

ทุนมนุษย์และการวัดมูลค่ากิจการ: หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Human Capital and Firm Valuation: An Evidence from the Stock Exchange of Thailand

จูลส์ชดา ศิริสม^{1*} และวิชณี เอี่ยมชุ่ม¹

Received: August, 2017; Accepted: September, 2017

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างทุนมนุษย์กับมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้น การวิจัยครั้งนี้ใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี พ.ศ. 2553 - 2555 จำนวน 368 บริษัท โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ในการวิเคราะห์ข้อมูล ผลการศึกษาพบว่า ทุนมนุษย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้น โดยพบว่าทุนมนุษย์สามารถอธิบายมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้นได้เพิ่มจากมูลค่าตามบัญชี นอกจากนี้ยังพบหลักฐานว่า ตัวแปรอุตสาหกรรมที่เป็นตัวแปรควบคุมมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ และผลการเปรียบเทียบทุนมนุษย์ของกิจการที่มีขนาดแตกต่างกันและอยู่ในอุตสาหกรรมแตกต่างกัน พบว่ามีทุนมนุษย์แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ จึงสรุปได้ว่าข้อมูลด้านทุนมนุษย์เป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการกำหนดมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้น

คำสำคัญ : มูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้น; ทุนมนุษย์; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

¹ คณะการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม

* Corresponding Author E - mail Address: julsuchada.s@mbs.msu.ac.th

Abstract

The objective of this research is find the relationship between human capital and market value of equity, i.e. value relevance of human capital. The analysis has been conducted by using 368 firm year observations during the years 2010 - 2012 of listed firms in the Stock Exchange of Thailand (SET). Data were analyzed by multiple regression. The results show that human capital has a positive relationship with the market value of equity and reveal the incremental value relevance of human capital beyond the book value of equity. The industry, as a control variable in the regression model, has a significant effect and the comparative analysis presents the significant difference of human capital among firm sizes and industries. As a result, the evidence suggests to the existence of value relevance of human capital.

Keywords: Market Value of Equity; Human Capital; SET

บทนำ

ในอดีตที่ผ่านมา องค์กรธุรกิจให้ความสำคัญต่อการพัฒนาในด้านสินทรัพย์ที่มีตัวตนค่อนข้างมาก จึงทำให้การวัดมูลค่าของกิจการโดยส่วนใหญ่กำหนดจากสินทรัพย์ที่มีตัวตน แต่ในยุคปัจจุบัน ระบบสารสนเทศทางการสื่อสารได้เข้ามามีบทบาทค่อนข้างมากในกิจกรรมทางธุรกิจ ประกอบกับการเปิดเสรีทางเศรษฐกิจของภูมิภาคต่าง ๆ ของโลก ทำให้เศรษฐกิจโลกเกิดการเติบโตที่รวดเร็วพร้อมกับแข่งขันทางธุรกิจที่สูงขึ้นความสำเร็จทางธุรกิจในยุคเศรษฐกิจใหม่นี้จึงไม่ได้ขึ้นอยู่กับสินทรัพย์ที่มีตัวตนเท่านั้น โดยหลักฐานเชิงประจักษ์จากตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งแสดงหลักฐานว่า มูลค่าตลาด (Market Value) มีความแตกต่างกันค่อนข้างมากกับมูลค่าตามบัญชี (Book Value) โดยที่ในช่วงหลายสิบปีที่ผ่านมา ข้อมูลทางบัญชี เช่น กำไรสุทธิ มูลค่าตามบัญชี เป็นต้น สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลง (Collins, D. et al., 1997; Lo, K. and Lys, T., 2000) สาเหตุส่วนหนึ่งเกิดจากการที่กิจการมีการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมากขึ้น ในขณะที่รายงานทางการเงินยังไม่สะท้อนให้เห็นมูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์เหล่านั้น (Lev, B. and Zarowin, P., 1999) ดังนั้นการวิจัยทางการเงินจึงให้ความสำคัญต่อการตรวจสอบว่าข้อมูลประเภทใดที่จะช่วยให้นักลงทุนสามารถนำไปให้ผู้ประกอบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น เพื่อเป็นแนวทางในการพัฒนารายงานทางการเงินที่จะนำเสนอต่อนักลงทุนต่อไป

ทุนทางปัญญา (Intellectual Capital) เป็นปัจจัยหนึ่งที่พบว่ามีความสำคัญต่อความอยู่รอดในระยะยาวของธุรกิจ (Lajili, K. and Zeghal, D., 2005) โดยที่ทุนมนุษย์ (Human Capital) เป็นองค์ประกอบหนึ่งของทุนทางปัญญาที่หน่วยงานทางธุรกิจให้ความสำคัญและมีการรายงานข้อมูลต่อสาธารณชนมาอย่างต่อเนื่อง (Abeysekera, I. and Guthrie, J., 2004; Sujana, A. and Abeysekera, I., 2007; Cormier, D. et al., 2011) ในเชิงทฤษฎีทุนมนุษย์คือ องค์ความรู้ขององค์กรที่สะสมอยู่ในตัวพนักงาน โดยที่องค์ความรู้เหล่านี้จะส่งต่อไปเป็นสินทรัพย์องค์กรโดยใช้ทุนทางโครงสร้างเข้ามามีส่วนร่วม (Edvinsson, L. and Sullivan, P., 1996) อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันนี้ยังไม่มีการรับรู้ทุนมนุษย์เข้าเป็น

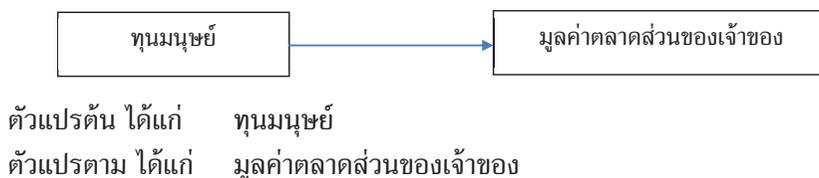
ส่วนหนึ่งของสินทรัพย์ที่รายงานในงบแสดงฐานะทางการเงิน ดังนั้นการปฏิบัติทางการบัญชีเกี่ยวกับทุนมนุษย์ จึงถูกมองว่ายังไม่เพียงพอและเหมาะสมในการรายงานข้อมูลต่อผู้ใช้งบการเงิน (Toulson, P. and Dewe, P., 2004) ในขณะเดียวกันมีบริษัทจำนวนมากได้เปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับทุนมนุษย์โดยสมัครใจแม้ไม่มีการกำหนดไว้ในมาตรฐานการบัญชี (Sujan, A. and Abeysekera, I., 2007; Cormier, D. et al., 2011) และยังพบว่ามูลค่าหุ้นสามัญของกิจการสะท้อนถึงข้อมูลเกี่ยวกับทุนมนุษย์ (Lajili, K. and Zeghal, D., 2006) ดังนั้นข้อมูลเกี่ยวกับทุนมนุษย์ที่รายงานเพิ่มเติมโดยสมัครใจ จึงอาจเป็นข้อมูลที่ช่วยอธิบายผลแตกต่างระหว่างมูลค่าตลาดและมูลค่าตามบัญชีได้ ซึ่งถ้าเป็นอย่างนั้นนักทฤษฎีทางการบัญชีควรมีการพัฒนาแนวทางในการรายงานข้อมูลดังกล่าวอย่างเป็นระบบ เพื่อให้ข้อมูลทางการบัญชีเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินมากขึ้น ซึ่งงานวิจัยทางการบัญชีเกี่ยวกับการตรวจสอบเหตุการณ์ดังกล่าว ยังมีค่อนข้างน้อยจึงทำให้การพัฒนาแนวคิดทฤษฎีทางการบัญชีทรัพยากรมนุษย์ (Human Resource Accounting) ถูกจำกัดไปด้วย โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากเหตุผลที่กล่าวข้างต้น คณะผู้วิจัยจึงต้องการตรวจสอบหลักฐานเชิงประจักษ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่า ทุนมนุษย์ถูกนำไปใช้ในการกำหนดมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นหรือไม่อย่างไร ซึ่งผลการวิจัยสามารถนำไปเป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาของหน่วยงานกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ และหน่วยงานทางวิชาชีพบัญชีเกี่ยวกับการกำหนดแนวทางในการปฏิบัติเกี่ยวกับข้อมูลด้านทุนมนุษย์ ตลอดจนเป็นการเปิดเผยหลักฐานเชิงประจักษ์เพิ่มเติม อันช่วยส่งเสริมการสร้างแนวคิดทฤษฎีทางการบัญชีทรัพยากรมนุษย์ต่อไป

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างทุนมนุษย์และมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างของทุนมนุษย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีขนาดและอุตสาหกรรมแตกต่างกัน

กรอบแนวคิดการวิจัย



ทบทวนวรรณกรรมและการกำหนดสมมติฐาน

งานวิจัยในอดีตชี้ให้เห็นว่าข้อมูลกำไรมีความสามารถในการอธิบายมูลค่าหุ้นของกิจการได้ลดลง (Easton, P. and Harris, S., 1991; Collins, D. et al., 1997) ในขณะที่มูลค่าตามบัญชีสามารถอธิบาย

ราคาหลักทรัพย์ได้มากขึ้น (Collins, D. et al., 1997; Graham, R. et al., 2000; ปัญญา, 2545) ทำให้มีความพยายามในการพัฒนาทางวิชาชีพบัญชี เพื่อให้สามารถจัดเตรียมข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจด้านกำหนดราคาหุ้นของกิจการ ทั้งนี้ในการปฏิบัติทางการบัญชีได้มีการเปลี่ยนแปลงที่ชัดเจนคือ การเน้นการวัดมูลค่าของรายการด้วยมูลค่ายุติธรรม (Fair Value) และให้ความสำคัญต่อรายการที่ไม่มีตัวตนมากขึ้น (Lev, B. and Zarowin, P., 1999) สอดคล้องกับยุคปัจจุบันที่ระบบสารสนเทศทางการสื่อสารได้เข้ามามีบทบาทในกิจกรรมทางธุรกิจมากขึ้นเพื่อความได้เปรียบทางการแข่งขัน นำไปสู่สังคมแห่งปัญญาเพื่อความอยู่รอดและเติบโต ขึ้นอยู่กับองค์ความรู้และนวัตกรรมขององค์กรที่รวมกันเป็นทุนทางปัญญา

ทุนมนุษย์เป็นองค์ประกอบหนึ่งที่สำคัญของทุนทางปัญญา ซึ่งเป็นองค์ความรู้ของกิจการที่สะสมอยู่ในตัวพนักงาน ได้แก่ ความรู้ ทักษะ ประสบการณ์ และความคิดริเริ่ม อันก่อให้เกิดเป็นสินทรัพย์ขององค์กรได้ โดยการที่กิจการมีทรัพยากรทางโครงสร้างหรือที่เรียกว่า ทุนทางโครงสร้างมาเป็นส่วนร่วมในการใช้ประโยชน์จากองค์ความรู้ที่สะสมอยู่ในตัวพนักงานจนทำให้เกิดเป็นมูลค่าแก่กิจการ (Edvinsson, L. and Sullivan, P., 1996) กิจการส่วนใหญ่มีทุนในการดำเนินงานแบบพื้นฐานที่คล้ายคลึงกันคือ เงินทุน ทรัพยากรเทคโนโลยี และความสามารถในการเข้าถึงตลาด ดังนั้นทุนมนุษย์จึงเป็นปัจจัยที่ช่วยให้ความแตกต่างที่มีลักษณะเฉพาะตัวหรืออีกนัยหนึ่งคือ ทุนมนุษย์เป็นทรัพยากรที่มีค่า (Valuable) หายาก (Rare) มีต้นทุนในการลอกเลียนแบบสูง (Costly to Imitate) และไม่สามารถทดแทนได้ (Non-substitutable) จึงช่วยให้ประสบความสำเร็จในการดำเนินงานและมีความได้เปรียบในการแข่งขันที่ยั่งยืนแม้ว่ามาตรฐานการรายงานทางการเงินไม่มีการกำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับทุนมนุษย์ไว้ในงบการเงิน แต่ก็มีบางบริษัทรายงานข้อมูลเกี่ยวกับทุนมนุษย์เองโดยสมัครใจ Abeysekera, I. and Guthrie, J. (Abeysekera, I. and Guthrie, J., 2004) ได้ศึกษาการรายงานทุนมนุษย์ในรายงานประจำปีของบริษัทในประเทศศรีลังกา ช่วงปี ค.ศ. 1998 - 2000 พบว่า มีการรายงานข้อมูลเพิ่มมากขึ้นในช่วงปีที่ศึกษา และ Toulson, P. and Dewe, P. (Toulson, P. and Dewe, P., 2004) ได้สำรวจความคิดเห็นเกี่ยวกับความสำคัญของการบัญชีทรัพยากรมนุษย์และการวัดค่าของรายการของบุคลากรใน 3 สถาบันด้านทรัพยากรมนุษย์ในประเทศนิวซีแลนด์ พบว่าส่วนใหญ่ให้ความสำคัญเกี่ยวกับการวัดค่ารายการทุนมนุษย์ กลุ่มตัวอย่างที่เป็นผู้จัดการมีความคิดเห็นว่าการวัดค่ารายการเหล่านั้นสะท้อนให้เห็นความสำคัญของทรัพยากรมนุษย์ในเชิงกลยุทธ์และการแข่งขัน และการวัดค่าที่เป็นตัวเงินถูกมองว่าช่วยให้ความน่าเชื่อถือมากขึ้น นอกจากนั้น Lajili, K. and Zeghal, D. (Lajili, K. and Zeghal, D., 2005) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้น และการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับทุนมนุษย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา ในปี ค.ศ. 1997 พบว่า กิจการที่มีการเปิดเผยข้อมูลต้นทุนเกี่ยวกับแรงงานมีมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่ากิจการที่ไม่เปิดเผย ในขณะที่ข้อมูลเกี่ยวกับประสิทธิภาพและผลผลิตภาพของแรงงานถูกประเมินมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริง ซึ่งผู้วิจัยได้ให้ความเห็นว่าเป็นโอกาสอันดีสำหรับกิจการที่มีคุณค่าของทุนมนุษย์สูงจะทำการเปิดเผยข้อมูลเหล่านั้น เพื่อให้กิจการโดดเด่นกว่ากิจการอื่น ดังนั้นการวิจัยครั้งนี้จึงกำหนดสมมติฐานดังนี้

H₁: ทุนมนุษย์มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น

นอกจากที่กล่าวมาแล้ว งานวิจัยในอดีตยังสะท้อนข้อมูลให้เห็นว่า กิจการที่อยู่ในอุตสาหกรรมแตกต่างกัน และมีขนาดแตกต่างกันให้ความสำคัญในการปฏิบัติต่อพนักงานและการรายงานข้อมูลเกี่ยวกับพนักงานแตกต่างกัน (Abeysekera, I. and Guthrie, J., 2004; Lajili, K. and Zeghal, D., 2005; Sujana, A. and Abeysekera, I., 2007) ซึ่งเป็นไปได้ว่าอุตสาหกรรมที่พึ่งพาความสามารถของพนักงานมาก

จะมีมูลค่าของทุนมนุษย์สูงกว่าอุตสาหกรรมที่พึ่งพาเงินทุนหรือเครื่องจักร ดังนั้นการวิจัยครั้งนี้จึงต้องการทดสอบเหตุการณ์ดังกล่าวโดยกำหนดสมมติฐานดังนี้

H_{2a}: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีขนาดแตกต่างกัน มีทุนมนุษย์แตกต่างกัน

H_{2b}: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมแตกต่างกัน มีทุนมนุษย์แตกต่างกัน

การดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรของการศึกษาค้างนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2553 - 2555 (3 ปี) โดยศึกษาข้อมูลในลักษณะปีบัญชี (Firm-year Observations) ซึ่งมีประชากรทั้งสิ้น 1,727 ปีบัญชี ทั้งนี้เนื่องจากรายงานทางการเงินของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธนาคารและสถาบันการเงิน ได้แก่ บริษัทที่ประกอบธุรกิจธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ หน่วยลงทุน ประกันภัย และประกันชีวิต เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีหน่วยงานที่ควบคุมโดยเฉพาะ และมีความต้องการต่อการเปิดเผยข้อมูลที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ดังนั้นการศึกษานี้จึงไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเหล่านี้มาเป็นตัวอย่าง นอกจากนี้งานวิจัยครั้งนี้ไม่นำบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการมาร่วมในการพิจารณาด้วย เนื่องจากเป็นบริษัทที่มีปัญหาทางการเงินซึ่งการกำหนดราคาหลักทรัพย์มักดำเนินการโดยใช้เกณฑ์ที่แตกต่างไปจากลักษณะปกติ นอกจากนี้ในการเก็บข้อมูลปีบัญชีได้กำหนดให้มีระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด ณ 31 ธันวาคม และมีข้อมูลที่ต้องใช้ในการศึกษาในแหล่งที่กำหนดในการเก็บข้อมูลครบถ้วน ซึ่งกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาค้างนี้ทั้งสิ้น 368 ปีบัญชี โดยกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษา มาจากอุตสาหกรรมที่จัดกลุ่มตามตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มที่ตรงเงื่อนไขข้างต้น เรียงตามลำดับจำนวนมากไปหาน้อย ได้ดังนี้ สินค้าอุตสาหกรรม 72 ปีบัญชี (ร้อยละ 19.57) บริการ 70 ปีบัญชี (ร้อยละ 19.02) อสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง 69 ปีบัญชี (ร้อยละ 18.75) เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 66 ปีบัญชี (ร้อยละ 17.93) สินค้าอุปโภคบริโภค 54 ปีบัญชี (ร้อยละ 14.67) เทคโนโลยี 24 ปีบัญชี (ร้อยละ 6.52) ทรัพยากร 9 ปีบัญชี (ร้อยละ 2.45) และอื่น ๆ 4 ปีบัญชี (ร้อยละ 1.09)

ข้อมูลและแหล่งข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ อันประกอบด้วย ข้อมูลทางบัญชีรวบรวมจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Market Analysis and Reporting Tool: SETSMART) โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินประจำปี (Annual Financial Statement) และแบบ 56-1 ส่วนข้อมูลเกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์รวบรวมจากฐานข้อมูลเดต้าสตรีม (Datastream) โดยใช้ราคาปิด ณ วันส่งงบการเงินประจำปี

ตัวแปรและการวัดค่า

มูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้น (Market Value of Equity: MVE) วัดโดยราคาตลาดต่อหุ้น (Stock Price) ณ วันประกาศงบการเงินประจำปีของแต่ละปี

มูลค่าตามบัญชี (Book Value: BV) วัดโดยมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีของแต่ละปี หารด้วยจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือบุคคลภายนอก

ทุนมนุษย์ (Human Capital: HC) วัดโดยอ้างอิงทฤษฎีเศรษฐศาสตร์แรงงาน ตามแนวทางการวิจัยของ Lajili, K. and Zeghal, D. (Lajili, K. and Zeghal, D., 2005) ได้แก่ ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานต่อคน (ประสิทธิภาพแรงงาน) และอัตรายอดขายต่อพนักงาน (ผลิตภาพแรงงาน)

โมเดลในการศึกษา

ในการวิจัยครั้งนี้กำหนดโมเดลในการศึกษาตามแนวคิดการประเมินมูลค่ากิจการ โดยการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญจากการวัดมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ ตามแนวทางของ Lajili, K. and Zeghal, D. (Lajili, K. and Zeghal, D., 2005) โดยมีโมเดลหลักดังสมการที่ (1)

$$MVE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BVE_{it} + \alpha_2 HC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

โดยที่

MVE_{it} = มูลค่าตลาดต่อหุ้นของหุ้นสามัญของบริษัท i ณ เวลา t

BVE_{it} = มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของหุ้นสามัญของบริษัท i ณ เวลา t

HC_{it} = ตัวแปรที่เป็นทุนมนุษย์ที่รายงานโดยบริษัท i ณ เวลา t

ε_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อน

ผลการศึกษา

ค่าสถิติพื้นฐานจากตารางที่ 1 พบว่า มูลค่าตลาด (ต่อหุ้น) ของหุ้นสามัญมีค่าเฉลี่ย 41.51 บาท (S.D. = 65.61) มูลค่าตามบัญชี (ต่อหุ้น) มีค่าเฉลี่ย 24.84 บาท (S.D. = 34.89) ทุนมนุษย์ที่วัดโดยค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานต่อคนค่าเฉลี่ย 0.47 ล้านบาท (S.D. = 1.05) ทุนมนุษย์ที่วัดโดยอัตราส่วนยอดขายต่อพนักงานค่าเฉลี่ย 18.47 ล้านบาท (S.D. = 66.40) ทั้งนี้ข้อสังเกตว่ากลุ่มตัวอย่างมีมูลค่าสินทรัพย์รวมแตกต่างกันค่อนข้างมาก โดยมีค่าเฉลี่ย 19,804.67 ล้านบาท (S.D. = 57,140.59)

ตารางที่ 1 ค่าสถิติพื้นฐาน

ตัวแปร	Minimum	Maximum	\bar{X}	S.D.
MVE	0.26	490.00	41.51	65.61
BVE	0.01	228.18	24.84	34.89
HCA	0.01	18.32	0.47	1.05
HCB	0.34	734.42	18.47	66.40
TA	147.29	601,513.29	19,804.67	57,140.59

* HCA = ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานต่อคน, HCB = อัตรายอดขายต่อพนักงาน, TA = สินทรัพย์รวม

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างทุนมนุษย์กับมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้น

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์จากตารางที่ 2 พบว่า มูลค่าตามบัญชีและทุนมนุษย์มีสหสัมพันธ์กับตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าตลาด อย่างมีนัยสำคัญ โดยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระมีค่าระหว่าง 0.046 - 0.660 และค่านัยสำคัญทางสถิติ ชี้ให้เห็นว่ามีสหสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ จึงได้นำไปทดสอบความสัมพันธ์โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ นอกจากนั้นการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระยังพบว่า ตัวแปรอิสระมีสหสัมพันธ์กันด้วยจึงอาจเกิดปัญหา Multicollineality ในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ซึ่งได้มีการตรวจสอบเพิ่มเติมโดยใช้ค่า VIF พบว่ามีค่าอยู่ระหว่าง 1.00 - 2.00 ชี้ให้เห็นว่าไม่เกิดปัญหาดังกล่าว

ตารางที่ 2 ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน

r p-value	MVE	BVE	HCA	HCB	HCC
MVE	1.00	0.660**	0.046	0.406**	0.146*
BVE	0.00	1.00	0.008	0.178**	-0.032
HCA	0.376	0.881	1.00	0.238**	0.030
HCB	0.00	0.00	0.00	1.00	0.148*
HCC	0.00	0.53	0.56	0.05	1.00

ตัวพิมพ์หนา ได้แก่ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) และตัวพิมพ์บาง ได้แก่ ค่านัยสำคัญ (p-value), ** = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, * = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุโดยใช้สมการที่ (1) ตามตารางที่ 3 พบว่า มูลค่าตามบัญชีและทุนมนุษย์ที่วัดโดยค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานต่อคน สามารถอธิบายมูลค่าตลาดได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($F = 147.36$; $p\text{-value} = 0.00$) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์ปรับปรุงเท่ากับ 0.444 ค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าตามบัญชีเท่ากับ 1.30 มีนัยสำคัญทางสถิติระดับ 0.05 และค่าสัมประสิทธิ์ของทุนมนุษย์เท่ากับ 2.65 ไม่มีนัยสำคัญ ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าข้อมูลทุนมนุษย์ที่วัดโดยค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานต่อคนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตามตารางที่ 4 พบว่า มูลค่าตามบัญชีและทุนมนุษย์ที่วัดโดยอัตราส่วนยอดขายต่อพนักงาน สามารถอธิบายมูลค่าตลาดได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($F = 217.08$; $p\text{-value} = 0.00$) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์ปรับปรุงเท่ากับ 0.528 ค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าตามบัญชีเท่ากับ 1.18 มีนัยสำคัญทางสถิติระดับ 0.05 และค่าสัมประสิทธิ์ของทุนมนุษย์เท่ากับ 0.26 มีนัยสำคัญทางสถิติระดับ 0.05 ดังนั้น สรุปได้ว่าทุนมนุษย์ที่วัดโดยอัตราส่วนยอดขายต่อพนักงานมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงยอมรับสมมติฐาน H_1

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของมูลค่าตลาด มูลค่าตามบัญชี และทุนมนุษย์ที่วัดโดยค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานต่อคน

	α	t-value	p-value	VIF	F-value	AdjR ²
Constant	9.58	2.80**	0.01		147.36**	0.444
BVE	1.30	17.13**	0.00	1.00		
HCA	2.64	1.06	0.29	1.00		

** = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, * = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของมูลค่าตลาด มูลค่าตามบัญชี และทุนมนุษย์ที่วัดโดยอัตราส่วนยอดขายต่อพนักงาน

	α	t-value	p-value	VIF	F-value	AdjR ²
Constant	7.25	2.53**	0.01		217.08**	0.528
BVE	1.18	17.30**	0.00	1.03		
HCB	0.26	8.34**	0.00	1.03		

** = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, * = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

เนื่องจากการศึกษาครั้งนี้มีการศึกษาแบบภาคตัดขวางจากข้อมูล 3 ปีบัญชี ดังนั้นจึงมีการตรวจสอบผลกระทบจากปัจจัยด้านช่วงเวลาของข้อมูลที่น่ามาศึกษา กอปรกับงานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีและมูลค่าตลาดของกิจการสะท้อนให้เห็นผลกระทบจากปัจจัยอุตสาหกรรม ดังนั้นจึงทำการวิเคราะห์ความถดถอยเพิ่ม โดยควบคุมตัวแปรด้านช่วงเวลา (ปี) และอุตสาหกรรม ซึ่งมีผลการวิเคราะห์ดังตารางที่ 5 - 6

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของมูลค่าตลาด มูลค่าตามบัญชี และทุนมนุษย์ที่วัดโดยค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานต่อคน โดยควบคุมตัวแปรอุตสาหกรรม และปี

	α	t-value	p-value	VIF	F-value	AdjR ²
Constant	-20.43	-2.39	0.02		80.13**	0.463
BVE	1.32	17.60**	0.00	1.02		
HCA	2.28	0.93	0.35	1.00		
Ind	3.13	2.85**	0.01	1.02		
Year	8.46	2.68**	0.01	1.00		

** = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, * = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, Ind = Industry, Year = ปีบัญชี

จากตารางที่ 5 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอุตสาหกรรม (Ind) มีค่าเท่ากับ 3.13 (t-value = 2.85, p-value = 0.01) และค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรปี (Year) มีค่าเท่ากับ 8.46 (t-value = 2.68, p-value = 0.01) มีนัยสำคัญทางสถิติทั้งสองตัวแปร แสดงให้เห็นว่ามีผลกระทบต่อตัวแบบที่ใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีและทุนมนุษย์กับมูลค่าตลาด แต่อย่างไรก็ตาม ค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าตามบัญชียังคงมีนัยสำคัญทางสถิติ และสัมประสิทธิ์ของทุนมนุษย์ที่วัดจากค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานต่อคนไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับผลการวิเคราะห์โดยไม่มีการควบคุมตัวแปรดังกล่าว จึงเป็นการยืนยันผลการวิเคราะห์ตามที่สรุปข้างต้น

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของมูลค่าตลาด มูลค่าตามบัญชี และทุนมนุษย์ที่วัดโดยอัตราส่วนยอดขายต่อพนักงาน โดยควบคุมตัวแปรอุตสาหกรรมและปี

	Coef	t-value	p-value	VIF	F-value	AdjR ²
Constant	-18.88	-2.52	0.01		115.49**	0.543
BVE	1.20	17.63**	0.00	1.06		
HCB	0.29	8.20**	0.00	1.03		
Ind	2.18	2.23*	0.03	1.00		
Year	8.52	3.06**	0.00	1.05		

** = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, * = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 6 พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอุตสาหกรรม (Ind) มีค่าเท่ากับ 2.18 (t-value = 2.23, p-value = 0.03) และค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรปี (Year) มีค่าเท่ากับ 8.52 (t-value = 3.06, p-value = 0.00) มีนัยสำคัญทางสถิติทั้งสองตัวแปร แสดงให้เห็นว่ามีผลกระทบต่อตัวแบบที่ใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีและทุนมนุษย์กับมูลค่าตลาด แต่อย่างไรก็ตามค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าตามบัญชีและสัมประสิทธิ์ของทุนมนุษย์ที่วัดโดยอัตราส่วนยอดขายต่อพนักงานยังคงมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับผลการวิเคราะห์โดยไม่มีการควบคุมตัวแปรดังกล่าว จึงเป็นการยืนยันผลการวิเคราะห์ตามที่สรุปไปแล้ว

ผลการเปรียบเทียบความแตกต่างของทุนมนุษย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีขนาดและอุตสาหกรรมแตกต่างกัน

การวัดค่าขนาดของกิจการในการวิจัยครั้งนี้วัดโดยใช้มูลค่าของสินทรัพย์รวม (Total Assets) ซึ่งได้ทำการจำแนกกลุ่มตัวอย่างเป็น 2 กลุ่ม โดยใช้ค่ามัธยฐาน (Median) เพื่อแทนความหมายเป็นกิจการขนาดเล็ก ได้แก่ กิจการที่มีมูลค่าสินทรัพย์รวมน้อยกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐาน และกิจการขนาดใหญ่ ได้แก่ กิจการที่มีมูลค่าสินทรัพย์รวมมากกว่าค่ามัธยฐาน

ตารางที่ 7 ผลการเปรียบเทียบความแตกต่างของทุนมนุษย์ของบริษัทที่มีขนาดแตกต่างกัน

ทุนมนุษย์	ขนาดใหญ่		ขนาดเล็ก		t-value	p-value
	\bar{X}	S.D.	\bar{X}	S.D.		
HCA	0.5768	0.63	0.3628	1.35	1.96*	0.05
HCB	33.00	90.81	3.71	10.08	4.44**	0.00

** = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, * = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 7 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีขนาดแตกต่างกัน มีทุนมนุษย์แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยที่บริษัทขนาดใหญ่มีทุนมนุษย์มากกว่าขนาดเล็ก และจากตารางที่ 8 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมแตกต่างกัน มีทุนมนุษย์ที่วัดจากอัตราส่วนยอดขายต่อพนักงานแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 จึงนำไปวิเคราะห์เปรียบเทียบรายคู่ (ไม่ได้แสดงผล) กรณีที่วัดโดยอัตราส่วนยอดขายต่อพนักงาน พบว่า บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีทุนมนุษย์มากกว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ส่วนกลุ่มอื่นไม่แตกต่างกัน

ตารางที่ 8 ผลการเปรียบเทียบความแตกต่างของทุนมนุษย์ของบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมแตกต่างกัน

ทุนมนุษย์	แหล่งของความแปรปรวน	df	SS	MS	F-value	p-value
HCA	ระหว่างกลุ่ม	7	7.21	1.03	0.93	0.48
	ภายในกลุ่ม	360	398.08	1.11		
	รวม	367	405.29			
HCB	ระหว่างกลุ่ม	7	105304	15372.73	3.47**	0.00
	ภายในกลุ่ม	359	1596788	4428.56		
	รวม	366	1702092			

** = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, * = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

สรุปและอภิปรายผลการศึกษา

มูลค่าตามบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยรวม ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทุกปีที่ศึกษา ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดประโยชน์ของข้อมูลทางการเงินในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ และสนับสนุนวัตถุประสงค์ของงบการเงินตามที่กำหนดไว้ในกรอบแนวคิดของการจัดทำและนำเสนองบการเงินในเรื่องการให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนสะท้อนถึงประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ

สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตทั้งในประเทศไทย (จุลสุขตา และปัญญา, 2542; Graham, R. et al., 2000; ปัญญา, 2545; Sirisom, J., 2003) และต่างประเทศ (Easton, P., 1999; Collins, D. et al., 1997) ทูมมนุษย์ที่วัดโดยอัตราส่วนยอดขายต่อพนักงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจากผลดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าทูมมนุษย์สามารถอธิบายมูลค่าตลาดได้เพิ่มขึ้นจากมูลค่าตามบัญชี สนับสนุนแนวคิดที่ว่านอกจากสินทรัพย์ที่ถูกรวมไว้ในงบการเงินแล้ว นักลงทุนมีการประเมินมูลค่าการลงทุนในสินทรัพย์ที่ยังไม่มีการรับรู้รายการตามมาตรฐานการบัญชีที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน (Lev, B. and Zarowin, P., 1999) โดยที่ผลการศึกษารุ่นนี้พบหลักฐานเชิงประจักษ์ว่าทูมมนุษย์เป็นส่วนหนึ่งในรายการดังกล่าว ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดเชิงทฤษฎีเกี่ยวกับทูมมนุษย์ที่กล่าวว่าเป็นองค์ความรู้ของกิจการที่สะสมอยู่ในตัวพนักงานที่จะส่งต่อไปเป็นสินทรัพย์องค์กรได้โดยการที่กิจการจะใช้ทุนทางโครงสร้างมาเป็นเครื่องมือในการใช้ประโยชน์พนักงานเหล่านั้นจึงทำให้เกิดเป็นมูลค่าแก่กิจการ และสอดคล้องกับงานวิจัยอดีตที่พบว่าองค์กรธุรกิจให้ความสำคัญและมีการรายงานข้อมูลต่อสาธารณชนมาอย่างต่อเนื่อง (Abeysekera, I. and Guthrie, J., 2004; Sujana, A. and Abeysekera, I., 2007; Cormier, D. et al., 2011) และตลาดหลักทรัพย์มีการนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้ในการกำหนดราคาหุ้นสามัญของบริษัทที่ทำการเปิดเผยข้อมูล (Lajili, K. and Zeghal, D., 2005; Lajili, K. and Zeghal, D., 2006) ทูมมนุษย์ที่วัดโดยค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานต่อคนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีนี้อาจจะเกิดจากการที่ตลาดไม่เชื่อว่าการวัดค่าทูมมนุษย์จากการลงทุนในรูปแบบที่เป็นตัวเงิน เช่น เงินเดือน โบนัส สวัสดิการ และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ เป็นต้น เป็นสิ่งที่สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงของทูมมนุษย์ที่มีต่อมูลค่าองค์กร และการเปรียบเทียบทูมมนุษย์ของกิจการที่มีขนาดแตกต่างกัน และอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมต่างกันพบว่ามีทูมมนุษย์แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดเชิงทฤษฎีเกี่ยวกับทูมมนุษย์ที่กล่าวไว้ว่า ทูมมนุษย์จะไปเพิ่มมูลค่าให้แก่องค์กรได้มากเท่าใดนั้นขึ้นอยู่กับความสามารถขององค์กรนั้นในการใช้ทุนทางโครงสร้างมาเป็นเครื่องมือในการใช้ประโยชน์จากองค์ความรู้ที่สะสมอยู่ในตัวพนักงานเหล่านั้น ดังนั้นจึงเป็นไปได้ว่าการวัดมูลค่าทูมมนุษย์ของตลาดมีความซับซ้อนกว่าการลงทุนที่เป็นตัวเงินในตัวบุคลากร นอกจากนั้นหลักฐานเชิงประจักษ์ในการศึกษารุ่นนี้พบว่าตัวแปรอุตสาหกรรมที่เป็นตัวแปรควบคุมในตัวแบบการวิเคราะห์ความถดถอยมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญที่สนับสนุนแนวคิดนี้เช่นกัน หลักฐานดังกล่าวข้างต้นจึงเป็นการสะท้อนถึงปัจจัยแทรกซ้อน (Moderator) ของความสัมพันธ์ระหว่างทูมมนุษย์และมูลค่าตลาดของกิจการ

ดังนั้น ผลการศึกษารุ่นนี้จึงเป็นหลักฐานว่าการรายงานข้อมูลเกี่ยวกับทูมมนุษย์จะเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อนักลงทุนในการกำหนดมูลค่าหุ้นสามัญของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงมีข้อเสนอแนะจากการวิจัยครั้งนี้ว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรมีการรายงานข้อมูลเกี่ยวกับทูมมนุษย์ให้ชัดเจน ตลอดจนหน่วยงานกำกับดูแลและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรส่งเสริมให้เกิดการรายงานข้อมูลดังกล่าว และมีข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคตว่าควรมีการตรวจสอบหลักฐานเชิงประจักษ์เพิ่มเติมเกี่ยวกับประโยชน์ของข้อมูลเกี่ยวกับทูมมนุษย์โดยใช้วิธีการวัดค่าตัวแปรจากการรายงานในรูปแบบอื่น ตลอดจนการใช้ระเบียบวิธีวิจัยแบบอื่น รวมถึงขยายขอบเขตการศึกษาให้ครอบคลุมปีที่เกิดในอนาคต

References

- จุลสุชดา ศิริสม และปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์. (2542). การวัดมูลค่าหลักทรัพย์หุ้นสามัญด้วยข้อมูลทางบัญชีเปรียบเทียบตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสิงคโปร์. เอกสารเผยแพร่ ศูนย์เอกสารประเทศไทย. หอสมุดกลาง จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์. (2545). การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชีดุสิตบัณฑิต. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- สถาบันไทยพัฒนา. (2555). การรายงานข้อมูล CSR ชั้นพื้นฐานแบบบูรณาการ. กรุงเทพมหานคร: สถาบันไทยพัฒนา
- Abeyssekera, I. and Guthrie, J. (2004). Human capital reporting in a developing nation. **British Accounting Review**. Vol. 36. Issue 3. pp. 251-268
- Abeyssekera, I. and Guthrie, J. (2005). An empirical investigation of annual reporting trends of intellectual capital in Sri Lanka. **Critical Perspectives on Accounting**. Vol. 16. No. 3. pp.151-163
- Abhayawansa, S. and Abeyssekera, I. (2008). An explanation of human capital disclosure from the resource based perspective. **Journal of Human Resource Costing and Accounting**. Vol. 12. Issue 1. pp. 51-64
- Brennan, N. (2001). Reporting intellectual capital in annual reports: evidence from Ireland. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**. Vol. 14. No. 4. pp. 423-436. DOI: 10.1108/14013380810872752
- Collins, D., Maydew, E. and Weiss, I. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. **Journal of Accounting and Economics**. Vol. 24. No. 1. pp. 39-67
- Cormier, D., Ledoux, M., and Magnan, M. (2011). The informational contribution of social and environmental disclosures for investors. **Management Decision**. Vol. 49. Issue 8. pp. 1276-1304. DOI: 10.1108/00251741111163124
- Easton, P. (1999). Security returns and the value relevance of accounting data. **Accounting Horizons**. Vol. 13. No. 4. pp. 399-412
- Easton, P. and Harris, S. (1991). Earnings as an explanatory variable for returns. **Journal of Accounting Research**. Vol. 29. Issue 1. pp. 19-36
- Edvinsson, L. and Sullivan, P. (1996). Developing a model for managing intellectual capital. **European Management Journal**. Vol. 14. Issue 4. pp. 356-364. DOI: 10.1016/0263-2373(96)00022-9
- Feltham, G. and Ohlson, J. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. **Contemporary Accounting Research**. Vol. 11. No. 2. pp. 689-731
- Graham, R. and King, R. (2000). Accounting practices and the market valuation of accounting numbers: Evidence from Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Taiwan and Thailand. **The International Journal of Accounting**. Vol. 35. No. 4. pp. 445-470. DOI: 10.1016/S0020-7063(00)00075-3

- Graham, R., King, R., and Bailes, J. (2000). The value relevance of accounting information during a financial crisis: Thailand and the 1997 decline in the value of the Baht. **Journal of International Financial Management and Accounting**. Vol. 11. Issue 2. pp. 84-105. DOI: 10.1111/1467-646X.00057
- Guthrie, J., Petty, R., Yongvanich, K., and Ricceri, F. (2004). Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital reporting. **Journal of Intellectual Capital**. Vol. 5. Issue 2. pp. 282-293. DOI: 10.1108/14691930410533704
- Lajili, K. and Zeghal, D. (2005). Labour cost voluntary disclosures and firm equity values: Is human capital information value-relevant?. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**. Vol. 14. No. 2. pp. 121-138. DOI:10.1016/j.intaccudtax.2005.08.003
- Lajili, K. and Zeghal, D. (2006). Market performance impacts of human capital disclosures. **Journal of Accounting and Public Policy**. Vol. 25. Issue 2. pp. 171-194. DOI: 10.1016/j.jaccpubpol.2006.01.006
- Lev, B. and Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. **Journal of Accounting Research**. Vol. 37. Issue 2. pp. 353-385.
- Lo, K. and Lys, T. (2000). The Ohlson model: contribution to valuation theory, limitations, and empirical applications. **Journal of Accounting, Auditing, and Finance**. Vol. 15. No. 3. pp. 337-367
- Sirisom, J. (2003). **Determinants of incremental information content of cash flows beyond earnings: evidence from the stock exchange of Thailand**. Ph.D. Dissertation. Chulalongkorn University
- Sujan, A. and Abeysekera, I. (2007). Intellectual capital reporting practices of the top Australian firms. **Australian Accounting Review**. Vol. 17. Issue 42. pp. 71-83. DOI: 10.1111/j.1835-2561.2007.tb00445.x
- Szekely, F. and Knirsch, M. (2005). Responsible leadership and corporate social responsibility: Metrics for sustainable performance. **European Management Journal**. Vol. 23. No. 6. pp. 628-647
- Teoh, S., Welch, I., and Wong, T. (1998). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**. Vol. 50. No. 1. pp. 63-99
- Toulson, P. and Dewe, P. (2004). HR accounting as a measurement tool. **Human Resource Management Journal**. Vol. 14, No. 2, pp. 75-90