิน ความโดดเด่นด้าน ESG สภาพหนี้สิน ความสามารถในการทำกำไร กิจกรรมlobbyที่มีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

การตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลตามสมมติฐานกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ในการวิจัยภายหลังทำการ Robust ค่าความคลาดเคลื่อน เพื่อแก้ปัญหาค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนไม่คงที่ของข้อมูล จะพิจารณาค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดล (Model fit) จากค่าดัชนีรากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนเหลือมาตรฐาน (Standardized Root Mean Square Residual: SRMR) เท่านั้น โดยเกณฑ์การพิจารณาค่าสถิติ SRMR ควรมีค่าน้อยกว่าเท่ากับ 0.05 (Hoyle, 2012) ผลของการตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลตามสมมติฐานกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ภายหลังปรับโมเดลการวิจัยให้มีความเหมาะสมโดยโปรแกรมวิเคราะห์ SEM ได้เพิ่มเส้นความสัมพันธ์ระหว่างค่าความคลาดเคลื่อนของคุณภาพรายงานทางการเงินและความโดดเด่นด้าน ESG โมเดลการวิจัยมีค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดล (Model fit) ได้แก่ ค่าดัชนีรากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนเหลือมาตรฐาน (Standardized Root Mean Square Residual: SRMR) เท่ากับ 0.037 ดังนั้น โมเดลการวิจัย จึงมีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ เมื่อทดสอบ Equation-level goodness of fit ของโมเดลการวิจัยเพิ่มเติมได้ค่า R^2 โดยรวมเท่ากับ 10.63%

ผลการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างตามโมเดลการวิจัยที่มีการปรับเพิ่มเส้นความสัมพันธ์ระหว่างค่าความคลาดเคลื่อนของคุณภาพรายงานทางการเงิน และความโดดเด่นด้าน ESG แสดงในภาพที่ 2 โดยตัวแปรที่ศึกษา จะแสดงค่า standardized mean มุมขวาบน ค่า standardized variance มุมล่างขวา (เท่ากับ 1 จากการ standardize) และในแต่ละเส้นทาง (path) จะแสดงค่า standardized path coefficient



ภาพที่ 2 โมเดลการวิจัย วิเคราะห์ด้วยโมเดลสมการโครงสร้าง

ในตารางที่ 4 แสดงผลการวิจัยอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมจากการวิเคราะห์ SEM ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ โดยแสดงข้อมูลเส้นทางความสัมพันธ์ของตัวแปรค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง (Path Coef.) และค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Std.Err.) ที่มีการ standardize และ Robust ค่า p-value ของค่า z-score ของเส้นความสัมพันธ์ และสมมติฐานการวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ตัวแปร ตามลำดับ

ตารางที่ 4 ผลของอิทธิพลทางตรง และทางอ้อมจากการวิเคราะห์ SEM ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ความสัมพันธ์	Standardize		p-value	สมมติฐานการวิจัย
	Robust Coef.	Robust Std. Err.		
อิทธิพลทางตรง:				
bd > inveff	-0.0516	0.0287	0.072*	สนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ 1
md > inveff	0.0390	0.0232	0.093*	สนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ 2
bd > inveff	-0.0516	0.0287	0.072*	สนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ 1
md > inveff	0.0390	0.0232	0.093*	สนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ 2
frq > inveff	0.1073	0.0306	0.000***	สนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ 4
bd > frq	0.1099	0.0277	0.000***	
md > frq	0.0641	0.0265	0.016**	
lev > inveff	0.0981	0.0348	0.005***	
profit > inveff	0.0968	0.0581	0.096*	
gain > inveff	-0.0815	0.0324	0.012**	
aud > inveff	-0.1089	0.0326	0.001**	
อิทธิพลทางอ้อม:				
bd > frq > inveff	0.0118	0.0042	0.005***	สนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ 6
md > frq > inveff	0.0069	0.0036	0.054*	สนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ 7

มีนัยสำคัญทางสถิติที่ *p < 0.10 **p<0.05 ***p<0.01 ตามลำดับ

เมื่อ inveff = ประสิทธิภาพการลงทุนวัดด้วยตัวแบบในงานศึกษา Chen, Young and Zhuang (2013) พิจารณาค่าสัมบูรณ์ของค่าความคลาดเคลื่อนแสดงความไม่มีประสิทธิภาพในการลงทุน , bd = ความหลากหลายของกรรมการวัดด้วย Blau Index, md = การเป็นกรรมการในหลายกิจการวัดด้วยสัดส่วนกรรมการในหลายกิจการ 3 กิจการขึ้นไปต่อจำนวนกรรมการรวม ownstruc = การกระจุกตัวของโครงสร้างการถือหุ้นวัดด้วย HHI index, frq = คุณภาพรายงานทางการเงินวัดด้วยคุณภาพรายการคงค้างจากตัวแบบในงานศึกษา Kothari, Leone and Wasley (2005) พิจารณาค่าสัมบูรณ์ของค่าความคลาดเคลื่อนแสดงการไม่มีคุณภาพกำไรหรือไม่มีคุณภาพรายงานทางการเงิน, esg_100 = เป็นบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม ESG 100 วัดด้วยตัวแปรหุ่น, fz = ขนาดกิจการวัดด้วยลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม, lev = สภาพหนี้สินวัดด้วยอัตราหนี้สิน, profit = ความสามารถในการทำกำไรวัดด้วยค่าสัมบูรณ์ของ ROA และ gain = ความสามารถในการทำกำไรพิจารณาผลการดำเนินงานมีกำไรสุทธิวัดด้วยตัวแปรหุ่น, cash = กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีวัดด้วยอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม , aud = มีกิจการสอบบัญชี Big 4 วัดด้วยตัวแปรหุ่น

ผลจากการวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อ 1) เพื่อศึกษาอิทธิพลของคุณลักษณะกรรมการ 2 ด้าน ได้แก่ ความหลากหลายของกรรมการ (bd) และการเป็นกรรมการในหลายกิจการ (md) โครงสร้างการถือหุ้น (ownstruc) คุณภาพรายงานทางการเงิน (frq) ความโดดเด่นด้าน ESG (esg_100) ที่มีต่อประสิทธิภาพการลงทุน ผลการวิจัยพบว่า ความหลากหลายของกรรมการ (bd) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการลงทุน (ineff) (coef = -0.0516 p-value < 0.10) การเป็นกรรมการในหลายกิจการ (md) มีอิทธิพลเชิงลบต่อประสิทธิภาพการลงทุน (ineff) (coef = 0.0390, p-value < 0.10) คุณภาพรายงานทางการเงิน (frq) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการลงทุน (ineff) (coef = 0.1073, p-value < 0.01) โครงสร้างการถือหุ้น (ownstruc) ความโดดเด่นด้าน ESG (esg_100) ไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อประสิทธิภาพการลงทุน (ineff) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ดังนั้น ผลการศึกษาตามวัตถุประสงค์การวิจัยข้อ 1) จึงสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ 1, 2 และ 4 แต่ไม่สนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ 3 และ 5

ผลจากการวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อ 2) เพื่อศึกษาอิทธิพลของคุณภาพรายงานทางการเงิน (frq) ความโดดเด่นด้าน ESG (esg_100) ที่ส่งผ่านอิทธิพลของคุณลักษณะกรรมการ 2 ด้าน ได้แก่ ความหลากหลายของกรรมการ (bd) และการเป็นกรรมการในหลายกิจการ (md) โครงสร้างการถือหุ้น (ownstruc) ไปยังประสิทธิภาพการลงทุน (ineff) ผลการวิจัยพบว่า คุณภาพรายงานทางการเงิน (frq) มีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายของกรรมการ (bd) และประสิทธิภาพการลงทุน (ineff) (coef = 0.0118, p-value < 0.01) คุณภาพรายงานทางการเงิน (frq) มีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นกรรมการในหลายกิจการ (md) และประสิทธิภาพการลงทุน (frq) (coef = 0.0069, p-value < 0.05) ผลการศึกษาไม่พบว่าคุณภาพรายงานทางการเงิน (frq) มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้น (ownstruc) และประสิทธิภาพการลงทุน (ineff) นอกจากนั้น ผลการศึกษาไม่พบว่าความโดดเด่นด้าน ESG (esg_100) มีอิทธิพลส่งผ่านอย่างมีนัยสำคัญ ความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายของกรรมการ (bd) และประสิทธิภาพการลงทุน (ineff) ความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นกรรมการในหลายกิจการ (md) และประสิทธิภาพการลงทุน (ineff) ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้น (ownstruc) และประสิทธิภาพการลงทุน (ineff) ตามลำดับ

ดังนั้น ผลการศึกษาตามวัตถุประสงค์การวิจัยข้อ 2) จึงสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ 6 และ 7 ตามลำดับ แต่ไม่สนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ 8, 9, 10, และ 11 ตามลำดับ เนื่องจากความสัมพันธ์ไม่อยู่ในระดับที่มีนัยสำคัญทางสถิติ

นอกจากนั้น ผลการศึกษา พบว่า ความหลากหลายของกรรมการ (bd) และการเป็นกรรมการในหลายกิจการ (md) มีอิทธิพลเชิงลบต่อคุณภาพรายงานทางการเงิน (frq) (coef = 0.1099, p-value < 0.01 และ coef = 0.0641, p-value < 0.05 ตามลำดับ) สภาพหนี้สิน (lev) และการเปลี่ยนแปลงของความสามารถในการทำกำไร (profit) มีอิทธิพลเชิงลบต่อประสิทธิภาพการลงทุน (ineff)

(coef=0.0981, p-value < 0.01 และ coef = 0.0968, p-value < 0.10 ตามลำดับ) ในขณะที่ ผลการดำเนินงานมีกำไรสุทธิ (gain) และการมีกิจการสอบบัญชีเป็นบริษัทในกลุ่ม Big 4 (aud) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการลงทุน (ineff) (coef = -0.0815, p-value < 0.05 และ coef = -0.1088, p-value < 0.01 ตามลำดับ)

อภิปรายผลการวิจัย

ผลจากการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 1) พบว่า ความหลากหลายของกรรมการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการลงทุน ทั้งนี้ อาจที่กิจการมีความหลากหลายของประเภทกรรมการอิสระ และกรรมการที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ช่วยส่งเสริมประสิทธิภาพการลงทุน เพราะมีบทบาท หน้าที่ ที่มีความแตกต่างกัน สามารถกำกับดูแลการลงทุนของกิจการอย่างรอบคอบรอบด้านได้ สัดส่วนกรรมการในหลายกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อประสิทธิภาพการลงทุน การเป็นกรรมการในหลายกิจการของกรรมการในบริษัทจดทะเบียนไม่ควรมีจำนวนเกิน 3 กิจการขึ้นไป แม้ว่าหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะให้แนวทางว่ากรรมการควรเป็นกรรมการในบริษัทในบริษัทจดทะเบียนไม่เกิน 5 บริษัทจดทะเบียนก็ตาม (The Securities and Exchange Commission, 2020) เนื่องจากส่งผลเชิงลบต่อประสิทธิภาพการลงทุน ซึ่งอาจทำให้กรรมการปฏิบัติงานไม่มีประสิทธิภาพอย่างเต็มที่ สอดคล้องกับงานศึกษาของ Park (2019) และ Saleh et al. (2020) คุณภาพรายงานทางการเงินมีอิทธิพลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการลงทุน ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะการมีรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพสามารถสะท้อนฐานะการเงินและผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจของกิจการ ช่วยให้ข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนของผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย สอดคล้องกับทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลและทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย ผลการศึกษา ไม่พบว่าการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และความโดดเด่นด้าน ESG มีอิทธิพลต่อประสิทธิภาพการลงทุนในระดับที่มีนัยสำคัญ แต่พบว่าการกระจุกตัวของโครงสร้างการถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงลบต่อประสิทธิภาพการลงทุน และความโดดเด่นด้าน ESG มีอิทธิพลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการลงทุน ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่ได้มีบทบาทในการกำกับดูแลกิจการหรือมีส่วนร่วมในการพิจารณาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมีส่วนได้เสียทุกฝ่ายของกิจการ และพบว่าความโดดเด่นด้าน ESG มีอิทธิพลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการลงทุน ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะการลงทุนในด้าน ESG ส่วนใหญ่มีการลงทุนสูงแต่ผลประโยชน์ที่จะได้จากการลงทุนอาจยังไม่ปรากฏผลภายในระยะเวลาสั้นๆ หรือ เกณฑ์การพิจารณาความโดดเด่นด้าน ESG ของหน่วยงานกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในปัจจุบันอาจยังไม่สามารถสะท้อนถึงผลการดำเนินงาน หรือการเปิดเผยด้าน ESG ของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับผลงานศึกษาของ Anwar and Malik (2020) ที่กล่าวว่า การดำเนินงานหรือเปิดเผยข้อมูลด้านความรับผิดชอบต่อสังคมอาจไม่มีประโยชน์ใดๆ หากกิจการไม่ได้เปิดเผยข้อมูลที่ช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของการได้ข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุน อีกทั้ง บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ยังดำเนินงานและเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับ ESG เป็นภาคสมัครใจเป็นส่วนใหญ่ และหน่วยงานกำกับดูแลมีการกำหนดการดำเนินงานและเปิดเผยข้อมูลภาคบังคับเพียงบางส่วน

ผลจากการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 2) พบว่าคุณภาพรายงานทางการเงินมีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายของกรรมการและประสิทธิภาพการลงทุน เนื่องจากการมีส่วนร่วมของกรรมการอิสระและกรรมการที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จะส่งเสริมให้เกิดคุณภาพรายงานการเงินที่ดี มีข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนที่สะท้อนฐานะการเงิน ผลการดำเนินงานของกิจการซึ่งนำไปสู่การมีประสิทธิภาพการลงทุน เนื่องจากการมีกรรมการที่เป็นผู้ถือหุ้นของกิจการจะมีแนวโน้มที่จะพิจารณาการทำงานของผู้บริหารไม่ให้เกิดการจัดการกำไร เพื่อเพิ่มความโปร่งใสในการทำงาน ดังนั้นความเป็นเจ้าของหุ้นของกรรมการจึงช่วยส่งเสริมการรายงานทางการเงิน และคุณภาพการกำกับดูแลกิจการได้ (Rose et al., 2013) อีกทั้ง ในงานศึกษาของ Siagian, Siregar and Rahadian (2013) การมีกรรมการอิสระรวมถึงคณะกรรมการตรวจสอบในจำนวนเหมาะสมตามกำหนดของหน่วยงานกำกับดูแลช่วยเพิ่มคุณภาพของกำไรที่รายงาน

นอกจากนั้น ผลการวิจัยพบว่าคุณภาพรายงานทางการเงินมีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นกรรมการในหลายกิจการและประสิทธิภาพการลงทุน เนื่องจากการมีกรรมการเป็นกรรมการในหลายกิจการที่ไม่ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการทำงานของกรรมการ ทำให้มีการรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพ ช่วยส่งเสริมการลงทุนของกิจการให้มีประสิทธิภาพได้ เนื่องจากสามารถพิจารณาการดำเนินงานของกิจการอื่นที่ไปเป็นกรรมการมาเป็นข้อแนะนำพัฒนา ปรับปรุงแนวทางการดำเนินงานของกิจการได้สนับสนุนด้วยผลการศึกษาของ Abd Alhadi et al. (2021) ที่พบว่า การเป็นกรรมการในหลายกิจการแม้มีผลกระทบเชิงลบต่อคุณภาพกำไรที่ในงานวิจัยนี้ใช้วัดคุณภาพรายงานทางการเงิน แต่หากในประเทศที่มีกฎ ระเบียบ ข้อบังคับเอื้อให้มีการคุ้มครองนักลงทุนสูง (High investor protection) จะมีส่วนช่วยให้การมีกรรมการในหลายกิจการช่วยส่งเสริมคุณภาพรายงานทางการเงินได้

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาไม่พบว่าคุณภาพรายงานทางการเงินมีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นและประสิทธิภาพการลงทุน ทั้งนี้ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการอาจไม่ได้ร่วมกำกับดูแลกิจการผ่านการถือหุ้น หรือ ไม่ได้ให้ความสำคัญกับการจัดทำรายงานตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินที่เป็นภาคบังคับของกิจการ ดังนั้น ผลการศึกษาจึงสามารถสนับสนุนความสัมพันธ์ได้ด้วยทฤษฎีสัญญาณ (Spence, 1978) นอกจากนี้ อาจมีเพียงผู้ถือหุ้นบางประเภทที่ส่งผลเชิงบวกต่อคุณภาพรายงานทางการเงิน เช่น ในงานศึกษาของ Kurawa et al. (2021) พบว่า ผู้ถือหุ้นสถาบันและผู้ถือหุ้นต่างชาติ ส่งเสริมให้มีคุณภาพรายงานทางการเงินที่ดี และการมีผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารควรถือหุ้นในสัดส่วนไม่เกินร้อยละ 10 เพราะมีผลกระทบเชิงลบต่อการดำเนินงานของกิจการได้

นอกจากนั้น ผลการศึกษา ไม่พบว่าความโดดเด่นด้าน ESG มีอิทธิพลส่งผ่านอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายของกรรมการและประสิทธิภาพการลงทุนความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นกรรมการในหลายกิจการและประสิทธิภาพการลงทุน ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นและประสิทธิภาพการลงทุนตามลำดับ ทั้งนี้ เนื่องจากความโดดเด่นด้าน ESG ที่เกิดจากการดำเนินงานและการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ของบริษัทจดทะเบียนได้รับการพิจารณาจัดอันดับเป็นบริษัทในกลุ่ม ESG100 ยังเป็นการดำเนินการและเปิดเผยข้อมูลภาคสมัครใจเป็นส่วนใหญ่ หากหน่วยงานกำกับดูแลมีการกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดำเนินงานและเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ภาคสมัครใจเป็นภาคบังคับมากขึ้น ต่อไปความโดดเด่นด้าน ESG อาจมีผลกระทบเชิงบวกอย่างมีสาระสำคัญได้ เช่น ในผลการวิจัยของ Liu and Tian (2021) ที่ศึกษาผลของการเปิดเผยด้าน CSR ภาคบังคับที่มีต่อประสิทธิภาพการลงทุน พบว่า สามารถลดการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพได้เมื่อมีการกำหนดในจัดทำในภาคบังคับ เนื่องจากช่วยลดปัญหาตัวแทนของผู้บริหารในการตัดสินใจลงทุนได้ ในผลการวิจัยของ Cook et al. (2019) พบว่า กิจการที่มีระดับการดำเนินงานเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมมากขึ้น จะทำให้มีการลงทุนที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น และมีนวัตกรรมทางธุรกิจมากขึ้น ซึ่งในการลงทุนด้านนวัตกรรมย่อมใช้ระยะเวลาดำเนินการกว่าจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน และในผลการวิจัยของ Wang, Fan and Zhuang (2023) พบว่า การมีโครงสร้างการถือหุ้นหลากหลายที่มีความสมดุลไม่มีสัดส่วนการถือหุ้นส่วนใหญ่ในผู้ถือหุ้นรายแรกเพียงรายเดียว จะช่วยสนับสนุนให้มีการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG มากขึ้น ดังนั้น เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่มิมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวที่ผู้ถือหุ้นประเภทใดประเภทหนึ่ง ดังนั้น โครงสร้างการถือหุ้นแม้ไม่มีอิทธิพลอย่างเป็นสาระสำคัญในการวิจัยนี้ แต่พบว่าส่งผลกระทบเชิงลบต่อความโดดเด่นด้าน ESG

องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

การวิจัยนี้ไม่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพรายงานทางการเงิน และความโดดเด่นด้าน ESG เนื่องจากผลงานวิจัยก่อนหน้านี้ พบว่า คุณภาพกำไรซึ่งเป็นตัววัดคุณภาพรายงานการเงินในการวิจัยนี้ไม่มีอิทธิพลต่อการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจ (Kiattikulwattana, 2014) และในบางงานวิจัยพบว่าคุณภาพรายงานทางการเงินกับการดำเนินงานและการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อาจความสัมพันธ์ได้ 2 ทิศทาง คือ 1) เมื่อกิจการมีความรับผิดชอบต่อสังคมที่ดี จะช่วยให้การจัดการกำไรลดลง มีคุณภาพกำไร หรือ คุณภาพรายงานทางการเงินเพิ่มขึ้น และ 2) เมื่อมีคุณภาพกำไร หรือ คุณภาพรายงานทางการเงินเพิ่มขึ้น กิจการจะมีการเปิดเผยข้อมูลภาคสมัครใจมากขึ้น (Kim, Park & Wier, 2012; Yoon, Kim & Lee, 2019) แต่ในทางสถิติการมีตัวแปรต้นกลาง 2 ตัว ตัวแปรต้นกลางอาจมีความสัมพันธ์กันเองได้ระดับหนึ่ง เนื่องจากได้รับอิทธิพลจากปัจจัยเดียวกัน

อย่างไรก็ตามในการวิจัย พบว่า การปรับโมเดลการวิจัยเพื่อให้ข้อมูลมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์จะต้องมีความสัมพันธ์ระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (ϵ_1 และ ϵ_2) ของคุณภาพรายงานทางการเงินและความโดดเด่นด้าน ESG เพิ่มเติมจากโมเดลตามกรอบแนวคิดการวิจัยดังปรากฏในภาพที่ 2 จึงได้องค์ความรู้ใหม่ในวิจัยเกี่ยวกับการวิเคราะห์ SEM ว่าควรกำหนดให้มีความสัมพันธ์ในโมเดลการวิจัย เนื่องจากหากไม่มีความสัมพันธ์นี้ โมเดลการวิจัยอาจไม่มีความเหมาะสมในการวิเคราะห์ข้อมูล (Model Fit) เพราะการไม่มีความสัมพันธ์จะมีความหมายความว่าทุกปัจจัยที่มีผลต่อคุณภาพรายงานทางการเงิน จะไม่มีความสัมพันธ์กับปัจจัยอื่นๆที่มีผลต่อความโดดเด่นด้าน ESG นอกจากคุณลักษณะกรรมการ และโครงสร้างการถือหุ้น (Acock, 2013)

นอกจากนั้นงานศึกษาที่ผ่านมาจะนำโปรแกรมทางสถิติที่วิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างได้เพียงอย่างเดียวในงานวิจัย เช่น AMOS LISREL MACRO PROCESS เป็นต้น ในการวิจัยนี้จึงได้องค์ความรู้ใหม่ด้านเทคนิคการวิจัย คือ โปรแกรมวิเคราะห์ข้อมูล STATA สามารถวิเคราะห์ข้อมูลได้ทั้งสถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมาน ทดสอบสมมติฐานทางสถิติ อีกทั้ง ให้ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับอิทธิพลทางตรงและอิทธิพลทางอ้อมของตัวแปรที่ศึกษาตามวัตถุประสงค์การวิจัยได้อย่างครบถ้วนจากการนำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยโมเดลสมการโครงสร้าง (SEM)

สรุปผลการวิจัย

จากคำถามการวิจัยที่กล่าวในบทนำว่าการให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG และการจัดทำรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพตามมาตรฐานรายงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลอดจนการกำกับดูแลกิจการของหน่วยงานกำกับดูแล เพื่อมุ่งหมายให้เกิดการพัฒนาอย่างยั่งยืนนั้น มีประโยชน์แก่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ อย่างไร งานวิจัยครั้งนี้พิจารณาผลจากการตัดสินใจลงทุนฝ่ายทุนจากประสิทธิภาพการลงทุนโดยศึกษาอิทธิพลคุณลักษณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้น คุณภาพรายงานทางการเงิน ความโดดเด่นด้าน ESG ที่มีต่อประสิทธิภาพการลงทุน และอิทธิพลของคุณภาพรายงานทางการเงิน ความโดดเด่นด้าน ESG ที่ส่งผ่านอิทธิพลของคุณลักษณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้นไปยังประสิทธิภาพการลงทุน ผลการวิจัยพบว่าความหลากหลายของกรรมการ คุณภาพรายงานทางการเงิน มีอิทธิพลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการลงทุน นอกจากนั้น คุณภาพรายงานทางการเงินมีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างการมีความหลากหลายของกรรมการและประสิทธิภาพการลงทุน และความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นกรรมการในหลายกิจการกับประสิทธิภาพการลงทุน ดังนั้น ผลการวิจัยจึงให้หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับบทบาท หน้าที่ของกรรมการในการสนับสนุนคุณภาพรายงานทางการเงิน ทำให้กิจการมีข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนให้มีประสิทธิภาพ คือ ไม่มีการลงทุนที่มากเกินไปหรือน้อยเกินไป แม้ว่าในผลวิจัยครั้งนี้ โครงสร้างการถือหุ้นและความโดดเด่นด้าน ESG ไม่มี

อิทธิพลต่อประสิทธิภาพการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่าโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีผลเชิงลบต่อประสิทธิภาพการลงทุน และความโดดเด่นด้าน ESG มีผลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการลงทุน

ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัย ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์

ผลจากการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 1 พบว่า ความหลากหลายของกรรมการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการลงทุน สัดส่วนกรรมการในหลายกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อประสิทธิภาพการลงทุน ไม่พบว่าการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และความโดดเด่นด้าน ESG มีอิทธิพลต่อประสิทธิภาพการลงทุนในระดับที่มีนัยสำคัญ แต่พบว่า การกระจุกตัวของโครงสร้างการถือหุ้นมีอิทธิพลทางลบต่อประสิทธิภาพการลงทุน และความโดดเด่นด้าน ESG มีอิทธิพลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการลงทุน ดังนั้น หน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรดำเนินการ ดังนี้ บริษัทจดทะเบียน ควรมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้ความสำคัญกับกรรมการอิสระ และกรรมการที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ให้มีจำนวนในสัดส่วนที่เหมาะสมไม่ควรให้กรรมการไปเป็นกรรมการในกิจการอื่นในจำนวนมาก จนทำให้ไม่สามารถปฏิบัติงานกำกับดูแลได้อย่างมีประสิทธิภาพ ควรพิจารณากรรมการที่เป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับพิจารณาให้เป็นบริษัทในกลุ่ม ESG100 เพื่อให้สามารถนำนโยบายการดำเนินการ และเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG มาปรับใช้กับนโยบายการดำเนินงาน และเปิดเผยข้อมูลของกิจการส่งเสริมการให้ข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนให้มีประสิทธิภาพ ควรให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการเข้ามามีบทบาทในการการกำกับดูแลกิจการ กรรมการที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ควรเข้ามาร่วมกำกับดูแลกิจการผ่านการถือหุ้นในจำนวนที่พอเหมาะ ผู้ถือหุ้นควรให้ความสำคัญกับข้อมูลในการตัดสินใจทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงินในการตัดสินใจลงทุน หรือ การถือหุ้นในกิจการ เนื่องจากเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่สนับสนุน ส่งเสริมการดำเนินงาน การจัดทำและเปิดเผยข้อมูลทั้งในภาคบังคับ และภาคสมัครใจของกิจการ เพื่อให้มีข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนที่มีประสิทธิภาพ หน่วยงานกำกับดูแล ควรส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีการดำเนินงานและเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ภาคสมัครใจ หรือ ควรกำหนดให้มีการดำเนินงานและเปิดเผยข้อมูลเป็นภาคบังคับให้มากขึ้น โดยกำหนดแนวทางการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ที่เป็นมาตรฐานสากลในการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ของบริษัทจดทะเบียน เพื่อให้มีข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการตัดสินใจลงทุนเนื่องจากช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของการได้รับข้อมูลของผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ เช่นเดียวกับ การรายงานและเปิดเผยข้อมูลตามมาตรฐานรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพสะท้อนฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของกิจการ อีกทั้ง หน่วยงานกำกับดูแลควรพิจารณาทบทวนหลักการการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ให้ข้อแนะนำว่า กรรมการไม่ควรเป็นกรรมการในกิจการอื่นเกิน 5 บริษัทจดทะเบียน โดยอาจรวมพิจารณาถึงการเป็นกรรมการในกิจการอื่นที่ไม่ได้อยู่ใน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มเติมด้วย ผู้ลงทุน และผู้มีส่วนได้เสียทราบถึงปัจจัยที่มีผลต่อการดำเนินงานของกิจการในด้านการลงทุนรายจ่ายฝ่ายทุน

ผลจากการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 2 พบว่าคุณภาพรายงานทางการเงินมีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายของกรรมการและประสิทธิภาพการลงทุน คุณภาพรายงานทางการเงินมีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายของกรรมการและประสิทธิภาพการลงทุน แต่ไม่พบว่าคุณภาพรายงานทางการเงินมีอิทธิพลส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นและประสิทธิภาพการลงทุน ดังนั้น หน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรดำเนินการ ดังนี้ บริษัทจดทะเบียนควรนำมาตรฐานรายงานทางการเงินมาปฏิบัติใช้ให้เหมาะสม สะท้อนฐานะการเงินผลการดำเนินงานของกิจการ หน่วยงานกำกับดูแล ควรกำกับดูแลการรายงานและการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนให้เป็นไปตามมาตรฐานรายงานทางการเงินที่เกี่ยวข้อง นักลงทุน ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้มีส่วนได้เสียควรให้ความสำคัญกับการรายงานและเปิดเผยข้อมูลของกิจการทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน ไม่ว่าจะการดำเนินการภาคบังคับหรือภาคสมัครใจ ในการประเมินการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

นอกจากข้อเสนอแนะผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์ตามวัตถุประสงค์การวิจัยข้างต้น ในด้านเทคนิคการวิจัย งานศึกษาส่วนใหญ่เลือกใช้โปรแกรมที่วิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างได้เพียงอย่างเดียว เช่น AMOS LISREL PROCESS เป็นต้น การวิจัยในครั้งนี้ มีการนำโปรแกรม STATA มาใช้ซึ่งสามารถวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ทดสอบข้อสมมติฐานเบื้องต้นทางสถิติ และวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานได้หลายรูปแบบ รวมถึง การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างที่สามารถวิเคราะห์ SEM ในโปรแกรม STATA Version 12 เป็นต้นไป ทำให้ได้ผลวิจัยตามวัตถุประสงค์การศึกษาได้อย่างครบถ้วน

2. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

เนื่องจากภายหลังปีที่ศึกษาในการวิจัยครั้งนี้ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถูกกำหนดให้มีการรายงานข้อมูลจากแบบ 56-1 เป็นแบบ 56-1 One Report ซึ่งมีการกำหนดให้เปิดเผยข้อมูลด้าน ESG บางเรื่องเป็นภาคบังคับ อีกทั้ง จะมีการนำมาตรฐานรายงานทางการเงินเกี่ยวกับการเปิดเผยด้านความยั่งยืน (S1/S2) มาใช้เป็นแนวทางการรายงานและเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG นอกจากนั้น สถาบันไทยพัฒน์ได้มีการปรับเกณฑ์พิจารณาคัดเลือกบริษัทจดทะเบียนอยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ ESG100 อีกด้วย ดังนั้น การทำวิจัยในครั้งต่อไป ควรศึกษาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงการเปิดเผยด้าน ESG ภาคสมัครใจเป็นภาคบังคับ และการมีมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ที่เป็นรูปธรรมว่าจะส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการลงทุนแตกต่างจากผลการศึกษาในงานวิจัยนี้หรือไม่อย่างไร

References

- Abd Alhadi, S., Senik, R., Johari, J., Said, R. M., & Nahar, H. S. (2021). Multiple directorships and earnings quality: Does investor protection matter?. *Journal of Asia Business Studies*, 15(4), 605–624. <https://doi.org/10.1108/JABS-08-2019-0254>
- Acock, A. C. (2013). *Discovering structural equation modeling using Stata* (Revised ed.). Stata Press.
- Akerlof, A. G. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488.
- Allman, E., & Won, J. (2021). The Effect of ESG Disclosure on Corporate Investment Efficiency. *Available at SSRN* 3816592.
- Anwar, R., & Malik, J. A. (2020). When Does Corporate Social Responsibility Disclosure Affect Investment Efficiency? A New Answer to an Old Question. *SAGE Open*, 10(2), 1–14. <https://doi.org/10.1177/2158244020931121>
- Bae, G. S., Choi, S. U., Dhaliwal, D. S., & Lamoreaux, P. T. (2017). Auditors and Client Investment Efficiency [Article]. *The Accounting Review*, 92(2), 19–40. <https://doi.org/10.2308/accr-51530>
- Baker, H. K., Pandey, N., Kumar, S., & Haldar, A. (2020). A bibliometric analysis of board diversity: Current status, development, and future research directions. *Journal of Business Research*, 108, 232–246.
- Bednarek, Z., & Moszoro, M. (2014). The Arrow–Lind theorem revisited: ownership concentration and valuation. *Applied Financial Economics*, 24(5), 357–375. <https://doi.org/10.1080/09603107.2013.877569>
- Benlemlih, M., & Bitar, M. (2018). Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency [Article]. *Journal of Business Ethics*, 148(3), 647–671. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3020-2>
- Bimo, I. D., Silalahi, E. E., & Kusumadewi, N. L. G. L. (2022). Corporate governance and investment efficiency in Indonesia: The moderating role of industry competition. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 20(2), 371–384.
- Blau, P. M. (1977). *Inequality and heterogeneity : A primitive theory of social structure* [Non-fiction]. The Free Press.
- Cain, M. (2021). Structural equation modeling using Stata. *Journal of Behavioral Data Science*, 1(2), 156–177.

- Cashman, G. D., Gillan, S. L., & Jun, C. (2012). Going overboard? On busy directors and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3248–3259.
- Chen, C., Young, D., & Zhuang, Z. (2013). Externalities of Mandatory IFRS Adoption: Evidence from Cross-Border Spillover Effects of Financial Information on Investment Efficiency [research-article]. *The Accounting Review*, 88(3), 881–914. <https://doi.org/10.2308/accr-50384>
- Chen, F., Hope, O.-K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255–1288. <https://doi.org/10.2308/accr-10040>
- Chen, N., Sung, H.-C., & Yang, J. (2017). Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms. *Pacific Accounting Review*, 29(3), 266–282. <https://doi.org/10.1108/PAR-12-2015-0046>
- Chen, R., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Wang, H. (2017). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations [Article]. *Journal of Corporate Finance*, 42, 408–421. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.001>
- Cook, K. A., Romi, A. M., Sánchez, D., & Sánchez, J. M. (2019). The influence of corporate social responsibility on investment efficiency and innovation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46(3–4), 494–537. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12360>
- Daniliuc, S., Li, L., & Wee, M. (2021). Busy directors and firm performance: a replication and extension of Hauser (2018). *Accounting & Finance*, 61, 1415–1423. <https://doi.org/10.1111/acfi.12631>
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), 344–401. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Flammer, C. (2015). Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach. *Management Science*, 61(11), 2549–2568.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2004) Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, 79, 967–1010. <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.4.967>
- Freeman, R. E., Phillips, R., & Sisodia, R. (2020). Tensions in Stakeholder Theory. *Business & Society*, 59(2), 213–231. <https://doi.org/10.1177/0007650318773750>
- Friedman, A. L., & Miles, S. (2002). Developing stakeholder theory. *Journal of Management Studies*, 39(1), 1–21. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00280>

- Gao, R., & Yu, X. (2020). How to measure capital investment efficiency: a literature synthesis [Article]. *Accounting & Finance*, 60(1), 299–334. <https://doi.org/10.1111/acfi.12343>
- Gomariz, M. F. C., & Ballesta, J. P. S. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40, 494–506. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.013>
- Guan, X., Tian, G., & Tian, G. (2019). The Mediating Effect of Corporate Social Responsibility on Governance Structure and Investment Efficiency Based on PLS–SEM. *Ekoloji Dergisi*, 28(107), 3579–3591.
- Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update [Article]. *Academy of Management Review*, 32(2), 334–343. <https://doi.org/10.5465/AMR.2007.24345254>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 405–440. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Herath, S. K., & Albarqi, N. (2017). Financial reporting quality: A literature review. *International Journal of Business Management and Commerce*, 2(2), 1–14.
- Hiebl, M. R. (2014). Upper echelons theory in management accounting and control research. *Journal of Management Control*, 24, 223–240.
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource Dependence Theory: A Review. *Journal of Management*, 35(6), 1404–1427. <https://doi.org/10.1177/0149206309343469>
- Kiattikulwattana, P. (2014). Earnings management and voluntary disclosure of management's responsibility for the financial reports. *Asian Review of Accounting*, 22(3), 233–256. <https://doi.org/10.1108/ARA-11-2013-0075>
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review*, 87(3), 761–796. <https://doi.org/10.2308/accr-10209>
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Kurawa, J. M., Alhassan, I., Islam, K. A., & Haque, M. S. (2021). Ownership structure and financial reporting quality in listed non-financial firms in Nigeria. *International Journal of Accounting & Finance Review*, 9(1), 57–73.

- Latif, K., Bhatti, A. A., & Raheman, A. (2017). Earnings quality: A missing link between corporate governance and firm value. *Business & Economic Review*, 9(2), 255–280.
- Liu, L., & Tian, G. G. (2021). Mandatory CSR disclosure, monitoring and investment efficiency: evidence from China. *Accounting & Finance*, 61(1), 595–644.
- Lopes, C., Cerqueira, A., & Brandão, E. (2012). The financial reporting quality effect on European firm performance. *Available at SSRN* 2179994.
- Mahajan, R., Lim, W. M., Sareen, M., Kumar, S., & Panwar, R. (2023). Stakeholder theory. *Journal of Business Research*, 166, 114104.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2023.114104>
- Mahrani, M., & Soewarno, N. (2018). The effect of good corporate governance mechanism and corporate social responsibility on financial performance with earnings management as mediating variable. *Asian Journal of Accounting Research*, 3(1), 41–60.
<https://doi.org/10.1108/AJAR-06-2018-0008>
- Matore, E. M., & Khairani, A. Z. (2020). The pattern of skewness and kurtosis using mean score and logit in measuring adversity quotient (AQ) for normality testing. *International Journal of Future Generation Communication and Networking*, 13(1), 688–702.
- Miller, D. (2019). The resource-based view of the firm. *Journal of Management*, 27(625).
DOI: 10.1177/014920630102700601
- Park, J., H. (2019). The effect of multiple directorships on investment efficiency. *Global Business and Finance Review*, 24(2), 43–57. <https://doi.org/10.17549/gbfr.2019.24.2.43>
- Rad, S. S. E., Embong, Z., Mohd-Saleh, N., & Jaffar, R. (2016). Financial information quality and investment efficiency: evidence from Malaysia [Article]. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 12(1), 129–151.
- Rathnayake, R., Rajapakse, R., & Lasantha, S. (2021). The impact of financial reporting quality on firm performance. *Journal of Business and Technology*, 5, 53–67.
- Rose, J. M., Mazza, C. R., Norman, C. S., & Rose, A. M. (2013). The influence of director stock ownership and board discussion transparency on financial reporting quality. *Accounting, Organizations and Society*, 38(5), 397–405.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.aos.2013.07.003>
- Rudyanto, A. (2019). Impact of corporate social responsibility and capital allocation efficiency on family and non-family firms. *Humanities Social Sciences Reviews*, 7(4), 617–633.

- Saleh, M. W., Latif, R. A., Bakar, F. A., & Maigoshi, Z. S. (2020). The impact of multiple directorships, board characteristics, and ownership on the performance of Palestinian listed companies. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 16(1), 63–80.
- Samet, M., & Jarboui, A. (2017). How does corporate social responsibility contribute to investment efficiency? *Journal of Multinational Financial Management*, 40, 33–46.
- Shahzad, F., Rehman, I. U., Colombage, S., & Nawaz, F. (2019). Financial reporting quality, family ownership, and investment efficiency. *Managerial Finance*, 45(4), 513–535.
- Siagian, F., Siregar, S. V., & Rahadian, Y. (2013). Corporate governance, reporting quality, and firm value: evidence from Indonesia. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 3(1), 4–20. <https://doi.org/10.1108/20440831311287673>
- Solanas, A., Selvam, R. M., Navarro, J., & Leiva, D. (2012). Some common indices of group diversity: Upper boundaries. *Psychological Reports*, 111(3), 777–796.
- Song, H. J., Yoon, Y. N., & Kang, K. H. (2020). The relationship between board diversity and firm performance in the lodging industry: The moderating role of internationalization. *International Journal of Hospitality Management*, 86, 102461. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102461>
- Spence, M. (1978). Job market signaling. In *Uncertainty in economics* (pp. 281–306). Elsevier.
- Sun, X., & Zhang, T. (2021). Board gender diversity and corporate labor investment efficiency. *Review of Financial Economics*, 39(3), 290–313.
- Thaipat Institute. (2019). *ESG 100 stocks: Sustainable gate of investment*. Thaipat Institute.
- The Securities and Exchange Commission, T. (2020). *Corporate Governance Code for listed companies* 2017. <https://www.sec.or.th/cgthailand/EN/Pages/RulesRegulation/SEC.aspx>
- Ullah, I., Majeed, M. A., & Fang, H.-X. (2021). Female CEOs and Corporate Investment Efficiency: Evidence from China. *Borsa Istanbul Review*, 21(2), 161–174.
- Ullah, I., Zeb, A., Khan, M. A., & Xiao, W. (2020). Board diversity and investment efficiency: evidence from China. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(6), 1105–1134. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2020-0001>
- Van Peteghem, M., Joshi, A., Mithas, S., Bollen, L., & De Haes, S. (2019). *Board IT Competence and Firm Performance*. In *Proceedings of the International Conference on Information Systems (ICIS)*, 1–17.

- Wang, L., Fan, X., & Zhuang, H. (2023). ESG disclosure facilitator: How do the multiple large shareholders affect firms' ESG disclosure? Evidence from China. *Frontiers in Environmental Science*, 11, 1063501.
- Wang, X., Shen, X., & Yang, Y. (2020). Does Environmental Information Disclosure Make Firms' Investments More Efficient? Evidence from Measure 2007 of Chinese A-Listed Companies. *Sustainability*, 12(5), 1895. <https://doi.org/10.3390/su12051895>
- Yasser, Q. R., & Mamun, A. A. (2017). The impact of ownership concentration on firm performance: Evidence from an emerging market. *Emerging Economy Studies*, 3(1), 34–53.
- Yoon, B., Kim, B., & Lee, J. H. (2019). Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility? Evidence from the Korean Market. *Sustainability*, 11(15), 4116. <https://doi.org/10.3390/su11154116>
- Zhao, T. (2021). Board network, investment efficiency, and the mediating role of CSR: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 76, 897–919. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.08.005>