

การศึกษาผลกระทบที่ไม่ใช่เชิงเส้นของ CSR ต่อมูลค่าทางการตลาด ของกิจการ

ปาณมน จันทบุตร*
สุนีย์รัตน์ วุฒิจินดานนท์**
อุษารัตน์ อีรรธ***

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์แบบไม่เชิงเส้นระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility: CSR) กับมูลค่าทางการตลาดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2559-2560 การศึกษาใช้การวิเคราะห์หองค์ประกอบเพื่อระบุมิติของ CSR ที่สำคัญ และทดสอบความสัมพันธ์ขององค์ประกอบ CSR กับอัตราส่วน Tobin's Q ในปีเดียวกัน (2559) และปีถัดไป (2560)

ผลการวิเคราะห์หองค์ประกอบพบมิติที่สำคัญของ CSR 2 ด้าน ได้แก่ 1) ด้านการพัฒนาพนักงาน สิ่งแวดล้อม และชุมชน และ 2) ด้านการกำกับดูแล การรายงาน และการต่อต้านทุจริต โดยกลุ่มด้านการพัฒนาพนักงาน สิ่งแวดล้อม และชุมชนมีความสัมพันธ์แบบไม่เชิงเส้นในลักษณะรูปตัวยู (U-Shaped) กับ Tobin's Q ของกิจการในปีเดียวกันและปีถัดไป ขณะที่ CSR ด้านการกำกับดูแล การรายงาน และการต่อต้านทุจริต ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าทางการตลาดของกิจการ ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าการให้ความสำคัญเพียงระดับนโยบายและการวางแผนของผู้บริหาร ไม่เพียงพอต่อการสร้างมูลค่ากิจการในมุมมองของนักลงทุน แต่การพัฒนาและแก้ไขปัญหาพนักงาน สิ่งแวดล้อม และชุมชน สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ การศึกษาดังกล่าวสนับสนุนทฤษฎีฐานทรัพยากรที่กล่าวว่า การใส่ใจด้านการพัฒนาบุคลากรจะนำไปสู่ความสามารถที่แตกต่างของกิจการในการพัฒนาและแก้ไขปัญหาสิ่งแวดล้อมและชุมชน ซึ่งจะเป็นการสร้างภาพลักษณ์และมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการในระยะยาว

คำสำคัญ: ความรับผิดชอบต่อสังคม อัตราส่วน Tobin's Q ความสัมพันธ์รูปตัวยู องค์ประกอบสังเคราะห์มิติ ประเทศไทย

รับต้นฉบับ: 9 เมษายน 2563 | ได้รับบทความฉบับแก้ไข: 15 มิถุนายน 2563 | ตอรับบทความ: 29 กรกฎาคม 2563

* นิสิตปริญญาเอก (หลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิตสาขาบริหารธุรกิจ) คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

*** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

The Study on Nonlinear Impact of CSR on Firm Market Value

Panamon Chantabutr^{*}

Suneerat Wuttichindanon^{**}

Usarat Thirathon^{***}

ABSTRACT

This study aims to investigate the non-linear relationship between corporate social responsibility (CSR) and market value of companies listed in the Stock Exchange of Thailand between 2016 and 2017. We employ factor analysis to determine the significant CSR dimensions, and then examine the relationship between the CSR dimensions and Tobin's Q in the same year (2016), and the following year (2017)

Results from the factor analysis demonstrate two important CSR dimensions, namely, 1) the development of employees, environment and community; and 2) corporate governance, reporting, and anti-corruption policies. The development of employees, environment and community has a U-shaped relationship with Tobin's Q in both years. Meanwhile, the other dimension of corporate governance, reporting and anti-corruption policies is not associated with Tobin's Q. These results imply that an implementation on the policy-level does not have sufficient impact to increase firm value from the investor's perspective, but development in employee, environment, and communities does. The results support the resource-based theory suggesting that attention to human resource development leads to a competitive advantage in terms of development and solutions for environment and community; eventually resulting in brand image and long-term firm value.

Keyword: CSR, Tobin's Q, U Shape, Factor Analysis, Thailand

Received: April 9, 2020 | **Revised:** June 15, 2020 | **Accepted:** July 29, 2020

^{*} Ph.D. Student (Doctor of Philosophy Program in Business Administration) Kasetsart Business School, Kasetsart University.

^{**} Assistant Professor of Department of Accounting, Kasetsart Business School, Kasetsart University.

^{***} Assistant Professor of Department of Accounting, Kasetsart Business School, Kasetsart University.

บทนำ

ความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility: CSR) ถือเป็นกลยุทธ์ด้านการบริหารที่สร้างประโยชน์ให้กับผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย (Friedman, 1970) โดย CSR ถูกนำมาใช้อย่างแพร่หลาย (Hannan & Freeman, 1984) แต่ด้วยภาระต้นทุนที่สูงผนวกกับผลการศึกษาที่ผ่านมาที่พบความสัมพันธ์ที่หลากหลายระหว่าง CSR กับผลการดำเนินงาน ทั้งในทิศทางเดียวกัน ทิศทางตรงข้าม และไม่พบความสัมพันธ์ (Kang, Lee, & Huh, 2010) ทำให้ผู้บริหารส่วนใหญ่ยังคงคลั่งงมงายถึงประโยชน์ของ CSR ดังนั้นการลงทุนใน CSR ก่อให้เกิดผลดีจริงหรือไม่ จึงยังเป็นปัญหาสำหรับภาคธุรกิจในปัจจุบัน (Matuszak & Różańska, 2019)

การศึกษาที่ผ่านมาส่วนใหญ่เน้นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง CSR กับผลการดำเนินงานทางบัญชี (Pan, Sha, Zhang, & Ke, 2014) และมีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง CSR กับผลการดำเนินงานด้านการตลาดบ้าง แต่อย่างน้อยอยู่ และผลการศึกษายังไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน เช่น Cavaco และ Crifo (2014) ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูล CSR ในระดับสูงส่งผลกระทบต่ออัตราส่วน Tobin's Q ขณะที่ Raza Ilyas Rauf และ Qamar (2012) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง CSR กับอัตราส่วน Tobin's Q และสำหรับในประเทศไทย Boonnual Prasertsri และ Panmanee (2017) และ Janamrung และ Issarawornrawanich (2015) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง CSR กับอัตราส่วน Tobin's Q ซึ่งผลการศึกษาที่ขัดแย้งกันดังกล่าว อาจเป็นไปได้ว่าความสัมพันธ์ระหว่าง CSR กับอัตราส่วน Tobin's Q ไม่ได้เป็นเส้นตรง (Pelozo, 2009)

เพื่อเติมเต็มผลการศึกษาที่ผ่านมา ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยจึงวัดความสัมพันธ์ระหว่าง CSR กับอัตราส่วน Tobin's Q โดยทดสอบการถดถอยแบบไม่เชิงเส้น (Non-Linear Regression) ตามทฤษฎีเศรษฐศาสตร์จุลภาคที่เชื่อว่า CSR มีความสัมพันธ์แบบไม่เชิงเส้นกับผลการดำเนินงานมากกว่า โดยผู้วิจัยใช้การวัดอิทธิพลของ CSR เป็นกลุ่มกิจกรรม ตามการวิเคราะห์องค์ประกอบสังเคราะห์มิติ เนื่องจากกิจการส่วนใหญ่ดำเนินกิจกรรมด้าน CSR ในหลายมิติร่วมกัน ซึ่งอาจจะมากน้อยแตกต่างกันไปตามวัตถุประสงค์และประเภทกิจการ โดยการลงทุนในกิจกรรม CSR ที่แตกต่างกันย่อมส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานที่แตกต่างกันด้วย (Inoue & Lee, 2011)

การศึกษานี้จะเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์สำคัญเพื่อตอบข้อสงสัยจากการศึกษาที่ผ่านมาที่แสดงให้เห็นว่าองค์ประกอบด้าน CSR ส่งผลดีต่อกิจการจริงหรือไม่ เพื่อประโยชน์เชิงวิชาการและการบริหารจัดการ CSR ให้เป็นไปเพื่อการสร้างภาพลักษณ์และมูลค่าเพิ่มของกิจการอย่างแท้จริง

การทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีที่เกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคม

ในอดีตที่ผ่านมา มีนักวิจัยหลายท่านได้เสนอทฤษฎีเกี่ยวกับ CSR เช่น ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) โดย Hannan และ Freeman (1984) ที่กล่าวถึงการดำเนินงานของกิจการว่าอาจนำไปสู่ผลกระทบต่อชุมชน สังคม และสิ่งแวดล้อมได้ ดังนั้น การให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ เช่น พนักงาน ลูกค้าหรือชุมชน จะทำให้กิจการดำรงอยู่ได้อย่างยั่งยืนและสร้างความได้เปรียบเหนือคู่แข่ง (Berman, Wicks, Kotha, & Jones, 1999)

นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับ CSR ถูกอธิบายได้ด้วยหลายทฤษฎี เช่น ทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) ของ Suchman (1995) ที่กล่าวถึงกิจการว่าควรใช้ประโยชน์จากทรัพยากรธรรมชาติและทรัพยากรบุคคลตามความชอบธรรมหรือกฎเกณฑ์ที่สังคมกำหนด (Hasnas, 1998) โดยการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมจะแสดงให้เห็น

ถึงการปฏิบัติตามความคาดหวังของสังคม (Deegan, 2002) สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (The Signaling Theory) ของ Spence (1973) ที่ระบุว่า การเปิดเผยข้อมูล CSR เป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกไปยังนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย เพื่อการประเมินมูลค่ากิจการในอนาคตต่อไป นอกจากนี้ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen และ Meckling (1976) กล่าวถึงความสนใจของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกันว่านำไปสู่การลงทุนใน CSR ที่แตกต่างกัน (Jo & Harjoto, 2012) โดยตามทฤษฎีตัวแทน การเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมของข้อมูล ลดข้อขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน และเพิ่มความโปร่งใสตามมา (Cerbioni & Parbonetti, 2007)

จากทฤษฎีที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นได้ว่า CSR เป็นการแสดงถึงแนวคิดสำนึกรับผิดชอบของกิจการ (Accountability Concept) ที่มีต่อสังคมและผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ โดยการเปิดเผยข้อมูล CSR ให้ประชาชนรับทราบจะแสดงให้เห็นถึงการเป็นพลเมืองดีของกิจการ ช่วยสร้างชื่อเสียง ภาพลักษณ์ มูลค่าเพิ่ม และการดำรงอยู่อย่างยั่งยืนของกิจการต่อไป

ความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) กับสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG)

ปัจจุบันข้อมูลที่มีใช้ตัวเงินมีความสำคัญมากขึ้นในการตัดสินใจลงทุน โดยเฉพาะข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance) หรือ ESG ซึ่งถือว่าเป็นข้อมูลสำคัญที่แสดงถึงการบริหารงานที่โปร่งใส การจัดการความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพ เพื่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานต่อไป โดย “ESG” ถือเป็นคำที่ตลาดทุนใช้ประเมินว่า กิจการมีการกำกับดูแลกิจการ และความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมอยู่ในระดับใด สมควรลงทุนหรือไม่

ทั้งนี้ หากเปรียบเทียบ ESG กับ CSR แล้วจะพบว่า ทั้งสองปัจจัยมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด โดย CSR เน้น “การดำเนินงาน” ของกิจการที่แสดงถึงความใส่ใจต่อผู้มีส่วนได้เสียอื่นเป็นสำคัญ ขณะที่ ESG เน้นการให้ “ข้อมูล” ที่บ่งบอกกับนักลงทุนว่า กิจการทำกิจกรรม CSR อะไร มีคุณค่ามากน้อยขนาดไหน (Thaipat Institute, 2017)

ดังนั้น จากแนวคิดข้างต้นอาจกล่าวได้ว่า CSR สามารถสะท้อนมูลค่าเพิ่มในสายตาของนักลงทุนได้ โดยเฉพาะหากการลงทุนนั้นสอดคล้องกับกระบวนการทำงาน หรือเป็นไปตามกฎเกณฑ์ ESG ที่กำหนด นอกจากนี้ CSR สามารถบ่งบอกความเสี่ยง ผลกระทบ ผลการดำเนินงาน ตลอดจนภาพลักษณ์ของกิจการได้ หากการลงทุนในมิติต่าง ๆ เป็นไปอย่างเหมาะสม และสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการได้อย่างแท้จริง

ความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) กับการกำกับดูแลกิจการ (CG)

CG และ CSR ขึ้นชื่อว่าเป็นองค์ประกอบสำคัญในการขับเคลื่อนผลการดำเนินงานของกิจการ โดยทั้งสองปัจจัยนำไปสู่เป้าหมายเดียวกันได้หรือไม่ มีความเหมือนหรือต่างกันอย่างไร สามารถอธิบายได้ดังนี้

ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) CG ถือเป็นโครงสร้างและกระบวนการในการควบคุมดูแลการดำเนินงานของผู้บริหารให้เป็นไปตามทิศทางที่กำหนดเพื่อปกป้องและรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดย CG ถูกขยายความมากขึ้น เมื่อ Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) แนะนำว่า CG ที่ดี ควรให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นร่วมด้วย ไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้น (หมวด 1 และ 2 ของ OECD) คณะกรรมการ (หมวด 4 และ 5 ของ OECD) หรือผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ (หมวด 3 ของ OECD) ดังนั้น CG ที่ดีจึงเป็นการคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ตามแนวคิด CSR ขึ้นพื้นฐานและทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) นั่นเอง

ตามแนวปฏิบัติของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) หรือที่เรียกว่า เข้มทิศธุรกิจ ได้กำหนดมิติด้าน CSR ไว้ประกอบด้วย การกำกับดูแลกิจการ การต่อต้านทุจริต การให้ความสำคัญกับพนักงาน ลูกค้า

ชุมชน สังคม สิ่งแวดล้อม รวมถึงการสร้างนวัตกรรมและการจัดทำรายงาน ดังนั้น CSR ที่ดีจึงต้องมี CG เป็นองค์ประกอบด้วยเช่นกัน

จากแนวคิดข้างต้น แม้ว่าทั้งสองปัจจัยจะเชื่อมโยงและสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด แต่ตามหลักการแล้วทั้งสองปัจจัยมีความแตกต่างกันบ้างดังนี้ 1) CG เน้นไปที่บุคลากรภายในตามหลักคุณธรรมขั้นพื้นฐาน ขณะที่ CSR เน้นไปที่ผู้มีส่วนได้เสียอื่นตามหลักศีลธรรมและการอยู่ร่วมกันอย่างปกติสุข 2) CG เน้นความรับผิดชอบต่อสังคมตามเกณฑ์ขั้นพื้นฐาน ขณะที่ CSR เน้นการดูแลผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ อย่างเป็นธรรมนอกเหนือจากที่กฎหมายกำหนด และ 3) CG เน้นการสร้างมูลค่าเพิ่มและการเติบโตเฉพาะกิจการ ขณะที่ CSR เน้นการสร้างคุณค่าร่วมเพื่อรักษาความยั่งยืนในระยะยาว (Thaipat Institute, 2012) ทั้งนี้จากความแตกต่างข้างต้น แสดงให้เห็นว่า CG เน้นไปยังความมั่นคงและมั่นคงภายใต้แบบแผนที่สังคมยอมรับ ขณะที่ CSR เน้นการทำประโยชน์กับผู้มีส่วนได้เสียเป็นหลัก ดังนั้น การดำเนิน CSR ภายนอกให้ประสบความสำเร็จนั้น จำเป็นต้องอาศัยกลไก CG ที่มีประสิทธิภาพและเข้มแข็ง หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า การทำ CSR ให้ประสบความสำเร็จจะละเลยเรื่อง CG ไม่ได้เช่นกัน (Jo & Harjoto, 2012)

ความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) กับมูลค่ากิจการ (FV)

ตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียยืนยันว่า CSR เป็นกิจกรรมที่สร้างภาพลักษณ์และมูลค่าเพิ่มในมุมมองของนักลงทุน (Benlemlih & Bitar, 2018) สอดคล้องกับ Surroca Tribó และ Waddock (2010) ที่เชื่อว่า CSR มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนอื่นที่นอกเหนือจากด้านการเงิน เช่น ความน่าเชื่อถือ ภาพลักษณ์ที่ดี เป็นต้น

ผลการศึกษาที่ผ่านมามีความหลากหลาย เช่น Wang และ Bansal (2012) พบว่า CSR สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มและกระจายความเสี่ยงให้กับกิจการ หรือ Dowell Hart และ Yeung (2000) ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูล CSR ระดับสูงส่งผลทางบวกต่อมูลค่าทางการตลาดที่วัดจากอัตราส่วน Tobin's Q ทั้งนี้ยังมีบางการศึกษาพบหลักฐานในลักษณะตรงข้าม (Marsat & Williams, 2013) และบางการศึกษาที่ไม่พบอิทธิพลของความสัมพันธ์ดังกล่าว (เช่น Janamrungs & Issarawornrawanich, 2015; Thirathon & Wuttichindanon, 2019 เป็นต้น)

นอกจากนี้ การศึกษาในอดีตยังพบข้อจำกัดของการเปิดเผย CSR ที่เฉพาะเกินไปหรือมีเพียงมิติใดมิติหนึ่งว่าไม่สามารถคาดการณ์หรือเชื่อมโยงกับอิทธิพลต่าง ๆ ในภาพรวมได้ สอดคล้องกับ Margolis Elfenbein และ Walsh (2009) ที่พบว่า การวัด CSR เป็นภาพรวมอาจทำให้เกิดงมมู่ที่จำกัดในการอธิบาย ขณะที่ Chung Jung และ Young (2018) เชื่อว่าองค์ประกอบสังเคราะห์มิติของ CSR เป็นสิ่งที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจ ดังนั้น จากการศึกษาที่ใช้การวิเคราะห์ CSR เพื่อจัดกลุ่มมิติที่มีความสัมพันธ์สูงเข้าด้วยกัน นอกจากนี้ จากการสำรวจพบว่ากิจการในประเทศไทยมีระดับการเปิดเผยของ CSR แตกต่างกันไป เช่น บางกิจการจัดทำข้อมูล CSR ในรายงานความยั่งยืน เป็นต้น (Wuttichindanon, 2017) ดังนั้น การศึกษานี้จึงศึกษาข้อมูลจากแบบแสดงรายการ 56-1 เนื่องจากเป็นข้อมูลที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดให้ทุกกิจการต้องจัดทำ มีความสม่ำเสมอ และเปรียบเทียบกันได้ต่อไป

ความสัมพันธ์แบบไม่เชิงเส้น (Non-Linear) ของความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) กับอัตราส่วน Tobin's Q

จากความสัมพันธ์ในอดีตระหว่าง CSR และมูลค่ากิจการที่ยังไม่เป็นไปในทางเดียวกันนำมาซึ่งสมมติฐานที่ว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจเป็นแบบ “ไม่เชิงเส้น” สอดคล้องกับ Sung Kim และ Oh (2019) ที่พบความสัมพันธ์แบบไม่เชิงเส้นในลักษณะรูปตัวยูของ CSR ที่วัดจากค่าคะแนน ESG ของกิจการประเทศอินเดีย กับอัตราส่วน Tobin's Q โดยผลการศึกษาดังกล่าวยืนยันว่า การลงทุนใน CSR ไม่ได้ส่งผลให้มูลค่าของกิจการดีขึ้นเสมอไป ดังนั้น กิจการควรปรับปรุง CSR ให้

สูงขึ้นในระดับหนึ่ง จึงจะส่งผลทางบวกกับมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ จากการศึกษาของ Barnett และ Salomon (2012) พบความสัมพันธ์เชิงเส้นโค้งระหว่าง CSR ด้านความมีส่วนร่วมในชุมชนในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของกิจการ ขณะที่ CSR ด้านสิ่งแวดล้อมและแรงงานพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับผลการดำเนินงาน นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์แบบไม่เป็นเส้นตรงในอีกหลายงานวิจัย อาทิ Cho Chung และ Young (2019) หรือ Lee และ Lee (2019) เป็นต้น ดังนั้น การศึกษาในครั้งนี้ จึงสนใจศึกษาความสัมพันธ์แบบไม่ใช่เชิงเส้นระหว่าง CSR กับมูลค่ากิจการ ที่วัดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q ในปีเดียวกัน (t) และปีถัดไป (t+1) ตามสมมติฐานการศึกษา ดังนี้

H1: ความรับผิดชอบต่อสังคมมีความสัมพันธ์แบบไม่ใช่เชิงเส้นกับมูลค่าทางการตลาดของกิจการที่วัดโดย Tobin's Q ในปีเดียวกัน (t)

H2: ความรับผิดชอบต่อสังคมมีความสัมพันธ์แบบไม่ใช่เชิงเส้นกับมูลค่าทางการตลาดของกิจการที่วัดโดย Tobin's Q ในปีถัดไป (t+1)

ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษานี้รวบรวมข้อมูล CSR จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ในเว็บไซต์ www.set.or.th และแหล่งข้อมูลอื่นที่อ้างอิงในแบบ 56-1 เช่น รายงานประจำปี รายงานแห่งความยั่งยืน เป็นต้น โดยตัวแปรตามและตัวแปรควบคุมเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล DATASTREAM หรือ SETSMART (ในกรณีที่ไม่มีข้อมูลใน DATASTREAM)

ประชากรในการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการดำเนินกิจกรรม CSR และกลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 7 อุตสาหกรรม โดยไม่รวมอุตสาหกรรมการเงิน (เนื่องจากมีแนวปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการเฉพาะและมีโครงสร้างสินทรัพย์และหนี้สินระยะยาวที่แตกต่างจากกิจการอื่น) ไม่รวมกิจการในระหว่างการฟื้นฟูหรือปรับโครงสร้างหนี้ (เพราะสถานะการเงินไม่มั่นคง ไม่มีการซื้อขายหรือการลงทุนในความยั่งยืน) ไม่รวมกิจการในกลุ่มบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) (เนื่องจากเป็นกิจการที่มีการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์และโครงสร้างเงินทุนต่างจากกิจการขนาดใหญ่) และไม่รวมกิจการที่เปิดเผยข้อมูลไม่ครบถ้วน (ในที่นี้หมายถึง กิจการที่ไม่เปิดเผยข้อมูลด้าน CSR ในแบบแสดงรายการ 56-1) ดังนั้น มีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 426 บริษัท

ตัวแปรอิสระ

ตัวแปรอิสระในที่นี้คือ ความรับผิดชอบต่อสังคม ในปี พ.ศ. 2559 เนื่องจากเป็นปีที่ประเทศไทยเข้าสู่ยุค “ประเทศไทย 4.0” ที่มีการพัฒนาศักยภาพคนและชุมชนเป็นสำคัญ และสอดคล้องกับผล WEF¹ ที่พบว่า ปี พ.ศ. 2559 เป็นปีที่ประเทศไทยมีคะแนนความสามารถด้านการแข่งขันสูงกว่ารอบปีที่ผ่านมา

การสำรวจค่าคะแนน CSR ในครั้งนี้ ใช้การวิเคราะห์เนื้อหา (Content Analysis) เพื่อแสดงระดับการเปิดเผยข้อมูลแต่ละมิติ โดยอ้างอิงจากดัชนีในหนังสือเข็มทิศธุรกิจ เนื่องจากสอดคล้องกับกรอบการรายงานสากล (ดูรายละเอียดในตารางภาคผนวกที่ 1) และผลการศึกษาที่ผ่านมาอดีต โดยผู้วิจัยกำหนดค่าคะแนนเป็น 1 สำหรับรายการที่เปิดเผยข้อมูลตามดัชนีที่

¹ World Economic Forum: WEF คือ ดัชนีความสามารถด้านการแข่งขันของประเทศไทย ซึ่งพบว่า ประเทศไทยมีศักยภาพด้านการแข่งขัน (Competitiveness) สูงขึ้นเป็นลำดับที่ 38 จากเดิมลำดับที่ 40 (Thaipublica, 2018)

กำหนด และ 0 กรณีไม่มีการเปิดเผยข้อมูล (Haniffa & Cooke, 2005) การกำหนดค่าคะแนนดังกล่าวสามารถลดความคลาดเคลื่อนจากการใช้ภาษาและคะแนนที่ได้สอดคล้องกับการทำงานและวัตถุประสงค์ที่แท้จริง โดยมีขั้นตอน ดังนี้

1) นำค่าคะแนนการเปิดเผยข้อมูลในแต่ละด้านมารวมกัน และหารด้วยค่าคะแนนเฉลี่ยตามอุตสาหกรรมนั้น เนื่องจากประเภทอุตสาหกรรมที่ต่างกันส่งผลต่อกิจกรรมและการรายงาน CSR ที่ต่างกัน (Wuttichindanon, 2017) โดย

$$\text{ค่าคะแนนการเปิดเผยข้อมูล} = \frac{\text{คะแนนที่ได้รับจริง}}{\text{คะแนนรวมเฉลี่ยของแต่ละอุตสาหกรรม}}$$

2) การสกัดตัวแปร เมื่อได้ค่าคะแนนแต่ละมิติแล้ว ผู้วิจัยจะจัดกลุ่มตัวแปร CSR โดยใช้การวิเคราะห์องค์ประกอบสังเคราะห์มิติ (Factor Analysis) เพื่อจัดกลุ่ม CSR ที่มีความสัมพันธ์กันสูงเข้าด้วยกัน ตามการศึกษาของ Issarawornrawanich และ Wuttichindanon (2019) ที่พบว่า การเปิดเผย CSR ในประเทศไทยมีความสัมพันธ์กันระหว่างมิติ ทั้งนี้ การหาเมทริกซ์สหสัมพันธ์ ผู้วิจัยหาค่าความแปรปรวนร่วมจากการหมุนแกนตามวิธี Varimax เพื่อให้ได้กลุ่มข้อมูลที่มีความสัมพันธ์กันในการจัดกลุ่มตัวแปรต่อไป

3) การหาค่าคะแนนองค์ประกอบสังเคราะห์มิติ (Factor Score) ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรม SPSS จากนั้นคำนวณค่าคะแนนองค์ประกอบใหม่ด้วยวิธี Regression เนื่องจากเป็นวิธีที่เหมาะสมกับการตีความ (Uluman & Doğan, 2016) และการคาดการณ์การถดถอยแบบไม่เชิงเส้น (Bauer, Baldasaro, & Gottfredson, 2012) จากนั้นปรับค่าคะแนนจากค่าติดลบถึงบวกให้เป็นค่าบวกทั้งหมด (เช่น หากตัวแปรที่มีค่า Factor Score ตั้งแต่ -5 ถึง 1 ผู้วิจัยจะบวกค่า Factor Score ทุกตัวด้วยขนาดของค่าที่น้อยที่สุด ทำให้ค่าคะแนนหลังปรับเป็น 0 ถึง 6 เป็นต้น) ตามการศึกษาของ Fisman Heal และ Nair (2005) ที่กล่าวว่า ค่าคะแนนที่มีค่าบวกและลบปนกัน อาจทำให้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไม่สอดคล้องกับความเป็นจริงและค่าคะแนนที่เป็นบวกสูงจะทำให้ข้อมูลน่าเชื่อถือมากกว่า

4) ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าคะแนนองค์ประกอบสังเคราะห์มิติกับมูลค่าทางการตลาดของกิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ตามสมมติฐานที่กำหนด โดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุ

ตัวแปรตาม

ตัวแปรตามในที่นี้คือ มูลค่าทางการตลาดของกิจการในปี พ.ศ. 2559-2560 ซึ่งเป็นปีที่เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวจากปัญหาวิกฤตการณ์เมืองในปี พ.ศ. 2557 ตลาดจึงมีเสถียรภาพขึ้นและมีความผันผวนน้อยลง (Bank of Thailand, 2016)

การศึกษานี้วัดมูลค่าทางการตลาดจากอัตราส่วนทาง Tobin's Q ตามแนวคิดของ Chung และ Pruitt (1994) เนื่องจากคำนวณง่ายและเป็นที่ยอมรับในทางปฏิบัติ ขณะที่แนวคิดอื่นต้องอาศัยข้อมูลประมาณการจำนวนมาก ไม่ว่าจะเป็นการคำนวณราคาตลาดหรือราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ ที่มีวิธีการเก็บข้อมูลที่ซับซ้อน ค่าใช้จ่ายสูง และยังมีข้อจำกัดอยู่ เช่น แนวคิดของ Lindenberg และ Ross (1981) ที่คำนวณราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ถาวรทุกชนิด โดยใช้ค่าเสื่อมราคาอัตราเดียวกันหมด ทำให้ค่าเสื่อมราคาสูง ค่า Tobin's Q จึงสูงตามไปด้วย ส่วนแนวคิดของ Lewellen และ Badrinath (1997) คำนวณราคาเปลี่ยนแปลงจากเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้นในแต่ละปี ทำให้ใช้เวลานานในการเก็บข้อมูล ขณะที่ตามแนวคิดของ National Bureau of Economic Research (NBER) โดย Hall (1988) คำนวณราคาเปลี่ยนแปลงจากผลิตภัณฑ์ประชาชาติ (GNP) ทำให้มีอายุเฉลี่ยของสินทรัพย์สูง เป็นต้น

วิธีของ Chung และ Pruitt (1994) มีการปรับสูตรการคำนวณใหม่ โดยราคาตลาดของหุ้นสามัญ (ราคาตลาดของหุ้นสามัญ x จำนวนหุ้น) + ราคาตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ์ (มูลค่าไถ่ถอนหุ้นบุริมสิทธิ์) + ราคาตลาดของหนี้สิน (ราคาตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียน + หนี้สินระยะยาว) หาดด้วยราคาเปลี่ยนแปลงซึ่งใช้ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวมแทน ค่าที่ได้จากการคำนวณจะใกล้เคียงกับวิธี Lindenberg และ Ross (เป็นวิธีที่ถูกต้องตามหลักการ) สูงถึง 96% (Phadoongsitthi, 2005) โดย

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์} + \text{ราคาตามบัญชีของหนี้สินรวม}}{\text{ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวม}}$$

ตัวแปรควบคุม

ผู้วิจัยกำหนดตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาด อายุ และความเสี่ยงของกิจการ (Nollet, Filis, & Mitrokostas, 2016) ตามวรรณกรรมแบบไม่ใช่เชิงเส้นในอดีต และป้องกันปัญหาตัวแปรควบคุมไม่ครบถ้วน (Lack of Control Variable Coverage) โดยการเพิ่มตัวแปร ROE ในปีก่อนปีที่เกิดรายการเข้าไปในการทดสอบตามการศึกษาของ Schreck (2009) ทั้งนี้ ตัวแปรควบคุมในการศึกษานี้ ประกอบด้วย

ขนาดของบริษัท (SIZE) วัดจากวิธีลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม เพื่อลดปัญหาการกระจายตัวข้อมูลไม่ปกติ ซึ่งวิธีนี้นิยมใช้ในเชิงวิชาการ (Cho et al., 2019)

อายุของกิจการ (AGE) วัดจากอายุกิจการตั้งแต่ เริ่มตั้งกิจการจนถึงปีที่ทำการศึกษา (ปีที่ศึกษาคือ พ.ศ. 2559)

ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) วัดความเสี่ยงของกิจการ จากภาระหนี้สินจากการบริหารที่สะท้อนการใช้เงินของผู้บริหารว่าเป็นไปเพื่อประโยชน์แก่ตนเองหรือกิจการ (Tarek, 2019) โดย

$$\text{ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV)} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) เนื่องจากอัตราส่วน ROE ปีที่ผ่านมา ส่งผลโดยตรงต่อการจัดสรรทรัพยากร (Kurucz, Colbert, & Wheeler, 2008) และมูลค่ากิจการในอดีตไป (Brammer & Millington, 2008) โดย

$$\text{อัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE)} = \frac{\text{กำไร (ขาดทุน) สุทธิ} \times 100}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

ผลการศึกษา

คุณลักษณะของข้อมูลด้านความรับผิดชอบต่อสังคม

จากการสำรวจค่าคะแนน CSR สรุปรายละเอียดผลการสำรวจได้ ดังตารางที่ 1 ต่อไปนี้

จากตารางที่ 1 การเปิดเผยข้อมูล CSR โดยคอลัมน์ที่ (5) แสดงถึงค่าเฉลี่ยการเปิดเผยข้อมูลรายด้าน ขณะที่คอลัมน์ที่ (6) แสดงสัดส่วนการเปิดเผยข้อมูล CSR ต่อรายการทั้งหมด โดยจากผลการศึกษาพบว่ามิติที่เปิดเผยมากที่สุด 3 ลำดับแรก

ได้แก่ ด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี ด้านนโยบายและการรายงาน และการประกอบธุรกิจด้วยความเป็นธรรม คิดเป็นร้อยละ 94 90 และ 89 ตามลำดับ ขณะที่ด้านนวัตกรรมและการเผยแพร่ มีการเปิดเผยต่ำสุด คิดเป็นร้อยละ 47 สำหรับคอลัมน์ที่ (7) แสดงค่าเฉลี่ยการเปิดเผยการเปิดเผยข้อมูลรายอุตสาหกรรม โดยค่าที่มากกว่าหรือน้อยกว่า 1 แสดงถึงการเปิดเผย CSR ที่มากกว่า (หรือน้อยกว่า) อุตสาหกรรม ดังนั้น ด้านการพลีพหุประโยชน์และปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม ด้านการดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม และด้านนโยบายและการรายงาน มีการเปิดเผยข้อมูลมากกว่าอุตสาหกรรม คิดเป็นสัดส่วน 1.83 1.16 และ 1.16 ตามลำดับ ขณะที่ด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีเปิดเผยข้อมูลเท่ากับ 1.0 (เท่ากับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม) แสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นมิติที่มีแนวปฏิบัติที่ หลายกิจการจัดทำไม่แตกต่างกัน แต่สำหรับด้านนวัตกรรมและการเผยแพร่ (CSR₇) จะมีการเปิดเผยน้อยกว่าอุตสาหกรรม ซึ่งอาจเกิดจากกิจการมีนวัตกรรมใหม่ ๆ จำนวนน้อยอยู่

ตารางที่ 1 ค่าสูงสุด (Max) ค่าต่ำสุด (Min) ค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าเฉลี่ยต่ออุตสาหกรรมของการเปิดเผยข้อมูล CSR

ความรับผิดชอบต่อสังคม	จำนวน รายการ	ค่า สูงสุด	ค่า ต่ำสุด	ค่า เฉลี่ย	สัดส่วนการ เปิดเผยข้อมูล (ค่าเฉลี่ย*100/ จำนวน รายการ)	ค่าเฉลี่ยการ เปิดเผยข้อมูลตาม ประเภท อุตสาหกรรม
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CSR ₁)	5.00	5.00	0.00	4.69	94%	1.00
การประกอบธุรกิจด้วยความเป็นธรรม (CSR ₂)	5.00	5.00	0.00	4.46	89%	0.96
เคารพสิทธิมนุษยชนและปฏิบัติต่อแรงงานอย่าง เป็นธรรม (CSR ₃)	12.00	12.00	0.00	9.06	76%	1.83
ผลิตสินค้าหรือให้บริการที่ไม่เป็นอันตราย (CSR ₄)	5.00	5.00	0.00	2.84	57%	0.73
การพัฒนาชุมชนและสังคมให้เข้มแข็ง (CSR ₅)	6.00	6.00	0.00	3.48	58%	0.73
การดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม (CSR ₆)	8.00	8.00	0.00	5.62	70%	1.16
นวัตกรรมและการเผยแพร่นวัตกรรม (CSR ₇)	3.00	3.00	0.00	1.42	47%	0.39
นโยบายและการรายงาน (CSR ₈)	6.00	6.00	0.00	5.41	90%	1.16

ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบความรับผิดชอบต่อสังคม

จากการวิเคราะห์องค์ประกอบสังเคราะห์มิติ (Factor Analysis) ผู้วิจัยเลือกตัวแปรที่มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (Factor Loading) มากกว่า 0.3 ขึ้นไป ตามการศึกษาของ Hair Black Babin Anderson และ Tatham (2006) ดังนั้น จาก CSR ทั้ง 8 มิติ สามารถแบ่งเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มที่ 1 ประกอบด้วย ด้านความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค (CSR₄) และด้านนวัตกรรมและการเผยแพร่ (CSR₇) กลุ่มที่ 2 ประกอบด้วย ด้านสิทธิมนุษยชนและปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม (CSR₃) การพัฒนาชุมชนและสังคม (CSR₅) การดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม (CSR₆) และกลุ่มที่ 3 ด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CSR₁) การประกอบธุรกิจด้วยความเป็นธรรม (CSR₂) และด้านนโยบายและการรายงาน (CSR₈) (รายละเอียดตามตารางภาคผนวกที่ 2)

จากนั้นตามการศึกษาของ Yong และ Pearce (2013) กำหนดให้แต่ละกลุ่มควรมีองค์ประกอบไม่ต่ำกว่า 3 รายการ ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยจึงตัดกลุ่มที่ 1 ออก เพราะมีองค์ประกอบเพียง 2 รายการ ขณะที่กลุ่มที่ 2 และ 3 สามารถจัดกลุ่มและตั้งชื่อตัวแปรใหม่เป็น CSR 2 (ด้านพนักงาน สิ่งแวดล้อม และชุมชน) และ CSR 3 (การกำกับดูแล การรายงาน และการต่อต้านทุจริต) จากนั้น ผู้วิจัยหาค่าคะแนนองค์ประกอบ (Factor Score) เพื่อใช้ทดสอบสมมติฐานต่อไป (รายละเอียดตามตารางภาคผนวกที่ 3)

ค่าคะแนนองค์ประกอบสังเคราะห์มิติ (Factor Score)

เมื่อได้ค่าคะแนนองค์ประกอบสังเคราะห์มิติ (Factor Score) แล้ว ตามการศึกษาของ Fisman และคณะ (2005) กล่าวว่าไว้ว่า ค่าคะแนนที่มีค่าบวกและลบปนกันอาจทำให้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไม่สอดคล้องกับความจริงและทำให้การอนุมานการถดถอยแบบเส้นโค้งเกิดบิดเบือนได้ (Aiken, West, Cohen, & Cohen, 2002) ดังนั้น ในการศึกษาที่ผู้วิจัยจึงแปลงค่าคะแนนด้วยวิธีเชิงเส้นอย่างง่าย จากการบวกกลับด้วยค่าคะแนนที่ต่ำสุดในแต่ละองค์ประกอบ ทำให้ค่าคะแนนของข้อมูลหลังการปรับมีค่าต่ำสุดคือ 0 และมีค่าสูงสุดของกลุ่มที่ 2 และ 3 คือ 5.57 และ 6.38 ตามลำดับ (รายละเอียดตามตารางภาคผนวกที่ 4)

ผลการทดสอบสมมติฐาน

ในการศึกษาเชิงลึกเกี่ยวกับองค์ประกอบ CSR ที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ผู้วิจัยใช้การทดสอบอิทธิพลแบบไม่ใช้เชิงเส้นของปัจจัย CSR ว่าส่งผลต่อมูลค่าอัตราส่วน Tobin's Q ของกิจการหรือไม่ ตามสมการความสัมพันธ์ ดังนี้

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CSR } 2_i + \beta_2 \text{CSR } 3_i + \beta_3 \text{CSR } 2_i^2 + \beta_4 \text{CSR } 3_i^2 + \beta_5 \text{SIZE}_i + \beta_6 \text{AGE}_i + \beta_7 \text{LEV}_i + \beta_8 \text{ROE}_{i,t-1} + e \quad (1)$$

$$\text{Tobin's } Q_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{CSR } 2_i + \beta_2 \text{CSR } 3_i + \beta_3 \text{CSR } 2_i^2 + \beta_4 \text{CSR } 3_i^2 + \beta_5 \text{SIZE}_i + \beta_6 \text{AGE}_i + \beta_7 \text{LEV}_i + \beta_8 \text{ROE}_{i,t} + e \quad (2)$$

โดยที่

Tobin's Q	คือ	มูลค่ากิจการ คำนวณจากมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญและหนี้สินหาร สินทรัพย์รวม
SIZE	คือ	ขนาดของกิจการ คำนวณจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม
AGE	คือ	อายุกิจการตั้งแต่เริ่มก่อตั้งจนถึงปีที่ทำการศึกษ
LEV	คือ	ความเสี่ยงของกิจการ คำนวณจาก อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม
ROE	คือ	อัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
e	คือ	ค่าความคลาดเคลื่อน (Error or Residual)
i,t	คือ	บริษัท i ณ เวลา t

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา

จากการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนาตั้งแต่ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรทั้งหมด มีรายละเอียดตามตารางที่ 2 ต่อไปนี้

จากตารางที่ 2 แสดงให้เห็นว่าค่าเฉลี่ยของอัตราส่วน Tobin's Q ปีปัจจุบัน (Tobin's Q_t) สูงกว่าปีถัดไป (Tobin's Q_{t+1}) ขณะที่อัตราส่วน ROE ปีปัจจุบัน (ROE_t) สูงกว่าปีที่ผ่านมา (ROE_{t-1}) แสดงให้เห็นว่าในปีปัจจุบันที่ศึกษา (พ.ศ. 2559) มีแนวโน้มการดำเนินงานดีกว่าปีอื่น ๆ สำหรับตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดบริษัท (SIZE) มีมูลค่าสินทรัพย์รวมตั้งแต่ 342 ล้านบาท ถึง 2,232,331 ล้านบาท (ค่า Log สินทรัพย์รวม เท่ากับ 5.53 และ 9.35 ตามลำดับ) อายุของบริษัท (AGE_t) เริ่มตั้งแต่ 2 ปีจนถึง 42 ปี ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 18.48 ปี ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV_t) เริ่มตั้งแต่ 0 ถึง 2.79 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ .42 และอัตราส่วนทางการเงิน ROE ปีปัจจุบัน มีค่าตั้งแต่ -129 ถึง 72 และปีที่ผ่านมา -149 ถึง 119 โดยมีค่าเฉลี่ย 7.71 และ 7.40 ตามลำดับ

ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรทั้งหมดในการศึกษา

ตัวแปร	จำนวน (n)	ค่าต่ำสุด (Min)	ค่าสูงสุด (Max)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ส่วนเบี่ยงเบน (Std)
Tobin's Q_t	426	0.00	40.00	1.87	2.42
Tobin's Q_{t+1}	426	0.00	35.00	1.81	2.13
CSR 2	426	0.00	5.57	2.92	0.987
CSR 3	426	0.00	6.38	5.08	0.990
CSR 2 ²	426	0.00	31.05	9.52	5.76
CSR 3 ²	426	0.00	40.72	26.75	7.86
SIZE _t	426	5.53	9.35	6.78	0.65
AGE _t	426	2.00	42.00	18.48	10.24
LEV _t	426	0.00	2.79	0.42	0.25
ROE _t	426	-129.00	72.00	7.71	17.45
ROE _{t-1}	426	-149.00	119.00	7.40	20.53

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงอนุมาน

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์

ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) ตามตารางที่ 3

จากตารางที่ 3 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรทุกรายการมีความสัมพันธ์กันน้อยกว่า 0.8 ยกเว้น ตัวแปร CSR ที่ใช้ในการทดสอบแบบไม่เชิงเส้น (Non-Linear) ซึ่งเป็นค่าของตัวแปรนั้น ๆ กับค่ายกกำลังสอง (CSR 2 กับ CSR 2² หรือ CSR 3 กับ CSR 3²) นอกจากนี้ ค่า Tolerance ไม่มีค่าใดเข้าใกล้ศูนย์ และค่าการขยายตัวของความแปรปรวน (Variance Inflation Factor: VIF) ทุกรายการมีค่าน้อยกว่า 10 ดังนั้น สรุปได้ว่าตัวแปรทุกรายการมีอิสระต่อกันและไม่มีปัญหาความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) จึงเหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์เชิงถดถอยต่อไป

จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามพบว่า CSR 2 มีทิศทางเป็นบวกกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) และ CSR 3 มีทิศทางเป็นลบกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) โดยทิศทางที่เป็นลบแสดงให้เห็นว่ามีมติดังกล่าวไม่ได้สร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการในมุมมองของนักลงทุน (Malmendier & Tate, 2005) ขณะที่ตัวแปรควบคุม ขนาดกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเป็นลบกับอัตราส่วน Tobin's Q เป็นไปตามทฤษฎีตัวแทนที่กล่าวว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่อาจมีการควบคุมดูแลไม่ทั่วถึง ทำให้การกำกับดูแลกิจการอ่อนแอ มูลค่าของกิจการจึงต่ำลงในสายตานักลงทุน (Offenberg, 2010) สำหรับอายุของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับมูลค่ากิจการ แสดงให้เห็นว่ากิจการยิ่งอายุมาก ยิ่งมีผลตอบแทนลดลง (Adams, Almeida, & Ferreira, 2005) สอดคล้องกับ James และ Wier (1990) ที่พบว่า อายุและความเสี่ยงของกิจการยิ่งมาก ยิ่งส่งผลต่ออัตราส่วน Tobin's Q ในทิศทางตรงข้าม (Chung et al., 2018)

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ (Pearson Correlation) ระหว่างตัวแปร

	TOBIN _t	TOBIN _{t+1}	CSR 2	CSR 3	CSR 2 ²	CSR 3 ²	SIZE _t	AGE _t	LEV _t	ROE _t	ROE _{t-1}
Tobin's Q _t	1.000										
Tobin's Q _{t+1}	.942**	1.000									
CSR 2	.055	.045	1.000								
CSR 3	-.058	-.063	-.009	1.000							
CSR 2 ²	.076	.069	.974**	-.071	1.000						
CSR 3 ²	-.066	-.064	-.051	.976**	-.107*	1.000					
SIZE _t	-.135**	-.101*	.094	.086	.089	.072	1.000				
AGE _t	-.110*	-.102*	.137**	-.015	.137**	-.019	-.004	1.000			
LEV _t	-.025	-.021	.039	.045	.025	.043	.328**	-.081	1.000		
ROE _t	.163**	.141**	.041	.043	.050	.039	.169**	-.062	-.114*	1.000	
ROE _{t-1}	.139**	.143**	.035	.087	.033	.088	.103*	.031	-.101*	.544**	1.000
TOLERANCE			.923	.326	.895	.323	.837	.962	.849	.693	.670
VIF			1.083	3.067	1.117	3.098	1.195	1.040	1.178	1.444	1.493

การวิเคราะห์การถดถอยแบบไม่ใช่เชิงเส้น (Non-Linear Regression)

ตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบไม่ใช่เชิงเส้นระหว่าง CSR กับผลการดำเนินงานทางการตลาด (Tobin's Q) ทั้งในปีเดียวกัน (t) และปีถัดไป (t+1) โดยมีรายละเอียด ดังนี้

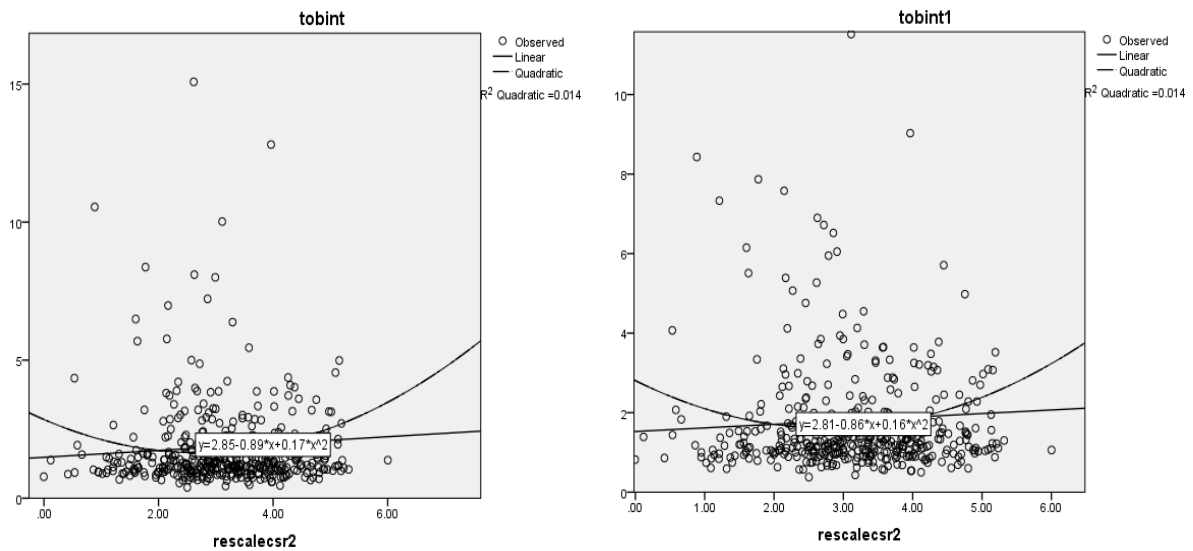
ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบไม่ใช่เชิงเส้นขององค์ประกอบ CSR กับอัตราส่วน Tobin's Q

	Tobin's Q _t		Tobin's Q _{t+1}	
	Coefficients	t-stat	Coefficients	t-stat
(Constant)	6.804	4.276***	5.965	4.216***
CSR 2	-.851	-1.703*	-.720	-1.623
CSR 2 ²	.165	2.081**	.138	1.952*
CSR 3	.508	.875	.081	.157
CSR 3 ²	-.082	-1.053	-.022	-.315
SIZE	-.640	-3.408***	-.470	-2.781***
AGE	-.030	-2.633***	-.021	-2.078**
LEV	.419	.856	.346	.790
ROE	.020	3.486***	.019	3.218***
Adj R ²		.060		.044
F _{8,417; 0.000} (P<0.01)		4.400***		
F _{8,417; 0.000} (P<0.01)				3.442***

หมายเหตุ: *p < .10 **p < .05 ***p < .01

จากตารางที่ 4 พบว่า CSR 2 (ด้านพนักงาน สิ่งแวดล้อม และชุมชน) มีความสัมพันธ์แบบไม่ใช่เชิงเส้นกับอัตราส่วน Tobin's Q ในปีเดียวกันและปีถัดไป เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ขณะที่ CSR 3 (ด้านการกำกับดูแล การรายงาน และการต่อต้านทุจริต) ไม่มีความสัมพันธ์กับ Tobin's Q สำหรับตัวแปรควบคุม เช่น ขนาดบริษัท อายุบริษัท และ ROE มีความสัมพันธ์กับ Tobin's Q เป็นไปตามวรรณกรรมในอดีต

ความสัมพันธ์แบบไม่ใช่เชิงเส้นระหว่าง CSR 2 กับอัตราส่วน Tobin's Q สอดคล้องกับ Matuszak และ Rózańska (2019) ที่พบการเปิดเผยข้อมูล CSR ด้านทรัพยากรมนุษย์ของธนาคารในประเทศโปแลนด์มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ เช่นเดียวกับ Lee และ Lee (2019) ที่พบความสัมพันธ์ของ CSR แบบไม่เป็นเชิงเส้นกับมูลค่ากิจการในประเทศเกาหลี และ Sung Kim และ Ho (2019) ที่พบความสัมพันธ์ของ CSR ในรูปแบบตัวคูณกับอัตราส่วน Tobin's Q ของกิจการในประเทศอินเดีย ซึ่งขัดแย้งกับ Nollet และคณะ (2016) ที่ไม่พบความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการกับผลการดำเนินงาน แต่กลับพบความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการกับผลการดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม Von Arx และ Ziegler (2014) ยังยืนยันว่าตามทฤษฎีทางเศรษฐมิติ กิจกรรม CSR ด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมยังมีความสัมพันธ์แบบไม่ใช่เชิงเส้นกับมูลค่าทางการตลาดอยู่ทั้งในสหรัฐอเมริกาและยุโรป โดยความสัมพันธ์ระหว่าง CSR 2 กับ Tobin's Q สามารถแสดงได้ในภาพที่ 1 ดังนี้



ภาพที่ 1 แผนภูมิแสดงความสัมพันธ์ของ CSR 2 กับ Tobin's Q ณ ปีเดียวกัน (t) และปีถัดไป (t+1)

จากภาพที่ 1 พบความสัมพันธ์ของ CSR 2 กับอัตราส่วน Tobin's Q ในรูปตัวยูในปีเดียวกัน (t) และปีถัดไป (t+1) แสดงให้เห็นว่าการลงทุนใน CSR ด้านการพัฒนาบุคลากร ชุมชน และสิ่งแวดล้อม ในช่วงแรกส่งผลทางลบต่อกิจการแต่หากลงทุนอย่างต่อเนื่อง จะทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น นอกจากนี้ความสัมพันธ์แบบไม่เชิงเส้นจะมีทิศทางเป็นได้ทั้งบวก ลบ และไม่พบความสัมพันธ์ กล่าวคือ หากลงทุนใน CSR ในระดับต่ำจนถึงระดับปานกลาง อาจมีอิทธิพลจากผู้มีส่วนได้เสียไม่มากพอที่จะสร้างผลกำไรไปชดเชยต้นทุนที่เสีย ดังนั้น การลงทุนใน CSR ช่วงแรกจึงส่งผลทางลบกับผลการดำเนินงานแต่หากลงทุนใน CSR ระดับปานกลางจนถึงระดับสูง จะทำให้ผู้มีส่วนได้เสียมีอิทธิพลมากจนสามารถเปลี่ยนทุนทางสังคมเป็นมูลค่ากิจการได้หรือการลงทุนใน CSR ที่มากพอถึงระดับหนึ่งจะให้ผลตอบแทนที่เป็นบวกนั่นเอง

อย่างไรก็ดี จากผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง CSR 3 กับอัตราส่วน Tobin's Q แสดงให้เห็นว่า ภายใต้มิติเชิงนโยบาย การกำหนดกฎเกณฑ์ที่คล้ายคลึงกันอาจไม่สร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการในสายตาของนักลงทุน เช่นเดียวกับ Maqbool และ Zameer (2018) และ McWilliams และ Siegel (2001) ที่พบว่าการเปิดเผยข้อมูลตามข้อบังคับ ทำให้ข้อมูลมีลักษณะเหมือนกัน จนอาจไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน นอกจากนี้ อาจเป็นไปได้ว่ากิจกรรมด้านพนักงาน ชุมชน และสังคมมีค่าน้ำหนักมากกว่ามิติอื่น ทำให้มีความหมายกับตลาดทุนมากกว่ามิติอื่นในสายตาของนักลงทุน

สำหรับตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่ออัตราส่วน Tobin's Q ได้แก่ ขนาดและอายุของกิจการ ส่งผลต่ออัตราส่วน Tobin's Q ในทิศทางตรงข้าม ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 สอดคล้องกับ Gala และ Julio (2016) ที่พบว่ากิจการขนาดเล็กจะมีค่า Tobin's Q สูงกว่ากิจการขนาดใหญ่ เนื่องจากกิจการขนาดเล็กมีแนวโน้มเติบโตเร็วกว่า ส่วนอายุกิจการส่งผลต่อมูลค่ากิจการในทิศทางตรงข้าม โดยกิจการที่มีอายุมากย่อมมีต้นทุนการดำเนินงานสูง สินทรัพย์ล้าสมัย ความสามารถในการทำกำไรต่ำ (Loderer & Waelchli, 2010) จึงส่งผลเสียมากกว่าในมุมมองของนักลงทุน นอกจากนี้ อัตราส่วน ROE ในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วน Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ เป็นไปตามวรรณกรรมในอดีต (Kurucz et al., 2008)

อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง CSR กับมูลค่าของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบพบมิติที่สำคัญของ CSR 2 องค์ประกอบ ได้แก่ 1) มิติด้านพนักงาน สิ่งแวดล้อม และชุมชน และ 2) มิติด้านการกำกับดูแล การรายงาน และการต่อต้านทุจริต โดยด้านการพัฒนาพนักงาน การแก้ไขปัญหาสิ่งแวดล้อม และชุมชน มีความสัมพันธ์แบบไม่เชิงเส้นกับมูลค่าด้านการตลาดที่วัดจาก Tobin's Q ทั้งในปีเดียวกันและในปีถัดไป ในลักษณะรูปตัวยูหงาย แสดงให้เห็นว่า การลงทุนในทรัพยากรบุคคล ชุมชน และสังคม ในช่วงแรกอาจไม่ก่อให้เกิดการมูลค่าเพิ่มกับกิจการมากนัก แต่หากกิจการลงทุนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจนถึงระดับหนึ่ง จะทำให้มูลค่ากิจการสูงขึ้นหรือส่งผลทางบวกกับกิจการในที่สุด

ผลการศึกษาสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียที่กล่าวว่า การตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียต่าง ๆ จะทำให้กิจการประสบความสำเร็จ (Hannan & Freeman, 1984) ดังนั้น ตามแนวคิดสำนักรับผิดชอบกิจการควรให้ความสำคัญกับการปรับปรุงและพัฒนาประสิทธิภาพการทำงานของผู้มีส่วนได้เสียภายใน (เช่น พนักงาน) และผู้มีส่วนได้เสียภายนอก (เช่น ชุมชน สังคม สิ่งแวดล้อม) เพื่อการสร้างภาพลักษณ์ที่ดีและมูลค่าเพิ่มในมุมมองของนักลงทุน (ผู้ถือหุ้น) (Kang et al., 2010)

นอกจากนี้ การให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับพนักงาน จะเป็นการส่งสัญญาณที่ดีไปยังนักลงทุน ลดความไม่สมมาตรของข้อมูลตามทฤษฎีตัวแทนและนำไปสู่การสร้างมูลค่าเพิ่มในระยะยาว สอดคล้องกับการศึกษาของ Issarawornrawanich และ Wuttichindanon (2019) ที่พบว่า กิจการในประเทศไทยให้ความสำคัญกับพนักงานมากขึ้น เช่นเดียวกับกิจการในเขตบริหารพิเศษฮ่องกงแห่งสาธารณรัฐประชาชนจีนและประเทศไต้หวันที่พบว่ามีการเปิดเผยข้อมูลการทำงานของพนักงานเพิ่มขึ้น (Cheung, Welford, & Hills, 2009; Chiu & Wang, 2015) นอกจากนี้ ตามการศึกษาของ Mitchell Agle และ Wood (1997) เสนอว่า ภายใต้ข้อจำกัดด้านการบริหารและงบประมาณ ทำให้กิจการไม่สามารถตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดได้พร้อมกัน การจัดลำดับความสำคัญของผู้มีส่วนได้เสียตามอำนาจ (Power) ความชอบธรรม (Legitimacy) และความเร่งด่วน (Urgency) จึงเป็นสิ่งจำเป็น และทำให้การบริหารงานมีประสิทธิภาพ ดังนั้น ภายใต้ข้อจำกัดด้านงบประมาณของกิจการ การให้ความสำคัญกับการพัฒนาพนักงาน ชุมชนและสิ่งแวดล้อมก่อน จะนำไปสู่การสร้างภาพลักษณ์ และส่งเสริมปฏิริยาเชิงบวกของนักลงทุนต่อกิจการต่อไป (Barnett & Salomon, 2012; Cho et al., 2019)

ข้อเสนอแนะและงานวิจัยในอนาคต

หลักฐานเชิงประจักษ์ในครั้งนี้มีประโยชน์ต่อการอธิบายผลการศึกษาในอดีต ที่ยังไม่สามารถสรุปทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่าง CSR กับมูลค่ากิจการได้ โดยพบว่า ความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นไปในลักษณะไม่เชิงเส้น ดังนั้น มูลค่าของกิจการอาจมากขึ้นแตกต่างกันไป ขึ้นอยู่กับระดับกิจกรรม CSR และลักษณะของกลุ่มตัวอย่าง โดยจากการศึกษาครั้งนี้ ทำให้เข้าใจกลุ่มตัวอย่างได้ดียิ่งขึ้น และทำให้เกิดการบริหารและวางแผนที่ประสิทธิภาพต่อไป เช่น หากกลุ่มกิจการใดลงทุนด้าน CSR น้อย การเพิ่มการลงทุนใน CSR มากขึ้นจะนำไปสู่การสร้างมูลค่าที่ดีตามมา หรือในแง่ของการลงทุนการมีข้อมูล CSR ในบางมิติจะส่งผลดีต่อการเลือกลงทุนในกิจการต่าง ๆ ตามความเหมาะสม นอกจากนี้ ผลการศึกษานี้ได้จำแนก CSR ออกได้เป็น 2 มิติ ทำให้เกิดองค์ความรู้ใหม่ จากเดิมที่มองภาพ CSR เป็นองค์รวมเพียงมิติเดียว ซึ่งการจำแนกดังกล่าวทำให้เกิดประโยชน์ในเชิงวิชาการและเชิงปฏิบัติการมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็น การเกิดความเข้าใจอย่างถ่องแท้เกี่ยวกับองค์ประกอบด้าน CSR ต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการ หรือสร้างคุณค่าเชิงปฏิบัติการโดยเน้นการวางแผนและตัดสินใจลงทุนในกิจกรรม CSR ตามความสำคัญเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มในระยะยาวให้กับกิจการ

แม้ผลการศึกษาข้างต้นจะชี้ให้เห็นว่า CSR ในบางกิจกรรมไม่ได้สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ แต่กลไกด้านการกำกับดูแลกิจการ การต่อต้านทุจริต หรือนโยบาย CSR ยังเป็นสิ่งจำเป็นในการสร้างความยั่งยืนให้กับกิจการอยู่ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า การเปิดเผยข้อมูลที่เป็นเชิงนโยบายหรือเป็นไปในลักษณะเดียวกันทุกกิจการไม่เพียงพอที่จะทำให้นักลงทุนแยกแยะความแตกต่างระหว่างกิจการได้ เช่น การเปิดเผยข้อมูลด้านนโยบายการกำกับดูแลกิจการ การเปิดเผยข้อมูลการต่อต้านทุจริตไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มมูลค่ากิจการได้ เช่นเดียวกับการเปิดเผยนโยบาย CSR ที่พบว่า การเปิดเผยเพียงภาพรวมไม่ได้สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการเช่นกัน อย่างไรก็ตาม การกำหนดนโยบายถือเป็นจุดเริ่มต้นสำคัญของการวางแผนการปฏิบัติงานที่ดี แต่หากข้อมูลเป็นไปในลักษณะที่เหมือนกันหรือไม่สร้างความแตกต่าง ก็ย่อมเป็นสิ่งที่นักลงทุนไม่ให้ความสำคัญด้วยเช่นกัน (McWilliams & Siegel, 2001)

การศึกษานี้ยังไม่รวมกิจการที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงินและกิจการในตลาดหลักทรัพย์ MAI ดังนั้น การศึกษาในอนาคตอาจขยายผลไปยังกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าว เพื่อยืนยันผลการศึกษานอกจากนี้ การศึกษาในอนาคตควรทดสอบซ้ำในมิติที่มีลักษณะเป็นเชิงนโยบาย เช่น ด้านการกำกับดูแลกิจการ การรายงาน และการต่อต้านทุจริต โดยใช้เครื่องมืออื่น เช่น การสัมภาษณ์ผู้บริหารหรือผู้มีส่วนได้เสียอื่น การใช้แบบสอบถาม การวัดข้อมูลทางการเงิน เช่น วัดผลตอบแทนกำไรระยะสั้นจากการลงทุน เป็นต้น เพื่อยืนยันและขยายผลการศึกษาดังกล่าว

References

- Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *The Review of Financial Studies*, 18(4), 1403-1432.
- Aiken, L. S., West, S. G., Cohen, J., & Cohen, P. (2002). *Applied Multiple Regression/Correlation Analysis for The Behavioral Sciences*. New York: Erlbaum.
- Bank of Thailand. (2016). *Thailand's Economic Conditions in 2016*. Retrieved from https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/EconomicConditions/AnnualReport/AnnualReport/Annual_Y59_T.pdf
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2012). Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 33(11), 1304-1320.
- Bauer, D. J., Baldasaro, R. E., & Gottfredson, N. C. (2012). Diagnostic procedures for detecting nonlinear relationships between latent variables. *Structural Equation Modeling: A Multidisciplinary Journal*, 19(2), 157-177.
- Benlemlih, M., & Bitar, M. (2018). Corporate social responsibility and investment efficiency. *Journal of Business Ethics*, 148(3), 647-671.
- Berman, S. L., Wicks, A. C., Kotha, S., & Jones, T. M. (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 42(5), 488-506.
- Boonlual, C., Prasertsri, W., & Panmanee, P. (2017). Corporate social responsibility and firm performance in Thailand. *Journal of Business and Retail Management Research*, 12(1), 169-177.

- Brammer, S., & Millington, A. (2008). Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 29(12), 1325-1343.
- Cavaco, S., & Crifo, P. (2014). CSR and financial performance: Complementarity between environmental, social and business behaviours. *Applied Economics*, 46(27), 3323-3338.
- Cerbioni, F., & Parbonetti, A. (2007). Exploring the effects of corporate governance on intellectual capital disclosure: An analysis of European biotechnology companies. *European Accounting Review*, 16(4), 791-826.
- Corporate Social Responsibility Institute. (2012). *Guidelines for corporate social responsibility*. Bangkok: Magic Place. Retrieved from https://www.set.or.th/setlearningcenter/files/CSRI_195.pdf.
- Cheung, D. K., Welford, R. J., & Hills, P. R. (2009). CSR and the environment: Business supply chain partnerships in Hong Kong and PRDR, China. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16(5), 250-263.
- Chiu, T. K., & Wang, Y. H. (2015). Determinants of social disclosure quality in Taiwan: An application of stakeholder theory. *Journal of Business Ethics*, 129(2), 379-398.
- Cho, S. J., Chung, C. Y., & Young, J. (2019). Study on the Relationship between CSR and financial performance. *Sustainability*, 11(2), 343-369.
- Chung, C. Y., Jung, S., & Young, J. (2018). Do CSR activities increase firm value? Evidence from the Korean market. *Sustainability*, 10(9), 3164.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures – a theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282-311.
- Dowell, G., Hart, S., & Yeung, B. (2000). Do corporate global environmental standards create or destroy market value?. *Management Science*, 46(8), 1059-1074.
- Fisman, R., Heal, G., Nair, V. B. (2005). *Corporate Social Responsibility: Doing Well by Doing Good?* (Preliminary Draft). Retrieved from <http://apps.olin.wustl.edu/jfi/pdf/corporate.social.responsibility.pdf>
- Friedman, M. (1970). A theoretical framework for monetary analysis. *Journal of Political Economy*, 78(2), 193-238.
- Gala, V., & Julio, B. (2016). *Firm Size and Corporate Investment*. Retrieved from SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1787350>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2006). *Multivariate Data Analysis* (Vol. 6). Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Hall, B. H., Cumming, C., Laderman, E. S., & Mundy, J. (1988). *The R&D Master File Documentation* (No. 72). NBER Working Papers, National Bureau of Economic Research, Inc
- Haniffa, R. & Cooke, T.E. (2005). Impact of culture and governance structure on corporate Social reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(5), 391-430.

- Hannan, M. T., & Freeman, J. (1984). Structural inertia and organizational change. *American Sociological Review*, 49(2), 149-164.
- Hasnas, J. (1998). The normative theories of business ethics: A guide for the perplexed. *Business Ethics Quarterly*, 8(1), 19-42.
- Inoue, Y., & Lee, S. (2011). Effects of different dimensions of corporate social responsibility on corporate financial performance in tourism-related industries. *Tourism Management*, 32(4), 790-804.
- Issarawornrawanich, P., & Wuttichindanon, S. (2019). Corporate social responsibility practices and disclosures in Thailand. *Social Responsibility Journal*, 15(3), 318-332.
- James, C., & Wier, P. (1990). Borrowing relationships, intermediation, and the cost of issuing public securities. *Journal of Financial Economics*, 28(1-2), 149-171.
- Janamrung, B., & Issarawornrawanich, P. (2015). The association between corporate social responsibility index and performance of firms in industrial products and resources industries: Empirical evidence from Thailand. *Social Responsibility Journal*, 11(4), 893-903.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2012). The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 106(1), 53-72.
- Kang, K. H., Lee, S., & Huh, C. (2010). Impacts of positive and negative corporate social responsibility activities on company performance in the hospitality industry. *International Journal of Hospitality Management*, 29(1), 72-82.
- Kurucz, E. C., Colbert, B. A., & Wheeler, D. (2008). *The Business Case for Corporate Social Responsibility*. In *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*. New York: Oxford University Press.
- Lee, K., & Lee, H. (2019). How does CSR activity affect sustainable growth and value of corporations? Evidence from Korea. *Sustainability*, 11(2), 1-11.
- Lewellen, W. G., & Badrinath, S. G. (1997). On the measurement of Tobin's q. *Journal of Financial Economics*, 44(1), 77-122.
- Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of business*, 54(1), 1-32.
- Loderer, C. F., & Waelchli, U. (2010). *Firm Age and Performance*. Retrieved from SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1342248>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.
- Maqbool, S., & Zameer, M. N. (2018). Corporate social responsibility and financial performance: An empirical analysis of Indian banks. *Future Business Journal*, 4(1), 84-93.

- Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., & Walsh, J. P. (2009). Does it pay to be good...and does it matter? A meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1866371>.
- Marsat, S., Williams, B. (2013). CSR and market valuation: International evidence. *Bankers, Markets & Investors*, 123, 29-42.
- Marsat, S., & Williams, B. (2011, May). CSR and market valuation: International evidence. In International Conference of the French Finance Association (AFFI).
- Matuszak, Ł., & Róžańska, E. (2019). A Non-linear and disaggregated approach to studying the impact of CSR on accounting profitability: Evidence from the Polish Banking Industry. *Sustainability*, 11(1), 183. <http://doi.org/10.3390/su11010183>
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of Management Review*, 26(1), 117-127.
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22(4), 853-886.
- Nollet, J., Filis, G., & Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, 52(PB), 400-407.
- Offenberg, D. (2010). Agency costs and the size discount: evidence from acquisitions. *Journal of Economics, Finance & Administrative Science*, 15(29), 73-93.
- Phadoongsitthi, M. (2005). Performance evaluation based on Tobin- Tobin's Q ratio. *Journal Of Business Administration*, 28 (106), 13-22. (in Thai)
- Pan, X., Sha, J., Zhang, H., & Ke, W. (2014). Relationship between corporate social responsibility and financial performance in the mineral Industry: Evidence from Chinese mineral firms. *Sustainability*, 6(7), 4077-4101.
- Pelozo, J. (2009). The challenge of measuring financial impacts from investments in corporate social performance. *Journal of Management*, 35(6), 1518-1541.
- Raza, A., Ilyas, M. I., Rauf, R., & Qamar, R. (2012). Relationship between corporate social responsibility (CSR) and corporate financial performance (CFP): Literature review approach. *Elixir Financial Management*, 46(9), 8404-8409.
- Schreck, P. (2009). *The Business Case for Corporate Social Responsibility*. Understanding and Measuring Economic Impacts of Corporate Social Performance. Dordrecht: Springer.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-610.
- Sung K. W., & Oh, S. (2019). Corporate social responsibility, business groups and financial performance: A study of listed Indian firms. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 32(1), 1777-1793.

- Surroca, J., Tribó, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), 463-490.
- Tarek, Y. (2019). The impact of financial leverage and CSR on the corporate value: Egyptian case. *International Journal of Economics and Finance*, 11(4), 74-81.
- Thaipat Institute (2012). *Are CG or CSR The Same or Different?*. Retrieved December 10, 2019, from website: <http://www.thaicr.com/2012/06/cg-csr.html> (in Thai)
- Thaipat Institute (2017). *Are CSR and ESG Different?*. Retrieved December 10, 2019, from website: <http://www.thaicr.com/2017/06/csr-esg.html> (in Thai)
- Thaipublica. (2018). WEF points Thailand's competitiveness up 2 places from 40 to 38. [Online]. Available at: <https://thaipublica.org/2018/10/wef-17-10-2018> (in Thai)
- The Stock Exchange of Thailand. (2012). *The Principle of Good Corporate Governance for Listed Companies*. https://www.set.or.th/sustainable_dev /th/cg/ files/2013/CGPrinciple2012Thai-Eng.pdf (in Thai)
- Thirathon, U., & Wuttichindanon, S. (2019). Antecedents and financial performance impacts of philanthropy in Thai listed firms: A PLS-SEM analysis. *Journal of Accounting Profession*, 15(46), 64-79.
- Uluman, M., & Doğan, C. (2016). Comparison of factor score computation methods in factor analysis. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 10(18), 143-151.
- Von Arx, U., & Ziegler, A. (2014). The effect of corporate social responsibility on stock performance: New evidence for the USA and Europe. *Quantitative Finance*, 14(6), 977-991.
- Wang, T., & Bansal, P. (2012). Social responsibility in new ventures: profiting from a long-term orientation. *Strategic Management Journal*, 33(10), 1135-1153.
- Wuttichindanon, S. (2017). Corporate social responsibility disclosure-choices of report and its determinants: Empirical evidence from firms listed on the Stock Exchange of Thailand. *Kasetsart Journal of Social Sciences*, 38(2), 156-162.
- Yong, A. G., & Pearce, S. (2013). A beginner's guide to factor analysis: Focusing on exploratory factor analysis. *Tutorials In Quantitative Methods for Psychology*, 9(2), 79-94.

ภาคผนวก

ตารางภาคผนวกที่ 1 การเปรียบเทียบแนวปฏิบัติด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับแนวปฏิบัติตามมาตรฐานสากล

ลำดับ	ความรับผิดชอบต่อสังคม	Principles	UN GC	OECD 2000	ISO 26000	GRI	DJSI	FTSE 4 Good	เพิ่ม ทิศ
1	การกำกับดูแลกิจการที่ดี	Good Governance					√		√
2	การประกอบกิจการด้วยความเป็นธรรม	Society/Fair Operating Practices	√	√	√	√	√	√	√
3	การต่อต้านการทุจริต	Anti-Corruption	√	√		√			√
4	การเคารพสิทธิมนุษยชน	Human Rights	√	√	√	√	√	√	√
5	ปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม	Labor Practices	√	√	√	√	√	√	√
6	ความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค	Product Responsibility/ Consumer Issues		√	√	√	√	√	√
7	การพัฒนาชุมชนและสังคม	Community Involvement & Development	√	√	√	√	√		√
8	การจัดการสิ่งแวดล้อม	Environment		√	√	√	√	√	√
9	นวัตกรรมและการเผยแพร่	CSR Innovation							√
10	การทำรายงานความยั่งยืน	CSR Report				√			√

ปรับปรุงจาก: Corporate Social Responsibility Institute (2012: 176)

ตารางภาคผนวกที่ 2 การจัดองค์ประกอบด้านความรับผิดชอบต่อสังคม

	CSR ก่อนตัดองค์ประกอบ			CSR หลังตัดองค์ประกอบ		
	1	2	3	1	2	3
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CSR ₁)	-.005	.095	.781			.781
การประกอบธุรกิจด้วยความเป็นธรรม (CSR ₂)	.096	.072	.807			.807
เคารพสิทธิมนุษยชนและปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม (CSR ₃)	-.501	.572	.395		.572	
ความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค (CSR ₄)	.882	-.043	.134	.882		
การร่วมพัฒนาชุมชนและสังคม (CSR ₅)	.215	.804	.038		.804	
การดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม (CSR ₆)	-.085	.793	.176		.793	
นวัตกรรมและการเผยแพร่นวัตกรรม (CSR ₇)	.898	.163	.104	.898		
นโยบายและการรายงาน CSR (CSR ₈)	.218	.370	.522			.522

ตารางภาคผนวกที่ 3 การจัดแบ่งองค์ประกอบ CSR ใหม่และการตั้งชื่อตัวแปร

	องค์ประกอบที่ 2		องค์ประกอบที่ 3	
	Factor	Factor Score	Factor	Factor Score
	Loadings	Cof.	Loadings	Cof.
สิทธิมนุษยชนและการปฏิบัติต่อแรงงาน (CSR ₃)	.572	.272		
การร่วมพัฒนาชุมชนและสังคม (CSR ₅)	.804	.558		
การดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม (CSR ₆)	.793	.495		
การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CSR ₁)			.781	.494
การประกอบธุรกิจด้วยความเป็นธรรม (CSR ₂)			.807	.523
นโยบายและการรายงาน (CSR ₄)			.522	.287
ชื่อตัวแปร	ด้านการพัฒนาพนักงาน สิ่งแวดล้อม และชุมชน		ด้านการกำกับดูแล การรายงานและการต่อต้านทุจริต	

ตารางภาคผนวกที่ 4 สถิติเชิงพรรณนาของค่าคะแนนองค์ประกอบก่อนและหลังจัดการข้อมูล

	Factor Score ก่อนปรับคะแนน		Factor Score หลังปรับคะแนน	
	CSR 2	CSR 3	CSR 2	CSR 3
ค่าต่ำสุด (MIN)	-2.92	-5.06	0	0
ค่าสูงสุด (MAX)	2.65	1.32	5.57	6.38
ค่าเฉลี่ย (MEAN)	0.0031	0.0158	2.9232	5.0758
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (STD)	0.9870	0.9930	0.9870	0.9930