

ปัจจัยที่มีผลต่อการเปิดเผยคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

THE EFFECTIVE FACTORS ON MANAGEMENT DISCUSSION AND ANALYSIS OF FIRMS LISTED ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

นันทิยา พรหมทอง¹ ภัทรสิริ ทิพย์ธณมณี² วรวิทย์ กุลตังวัฒนา^{1*}

Nantiya Promtong¹ Pattarasiri Thiptanamanee² Woravit Kultangwattana^{1*}

(Received: December 19, 2023; Revised: December 25, 2023; Accepted: December 27, 2023)

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ได้หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการเปิดเผยข้อมูลคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ (MD&A) เกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการเข้าร่วมจัดทำ MD&A กับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จำนวน 87 บริษัท เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากรายงานประจำปีของแต่ละบริษัทและข้อมูลเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แล้วนำมาวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ค่าร้อยละ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุดและค่าต่ำสุด และสถิติเชิงอนุมานหาความสัมพันธ์โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยด้านโครงสร้างการถือครองหุ้นสามัญโดยนักลงทุนต่างชาติ และปัจจัยด้านการระบุถึงการเปิดเผย MD&A ไว้ในนโยบายและกลยุทธ์ของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับระดับการเปิดเผยข้อมูล MD&A แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีผู้ถือหุ้นต่างชาติหรือกิจการที่ต้องการจัดหาเงินลงทุนจากต่างชาติควรตระหนักถึงการเปิดเผยข้อมูลด้วยความสมัครใจเพิ่มมากขึ้น และควรเพิ่มความโปร่งใส ความเพียงพอของการเปิดเผยข้อมูล โดยการระบุถึงการเปิดเผย MD&A ไว้ในนโยบายและกลยุทธ์ของกิจการเพื่อให้เกิดความเชื่อมั่นและเกิดการลงทุนในบริษัทได้ในท้ายที่สุด

คำสำคัญ: คำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ การเปิดเผยข้อมูล ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

¹ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

² อาจารย์ คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏพิบูลสงคราม

* Corresponding author, e-mail: woravit.kul@gmail.com

Abstract

This research aims to provide empirical evidence regarding the factors influencing the disclosure of Management Discussion and Analysis (MD&A), which reflects the financial position and operating performance of firms listed on the Stock Exchange of Thailand (SET). The sample group consists of 87 companies registered on the Stock Exchange of Thailand that have participated in preparing MD&A with the Securities and Exchange Commission. Data were collected from annual reports and the Stock Exchange of Thailand website. The data were analyzed using descriptive statistics, including mean, percentage, standard deviation, maximum, and minimum values, as well as inferential statistics, specifically multiple regression analysis. The findings reveal that the shareholder structure, ownership by foreign investors, and the identification of MD&A disclosures in corporate policies and strategies are positively correlated with the degree of MD&A disclosure. The results indicate that businesses with foreign shareholders holding ordinary shares or those seeking international investments should be attentive to augmenting voluntary disclosure, promoting transparency, and ensuring sufficient information disclosure. Explicitly stating MD&A disclosure in corporate policies and strategies can instill confidence, potentially attracting investors to eventually invest in the company.

Keywords: Management Discussion and Analysis Disclosure, Information Disclosure, Stock Exchange of Thailand

1. บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถือเป็นแหล่งระดมเงินทุนขนาดใหญ่ของบริษัทจดทะเบียนจำนวนมากในแต่ละปีมีมูลค่าการระดมทุนในจำนวนมหาศาล ดังนั้นคณะกรรมการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จึงต้องมีการควบคุมเกี่ยวกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลของกิจการเนื่องจากข้อมูลเหล่านี้เป็นสิ่งสำคัญในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน ในขณะที่เดียวกันก็เป็นสิ่งสำคัญในการดำเนินธุรกิจของแต่ละกิจการโดยเฉพาะอย่างยิ่งกิจการในตลาดหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าการลงทุนจำนวนมาก ดังนั้นหากกิจการมีการเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพและเหมาะสมก็จะสามารถดึงดูดความสนใจให้นักลงทุนหันมาสนใจและลงทุนในกิจการเพิ่มมากขึ้นได้

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องจัดทำบัญชีและเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีของบริษัทเพื่อให้ผู้ถือหุ้นและผู้สนใจได้ทราบข้อมูลเกี่ยวกับบริษัท และต้องมีการนำเสนอข้อมูลงบการเงินและข้อมูลอื่นๆ ที่ต้องการจะเปิดเผยให้กับ ก.ล.ต. ภายในระยะเวลาที่กำหนด ทั้งนี้ในการเปิดเผยข้อมูลของกิจการนอกจากจะต้องเปิดเผยข้อมูลตามหน่วยงานกำกับดูแล (Mandatory Disclosures) กำหนดให้เปิดเผยแล้ว กิจการยังสามารถเปิดเผยข้อมูลตามความสมัครใจ (Voluntary Disclosures) ได้อีกด้วย ทั้งนี้ ก.ล.ต. ได้มีการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เปิดเผยข้อมูลตามความสมัครใจมากขึ้น ทั้งที่เป็นข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate social responsibility หรือ CSR) การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance หรือ CG) รวมถึงคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน (Management Discussion and Analysis หรือ MD&A) ข้อมูลตามความสมัครใจเป็นข้อมูลสำคัญที่ผู้ลงทุนต้องใช้วิเคราะห์ควบคู่กับการเงินเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ใด ๆ ได้ดียิ่งขึ้น รวมถึงการลดระดับความไม่สมดุลของข้อมูลและการเพิ่มความโปร่งใสในการรายงาน (Farras & Faisal, 2020; Fuadah et al., 2022)

ข้อมูล MD&A เป็นบทวิเคราะห์ที่ผู้บริหารของกิจการที่ต้องการการเงินทั้งในด้านความสามารถในการทำกำไร การบริหารสินทรัพย์ เงินทุน ตลอดจนปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งการเปิดเผยข้อมูลเหล่านี้เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการวิเคราะห์และตัดสินใจลงทุน รวมถึงใช้ในการติดตามและประเมินผลการปฏิบัติงานของฝ่ายบริหารของบริษัท แม้ว่า ก.ล.ต. จะสนับสนุนการจัดทำ MD&A ของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้

ผู้ลงทุนเข้าใจฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทได้ดียิ่งขึ้น แต่การจัดทำ MD&A ก็ยังคงเป็นการเปิดเผยโดยสมัครใจ (Voluntary Discloser) จึงทำให้หลายบริษัทยังไม่ดำเนินการเปิดเผยข้อมูลเหล่านี้ สาเหตุส่วนหนึ่งมาจากการเกิดค่าใช้จ่ายในการจัดทำซึ่งเป็นต้นทุนของกิจการ และในกรณีที่มีการเปิดเผยข้อมูลแต่ละบริษัทก็จะมีระดับการเปิดเผยข้อมูลที่แตกต่างกัน ทั้งนี้มาจากปัจจัยที่เกี่ยวข้องหลายอย่างด้วยกัน (Md Zaini et al., 2018; Rouf & Akhtaruddin, 2018)

ดังนั้นจึงเป็นสิ่งที่น่าสนใจในการศึกษาถึงปัจจัยที่อาจจะมีผลต่อการเปิดเผยคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ปัจจัย 5 ด้าน ได้แก่ (1) ปัจจัยด้านขนาดของกิจการ (2) ปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไร (3) ปัจจัยด้านโครงสร้างเงินทุน (4) ปัจจัยด้านโครงสร้างการเป็นเจ้าของ และ (5) ปัจจัยด้านนโยบายและกลยุทธ์ในการดำเนินงานของบริษัท เพื่อให้ทราบถึงการให้ความสำคัญในการเลือกเปิดเผยข้อมูล MD&A ในแต่ละปัจจัยเป็นแนวทางแก่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลความโปร่งใสของข้อมูลที่เผยแพร่ในตลาดทุน เช่น คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลอดจนนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ใช้เป็น การกระตุ้นบริษัทต่างๆ ให้เปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจเพิ่มมากขึ้นสร้างความน่าเชื่อถือให้กับตลาดทุนไทย

2. วัตถุประสงค์

เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการเปิดเผยข้อมูลคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. การทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

คำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน (Management Discussion and Analysis หรือ MD&A)

ข้อมูลคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน หรือ MD&A คือ คำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน โดยเป็นบทวิเคราะห์ที่ผู้บริหารของกิจการต้องจัดทำและนำเสนอพร้อมกับการเงินของกิจการ ในการเปิดเผยข้อมูล MD&A ของบริษัทนั้นหากบริษัทมีความสนใจอยากเปิดเผยข้อมูล ทาง ก.ล.ต. ก็ได้ส่งเสริมและมีการกำหนดแนวทางที่บริษัทสามารถจัดทำข้อมูลให้สมบูรณ์ โดยให้มีการเปิดเผยข้อมูล 5 ส่วน ดังต่อไปนี้ (1) ความสามารถในการทำกำไร (2) ความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ (3) ความเพียงพอของเงินทุน (4) ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคต และ (5) ภาพรวมทั้งหมดของกิจการ ซึ่งการเปิดเผยข้อมูลเหล่านี้เพียงพอและมีคุณภาพจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่จะนำข้อมูลไปวิเคราะห์และตัดสินใจถึงความเหมาะสมของการลงทุน ประเมินความคุ้มค่าและคาดการณ์ผลตอบแทนในอนาคต รวมถึงสามารถใช้การติดตามและประเมินผลการปฏิบัติงานของฝ่ายบริหารของบริษัทได้อีกด้วย

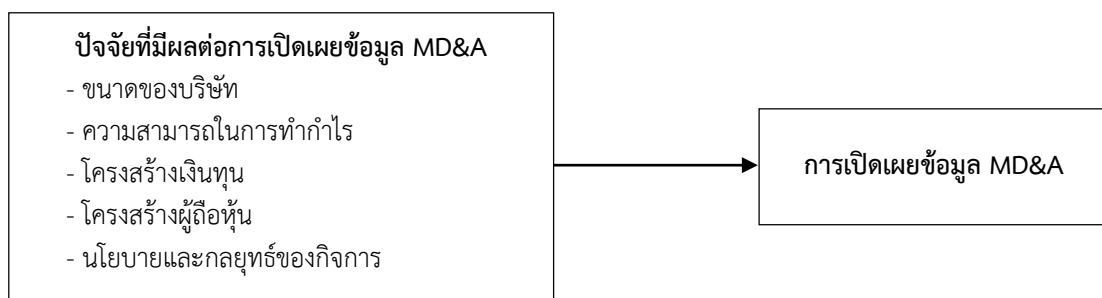
ปัจจัยที่อาจมีผลต่อการเปิดเผยข้อมูล MD&A

ในงานวิจัยที่ผ่านมาให้ความสำคัญกับปัจจัยด้านโครงสร้างการเป็นเจ้าของที่มีต่อการเปิดเผยข้อมูล MD&A โดยส่วนมากพบว่าโครงสร้างการเป็นเจ้าของที่มีการถือครองหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับระดับการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจ ตามทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) ภายใต้งานวิจัยของ Fuadah et al. (2022) พบว่าเมื่อมีผู้ถือหุ้นชาวต่างชาติอยู่ในบริษัทจะสามารถผลักดันให้ฝ่ายบริหารเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจ เพื่อหลีกเลี่ยงการกระทำที่อาจถูกมองจากสังคมจากการไม่เปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจ แสดงให้เห็นว่าการมีผู้ถือหุ้นชาวต่างชาติอยู่ในบริษัทนำไปสู่ความชอบธรรมในการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจ Alhazaimah, Palaniappan, and Almsafir (2014) ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างการเป็นเจ้าของต่อการเปิดเผยข้อมูล MD&A พบว่าการถือครองหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติเป็นสิ่งที่กระตุ้นให้บริษัทต่างๆ เปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจนอกเหนือจากการเปิดเผยข้อมูลตามที่หน่วยงานกำกับดูแลกำหนด สอดคล้องกับงานวิจัยของ Khlif, Ahmed, and Souissi (2017) และ Yusuf, Fodio, and Nwala (2018) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขอบเขตการเปิดเผยข้อมูล MD&A ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กับโครงสร้างการเป็นเจ้าและพบว่าสัดส่วนการถือครองหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับระดับของการเปิดเผยข้อมูล

นอกจากนี้ปัจจัยด้านการระบุ MD&A ในนโยบายและกลยุทธ์ในการดำเนินงานของบริษัทเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่มีแนวโน้มต่อการเปิดเผยข้อมูล MD&A ที่มากขึ้น เนื่องจากตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) กล่าวว่าเมื่อมีความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลสองฝ่ายคือตัวการ (นักลงทุน/ผู้ถือหุ้น) และตัวแทน (ฝ่ายบริหาร) ย่อมเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่ไม่ตรงกันและเกิดความไม่เท่าเทียมกันในข้อมูลที่มีของทั้งสองฝ่ายซึ่งฝ่ายตัวแทนมีข้อมูลมากกว่าจึงทำให้ฝ่ายตัวการพยายามหากลไกที่มีประสิทธิภาพมาคอยควบคุมตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) ซึ่งหนึ่งในกลไกนั้นคือการเปิดเผยข้อมูล การดำเนินงานโดยสมัครใจไว้ในนโยบายและกลยุทธ์ในการดำเนินงานของบริษัท ผู้บริหารจึงใช้การเปิดเผยข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่ไม่ใช่ทางการเงินเพื่อลดความไม่สมดุลของข้อมูล (Harjoto & Jo, 2011) เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจที่เพิ่มขึ้นของฝ่ายบริหารจึงสามารถช่วยปรับปรุงสภาพแวดล้อมของข้อมูลและลดอุปสรรคด้านความรู้ระหว่างบริษัทและผู้ถือหุ้น (Kim, Li, & Li, 2014) ผลการวิจัยที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าหากบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจ เช่นการระบุ MD&A ในนโยบายและกลยุทธ์ในการดำเนินงานของบริษัท อาจสามารถช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นให้กับผู้ถือหุ้นและนักลงทุน เพราะแสดงให้เห็นว่าบริษัทมีความมุ่งมั่นที่จะจัดทำและนำเสนอข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการวางแผนและตัดสินใจกับผู้ถือหุ้นและนักลงทุนให้สามารถเข้าใจถึงเหตุผลและที่มาของความแตกต่างของรายการต่างๆ ได้อย่างชัดเจนยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ขนาดของบริษัท และความสามารถในการทำกำไรเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีผู้ให้ความสนใจในการศึกษาว่ามีความเกี่ยวข้องกับระดับการเปิดเผยข้อมูล MD&A เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีเงินทุนและมีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเป็นจำนวนมาก ฝ่ายบริหารจึงมีความจำเป็นที่จะต้องนำเสนอข้อมูลด้านต่างๆ ของบริษัทที่เพียงพอและครอบคลุมต่อความเชื่อมั่นในการบริหารงาน ภายใต้การมีค่าใช้จ่ายที่เพียงพอในการจัดทำกรเปิดเผยข้อมูล งานวิจัยในอดีตระบุว่าความสัมพันธ์ของระดับการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทมีทิศทางเดียวกันกับขนาดของบริษัทอื่นเนื่องมาจากค่าใช้จ่ายในการเปิดเผยข้อมูล นั่นคือถ้ากิจการขนาดใหญ่จะมีค่าใช้จ่ายเพียงพอต่อการจัดทำกรเปิดเผยข้อมูลมากกว่ากิจการขนาดเล็กจึงทำให้ข้อมูลที่เปิดเผยมีคุณภาพมากกว่า ในขณะที่การเปิดเผยข้อมูลของฝ่ายบริหารโดยปกติมักจะเลือกเปิดเผยข้อมูลด้านดีต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเสมอ ดังนั้นเมื่อใดก็ตามที่บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรได้สูงย่อมหมายถึงแนวโน้มการเพิ่มการเปิดเผยข้อมูลมากยิ่งขึ้น (Indrati & Aulia, 2022) แต่อย่างไรก็ตามบางงานวิจัยกลับพบว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรได้น้อยมีแนวทางในการเพิ่มข้อมูลโดยสมัครใจในรายงานประจำปี ทั้งนี้ก็เพื่อให้ข้อมูลมีความซับซ้อนมากขึ้นและส่งผลกระทบต่อความสามารถในการอ่านรายงานประจำปีของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Alm El-Din et al., 2022) หรือไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจ (Hieu & Lan, 2015)

นอกจากนี้ยังมีปัจจัยอื่นที่น่าสนใจว่าจะมีอิทธิพลต่อการเปิดเผยข้อมูล MD&A ของกิจการ เช่น ปัจจัยด้านโครงสร้างเงินทุน ที่เป็นการผสมผสานระหว่างหนี้สิน ทุนบุริมสิทธิ์ และหุ้นสามัญ โครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่มาจากเจ้าหนี้มากย่อมเรียกร้องต่อการเปิดเผยข้อมูลที่มากขึ้น ทั้งข้อมูลที่เป็นรายงานทางการเงินและข้อมูลที่ไม่ใช่รายงานทางการเงิน เพื่อให้เพียงพอต่อการประเมินผลการดำเนินงานและความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทได้ จากการศึกษาที่ผ่านมาแสดงให้เห็นถึงว่าปัจจัยดังกล่าวข้างต้นส่งผลกระทบต่อระดับการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นไปตามข้อกำหนดของบริษัท Mandatory Disclosures ซึ่งปัจจัยเหล่านี้อาจส่งผลกระทบต่อระดับการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจของบริษัทได้เช่นกัน จึงนำมาซึ่งกรอบแนวคิดในการวิจัยดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

4. วิธีการเก็บรวบรวมและวิเคราะห์ข้อมูล

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ 31 ธันวาคม 2565 จำนวน 625 บริษัท

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 87 บริษัท ที่มีการเข้าร่วมจัดทำ MD&A กับ ก.ล.ต.

การเก็บรวบรวมและวิเคราะห์ข้อมูล

1. ตัวแปรอิสระ คือ ปัจจัยที่คาดว่าจะมีผลต่อระดับการเปิดเผยข้อมูลของกิจการ ได้แก่ ขนาดของบริษัท ความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างเงินทุน โครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายและกลยุทธ์ของกิจการ โดยทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงิน ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2565 และข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1)

2. ตัวแปรตาม คือ การเปิดเผยข้อมูล MD&A ของกิจการ เนื่องจาก ก.ล.ต. มีการสนับสนุนให้มีการเปิดเผยข้อมูล MD&A ดังนั้นจึงมีการจัดทำแบบประเมินตนเองของกิจการเพื่อเป็นเครื่องมือช่วยในการจัดทำ MD&A โดยมีทั้งส่วนที่แนะนำให้จัดทำและกิจการสามารถเปิดเผยและอธิบายเพิ่มเติมได้ตามความเหมาะสม ดังนั้นผู้ศึกษาจึงทำการพัฒนากระดาษทำการขึ้นมาเพื่อทำการประเมินและให้คะแนนการเปิดเผยข้อมูล ซึ่งอ้างอิงจากงานวิจัยของ Mucia and Santos (2010) โดยที่มีหลักเกณฑ์คือ หากบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลในแบบ 56-1 ตามรายการที่กำหนดไว้ในกระดาษทำการ บริษัทจะได้คะแนนเท่ากับ 1 ในทางตรงกันข้ามหากไม่มีการเปิดเผยข้อมูลตามรายการที่กำหนดไว้ บริษัทจะได้คะแนนเท่ากับ 0 ในส่วนของการคำนวณดัชนีการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure Index) ในรูปอัตราส่วนของคะแนนที่บริษัทได้รับ คะแนนจริงกับคะแนนสูงสุด โดยที่คะแนนสูงสุดจะเท่ากับ 14 คะแนน เนื่องจากมีข้อพิจารณาตามรายการในกระดาษทำการรวม 14 รายการ ดังนั้นคะแนนสูงสุดที่บริษัทจะได้รับจะไม่เกิน 14 คะแนน

ตารางที่ 1 กระดาษทำการ

รายการ	คะแนน
1. ภาพรวม มีการอธิบายผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน และการเปลี่ยนแปลงที่มีนัยสำคัญ รวมทั้งปัจจัยที่เป็นสาเหตุในลักษณะ ดังนี้ (1) อธิบายภาวะเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมที่มีผลต่อการดำเนินงาน (2) เชื่อมโยงกับนโยบาย กลยุทธ์ หรือการเลือกตัดสินใจทางธุรกิจ (3) อธิบายแยกตามสายผลิตภัณฑ์หรือกลุ่มธุรกิจสำคัญ (ถ้ามีหลายกลุ่ม) (4) อธิบายเทียบกับประมาณการ หรือที่เคยเปิดเผยไว้ (5) อธิบายสาเหตุหรือการดำเนินการ กรณีผู้สอบบัญชีแสดงความเห็นแบบ มีเงื่อนไข/ไม่แสดงความเห็น /มีข้อสังเกตที่สำคัญ (6) อธิบายการเลือกหรือการเปลี่ยนแปลงนโยบายการบัญชีที่สำคัญ	
2. ความสามารถในการทำกำไร (1) มีการอธิบายสถานะและการเปลี่ยนแปลงที่มีนัยสำคัญ โดยใช้ตัวเลขที่แสดงผลการดำเนินงานสำคัญ (key performance indicator เช่น ROE อัตรากำไรขั้นต้น เป็นต้น) มาประกอบการอธิบาย เทียบกับตัวเลขอ้างอิง (benchmark เช่น ข้อมูลอดีต หรือค่าเฉลี่ยในอุตสาหกรรม) ที่เหมาะสม (2) อธิบายปัจจัยหรือสาเหตุที่ชัดเจน (เช่น รายได้เพิ่มขึ้นเกิดจากการเปลี่ยนแปลงราคา ส่วนแบ่งตลาด อัตราแลกเปลี่ยน ปริมาณการขาย เป็นต้น)	

ตารางที่ 1 (ต่อ)

รายการ	คะแนน
3. ความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ มีการอธิบาย 1) คุณภาพของลูกหนี้ การวิเคราะห์อายุของลูกหนี้ การตั้งสำรองและความเพียงพอของค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ 2) สินค้าคงเหลือ และการด้อยค่า 3) การลงทุน	
4. ความเพียงพอของเงินทุน 1) วิเคราะห์ความเหมาะสมของโครงสร้างเงินทุน อธิบาย แหล่งเงินทุน การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน 2) ความเพียงพอของสภาพคล่อง ความสามารถในการชำระหนี้ และความสามารถในการปฏิบัติตามเงื่อนไขการกู้ยืมที่สำคัญ	
5. ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคต อธิบายเหตุการณ์และปัจจัยที่อาจมีผลต่อการดำเนินงานหรือฐานะการเงินในอนาคตของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ (forward looking) รวมทั้งการบริหารความเสี่ยงที่เกี่ยวข้อง	

3. การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ คือการวิเคราะห์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม เพื่อหาปัจจัยที่มีผลต่อการเปิดเผยข้อมูล โดยมีสูตรดังนี้

$$MD\&A = \beta_0 + \beta_1(SIZE) + \beta_2(PROFIT) + \beta_3(CA\ P) + \beta_4(FOR) + \beta_5(STRA) + \epsilon_i$$

โดยที่รายละเอียดตัวแปรแต่ละชนิด การวัดค่าและสัญลักษณ์ที่คาดหวังแสดงตามตารางที่ 2

ตารางที่ 2 รายละเอียดตัวแปรแต่ละชนิด

บทบาทของตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า	สัญลักษณ์ที่คาดหวัง
ตัวแปรตาม การเปิดเผยข้อมูล MD&A	MD&A	วัดโดยใช้สูตร $Disclosure\ Index = \frac{\text{คะแนนจริงที่บริษัทได้รับ}}{\text{คะแนนสูงสุด}}$	ไม่มี
ตัวแปรที่สนใจศึกษา 1. ขนาดของสินทรัพย์ถาวร	SIZE	วัดโดยใช้ขนาดของสินทรัพย์ถาวรรวมของกิจการ ณ 31 ธ.ค. 2565	+
2. ความสามารถในการทำกำไร	PROFIT	วัดจากอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ ณ 31 ธ.ค. 2565	+
3. โครงสร้างเงินทุน	CAP	วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	+
4. โครงสร้างของผู้ถือหุ้นต่างชาติ	FOR	วัดจากสัดส่วนของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและถือโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติต่อจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมด	+
5. นโยบายและกลยุทธ์ของกิจการ	STRA	วัดจากการระบุถึงการเปิดเผย MD&A ไว้ในนโยบายและกลยุทธ์ของกิจการซึ่งเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy variable) ทั้งนี้กำหนดให้ 1 คือ ระบุ และ 0 คือ ไม่ระบุ	+

5. ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาของข้อมูลกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาแสดงในตารางที่ 3
ตารางที่ 3 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
MD&A	0.6387	0.1632	1.0000	0.1430
SIZE	22.296	2.5215	27.3400	16.3500
PROFIT	7.9911	8.5177	43.0000	-4.0000
CAP	8.2545	12.847	62.8000	0.0000
FOR	0.1284	0.1324	0.4900	0.0000
STRA	0.8000	0.3990	1.0000	0.0000

จากตารางที่ 3 พบว่าค่าเฉลี่ยของระดับการเปิดเผยข้อมูล MD&A อยู่ที่ 0.6387 ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยโดยรวมของระดับการเปิดเผยข้อมูล MD&A ในปี 2565 ของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งแสดงถึงว่าการมีการเปิดเผยข้อมูล MD&A มากกว่าครึ่งหนึ่งของข้อมูลตามกรอบแนวทางที่ ก.ล.ต. กำหนด ส่วนค่าเฉลี่ยสินทรัพย์ถาวรของกิจการกลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยโดยรวมอยู่ที่ 22.296% ค่าเฉลี่ยความสามารถในการทำกำไรโดยวัดจากอัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์พบว่าค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 7.9911% ค่าเฉลี่ยโครงสร้างเงินทุนโดยวัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นพบว่าค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 8.2545% ค่าเฉลี่ยโครงสร้างผู้ถือหุ้นวัดจากสัดส่วนของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและถือโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติต่อจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดพบว่าค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.1284% และค่าเฉลี่ยการระบุถึงการเปิดเผย MD&A ไว้ในนโยบายและกลยุทธ์ของกิจการพบว่าค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.8%

ตารางที่ 4 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่วัดโดย Pearson correlation

	SIZE	PROFIT	CAP	FOR	STRA	MD&A
SIZE	1					
PROFIT	-0.080	1				
CAP	0.053	0.593**	1			
FOR	0.165	0.013	0.094	1		
STRA	0.159	-0.008	0.196	0.055	1	
MD&A	0.206	0.007	0.111	0.227**	0.523**	1

** นัยสำคัญที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4 แสดงผลความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร จากตารางพบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นและการระบุถึงการเปิดเผยข้อมูล MD&A ไว้ในนโยบายและกลยุทธ์ของกิจการมีความสัมพันธ์กับระดับการเปิดเผยข้อมูล MD&A ของกิจการในทิศทางบวก ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ตัวแปร	สัญลักษณ์ที่คาดหวัง	ค่าสัมประสิทธิ์ (B)	t-value	P-value
INTERCEPT	none	0.297	2.173	0.033**
SIZE	+	0.006	1.063	0.291
PROFIT	+	0.001	0.306	0.760
CAP	+	0.000	-0.270	0.788
FOR	+	0.228	1.986	0.050**
STRA	+	0.206	5.287	0.000**

** นัยสำคัญที่ระดับ 0.05, Adjusted R² = 0.281

ผลการวิเคราะห์ค่า Adjusted R^2 แสดงว่าตัวแปรอิสระที่มีนัยสำคัญทางสถิติทั้งหมดในสมการมีความสามารถในการอธิบายการเปิดเผยข้อมูล MD&A ของกิจการได้ ร้อยละ 28.1 และจากการตรวจสอบค่า P-value ของตัวแปรโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีค่าเท่ากับ 0.05 และการระบุถึงการเปิดเผยข้อมูล MD&A ไว้ในนโยบายและกลยุทธ์ของกิจการมีค่าเท่ากับ 0.000 เมื่อเปรียบเทียบกับระดับนัยสำคัญที่กำหนด นั่นคือ 0.05 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นและการระบุถึงการเปิดเผยข้อมูล MD&A ไว้ในนโยบายและกลยุทธ์ของกิจการ มีความสัมพันธ์กับระดับการเปิดเผยข้อมูล MD&A ของกิจการโดยมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางบวก และค่า P-value ของขนาดของบริษัทมีค่าเท่ากับ 0.291 ความสามารถในการทำกำไรมีค่าเท่ากับ 0.760 และโครงสร้างเงินทุนมีค่าเท่ากับ 0.788 ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญ ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าสรุปตัวแปรขนาดของบริษัท ความสามารถในการทำกำไรและโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับระดับการเปิดเผยข้อมูล MD&A ของกิจการ

6. สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

ผลการศึกษาสรุปได้ว่าบริษัทกลุ่มตัวอย่างมีการเปิดเผยข้อมูล MD&A มากกว่าครึ่งหนึ่งของข้อมูลตามกรอบแนวทางที่ ก.ล.ต. กำหนด แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีความเชื่อมั่นว่าการเปิดเผยข้อมูล MD&A อย่างเพียงพอจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่จะนำข้อมูลไปวิเคราะห์และประเมินผลการปฏิบัติงานของฝ่ายบริหารของบริษัท ตลอดจนใช้ในการตัดสินใจลงทุน ดังนั้นการเปิดเผยข้อมูลในคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการมีความสมบูรณ์ยิ่งมากขึ้นเท่าใด การตอบสนองของตลาดก็จะยิ่งดีขึ้นเท่านั้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Lindrianasari and Alvi (2017) และ Singh and Singla (2022) ที่ชี้ให้เห็นว่าการเปิดเผย MD&A ที่มีรายละเอียดอย่างเพียงพอจะช่วยเพิ่มความสามารถในการอ่านรายงานทางการเงิน และความสามารถในการคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตให้แก่ักลงทุนและนักวิเคราะห์ทางการเงินได้เป็นอย่างดี

ปัจจัยที่มีผลต่อการเปิดเผยข้อมูล MD&A เกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ามีสองปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับการเปิดเผยข้อมูล MD&A ของกิจการ ได้แก่ ปัจจัยด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น และปัจจัยด้านนโยบายและกลยุทธ์ของกิจการ ผลการวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือครองหุ้นสามัญโดยนักลงทุนต่างชาติมีแนวโน้มในการเปิดเผยข้อมูล MD&A มากขึ้น โดยเฉพาะการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไร ความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ ความเพียงพอของเงินทุน และปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตและภาพรวมทั้งหมดของกิจการ เนื่องจากนักลงทุนต่างชาติมีความต้องการข้อมูลมาใช้ประเมินผลการปฏิบัติงานของฝ่ายบริหารของบริษัทและใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนมากกว่านักลงทุนในประเทศ สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่พบว่าโครงสร้างความเป็นเจ้าของเป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลกระทบต่อคุณภาพของกระบวนการรายงานทางการเงิน โดยเฉพาะการถือครองหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติเป็นสิ่งกระตุ้นให้บริษัทต่างๆ เปิดเผยมูลโดยสมัครใจนอกเหนือจากการเปิดเผยข้อมูลตามที่หน่วยงานกำกับดูแลกำหนด (Alhazaimeh, Palaniappan, & Almsafir, 2014; Khelif, Ahmed, & Souissi, 2017) นอกจากนี้ การระบุถึงการเปิดเผยข้อมูล MD&A ไว้ในนโยบายและกลยุทธ์ของกิจการ เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูล MD&A มากขึ้น เนื่องจากการที่กิจการมีการระบุไว้ในนโยบายและกลยุทธ์ของกิจการ เป็นการสื่อสารให้เห็นถึงการใช้กลยุทธ์เพื่ออำนวยความสะดวกในกระบวนการเปิดเผยข้อมูล MD&A และแสดงให้เห็นถึงคุณภาพของรายงานทางการเงิน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Agyei-Mensah (2017) ที่พบว่า การระบุถึงการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจไว้ในนโยบายและกลยุทธ์ของกิจการแสดงให้เห็นถึงความเพียงพอของกฎระเบียบการเปิดเผยข้อมูลในปัจจุบันที่ส่งผลต่อการปรับปรุงคุณภาพของการรายงานทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจที่เหมาะสมและเพียงพอ

7. ข้อเสนอแนะ

จากผลการศึกษาที่พบว่าโครงสร้างการถือครองหุ้นสามัญโดยนักลงทุนต่างชาติ และการระบุถึงการเปิดเผย MD&A ไว้ในนโยบายและกลยุทธ์ของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับระดับการเปิดเผยข้อมูล MD&A เป็นผลให้นักลงทุนต่างชาติมีบทบาทสำคัญในการสนับสนุนให้บริษัทต่างๆ เพิ่มการเปิดเผยข้อมูล MD&A ดังนั้นกิจการที่มีผู้ถือหุ้น

ต่างชาติหรือกิจการที่ต้องการจัดหาเงินลงทุนจากต่างชาติควรตระหนักถึงการเปิดเผยข้อมูลด้วยความสมัครใจเพิ่มมากขึ้น และควรเพิ่มความโปร่งใส ความเพียงพอของการเปิดเผยข้อมูล โดยการระบุถึงการเปิดเผย MD&A ไว้ในนโยบายและกลยุทธ์ของกิจการเพื่อให้เกิดความเชื่อมั่นต่อนักลงทุนต่อการเปิดเผยข้อมูล MD&A และสามารถชักชวนนักลงทุนให้ลงทุนในบริษัทได้ในท้ายที่สุด

ในการศึกษาครั้งนี้มีการเก็บข้อมูลจากกิจการที่มีการเปิดเผยข้อมูล MD&A ไว้ในแบบแสดงรายการประจำปีของกิจการ (56-1) เท่านั้น ซึ่งในการเปิดเผยข้อมูลตามความสมัครใจของกิจการนั้นสามารถนำเสนอไว้ในรายงานความรับผิดชอบต่อสังคม หรือรายงานเพื่อความยั่งยืนได้ ดังนั้นจึงทำให้จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษามีจำนวนน้อยเมื่อเทียบกับจำนวนกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปจึงอาจต้องมีการเก็บข้อมูลเพิ่มเติมโดยขยายขอบเขตของข้อมูลที่เปิดเผยด้วยความสมัครใจจากแหล่งข้อมูลอื่นๆ ซึ่งจะทำให้มีจำนวนกลุ่มตัวอย่างเพิ่มขึ้นและจะสามารถเป็นตัวแทนที่ดีของประชากรได้

8. เอกสารอ้างอิง

- Agyei-Mensah, B. K. (2017). The relationship between corporate governance, corruption and forward-looking information disclosure: A comparative study. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(2), 284-304.
- Alhazaimeh, A., Palaniappan, R., & Almsafir, M. (2014). The impact of corporate governance and ownership structure on voluntary disclosure in annual reports among listed Jordanian companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 129, 341-348.
- Alm El-Din, M. M., El-Awam, A. M., Ibrahim, F. M., & Hassanein, A. (2022). Voluntary disclosure and complexity of reporting in Egypt: the roles of profitability and earnings management. *Journal of Applied Accounting Research*, 23(2), 480-508.
- Farras, F. A., & Faisal, F. (2020). The influence of good corporate governance and voluntary disclosure on information asymmetry. *Diponegoro Journal of Accounting*, 9(4).
- Fuadah, L. L., Mukhtaruddin, M., Andriana, I., & Arisman, A. (2022). The ownership structure, and the environmental, social, and governance (ESG) disclosure, firm value and firm performance: The audit committee as moderating variable. *Economies*, 10(12), 314.
- Harjoto, M. A., & Jo, H. (2011). Corporate governance and CSR nexus. *Journal of business ethics*, 100, 45-67.
- Hieu, P.D., Lan, D.T.H. (2015). Factors Influencing the Voluntary Disclosure of Vietnamese Listed Companies. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 11(12), 656-676.
- Indrati, M., & Aulia, S. O. (2022). The Effect of Firm Size, Profitability, Leverage, and Financial Distress on Voluntary Disclosure in Annual Report. *International Journal of Science and Society*, 4(3), 326-340.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Khelif, H., Ahmed, K., & Souissi, M. (2017). Ownership structure and voluntary disclosure: A synthesis of empirical studies. *Australian Journal of Management*, 42(3), 376-403.
- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43, 1-13.
- Lindrianasari, L., & Alvi, L. (2017). Management discussion and analysis, corporate governance perception index and market reaction. *Corporate Ownership & Control*, 14(4), 165-175.
- Md Zaini, S., Samkin, G., Sharma, U., & Davey, H. (2018). Voluntary disclosure in emerging countries: a literature review. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(1), 29-65.

- Rouf, M. A., & Akhtaruddin, M. (2018). Factors affecting the voluntary disclosure: a study by using smart PLS-SEM approach. *International Journal of Law and Management*, 60(6), 1498-1508.
- Singh, V., & Singla, H. (2022). Quality, readability, and narrative aspects of MD&A reports: literature review and future research potential. *Asian Journal of Research in Banking and Finance*, 12(8), 1-13.
- Yusuf, M. A., Fodio, M. I., & Nwala, M. N. (2018). Effect of ownership structure on voluntary disclosure of listed financial firms in Nigeria. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 6(10), 493-516.