



ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมและต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

โดย

นางสาวพัณณิตย์ เหลืองภัทรเชวง

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

สาขาการบัญชี ภาควิชาบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมและต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

โดย

นางสาวพัธณิตย์ เหลืองภัทรเชวง



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

สาขาการบัญชี ภาควิชาบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



THE RELATIONSHIP BETWEEN CSR AND COST OF EQUITY

BY

MISS PATTANIT LUANGPATARACHAVENG



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF ACCOUNTING

FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY

THAMMASAT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2015

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การศึกษาอิสระ

ของ

นางสาวพนิตย์ เหลืองภัทรเชวง

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมและต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

เมื่อวันที่ 11 พ.ค. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

(รองศาสตราจารย์อัญชลี พิพัฒน์เสริม)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร)

คณบดี

(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมและต้นทุน เงินทุนของผู้ถือหุ้น
ชื่อผู้เขียน	นางสาวพนิตย์ เหลืองภัทรเชวง
ชื่อปริญญา	บัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	บัญชี พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

งานวิจัยชิ้นนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่าความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) มีความสัมพันธ์หรือไม่ อย่างไรต่อต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้น ซึ่งการศึกษานี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) กับต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นของกลุ่มบริษัทใน SET 100 ปี 2557 โดยความรับผิดชอบต่อสังคม(CSR) วัดโดยใช้การจัดอันดับของสถาบันไทยพัฒน์ คือหลักทรัพย์ที่มีรายชื่ออยู่ใน หลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (ESG 100) จำนวน 100 บริษัท และวัดต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นใช้แบบจำลอง CAPM Model การวิจัยครั้งนี้ได้เก็บข้อมูลจาก การจัดอันดับหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนของสถาบันไทยพัฒน์ (ESG 100) และรายงานผลการประเมินคุณภาพรายงานด้านบรรษัทภิบาล (Corporate Governance Report หรือ CGR) ฐานข้อมูล SET SMART หรือฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษาพบว่า ความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 90% เมื่อบริษัทมีรายชื่ออยู่ในหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (ESG 100) ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นลดลงไป 0.026 หรือ ร้อยละ 2.6 ในขณะที่อัตราส่วนระหว่างหนี้สินต่อทรัพย์สิน (LEV) มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นในทิศทางเดียวกัน

คำสำคัญ: ความรับผิดชอบต่อสังคม, ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

Independent Study Title	THE RELATIONSHIP BETWEEN CSR AND COST OF EQUITY
Author	Miss Pattanit Luangpatarachaveng
Degree	Degree of Master of Accounting
Department/Faculty/University	Accounting Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Assistant Professor Sillapaporn Srijunpetch, Ph.D.
Academic Years	2015

ABSTRACT

This research aims to investigate whether Corporate Social Responsibility (CSR) is related to Cost of equity. The sample is composed of listed companies in SET100 in 2014. Corporate Social Responsibility (CSR) is measured by using The ESG100 listed by THAIPAT Institute. The ESG100 listed is the list of top 100 public listed companies in Thailand that have outstanding Environmental, Social and Governance (ESG) performance. Cost of equity is measured by using CAPM model. The data are collected from ESG 100 listed by THAIPAT Institute, Corporate Governance Report, and SETSMART database.

The study found that Corporate Social Responsibility (CSR) and the cost of equity capital has negative relationship at confidence level of 90 %. When a company is listed on the ESG 100, cost of equity dropped by 0.026 , or 2.6 percent .However, the ratio of debt to assets (LEV) has positive relationship to cost of equity.

Keywords: Corporate Social Responsibility (CSR), Cost of equity

กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงมาได้ด้วยความเมตตากรุณาและความช่วยเหลืออย่างดียิ่งจากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร ที่ได้กรุณารับเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาให้ความช่วยเหลือและให้คำแนะนำเป็นอย่างดี ซึ่งผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้ ผู้วิจัยใคร่ขอขอบพระคุณรองศาสตราจารย์อัญชลี พิพัฒน์เสรีบุญ ที่ให้เกียรติเป็นกรรมการสอบในการสอบประมวลรายวิชา และให้คำชี้แนะเพื่อทำให้งานวิจัยนี้ออกมาอย่างถูกต้องสมบูรณ์

สุดท้ายนี้ขอขอบพระคุณ คณาจารย์คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ทุกท่านที่ให้ความเมตตา อบรมสั่งสอน และให้วิชาความรู้อันเป็นประโยชน์ต่อผู้วิจัย รวมทั้งเจ้าหน้าที่โครงการปริญญาโททางการบัญชีทุกท่านที่คอยช่วยเหลือ และขอกราบขอบพระคุณคุณพ่อและคุณแม่ที่คอยส่งเสริมและสนับสนุนรวมถึงเป็นกำลังใจให้กับผู้วิจัยเสมอมา

นางสาวพนิตย์ เหลืองภัทรเชวง

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

พ.ศ 2558

สารบัญ

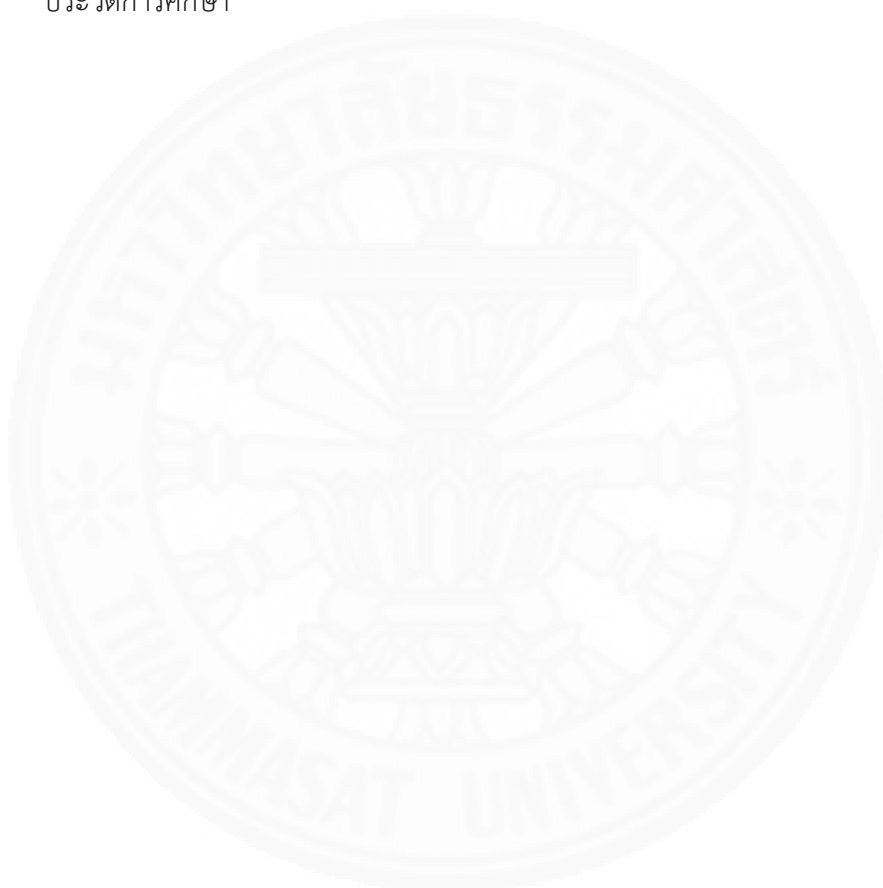
	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(8)
สารบัญภาพ	(9)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความสำคัญ และที่มา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	2
1.3 ขอบเขตของงานวิจัย	2
1.4 ประโยชน์ที่จะได้รับ	2
บทที่ 2 บรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	3
2.1 ความรับผิดชอบต่อสังคม	3
2.1.1 ความหมายของความรับผิดชอบต่อสังคม	3
2.1.2 ความรับผิดชอบต่อสังคมกับธุรกิจ	4
2.1.3 ประเภทความรับผิดชอบต่อสังคมตามกระบวนการ	4
2.1.4 แนวปฏิบัติความรับผิดชอบต่อสังคม	5
2.2 หลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการทำธุรกิจอย่างยั่งยืนโดยสถาบันไทยพัฒน์	6
2.3 ทฤษฎีและแนวคิดเกี่ยวกับกิจกรรมเพื่อสังคม	7
2.3.1 แนวคิดเกี่ยวกับความชอบธรรม	7

2.3.2 Stakeholder theory ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย	8
2.3.3 ทฤษฎีตัวแทนและความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล	9
2.4 การกำกับดูแลกิจการ	10
2.5 แนวคิดการคำนวณต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น	11
2.6 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	13
2.6.1 ความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลดำเนินงาน	13
2.6.2 ความรับผิดชอบต่อสังคมกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น	14
2.6.3 การเปิดเผยข้อมูลกับต้นทุนเงินทุน	15
2.7 สมมติฐาน	16
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	17
3.1 ประชากรที่ศึกษา	17
3.2 วิธีการเก็บข้อมูล	17
3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	17
3.4 ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัย	19
3.5 สถิติที่ใช้ในการวิจัย	19
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	21
4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพรรณนาของบริษัท	22
4.2 ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์แบบสหสัมพันธ์	28
4.3 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ	31
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	35
5.1 สรุปผลการวิจัย	35
5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย	39
5.3 ข้อเสนอแนะจากการทำวิจัย	40

รายการอ้างอิง	41
---------------	----

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก รายชื่อบริษัทใน SET 100 ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2557	46
ภาคผนวก ข ผลการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์ความถดถอย	50
ประวัติการศึกษา	53



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 หลักเกณฑ์การให้คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	10
4.1 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	21
4.2 จำนวนและร้อยละรายชื่ออยู่ในหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นใน การดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน	22
4.3 จำนวนและร้อยละรายชื่ออยู่ในหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่น ในการดำเนินธุรกิจ อย่างยั่งยืนแบ่งตามหมวดธุรกิจ	23
4.4 ตารางบรรยายค่าสถิติ (Descriptive Statistics) แยกตามหมวดธุรกิจ	24
4.5 จำนวนและร้อยละ คะแนนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Scoring)	26
4.6 ตารางแสดงความสัมพันธ์แบบเพียร์สัน Pearson Correlation	28
4.7 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	31
4.8 ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG rating และ CAPM เมื่อควบคุมตัวแปรตัวอื่นๆ	33
5.1 ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม	37
5.2 ภาวะเศรษฐกิจปี 2557	38

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 สัญลักษณ์การให้คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	10
4.1 ภาพแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง ดัชนีเงินทุนของผู้ถือหุ้นกับตัวแปรต้น	27



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความสำคัญ และที่มา

ปัจจุบันทั่วโลกมีการให้ความสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม (ต่อไปนี้จะใช้คำว่า CSR แทนคำว่าความรับผิดชอบต่อสังคม) เพิ่มมากขึ้น ไม่ได้มุ่งเน้นแต่กำไรอย่างเดียว เช่นการบริจาคเงินช่วยเหลือคนด้อยโอกาส อย่างไรก็ตามการทำ CSR สูญเสียทั้งต้นทุนและเวลาจึงอาจจะขัดกับหลักการของบริษัทที่ว่ามุ่งเน้นที่จะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่เจ้าของ อย่างไรก็ตามการทำ CSR จะก่อให้เกิดประโยชน์กับบริษัทในระยะยาว โดยประโยชน์ของการทำ CSR ได้แก่ เพิ่มความจงรักภักดีของลูกค้า เพิ่มยอดขาย ทำให้สถานะทางการเงินดีขึ้นซึ่งนำไปสู่ความยั่งยืนของกิจการ การมีสภาพแวดล้อมที่ดีแก่พนักงาน และชื่อเสียงของบริษัท (Weber, 2008) ซึ่งการทำ CSR เป็นการทำธุรกิจที่คำนึงถึงผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียไม่เฉพาะทางด้านลูกค้าทางธุรกิจเท่านั้นแต่รวมถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ เช่น พนักงานในองค์กร ชุมชนใกล้เคียงด้วย ซึ่งก่อให้เกิดการสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ และลดต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

การทำ CSR ได้รับการส่งเสริมจากองค์กรต่างๆ ในประเทศไทย มาระยะเวลาหนึ่งแล้ว โดยเฉพาะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการจัดตั้งศูนย์พัฒนาความรับผิดชอบต่อสังคม (SR Center) และปัจจุบันเปลี่ยนชื่อเป็นศูนย์พัฒนาความรับผิดชอบต่อสังคม นอกจากนี้คณะกรรมการกฤษฎีกาให้ความสำคัญกับการทำธุรกิจที่ไม่ได้มุ่งเน้นแต่กำไรแต่ต้องทำธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม อันจะนำไปสู่ความยั่งยืนของกิจการต่อไปจึงมีมติให้จัดทำแผนพัฒนาความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนตามแผนกลยุทธ์ 2556 -2558 และเพื่อส่งเสริมให้ทุนที่สนใจลงทุนในบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม สถาบันไทยพัฒน์ได้มีการอันดับ ESG 100 Rating ขึ้นเป็นครั้งแรกในปี 2558 ด้วย

โดย ESG คือการดำเนินธุรกิจที่คำนึงถึงผลดีและการสร้างผลกระทบทางลบต่อผู้มีส่วนได้เสีย ใน 3 ด้าน คือ สิ่งแวดล้อม (Environment) สังคม (Social) และธรรมาภิบาล (Governance) ดังนั้นองค์ประกอบของ ESG จึงเป็น 3 มิติของความรับผิดชอบต่อสังคม และยังคงให้ผู้มีส่วนได้เสียอย่างเป็นธรรมและให้มีคุณค่า โดย CSR จึงเป็นการสื่อสารระหว่างองค์กร หรือบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสีย แต่ ESG เป็นคำที่ใช้สื่อสารระหว่างผู้ลงทุนกับบริษัท หรือบอกให้บริษัทรู้ว่าผู้ลงทุนใช้เกณฑ์การพิจารณา 3 ด้าน คือ สิ่งแวดล้อม (E) สังคม (S) และธรรมาภิบาล (G) เป็นหลักในการพิจารณาเลือกลงทุน ดังนั้น จึงสามารถสรุปได้ว่า การมี ESG ที่ดีนั้นเป็นการใช้ข้อมูล CSR ที่ได้เตรียมการมาแล้ว เพื่อสื่อสารกับผู้ลงทุน

CSR กับต้นทุนของเงินทุนจากผู้ถือหุ้นเป็นอีกปัจจัยที่นักวิจัยให้ความสนใจ ซึ่งงานวิจัยพบว่าบริษัทที่มีการทำ CSR ที่ดีกว่าจะมีต้นทุนของเงินทุนจากผู้ถือหุ้นต่ำกว่าบริษัทที่มี CSR ที่ได้คะแนนต่ำกว่า (EL Ghouli et al., 2011) รวมทั้ง อธิบายว่า บริษัทมี CSR ที่ดีจะเป็นการลดการเกิดปัญหาข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน (Information asymmetry) ระหว่างเจ้าของกิจการและผู้บริหารกิจการ นำไปสู่การลดปัญหา Agency cost ซึ่งเป็นสาเหตุที่ทำให้ผู้ลงทุนต้องการผลตอบแทนที่มากขึ้นด้วย (Ng and Rezaee, 2015) เมื่อบริษัทมีต้นทุนเงินทุนต่อผู้ถือหุ้นต่ำย่อมเป็นผลดีกับบริษัทในประเทศไทยยังมีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง CSR และต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นน้อย โดยมีการศึกษาว่าบริษัทที่มีธรรมาภิบาลที่ดีสามารถลดต้นทุนเงินทุนได้ (Kittituch Tannirahdorn, 2009) แต่การเปิดเผยรายงาน MD&A นั้นไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น (อังครัตน์เพริยจรรย์วัฒน์, 2554) ดังนั้นจึงสนใจที่จะศึกษาว่า CSR มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นหรือไม่โดยพิจารณาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการร่วมด้วย

1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

งานวิจัยชิ้นนี้เพื่อศึกษาว่าความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) มีความสัมพันธ์หรือไม่อย่างไรต่อต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้น

1.3 ขอบเขตงานวิจัย

การศึกษานี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) กับต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นของกลุ่มบริษัทใน SET 100 ปี 2557 โดยวัดต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นโดยใช้แบบจำลอง CAPM

1.4 ประโยชน์ที่จะได้รับ

1. ทำให้ทราบความสัมพันธ์ของความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) กับต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้น
2. เพื่อกระตุ้นให้บริษัทมีความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) มากขึ้นและดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) และส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นลดลง

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ความรับผิดชอบต่อสังคม

2.1.1 ความหมายของความรับผิดชอบต่อสังคม

CSR เป็นความรับผิดชอบต่อ 3 ด้านได้แก่ด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม คำนิยามของ CSR เป็นคำย่อมาจากภาษาอังกฤษว่า Corporate Social responsibility (CSR) หรือ บรรษัทภิบาล องค์กรต่างๆได้ให้ความหมายของความรับผิดชอบต่อสังคมไว้อย่างแพร่หลายทั้งในประเทศและต่างประเทศ

คำนิยามหนึ่งจากสภาธุรกิจโลกเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน (World Business Council for Sustainable Development) ระบุว่า CSR คือ “พันธสัญญาทางธุรกิจเพื่อมีส่วนร่วมในการพัฒนาเศรษฐกิจที่ยั่งยืน โดยอาศัยพนักงาน ครอบครัวของพนักงาน ชุมชนท้องถิ่น และสังคมโดยรวม ดำเนินการพัฒนาคูณภาพชีวิตของพวกเขา” องค์กรธุรกิจเพื่อบริหารสังคม (Business for Social Responsibility) ได้ให้คำนิยาม CSR ว่า “พฤติกรรมในการทำธุรกิจที่ได้มาตรฐานหรือเกินมาตรฐานในทางจริยธรรม กฎหมาย การพาณิชย์ และความคาดหวังของสาธารณชน”

ทั้งนี้หลักการ CSR สามารถสรุปได้สั้นๆ ด้วยคำกล่าวของ Bjorn Stigson ประธานสภาธุรกิจโลกเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน (World Business Council for Sustainable Development หรือ WBCSD) ที่ว่า “ธุรกิจไม่สามารถประสบความสำเร็จได้ในสังคมที่ล้มเหลว”

สถาบันไทยพัฒน์ได้ให้ความหมายความรับผิดชอบต่อสังคมว่า หมายถึงการดำเนินกิจกรรมภายในและภายนอกองค์กรที่คำนึงถึงผลกระทบทั้งในองค์กรในระดับใกล้และไกล ด้วยการใช้ทรัพยากรที่มีอยู่ในองค์กรหรือทรัพยากรจากภายนอกองค์กร ในอันที่จะทำให้อยู่ร่วมกันในสังคมอย่างปกติสุข

เข็มทิศธุรกิจเพื่อสังคมซึ่งจัดขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ให้คำนิยามว่าความรับผิดชอบต่อสังคมคือ การดำเนินธุรกิจควบคู่ไปกับการใส่ใจและดูแลรักษาสังคมและสิ่งแวดล้อมภายใต้หลักจริยธรรม การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการนำปรัชญาเศรษฐกิจพอเพียงมาบูรณาการ เพื่อนำไปสู่การดำเนินธุรกิจที่ประสบความสำเร็จอย่างยั่งยืน

2.1.2 ระดับความรับผิดชอบต่อสังคมกับธุรกิจ

ตามเกณฑ์ที่แบ่งจากเข้มทิศธุรกิจ ในการปฏิบัติตามหลัก CSR ที่จะนำมาใช้ ประยุกต์กับธุรกิจ สามารถแบ่งได้เป็น 4 ขั้นดังนี้

ขั้นที่ 1 mandatory level : ข้อกำหนดตามกฎหมาย (legislation) หมายถึง การที่ธุรกิจมีหน้าที่ต้องปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายและกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้อง เช่น กฎหมายคุ้มครองผู้บริโภค กฎหมายแรงงาน การจ่ายภาษี เป็นต้น ซึ่งบริษัทและองค์กรส่วนใหญ่อยู่ในขั้นนี้เนื่องจากต้องปฏิบัติตามกฎหมาย

ขั้นที่ 2 elementary level : ประโยชน์ทางเศรษฐกิจ (economic profit) หมายถึง การที่ธุรกิจคำนึงถึงความสามารถในการอยู่รอดและให้ผลตอบแทน แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งในขั้นนี้ ธุรกิจต้องพิจารณาว่า ถ้าไรที่ได้นั้นต้องมีใช้กำไรซึ่ง เกิดจากการเปิดเผยเงินสังคม

ขั้นที่ 3 preemptive level : จรรยาบรรณทางธุรกิจ (business code of conduct) หมายถึง การที่ธุรกิจสามารถสร้างกำไรแก่ผู้ถือหุ้นได้ในอัตราที่ เหมาะสม และผู้ประกอบการธุรกิจได้ใส่ใจเพื่อให้ประโยชน์ตอบแทนแก่สังคม มากขึ้น โดยเฉพาะสังคมใกล้ที่อยู่รอบข้างที่มีความคาดหวังว่าจะได้รับการดูแล หรือเอาใจใส่จากผู้ประกอบธุรกิจ

ขั้นที่ 4 voluntary level : ความสมัครใจ (voluntary action) หมายถึง การดำเนินธุรกิจควบคู่กับการปฏิบัติตามแนวทาง CSR ด้วยความสมัครใจ โดย ไม่ได้ถูกเรียกร้องจากสังคมแต่อย่างใด ซึ่งในขั้นนี้ การประกอบธุรกิจจะอยู่ บนพื้นฐานของการมุ่งประโยชน์ของสังคมเป็นสำคัญ และการดำเนินการ CSR ในส่วนนี้สมควรได้รับความยกย่องชื่นชมจากสังคมอย่างแท้จริง

ทั้งนี้ ธุรกิจต้องดำเนินการตามเกณฑ์ในขั้นที่ 1 เป็นอย่างน้อย ส่วนการดำเนินการในขั้นต่อไป ให้ ขึ้นกับความพร้อมของธุรกิจแต่ละแห่งที่แตกต่างกัน โดยหลักสำคัญของการปฏิบัติตามแนวทาง CSR ควรอยู่บนหลักพอประมาณที่ธุรกิจต้องไม่เบียดเบียน ตนเอง และ ขณะเดียวกันก็ต้องไม่เบียดเบียนสังคม

2.1.3 ประเภทของความรับผิดชอบต่อสังคมตามกระบวนการ

CSR-in-Process หมายถึง กิจกรรมเพื่อสังคมและสิ่งแวดล้อมที่มีผลต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและสิ่งแวดล้อมขององค์กร เช่น การดูแลสวัสดิการ, พนักงาน, การผลิตที่ไม่ทำลายสิ่งแวดล้อม, ความรับผิดชอบต่อลูกค้า

CSR-After-process หมายถึง กิจกรรมเพื่อสังคมและสิ่งแวดล้อมที่มีผล ต่อสังคม และสิ่งแวดล้อมที่ไม่เกี่ยวกับการดำเนินงานขององค์กร เช่น การปลูกป่า, การบริจาคทุนการศึกษา, การรณรงค์สร้างจิตสำนึก, การช่วยเหลือผู้ประสบภัย

CSR-As-Process หมายถึง องค์การที่จัดตั้งขึ้นเพื่อช่วยเหลือสังคมและสิ่งแวดล้อม โดยไม่มุ่งหวังผลกำไร เช่น มูลนิธิ หรือ สมาคมการกุศลต่างๆ ซึ่งลักษณะนี้อาจจะเรียกว่า เป็น Social Enterprise ก็ได้

2.1.4 แนวปฏิบัติความรับผิดชอบต่อสังคม

สำหรับแนวปฏิบัติเพื่อบรรลุเป้าหมายธุรกิจ CSR ตามแนวทางตามเข็มทิศธุรกิจ มี 8 ข้อดังนี้

แนวทางที่ 1 คือการกำกับดูแลกิจการที่ดี (corporate governance) หรือ CG "ตรวจสอบได้ อธิบายได้ เชื่อถือได้" การทำธุรกิจอย่างโปร่งใส ตรวจสอบได้ โดยหลักนี้มีองค์ประกอบ 3 เรื่อง คือตรวจสอบได้หรือไม่ เมื่อตรวจสอบแล้วมีข้อสงสัยสามารถอธิบายได้หรือไม่ และสุดท้ายแล้วเชื่อถือคำอธิบายได้หรือไม่

แนวทางที่ 2 เป็นเรื่องการเคารพและการปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเป็นธรรม "สุขภาพเงิน สุขภาพกาย สุขภาพใจ" โดยเป็นการดูแลพนักงานให้มีความสุขกับการทำงาน

แนวทางที่ 3 ความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค "ซื้อตรง ปลอตภัย ไว้วางใจได้" ผู้บริโภคได้แก่ ลูกค้าโดยมีความซื้อตรงต่อลูกค้า ให้สินค้าที่มีคุณภาพดีเพื่อสร้างความไว้วางใจต่อผลิตภัณฑ์ และเกิดประโยชน์ต่อองค์กรในที่สุด

แนวทางที่ 4 การประกอบธุรกิจด้วยความเป็นธรรม "ไม่โกง ไม่กิน ไม่กัน" คู่ค้าก็เหมือนพันธมิตรทางธุรกิจเราจะต้องโตไปด้วยกันเมื่อเรามีเทคโนโลยีก็แบ่งปันกันก็แข็งแกร่งไปด้วยกัน กับคู่แข่งก็สามารถทำ CRS ได้คือการแข่งขันอย่างเป็นธรรม ไม่ใช่ใช้สิทธิพลทางธุรกิจไปกีดกันธุรกิจรายเล็ก

แนวทางที่ 5 การร่วมพัฒนาชุมชนและสังคม "อย่าทำตัวเป็นภาระ อย่าดูต้อย อย่าไร้กลยุทธ์" พิจารณาว่ากระบวนการผลิตก่อปัญหาให้กับสังคมหรือไม่ และพร้อมที่จะช่วยเหลือเมื่อชุมชนเดือดร้อน ที่ CSR เจริญกลยุทธ์ต้องมีความต้องการทางสังคมบวกกับความเชี่ยวชาญ ต้องมองทั้งจากภายในสู่ภายนอก และจากภายนอกสู่ภายใน ถ้าทำเองไม่ได้ก็ต้องมองหาพันธมิตรที่มีความเชี่ยวชาญ

แนวทางที่ 6 การดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม "มีประสิทธิภาพ มีประสิทธิผล และมีคุณค่า" พิจารณาว่าบริษัทควรทำอะไร และต้องใช้ทรัพยากรอย่างมีคุณค่า

แนวทางที่ 7 นวัตกรรมและการเผยแพร่ จากการดำเนินความรับผิดชอบต่อสังคม "มีหัวใจ (เก่ง) มีจิตใจดี มีความเป็นผู้นำ" เรามีแนวคิดในการสร้างสรรค์และแบ่งปัน เพื่อสร้างความยั่งยืน

แนวทางที่ 8 การจัดทำรายงานด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม โดยยึดหลักการที่ว่า "ทำจริง บอกตรง ครบถ้วน"

นอกจากนี้แล้ว ปัจจุบันหลักการที่เป็นแนวทางปฏิบัติและมาตรฐานทาง CSR มีมากมาย เช่น UN Global Compact, OECD Guideline, ISO 26000, GRI (Global Reporting Initiative) และสำนักงานคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

2.2 หลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการทำธุรกิจอย่างยั่งยืนโดยสถาบันไทยพัฒนา

สถาบันไทยพัฒน์ได้จัดตั้งหน่วยงาน ESG Rating เพื่อสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนและองค์กรธุรกิจทั่วไปให้พัฒนาการเปิดเผย ESG และจัดช่องทางการเผยแพร่ ESG ของบริษัทจดทะเบียนที่ดำเนินการได้ดีให้แก่ผู้ลงทุน โดยในปี 2557 มีการจัดอันดับหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่น 100 บริษัทในการ ดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนภายใต้ชื่อว่า ESG 100 โดยประเมินจากความยั่งยืนของหลักทรัพย์ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 567 บริษัท เพื่อส่งเสริมให้ผู้ลงทุนพิจารณาเกณฑ์ ESG เพื่อสร้างผลตอบแทนการลงทุนในระยะยาวโดยใช้หลักการประเมินหน่วยงาน ESG Rating ที่จัดตั้งขึ้นนี้ ได้นำหลักการแนวทางในมาตรฐานการประเมินความยั่งยืนของ Global Initiative for Sustainability Ratings (GISR) มาใช้พัฒนาระบบการประเมินความยั่งยืนให้กับบริษัทจดทะเบียนและองค์กรธุรกิจทั่วไป เพื่อการจัดทำฐานข้อมูลความยั่งยืนของธุรกิจที่เอื้อต่อการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบ

Financial time ได้ให้คำนิยาม ESG ว่า เป็นคำที่ใช้ในตลาดทุนโดยผู้ลงทุนเพื่อใช้ประเมินการดำเนินงานของบริษัท และทำให้ล่วงรู้ถึงผลประโยชน์ในอนาคตของบริษัท ซึ่งปัจจัยที่ส่งผลต่อการประกอบการดังกล่าวนี้ มาจากบทบาทของบริษัทที่มีต่อเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการ (CSR) ภายใต้บริบทของการพัฒนาอย่างยั่งยืน โดย ESG มีความเหมือนและแตกต่างจาก CSR ดังนี้คือ CSR เป็นหลักที่องค์กรปฏิบัติด้วยความรับผิดชอบต่อสังคม จึงเป็นการสื่อสารระหว่างองค์กร หรือบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสีย แต่ ESG เป็นคำที่ใช้สื่อระหว่างผู้ลงทุนกับบริษัท หรือบอกให้บริษัทรู้ว่าผู้ลงทุนใช้เกณฑ์การพิจารณา 3 ด้าน คือ สิ่งแวดล้อม (E) สังคม (S) และธรรมาภิบาล (G) เป็นหลักในการพิจารณาเลือกลงทุน ดังนั้น จึงสามารถสรุปได้ว่า การมี ESG ที่ดีนั้นเป็นการเตรียมข้อมูลจากที่ได้จากการทำ CSR มาแล้ว เพื่อสื่อสารกับผู้ลงทุนนั่นเอง เพราะกิจการที่บริหารด้วยหลัก CSR ที่ดีย่อมครอบคลุม 3 ด้านของ ESG อยู่แล้ว แตกต่างจาก CSR คือ CSR เป็นการสื่อสารระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียซึ่งครอบคลุมถึงผู้ที่เกี่ยวข้องทุกคนไม่เฉพาะผู้ลงทุน

โดยการประเมินอาศัยแหล่งข้อมูลอ้างอิงมาจากเอกสารรายงานจาก 6 แหล่งข้อมูล ได้แก่

1. ข้อมูลในแบบแสดงรายงานข้อมูลประจำปี แบบ 56-1 ของสำนักงานคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ข้อมูลการพิจารณารางวัลบริษัทจดทะเบียนด้านความรับผิดชอบต่อสังคมยอดเยี่ยมและรางวัล CSRI Recognition ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. ข้อมูลโครงการประกาศรางวัลความยั่งยืน ของสมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย
4. ข้อมูลผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (CG Scoring) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)
5. ข้อมูลโครงการประเมินระดับพัฒนาความยั่งยืนของกิจการ (CSR Progress Indicator และ Anti-corruption Indicator) ของสถาบันไทยพัฒน์
6. ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนไทยที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนี Down Jones Sustainability Index (DJSI)

2.3 ทฤษฎีและแนวคิดเกี่ยวกับกิจกรรมเพื่อสังคม

2.3.1 แนวคิดเกี่ยวกับความชอบธรรม (Legitimacy Theory)

อธิบายถึงอำนาจในการใช้ประโยชน์จากทรัพยากรธรรมชาติและทรัพยากรบุคคลของบริษัท สำหรับการดำเนินธุรกิจว่าแท้ที่จริงแล้ว บริษัทได้รับสิทธิและอำนาจนั้นมาจากสังคมในลักษณะที่เป็นใบอนุญาตชั่วคราว ภายใต้เงื่อนไขในการดำเนินธุรกิจของบริษัทต้องตรงตามความคาดหวังของสังคม และต้องมองย้อนกลับถึงธรรมาภิบาลของบริษัท กระบวนการดำเนินธุรกิจมีผลกระทบทางลบต่อสังคมหรือไม่ มีการทำนุบำรุงสังคมในวงกว้างหรือไม่ ซึ่งสังคมจะทำการตรวจสอบอย่างสม่ำเสมอ ดังนั้น ความเจริญก้าวหน้าหรือความอยู่รอดของบริษัทจึงอยู่ที่บริษัทได้ดำเนินการตรงตามสิ่งที่สังคมคาดหวังมากน้อยเพียงใด แนวคิดนี้เป็นแนวคิดพื้นฐานสำหรับบริษัทในการสร้างความรู้ความเข้าใจเพื่อเป็นแนวทางการทำ กิจกรรมเพื่อสังคม เพราะเท่ากับทำให้บริษัทเปลี่ยนแปลงแนวคิดทั้งในเรื่องของการดำเนินธุรกิจหรือแม้แต่การดำเนินกิจกรรม กิจกรรมเพื่อสังคมเองก็ตาม จากการที่บริษัทเป็นศูนย์กลาง เป็นผู้มุ่งเน้นว่าจะทำอะไร ทำอย่างไร ไปสู่รูปแบบที่เป็นความต้องการหรือความคาดหวังของสังคมเป็นหลักเพื่อคงไว้ซึ่งสิทธิอันชอบธรรมในการคงอยู่ในสังคมต่อไป

2.3.2 Stakeholder theory ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียหรือ Stakeholder Theory โดย Freeman ได้เขียนทฤษฎีเรื่องนี้ขึ้นในปี 1984 โดยทฤษฎีนี้จะเน้นการคำนึงถึงและความเข้าใจของผู้มีส่วนได้เสียขององค์กร ไม่ว่าจะเป็นทางตรงหรือทางอ้อม เพื่อจะได้นำไปต่อยอดในการทำตามแนวทางบรรษัทภิบาลที่ดี โดยมองว่ากำไรเป็นผลพลอยได้ของบริษัทที่ทำตามความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียขององค์กร

ทฤษฎีนี้เสนอว่า ผู้บริหารต้องเปลี่ยนแปลงจากการบริหารจากเป้าหมายที่มีเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นอย่างเดียว ไปสู่การบริหารเพื่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียด้วย โดยความหมายของผู้มีส่วนได้เสียคือผู้ที่อยู่ในกระบวนการธุรกิจทั้งหมด ได้แก่ ลูกค้า ผู้จัดการวัตถุดิบ พนักงานเจ้าของเงินทุน ชุมชน และผู้บริหาร โดยหลักในการบริหารตามทฤษฎีนี้คือ การสร้างคุณค่าร่วมกันระหว่างผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมด โดยผู้บริหารต้องทำหน้าที่เป็นผู้นำและมีจริยธรรมในการบริหารเพื่อผู้ที่มีส่วนได้เสีย

กลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดตามทฤษฎีของ freeman โดยพิจารณาจากความใกล้ชิดกับองค์กร สามารถแบ่งได้เป็นสองระดับคือ ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียปฐมภูมิ และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุติยภูมิ

กลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียปฐมภูมิ คือกลุ่มที่อยู่ใกล้ชิดองค์กรมากที่สุด เมื่อเกิดผลกระทบ กลุ่มนี้จะเกิดผลกระทบก่อน ได้แก่ ลูกค้า ผู้จัดการวัตถุดิบ พนักงาน เจ้าของเงินทุน และชุมชน ในขณะที่กลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุติยภูมิหรือกลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียวงนอก จะเป็นกลุ่มที่ได้รับผลกระทบในลำดับถัดมาซึ่งได้แก่ ผู้บริโภคที่สนับสนุนองค์กร คู่แข่ง กลุ่มผลประโยชน์พิเศษ รัฐบาล และสื่อต่าง ๆ

จากทฤษฎีของ freeman อธิบาย Stakeholder Theory โดยการที่สนใจประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกคน ซึ่งการทำ CSR นั้นก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงทั้งทรัพยากรของบริษัท ไม่ว่าจะเป็นเงิน เวลา ทำให้เกิดความขัดแย้งกับทฤษฎี Shareholder theory ที่ต้องสร้างรายได้สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ดังนั้น Jensen (2001) ได้กล่าวไว้ว่าบริษัทจะไม่สามารถสร้างรายได้ที่สูงที่สุดแก่ผู้ถือหุ้นได้หากหาบริษัทมุ่งหาแต่การสร้างรายได้ให้สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียวโดยไม่สนใจว่าจะเกิดผลเสียอย่างไรต่อผู้มีส่วนได้เสียอื่นนั้น และเสนอทฤษฎีที่เรียกว่า Enlightened stakeholder value maximization ซึ่งกล่าวว่า จุดหมายขององค์กรไม่ควรจะเป็นเป้าหมายระยะสั้น เช่น ผลกำไรระยะสั้นแต่ควรจะเป็นมูลค่าตลาดในระยะยาวของกิจการ

2.3.3 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล

Jensen and Meckling (1976) ได้อธิบายถึงการขัดแย้งผลประโยชน์ระหว่างผู้ว่าจ้าง (principle) และผู้ถูกจ้าง (agent) ดังนี้ ทฤษฎีตัวแทนกล่าวว่าการที่ฝ่ายบริหาร (agent) เกิด

ผลประโยชน์ทับซ้อน (conflict of interest) กับผู้มีส่วนได้เสียได้แก่ผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ โดยฝ่ายบริหารเป็นฝ่ายที่มีข้อมูลมากกว่าและต้องการผลประโยชน์ที่เป็นของผู้มีส่วนได้เสียมาเป็นของตนเอง เนื่องจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลทำให้ฝ่ายผู้มีส่วนได้เสียไม่สามารถตรวจสอบฝ่ายบริหารได้ ก่อให้เกิดปัญหา คือ Moral Hazard เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นจากตัวการหรือเจ้าของกิจการไม่มั่นใจว่าฝ่ายบริหารหรือตัวแทนได้ใช้ความพยายามอย่างสูงสุดในการบริหารงานหรือไม่ และปัญหา Adverse selection problems เป็นปัญหาที่ตัวการหรือเจ้าของไม่สามารถแน่ใจว่าตัวแทนหรือผู้ถูกเลือกมีความสามารถปฏิบัติงานได้ (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551) และผลของปัญหาที่กล่าวมานั้นก่อให้เกิดต้นทุนตัวแทนหรือ Agency cost เมื่อเกิดปัญหานี้ผู้ลงทุนจึงต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงขึ้น

2.4 การกำกับดูแลกิจการ

ตามความหมายที่ระบุไว้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การกำกับดูแลกิจการที่ดีหมายถึง ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างฝ่ายจัดการ คณะกรรมการและผู้ถือหุ้นเพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขันเพื่อนำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มคุณค่าต่อผู้ถือหุ้นในระยะยาวโดยคำนึงถึงผู้ได้เสียอื่นประกอบ

ในงานวิจัยนี้จึงนำเกณฑ์การวัดการกำกับดูแลกิจการที่จัดโดย สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai IOD) ในการพิจารณากับต้นทุนเงินทุนผู้ถือหุ้นด้วย

หลักเกณฑ์ที่ใช้ในการพิจารณาอ้างอิงจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของ Organization for Economic Cooperation and Development (OECD Principles of Corporate Governance) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยประกอบด้วยหลักเกณฑ์รวม 235 ข้อ แบ่งออกเป็น 5 หมวดหลัก ได้แก่

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น
2. การปฏิบัติที่เท่าเทียมกันต่อผู้ถือหุ้น
3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย
4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส
5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

ตารางที่ 2.1

หลักเกณฑ์การให้คะแนนการกำกับดูแลกิจการ

	ปี 2557		ปี 2558	
	จำนวน ข้อ	Weight	จำนวน ข้อ	Weight
• สิทธิของผู้ถือหุ้น	33	15%	32	15%
• การปฏิบัติที่เท่าเทียมกันต่อผู้ถือหุ้น	19	10%	19	10%
• บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย	28	20%	28	20%
• การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส	50	20%	50	20%
• ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ	107	35%	106	35%

(สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย “รายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน”
<http://www.thai-iod.com>)

รายชื่อบริษัทที่มีคะแนนใน ระดับดี-ดีเลิศ ตามช่วงคะแนนที่กำหนดขึ้น โดยใช้จำนวน
 ตราสัญลักษณ์ ของคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติแสดงระดับคะแนนในแต่ละกลุ่มและการ
 ประกาศ Top Quartile ของบริษัทจดทะเบียนในแต่ละกลุ่ม ตามมูลค่าทางการตลาดดังนี้

ภาพที่ 2.1
สัญลักษณ์การให้คะแนนการกำกับดูแลกิจการ

ช่วงคะแนน Score	สัญลักษณ์ Range Number of Logo	ความหมาย	Description
90 - 100		ดีเลิศ	Excellent
80 - 89		ดีมาก	Very Good
70 - 79		ดี	Good
60 - 69		ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

In order to recognize well performed companies, companies classified into the three highest score groups (Good, Very Good, and Excellent) will be announced to the public.

จะทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดี" ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ "ดี" "ดีมาก" และ "ดีเลิศ" โดยประกาศรายชื่อบริษัทในแต่ละกลุ่มเรียงตามลำดับตัวอักษรชื่อย่อบริษัทในภาษาอังกฤษ

(สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย “รายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน” <http://www.thai-iod.com>)

2.5 แนวคิดการคำนวณต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

ในการประกอบกิจการบริษัทจะต้องมีสินทรัพย์เช่น เงินสด อาคารสำนักงาน ที่ตั้งโรงงานหรือเครื่องจักรที่ใช้ในสำนักงาน โดยการได้มาซึ่งสินทรัพย์เหล่านั้นต้องมีแหล่งเงินทุน ซึ่งแหล่งเงินทุนของกิจการมีอยู่ 2 แห่งคือเงินลงทุนจากเจ้าของและเงินลงทุนจากเจ้าหนี้ เจ้าของและเจ้าหนี้นี้ย่อมต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนนั้น โดยผลตอบแทนของเจ้าหนี้คือดอกเบี้ยซึ่งมีความแน่นอนและความเสี่ยงน้อยกว่า ผลตอบแทนของเจ้าของซึ่งมีความเสี่ยงมากกว่า เช่นกิจการอาจประสบปัญหาขาดทุน ดังนั้นเจ้าของจึงต้องการผลตอบแทนที่มากกว่าเจ้าหนี้เพื่อชดเชยความเสี่ยงนั้น

แบบจำลองที่เป็นที่รู้จักคือในการคำนวณต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นคือ Capital Asset Pricing Model : CAPM ของ Sharpe (1964) และ Lintner (1965) ซึ่งเป็นทฤษฎีกลุ่มหลักทฤษฎีของ Markowitz (1952) มาประยุกต์ใช้ โดยทฤษฎีอธิบายแนวความคิดที่ว่านักลงทุนจะได้รับชดเชยความเสี่ยงที่มาจากความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากความเสี่ยงของตลาดซึ่งเป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) และเสนอว่าการลงทุนควรได้ผลตอบแทนอย่างน้อยจากผลรวมของอัตราผลตอบแทนที่ได้เท่ากับการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk free rate) กับอัตราชดเชยความเสี่ยงของตลาด (Market risk premium) ตามสมการดังนี้

$$K_e = R_f + B_i(R_m - R_f)$$

เมื่อ K_e = ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity capital)

R_f = อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk free rate) เช่น พันธบัตรรัฐบาล

B_i = ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ i (Beta of the security)

R_m = อัตราผลตอบแทนของตลาด (Rate of return on the market portfolio)

ส่วนชดเชยความเสี่ยงคือผลคูณระหว่างค่าเบต้าของหลักทรัพย์แต่ละตัว คูณกับส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาด ซึ่งเป็นอัตราที่นักลงทุนต้องการเพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงของตลาด

โดยที่ค่าเบต้าเป็นตัวบอกความเสี่ยงของหลักทรัพย์แต่ละตัวว่ามีความเสี่ยงไปในทิศทางใดกับตลาด โดยค่าเบต้าจะมีค่าได้ดังนี้คือ

1. ถ้าเบต้า > 1 หมายความว่าหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงมากกว่าการอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของตลาด
2. ถ้าเบต้า $= 1$ หมายความว่าหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงเท่ากับอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของตลาด
3. ถ้าเบต้า < 1 หมายความว่าหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางน้อยกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนตลาด

โดยเครื่องหมายบวก ลบ ของเบต้าจะบอกทิศทางของการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์คือ

ถ้าค่า เบต้า มีเครื่องหมายเป็นบวก อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนตลาด หลักทรัพย์จะมีความเสี่ยงไปในทิศทางเดียวกับตลาด

ถ้าค่าเบต้า มีเครื่องหมาย เป็นลบ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงข้ามกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนตลาด หมายความว่าหลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงในทิศทางตรงข้ามกับตลาด เช่นถ้าตลาดเป็นช่วงขาขึ้นหลักทรัพย์จะเป็น ขาลง ซึ่งเบต้ามีการคำนวณดังนี้

$$B_i = \frac{\text{Covariance ของ Stock return กับ Market return}}{\text{Variance ของ Market}}$$

โดยแบบจำลองCAPM อธิบายว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มาจากปัจจัยเดียวเท่านั้นคือ Systematic risk หรือความเสี่ยงที่เป็นระบบ

2.6 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.6.1 ความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลการดำเนินงาน

มีงานวิจัยของ Yusoff et al. (2013) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของการเปิดเผยด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR disclosure) กับผลประกอบการทางการเงินของบริษัทมาเลเซีย พบว่า การเปิดเผยด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR disclosure) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลประกอบการทางการเงินได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนจากทุน (ROE) และอัตราผลตอบแทนจากการขาย (ROS) โดยใช้ตัววัดรายงานการความรับผิดชอบต่อสังคม ได้แก่การนับประโยชน์ การให้คะแนนตามเกณฑ์ที่ตั้งขึ้นที่มีความเฉพาะเจาะจงกับกลุ่มที่เป็นผู้มีส่วนได้เสียซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Qiu et al., 2014) ที่พบว่าการเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมมีผลต่อมูลค่าทางการตลาดของบริษัท โดยมาจาก การคาดว่าอัตราของกระแสเงินสดจะเติบโตมากขึ้น นอกจากนี้ผู้บริหารคาดคิดว่าการเปิดเผยด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมทำให้มีต้นทุนของเงินทุนน้อยลง โดยจะมีมูลค่าลดลงเมื่อเปิดเผยถึงจุดหนึ่งเท่านั้นแต่เมื่อการเปิดเผยเกินจุดนี้ ต้นทุนการเงินจะไม่ลดลง (Armitage & Marston, 2008)

ในประเทศไทยไม่ได้มีการจัด ดัชนีวัดระดับของ CSR แต่ทางตลาดหลักทรัพย์ได้มีการส่งเสริมโดยการให้รางวัลแก่บริษัทที่จดทะเบียนเพื่อมอบรางวัลประจำปี โดยมีการประกวดรายงาน CSR โดยเริ่มตั้งแต่ปี 2549 ผลการศึกษาของ (อาณัติ สิมัคเดช, 2556) พบว่าผลการได้รับรางวัลหรือไม่ได้รับรางวัลไม่มีผลต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญแต่เมื่อจำแนกบริษัทออกด้วยวิธีของ Claessens et al. (2000) ซึ่งเป็นการวัดโอกาสที่จะเกิดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย พบว่าบริษัทที่ได้รับประโยชน์จากการได้รับรางวัล CSR คือบริษัทที่มีแนวโน้มจะมีปัญหาความขัดแย้งนี้ จึงสามารถสรุปว่าบริษัทใช้ CSR เป็นการส่งสัญญาณไปให้แก่ผู้ถือหุ้น และลดข้อมูลสมมาตรระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย และจากการศึกษาพบว่าอุตสาหกรรมด้านทรัพยากรนิคมเปิดเผยมากที่สุด และระดับการเปิดเผยจำแนกตามประเภท ระดับที่เปิดเผยมากที่สุดคือ ด้านสิทธิของผู้ถือหุ้น (บุษบา นุชิตภาพ, 2551)

ในด้านความสัมพันธ์ของ การทำ CSR กับ มูลค่าของบริษัท พบว่า การแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมด้านการปฏิบัติต่อพนักงานมีความสัมพันธ์กับมูลค่าขององค์กรในทิศทางเดียวกัน คือการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมด้านการอบรมและพัฒนาพนักงานมีความสัมพันธ์กับ

มูลค่าขององค์กรที่วัดจากมูลค่าทางการตลาดโดยเฉลี่ย และการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมด้านความปลอดภัยและสุขภาพของพนักงานมีความสัมพันธ์กับมูลค่าขององค์กรที่วัดจากมูลค่าทางการตลาดส่วนเพิ่ม กล่าวคือเมื่อองค์กรมีความรับผิดชอบต่อสังคมในด้านการปฏิบัติต่อพนักงานเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้มูลค่าขององค์กรเพิ่มขึ้น (เมธาวี รักษาสุข, 2553) ซึ่งสอดคล้องกับ Janamrungs and Issarawornrawanich (2015) ซึ่งศึกษาในอุตสาหกรรม 2 กลุ่มได้แก่อุตสาหกรรมทรัพยากร และ สินค้าอุตสาหกรรมเนื่องจากพบว่าเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมมากที่สุด และพบว่าบริษัทที่มีผล CSR index สูงจะมี ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) สูงด้วย ซึ่งชี้ให้เห็นถึงการใช้สินทรัพย์ของบริษัทอย่างมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ความรับผิดชอบต่อสังคมในด้านนโยบายมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อย่างมีนัยสำคัญ (ธนกร กรทองทิวลาภ, 2553)

2.6.2 ความรับผิดชอบต่อสังคมกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

ศึกษาพบว่าปัจจัยเศรษฐศาสตร์ได้แก่ โอกาสการเติบโตซึ่งประกอบด้วย Tobin's Q และอัตราส่วนระหว่างราคาตลาดกับราคาทางบัญชีของส่วนของเจ้าของ และ ความพยายามในการค้นคว้าวิจัยประกอบด้วยอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการค้นคว้าวิจัยต่อสินทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผล สามารถลดต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นได้ นอกจากนี้ยังศึกษาด้านความยั่งยืนที่ไม่เป็นตัวเงิน (ESG) โดยพบว่าความยั่งยืน ESG มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตามเมื่อแยกทดสอบความสัมพันธ์เป็น ความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม ความยั่งยืนด้านสังคม และความยั่งยืนด้านธรรมาภิบาล มีเพียงความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมและความยั่งยืนด้านธรรมาภิบาลเท่านั้นที่สามารถลดต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นได้ รวมทั้งพบว่าปัจจัยด้านเศรษฐกิจจะส่งผลต่อต้นทุนของผู้ถือหุ้นมากขึ้นเมื่อ ความยั่งยืน ESG ดี โดยเป็นด้านสังคมเท่านั้น (Ng and Rezaee, 2015) ซึ่งผลที่ได้เหมือนกับงานวิจัยของ El Ghoul et al. (2011) โดยเฉพาะบริษัทในอุตสาหกรรมบุหรีและพลังงานนิวเคลียร์ซึ่งเป็นธุรกิจที่เป็นบาป (Sin) จะมีต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นสูง งานวิจัยนี้จึงอธิบายว่าบริษัทที่มีการทำกิจกรรมความรับผิดชอบต่อสังคมจะมีการประเมินค่าที่สูงและมีความเสี่ยงต่ำลง

2.6.3 การเปิดเผยข้อมูลกับต้นทุนเงินทุน

Botoson (1997) ศึกษาพบว่าระดับการเปิดเผยข้อมูลมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามต่อต้นทุนของเงินทุนจากผู้ถือหุ้น (cost of equity) โดยศึกษาการเปิดเผยจากรายงานประจำปีบริษัท 122 รายในปี 1990 พบว่าบริษัทที่นักวิเคราะห์ติดตามน้อย การเปิดเผยข้อมูลมีผลต่อต้นทุนของเงินทุนจากผู้ถือหุ้นมากกว่าบริษัทที่นักวิเคราะห์ติดตามมากกว่า ต่อมา Botoson and Plumlee (2002) ได้มีการศึกษาเพิ่มเติมโดยศึกษา 3,618 บริษัท และขยายกลุ่มอุตสาหกรรมที่

ศึกษารวมทั้งระยะเวลาที่นานขึ้น โดยศึกษาการเปิดเผยจากรายงานประจำปี รายงานรายไตรมาสและข้อมูลสาธารณะอื่น และการเปิดเผยข้อมูลของหน่วยงานผู้ลงทุนสัมพันธ์ กับการกับต้นทุนเงินทุนโดยมีตัวแปรควบคุมได้แก่ ค่าเบต้า ซึ่งแทนความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) และขนาดของบริษัท ซึ่งพบว่าการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีที่เพิ่มขึ้นทำให้ต้นทุนของเงินทุนจากผู้ถือหุ้นลดลง แต่การเปิดเผยข้อมูลที่ถี่ขึ้นเช่นรายงานผู้ถือหุ้นทุกไตรมาสทำให้ต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นซึ่งสาเหตุอาจเกิดมาจากข้อมูลที่เพิ่มนั้นเพิ่มความผันผวนของราคาหุ้น (stock price volatility) โดยสาเหตุที่ทำให้ต้นทุนลดลงมาจาก การเปิดเผยที่เพิ่มขึ้นเป็นการเพิ่มสภาพคล่องของตลาด และวัดต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นโดยอ้างอิงมาจาก dividend discount model

Hali (2002) ศึกษาความสัมพันธ์ของการเปิดเผยข้อมูลกับต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นโดยศึกษาจากบริษัทในสวิสเซอร์แลนด์ซึ่งศึกษาการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นข้อมูลทั่วไปของบริษัท, การวิเคราะห์แนวโน้มของผู้บริหาร และโครงการของบริษัทในอนาคต จากบริษัทที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด 50 บริษัทรวมกับบริษัทขนาดเล็กอีก 11บริษัท ระยะเวลาที่ศึกษา 1 ปี ผลวิจัยพบว่าการเปิดเผยข้อมูลลดต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นได้โดยควบคุมปัจจัยความเสี่ยงและขนาด (Size)

ในประเทศไทยมีการศึกษาการเปิดเผยข้อมูลและต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้น ได้แก่ อังครัตน์ เปรียบจริยวัฒน์ (2554) ศึกษาความสัมพันธ์ของการเปิดเผยข้อมูลกับต้นทุนของเงินทุนจากผู้ถือหุ้นในประเทศไทยของบริษัทที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 50 (SET50) บริษัทโดยวิเคราะห์ระหว่างระดับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลใน MD&A ซึ่งเผยแพร่อยู่บนเว็บไซต์ของกลต.กับต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นซึ่งใช้ต้นทุนตามนัยของต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น (Implied Cost of equity) ผลการวิจัยพบว่าระดับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลไม่มีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญต่อต้นทุนของเงินทุนจากผู้ถือหุ้นโดยมีความแตกต่างจากผลการศึกษาในประเทศอื่นๆ เช่นสหรัฐอเมริกา สวิสเซอร์แลนด์เนื่องจากบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่และผู้ถือหุ้นในประเทศไทยอาจจะไม่มีการใช้ข้อมูล MD&A ต่อสาธารณะ

สำหรับงานวิจัยที่เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR Disclosure) นั้นพบว่าเนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม ลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล และความไม่แน่นอนที่เกี่ยวข้องกับบริษัทที่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการและจะช่วยลดต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นได้ในท้ายที่สุด (Rodriguez et al., 2006) นอกจากนี้ Dhaliwal et al. (2011) ศึกษาการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม จากรายงานที่แยกออกมาต่างหากพบว่าการเปิดเผยข้อมูล CSR ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นลดลง เนื่องจากสามารถดึงดูดนักลงทุนที่เป็นสถาบันซึ่งเป็นการลงทุนในระยะยาว และเพิ่มความถูกต้องในการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ โดยต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นที่สูงในปีก่อนเป็นปัจจัยที่ทำให้บริษัทเปิดเผยด้าน CSR และเมื่อบริษัทได้เปิดเผยด้าน

CSR ในปีต่อมาแล้ว จะสามารถลดต้นทุนของเงินทุนจากผู้ถือหุ้นได้ในปีถัดไป และต้นทุนเงินทุนลดลงในปีแรกที่ทำรายงาน CSR ที่แยกออกมาต่างหากจะลดต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นได้มากกว่าอย่างมีนัยสำคัญกว่าปีถัดไปที่ทำรายงานด้วยสอดคล้องกับงานวิจัยซึ่งศึกษาบริษัทในบราซิล พบว่าการเปิดเผย CSR มีความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น (De Souza Gonçalves et al., 2013)

2.7 สมมติฐาน

จากงานวิจัยที่กล่าวมาพบว่าความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) ลดต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นได้ เนื่องจากบริษัทที่มีการความรับผิดชอบต่อสังคม ลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้จัดการกับเจ้าของ (Dhaliwal et al., 2011; El Ghouli et al., 2011; Ng and Rezaee, 2015)

H1 : ความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นเมื่อพิจารณาจากการกำกับดูแลกิจการ

บทที่ 3

วิธีการวิจัย

3.1 ประชากรที่ศึกษา

กลุ่มตัวอย่างที่เลือกมาได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 ปี 2557 จำนวน 94 บริษัท ประกอบด้วย 7 หมวดธุรกิจได้แก่ หมวดธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร จำนวน 6 บริษัท เทคโนโลยีจำนวน 9 บริษัท ทรัพยากร 14 บริษัท ธุรกิจการเงิน 13 บริษัท บริการ 26 บริษัท อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 24 บริษัท วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม 2 บริษัท

3.2 วิธีการเก็บข้อมูล

เก็บข้อมูลจาก การจัดอันดับหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (ESG 100) ของสถาบันไทยพัฒน์ และรายงานผลการประเมินคุณภาพรายงานด้านบรรษัทภิบาล (Corporate Governance Report หรือ CGR) ฐานข้อมูล SET SMART หรือฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (<http://www.setsmart.com>)

3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรต้น ความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR)

เกณฑ์ในการประเมิน	มีรายชื่อในเกณฑ์	ไม่มีรายชื่อ
หลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (ESG 100)	1	0

ตัวแปรตาม ต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นโดยวัดตามแบบจำลองของ CAPM model
ดังนี้

$$K_e = R_f + B_i(R_m - R_f)$$

K_e = ต้นทุนของเงินทุน

BETA คำนวณจากสูตร covariance ของอัตราผลตอบแทนของหุ้นในแต่ละวันและอัตราผลตอบแทนของตลาดกลุ่ม SET 100 ในแต่ละวันของปี 2014หารด้วย Variance ของอัตราผลตอบแทนของตลาดในปี 2014 $[COVAR(r_a, r_p) / ARP(r_p)]$

R_f = ผลตอบแทนของพันธบัตร รัฐบาล ณ สิ้นปี 2014

R_m = ผลตอบแทนของตลาดทั้งปี คำนวณจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET100 ณ วันสิ้นปี 2014 - ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET100 ณ ต้นปี 2014

ตัวแปรควบคุม

$Size_{i,t}$ = ซึ่งวัดโดยมูลค่าของตลาดของบริษัทคำนวณจาก natural logarithm (ln) ของราคาหุ้น i ณ สิ้นปี t โดย $\times$ จำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้ว ณ เวลาเดียวกัน โดย Fama and French (1992) พบว่าต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามต่อขนาด (size)

$P/BV_{i,t}$ = อัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามตลาดและมูลค่าตามบัญชี โดย มูลค่าตามบัญชีได้มาจากวันสุดท้ายของเดือนธันวาคม เวลา t และ มูลค่าตลาดมาจาก Market value วันสุดท้ายของเดือนธันวาคม ณ เวลา t โดย Fama and French (1992) พบว่าต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวต่ออัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และ leverage ratio

$Lev_{i,t}$ = อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ โดยเป็นอัตราส่วนของหนี้สินทั้งหมดที่หารด้วยสินทรัพย์โดยเก็บข้อมูลในงบการเงินปี 2014

Corporate Governance Rating (CGR) = คะแนนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทั้งนี้พบว่า บรรษัทภิบาลมีผลลดต้นทุนเงินทุนได้ จากงานวิจัยของ Kittituch Tannirahdorn (2009) ศึกษาความสัมพันธ์ของบรรษัทภิบาลและต้นทุนเงินทุนโดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้แบบจำลองของสามตัวแปร (three factor model) และ Easton (2004) ในการคำนวณต้นทุนจากผู้ถือหุ้น ผลจากการวิเคราะห์สมการถดถอยพบว่า บรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับต้นทุนหนี้สิน ต้นทุนผู้ถือหุ้น และต้นทุนเงินทุน

ใช้รายงานจากข้อมูลผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (CG Scoring) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) โดยมีเกณฑ์การให้คะแนนดังนี้

บริษัทที่มีผลการประเมินอยู่ในเกณฑ์ดีเลิศ ได้	3	คะแนน
บริษัทที่มีผลการประเมินอยู่ในเกณฑ์ดีมาก ได้	2	คะแนน
บริษัทที่มีผลการประเมินอยู่ในเกณฑ์ดี ได้	1	คะแนน

3.4 ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัย

จากสมมติฐาน

H1 = ความรับผิดชอบต่อสังคมมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น ได้มีการพัฒนาตัวแบบเพื่อใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง CSR กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น ดังนี้

$$K_{s,i,t} = b_0 + b_1 CSR_{i,t} + b_2 SIZE_{i,t} + b_3 PBV_{i,t} + b_4 LEV_{i,t} + b_5 CG$$

โดย

CSR = มีรายชื่อใน ESG คะแนนเป็น 1, ไม่มีรายชื่อใน ESG คะแนนเป็น 0

Size_{i,t} = ซึ่งวัดโดยจาก natural logarithm (ln) ของราคาหุ้น i ณ สิ้นปี t โดย × จำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้ว ณ เวลาเดียวกัน

P/BV_{i,t} = อัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามตลาดและมูลค่าตามบัญชีปี 2557

Lev_{i,t} = อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ปี 2557

Corporate Governance Rating (CGR) = คะแนนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

3.5 สถิติที่ใช้ในงานวิจัย

3.5.1. การทดสอบเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นสถิติที่ใช้ในการสรุปลักษณะเบื้องต้นของแต่ละตัวแปร ได้แก่ค่าสูงสุดของข้อมูล ค่าต่ำสุดของข้อมูล ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation)

3.5.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ได้แก่

1. การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlation) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง CSR ขนาดของกิจการ (SIZE) อัตราส่วนหนี้สินต่อทรัพย์สิน (LEV) มูลค่าตลาดต่อมูลค่าบัญชี (P/BV) การกำกับดูแลกิจการ (CG) และต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น (COE) ว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่

2. การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติโดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบว่าตัวแปรอิสระได้แก่ CSR ขนาดของกิจการ (SIZE) อัตราส่วนหนี้สินต่อทรัพย์สิน (LEV) มูลค่าตลาดต่อมูลค่าบัญชี (P/BV) และการกำกับดูแลกิจการ (CG) สามารถอธิบายต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นได้อย่างไร



บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ในการนำเสนอบทนี้เป็นการนำเสนอผลการวิจัย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่าข้อมูลของความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) มีความสัมพันธ์หรือไม่ อย่างไรต่อต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้น ซึ่งการศึกษานี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคม กับต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นของกลุ่มบริษัทใน SET 100 ปี 2557 โดยต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นใช้ CAPM Mode ผลการวิจัยครั้งนี้ทำให้ทราบถึงความสัมพันธ์ของการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมกับต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้น รวมทั้งเพื่อกระตุ้นให้บริษัทส่งเสริมความรับผิดชอบต่อสังคมมากขึ้นซึ่งลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างฝ่ายบริหารและผู้มีส่วนได้เสียและส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นลดลง

การวิจัยครั้งนี้ได้เก็บข้อมูลจากการจัดอันดับหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (ESG 100) ของสถาบันไทยพัฒน์ และรายงานผลการประเมินคุณภาพรายงานด้านบรรษัทภิบาล (Corporate Governance Report หรือ CGR) ฐานข้อมูล SET SMART หรือฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (<http://www.setsmart.com>)

สำหรับผลการวิจัย ได้แบ่งออกเป็น 3 ส่วนดังนี้

4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาของบริษัทตัวอย่าง ผลการวิเคราะห์ในส่วนนี้เป็นการเป็นค่าบรรยายค่าสถิติ (Descriptive statistics) ของตัวแปรที่ศึกษาว่ามีค่าทางสถิติอย่างไร ซึ่งจากข้อมูลดังกล่าวได้นำไปใช้ในการทดสอบสมมติฐานต่อไป

4.2 ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์แบบสหสัมพันธ์ ผลการวิเคราะห์ในส่วนนี้เป็นการแสดงความสัมพันธ์ ระหว่าง CSR คะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) ขนาดของกิจการ (SIZE) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) อัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามตลาดและมูลค่าตามบัญชี (P/BV) และต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น (COE)

4.3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ผลการวิเคราะห์ในส่วนนี้ประกอบด้วย ผลการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นก่อนการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ และผลการถดถอยพหุคูณ

4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาของบริษัท

ข้อมูลที่นำมาใช้เป็นข้อมูลของบริษัทใน SET 100 ปี 2557 ซึ่งมีทั้งหมด 100 บริษัท แต่เนื่องจากข้อมูล ผลสำรวจการกำกับดูแลของบริษัทจดทะเบียน CG Scoring ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) บริษัทที่ได้รับการประเมินที่อยู่ในเกณฑ์ที่ต่ำกว่าระดับดี จะไม่ได้รับการเปิดเผยรายชื่อ ทำให้ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ จำนวน 6 บริษัท จึงเหลือตัวอย่างในการวิจัยนี้ทั้งหมด 94 บริษัท สำหรับผลการวิเคราะห์มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.1

ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

Variables	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
COE	0.07	0.29	0.16	0.05
CSR	0.00	1.00	0.43	0.50
CG	1.00	3.00	2.13	0.75
Size	18.90	27.40	24.30	1.40
LEV	0.10	0.92	0.56	0.20
P/BV	0.05	19.96	3.67	3.65

หมายเหตุ

COE = ต้นทุนของเงินทุนของผู้ถือหุ้น คำนวณจากแบบจำลอง CAPM Model

CSR = รายชื่ออยู่ในหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน

โดยกำหนดให้ 1 เมื่อมีรายชื่ออยู่ในหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน

0 เมื่อไม่มีรายชื่ออยู่ในหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน

CG = คะแนนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Scoring)

Size = มูลค่าของตลาดของบริษัทคำนวณจาก natural logarithm (ln) ของราคาหุ้น ณ สิ้นปี 2557 โดย $\times$ จำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้ว ณ เวลาเดียวกัน

Lev = อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ณ สิ้นปี 2557

P/BV = อัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามตลาดและมูลค่าตามบัญชี ณ สิ้นปี 2557

จากตารางที่ 4.1 พบว่าค่าต้นทุนของเงินทุนของผู้ถือหุ้นซึ่งคำนวณจาก CAPM Model มีค่าต่ำสุดที่ 0.07 หรือร้อยละ 7 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.29 หรือร้อยละ 29 และมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.16 หรือร้อยละ 16 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 0.05 CSR มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 1 และมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.43 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 0.50 คะแนนประเมินบริษัทภิบาล (CG Scoring) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 1 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 3 และมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 2.13 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 0.75 ขนาดของบริษัท (SIZE) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 18.90 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 27.40 และมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 24.30 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 1.40 อัตราส่วนหนี้สินต่อทรัพย์สิน (LEV) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.10 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.92 และมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.56 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 0.20 อัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามตลาดและมูลค่าตามบัญชี (P/BV) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.05 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 19.96 และมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3.67 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 3.65

ตารางที่ 4.2

จำนวนและร้อยละรายชื่ออยู่ในหลักทรัพย์
ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน

การจำแนกประเภทธุรกิจ	จำนวน	ร้อยละ
ไม่มีรายชื่ออยู่ในหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน	54	57.4
รายชื่ออยู่ในหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน	40	42.6
รวม	94	100.0

จากตารางที่ 4.2 พบว่า จำนวนบริษัทใน SET 100 มีจำนวน 54 บริษัทหรือร้อยละ 57.4 เป็นบริษัทที่ไม่มีรายชื่ออยู่ในหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน และมีจำนวน 40 บริษัทหรือร้อยละ 42.6 เป็นบริษัทที่มีรายชื่ออยู่ในหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน

ตารางที่ 4.3

จำนวนและร้อยละรายชื่ออยู่ในหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่น
ในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนตามหมวดธุรกิจ

หมวดธุรกิจ	ไม่มีรายชื่อ	มีรายชื่อ	รวม
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	3 50.0%	3 50.0%	6 100.0%
ทรัพยากร	5 35.7%	9 64.3%	14 100.0%
เทคโนโลยี	4 44.4%	5 55.6%	9 100.0%
ธุรกิจการเงิน	4 30.8%	9 69.2%	13 100.0%
บริการ	18 69.2%	8 30.8%	26 100.0%
วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม	0 0.0%	2 100.0%	2 100.0%
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	20 83.3%	4 16.7%	24 100.0%
รวม	54 57.4%	40 42.6%	94 100.0%

จากตารางที่ 4.2 ผลการวิเคราะห์การบรรยายค่าสถิติ (Descriptive statistics) ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างโดยพิจารณาค่า CSR พบว่าบริษัทที่ CSR เท่ากับ 1 มีจำนวน 40 ราย คิดเป็นร้อยละ 42.6 และบริษัทที่มีคะแนน CSR เท่ากับ 0 มี 54 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 57.4

เมื่อพิจารณาแยกตามหมวดธุรกิจตามตารางที่ 4.3 พบว่า บริษัทที่มีค่า CSR =1 ซึ่งหมายถึงบริษัทที่มีรายชื่อใน หลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (ESG 100) มากที่สุดคือบริษัทที่อยู่ในหมวดทรัพยากร จำนวน 9 บริษัท และบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน จำนวน 9 บริษัท ตามมาด้วยหมวดธุรกิจในหมวดบริการจำนวน 8 บริษัท และบริษัทที่ CSR = 0 มากที่สุดคือบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจำนวน 20 บริษัทและบริษัทในกลุ่มบริการ 18 บริษัท ตามลำดับ

ตารางที่ 4.4

ตารางบรรยายค่าสถิติ (Descriptive Statistics) แยกตามหมวดธุรกิจ

หมวดธุรกิจ	COE	P/BV	LEV	SIZE	CG			CSR	
	Mean	Mean	Mean	Mean	1	2	3	0	1
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.13	2.88	0.46	23.6	1	4	1	3	3
ทรัพยากร	0.16	2.31	0.57	24.8	4	3	7	5	9
เทคโนโลยี	0.16	6.39	0.54	24.3	0	3	6	4	5
ธุรกิจการเงิน	0.15	2.45	0.84	24.9	0	7	6	4	9
บริการ	0.15	4.86	0.48	24.1	7	13	6	18	8
วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม	0.20	1.3	0.51	25.9	0	0	2	0	2
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.19	3.21	0.54	23.9	9	10	5	20	4

ตามตารางที่ 4.4 เมื่อพิจารณาค่าสถิติบรรยาย (Descriptive Statistics) ตามหมวดธุรกิจ พบว่าหมวดธุรกิจ วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรมมีค่าต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นคำนวณโดย CAPM model มากที่สุด มีค่าอยู่ที่ 0.20 หรือร้อยละ 20 หมวดที่มีค่าต่ำสุดคือหมวดธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมอาหาร อยู่ที่ 0.13 หรือร้อยละ 13 อัตราส่วนระหว่างมูลค่าทางตลาดและมูลค่าทางบัญชี (p/bv) ค่าสูงที่สุด คือ หมวดธุรกิจเทคโนโลยีคือ 6.39 หมวดธุรกิจ วัตถุดิบสินค้าและอุตสาหกรรมมีค่ามูลค่าทางตลาดและมูลค่าทางบัญชี (p/bv) น้อยที่สุด อยู่ที่ค่า 1.3 สำหรับอัตราส่วนหนี้สิน (LEV) หมวดธุรกิจที่ค่ามากที่สุด คือ ธุรกิจการเงินอยู่ที่ค่า 0.84 และค่าต่ำสุด คือ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่ค่า 0.46 ขนาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย natural logarithm ของมูลค่าของตลาดของบริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่สุด คือ หมวดธุรกิจวัตถุดิบสินค้าและอุตสาหกรรมมีค่าอยู่ที่ 25.9 หมวดธุรกิจที่มีขนาดเล็กที่สุดคือหมวดธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีค่าอยู่ที่ 23.6 ผลสำรวจการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG Scoring) ที่อยู่ในเกณฑ์ ดีเลิศ มากที่สุด คือ กลุ่มทรัพยากร หมวดธุรกิจที่มีรายชื่อบริษัทที่อยู่ในหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (ESG 100) มากที่สุด ได้แก่ หมวดธุรกิจทรัพยากร และหมวดธุรกิจการเงิน

ตารางที่ 4.5

จำนวนและร้อยละ คะแนนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Scoring)

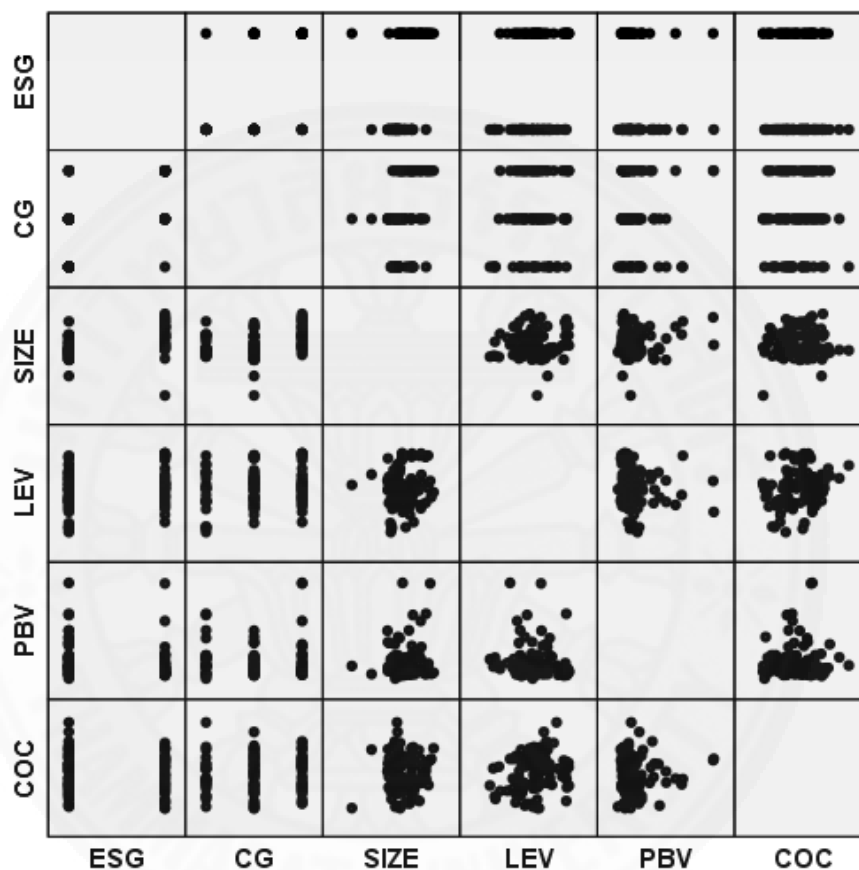
หมวดธุรกิจ	CG Scoring			รวม
	1	2	3	
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	1 16.7%	4 66.7%	1 16.7%	6 100.0%
ทรัพยากร	4 28.6%	3 21.4%	7 50.0%	14 100.0%
เทคโนโลยี	0 0.0%	3 33.3%	6 66.7%	9 100.0%
ธุรกิจการเงิน	0 0.0%	7 53.8%	6 46.2%	13 100.0%
บริการ	7 26.9%	13 50.0%	6 23.1%	26 100.0%
วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม	0 0.0%	0 0.0%	2 100.0%	2 100.0%
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	9 37.5%	10 41.7%	5 20.8%	24 100.0%
รวม	21 22.3%	40 42.6%	33 35.1%	94 100.0%

เมื่อพิจารณาตารางที่ 4.5 คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ แยกตามหมวดธุรกิจพบว่า หมวดธุรกิจที่ได้คะแนน 3 ซึ่งหมายถึงได้รับการประเมินอยู่ในเกณฑ์ดีเลิศ มากที่สุดอยู่ในหมวด ทรัพยากร โดยมีจำนวน 7 บริษัท โดยหมวดธุรกิจการเงิน หมวดธุรกิจบริการและหมวดธุรกิจเทคโนโลยีมีจำนวน บริษัท ที่ได้รับการประเมินในเกณฑ์ดีเลิศ ที่ 6 บริษัทเท่ากัน หมวดธุรกิจที่มีบริษัทที่ได้คะแนน 2 ซึ่งหมายถึงได้รับการประเมินในเกณฑ์ดีมาก มากที่สุดอยู่ในหมวดบริการ มีจำนวน 13 บริษัท และหมวดธุรกิจที่มีบริษัทที่มีผลการประเมินอยู่ในเกณฑ์ดี มากที่สุดอยู่ในหมวดอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีจำนวน 9 บริษัท

4.2 ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์แบบสหสัมพันธ์

ภาพที่ 4.1

ภาพแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นกับตัวแปรต้น



จากรูปจะเห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น (COE) มีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง (Linearity) กับ อัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดและมูลค่าบัญชี (P/BV) อัตราส่วนหนี้สิน (LEV) ขนาดของกิจการ (Size) คะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) และ ESG

ตารางที่ 4.6

ความสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation) ระหว่าง CSR คะแนนประเมิน
การกำกับดูแลกิจการ (CG) ขนาดของกิจการ อัตราส่วนหนี้สิน อัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามตลาด
และมูลค่าตามบัญชีและต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

		CSR	CG	SIZE	LEV	PBV	COC
ESG	Pearson Correlation	1					
	Sig. (2-tailed)						
	N	94					
CG	Pearson Correlation	.602**	1				
	Sig. (2-tailed)	.000					
	N	94	94				
SIZE	Pearson Correlation	.511**	.361**	1			
	Sig. (2-tailed)	.000	.000				
	N	94	94	94			
LEV	Pearson Correlation	.223*	.147	.149	1		
	Sig. (2-tailed)	.031	.156	.151			
	N	94	94	94	94		
PBV	Pearson Correlation	-.168	-.010	.158	-.097	1	
	Sig. (2-tailed)	.105	.921	.128	.352		
	N	94	94	94	94	94	
COE	Pearson Correlation	-.066	.064	.043	.242*	-.004	1
	Sig. (2-tailed)	.527	.539	.682	.019	.968	
	N	94	94	94	94	94	94

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์โดยวิธีทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation) พบว่าค่าความสัมพันธ์ระหว่าง CSR กับ CG มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.602 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงว่าบริษัทที่ดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน จะมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้วย นอกจากนี้พบว่ามีความสัมพันธ์ที่ไปในทิศทางเดียวกันระหว่างขนาดของกิจการ และ CSR โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.511 เช่นเดียวกับ ขนาดของกิจการและการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 0.361 เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่ จะมีการทำ CSR ส่งผลให้ได้รับการประเมินเป็นบริษัทหลักทรัพย์ยั่งยืนมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก รวมทั้งบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่าบริษัทขนาดเล็กด้วย

สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) กับ CSR พบว่าความสัมพันธ์กันอย่างน้อยมีนัยสำคัญมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ 0.223 เนื่องมาจากบริษัทที่มีหนี้สินมาก ต้องมีการทำ CSR เพื่อแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมมากขึ้นด้วย (Broberg et al., 2010) นอกจากนี้ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ 0.147 และยังพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) กับขนาดของกิจการโดยมีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ 0.149

นอกจากนี้ยังพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี และ CSR มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกัน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ 0.168 นอกจากนี้ อัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามตลาดและมูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศตรงข้ามกับ คะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการโดยมีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ 0.10 และมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินโดยมีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ 0.097 แต่มูลค่าตามตลาดและมูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับขนาดของกิจการโดยมีสัมประสิทธิ์อยู่ที่ 0.158

ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นกับ CSR มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามโดยมีสัมประสิทธิ์อยู่ที่ 0.066 แสดงว่าหากบริษัทมี CSR ที่ดีต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นจะต่ำ แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการ มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ 0.064 และมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับขนาดของกิจการโดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.043 รวมทั้งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่างต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนหนี้สินโดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.242 อย่างไรก็ตามมีเพียง Lev เท่านั้นที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

4.3 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

การตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นก่อนการวิเคราะห์

1. ตัวแปรอิสระแต่ละตัวและตัวแปรตามมีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง มีวิธีการตรวจสอบโดยการพิจารณาจากกราฟความสัมพันธ์ระหว่าง standardize residual กับ standardized predicted value ถ้าพบว่ากราฟ (scatter plot) มีแนวเป็นเส้นตรงขนานแกนนอนแสดงว่าไม่มีปัญหา nonlinearity ถ้ามีรูปแบบ เส้น โค้งหรือเส้นแนวโน้มแสดงว่ามีปัญหา nonlinearity
2. ตัวแปรเกณฑ์ต้องมีลักษณะต่อเนื่อง และอย่างน้อยควรรอยู่ในมาตรอันตรภาค
3. ความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนในทุกๆค่าของตัวแปร x จะมีค่าเท่ากัน Stability of variance (homoscedasticity) ปัญหา heteroscedasticity ข้อตกลงนี้คือตกลงว่า $v(Y)$ ต้องคงที่เสมอไม่ว่าเวลาจะเปลี่ยนไปอย่างไรหรือไม่ว่าตัวอิสระจะมีค่าเพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างไร ปัญหา Autocorrelation คือสถานการณ์ที่ error term ไม่เป็นอิสระต่อกันในระหว่างเวลา คือ $E(u_i u_j) \neq 0$ โดยเราจะตรวจสอบกับข้อมูลที่เป็นอนุกรมเวลาเท่านั้น และในการตรวจสอบปัญหา autocorrelation เราใช้ Durbin-Watson test (DW) เมื่อแทนที่ $\beta = 0$ จะทำให้ $DW = 2$ แสดงว่าไม่มีปัญหา autocorrelation เมื่อแทนที่ $\beta = 1$ จะทำให้ $DW = 0$ แสดงว่ามี Perfect positive autocorrelation เมื่อแทนที่ $\beta = -1$ จะทำให้ $DW = 4$ แสดงว่ามี Perfect negative autocorrelation
4. ตัวแปรต้นจะต้องไม่มีความสัมพันธ์กันเองสูง (ไม่เกิด multicollinearity) ซึ่งผลที่ตามมาจะทำให้ไม่สามารถแยกได้ว่าตัวแปรอิสระตัวใดที่มีอิทธิพลต่อตัวแปรตามพิจารณาโดยค่า Tolerance และ VIF มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ตัวแปรอิสระแต่ละตัวต้องเป็นอิสระกัน
5. การแจกแจงของความคลาดเคลื่อนจะต้องเป็น Normality ประชากรมีการแจกแจงแบบปกติ(Normality) ตรวจสอบได้โดยการดูกราฟ หรือวิธีการทางสถิติ เช่น ใช้ Kolmogorov-Smirnov Test ในกรณีที่ไม่ทราบค่าเฉลี่ยและความแปรปรวนของประชากร จะใช้ค่าเฉลี่ยและความแปรปรวนของกลุ่มตัวอย่างแทน หรือใช้ Shapiro-Wilk Test ในกรณีที่ทราบหรือไม่ทราบค่าเฉลี่ยและความแปรปรวนของประชากรก็ได้ แต่กลุ่มตัวอย่างต้องมีขนาดไม่เกิน 50 หรือ Lilliefors Test ซึ่งเป็นวิธีการที่ปรับปรุงจากวิธีของ Kolmogorov-Smirnov แต่จะให้ค่าความน่าจะเป็นในการทดสอบน้อยกว่าวิธีของ Kolmogorov-Smirnov

ในการวิเคราะห์ตัวแปรต่างๆว่าตัวแปรอิสระข้างต้นสามารถใช้ในการพยากรณ์ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นได้หรือไม่และสามารถอธิบายต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นได้มากน้อยเพียงใด โดยใช้

เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณด้วยวิธี Enter โดยตัวแปรอิสระได้แก่ Size ESG, CG, LEV และ P/BV ตัวแปรตามได้แก่ COE

ตารางที่ 4.7

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
.309 ^a	.096	.044	.0470	1.713

ANOVA	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.021	5	.004	1.862	.09
Residual	.194	88	.002		
Total	.215	93			

Variable	Unstandardized Coeff.		Standardized Coeff.	t	Sig.	Correlations			Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
(Constant)	0.041	0.100		0.407	0.685					
CSR	-0.026	0.014	-0.271	-1.863	0.066	-0.066	-0.195	-0.189	0.484	2.065
CG	0.010	0.008	0.155	1.212	0.229	0.064	0.128	0.123	.628	1.593
SIZE	0.003	0.004	0.092	0.745	0.458	0.043	0.079	0.075	.674	1.485
LEV	0.065	0.026	0.263	2.516	0.014	0.242	0.259	0.255	.942	1.061
P/BV	0.000	0.001	-0.037	-0.344	0.732	-0.004	-0.037	-0.035	.877	1.140

$$Y = 0.041 - 0.026 \text{ CSR} + 0.010 \text{ CG} + 0.003 \text{ SIZE} + 0.065 \text{ LEV} + 0.000 \text{ P/BV}$$

$$t\text{-test} = 0.407 \quad -1.863 \quad 1.212 \quad 0.745 \quad 2.516 \quad -0.037$$

$$p\text{-value} = 0.685 \quad 0.066 \quad 0.229 \quad 0.458 \quad 0.014 \quad 0.732$$

ผลการวิเคราะห์

จากตาราง Model Summary พบว่าค่า Adj R Square = 0.044 นั่นคือ ค่ามูลค่าตลาดต่อมูลค่าบัญชี (P/BV) ขนาด (SIZE) อัตราส่วนหนี้สิน (LEV) การประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) และ CSR สามารถอธิบายต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นได้ 4.4%

จากตาราง ANOVA ค่า Sig = 0.09 แสดงว่าปฏิเสธสมมติฐานหลัก นั่นคือ ค่ามูลค่าตลาดต่อมูลค่าบัญชี (P/BV) ขนาด (SIZE) อัตราส่วนหนี้สิน (LEV) การประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) และ CSR อย่างน้อยหนึ่งตัวแปรที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์เชิงเส้นกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นได้

ผลการวิเคราะห์พบว่าที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 90 % พบว่ามีเพียงตัวแปร 2 ตัว ได้แก่ CSR และ LEV เท่านั้นที่สามารถพยากรณ์ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นได้โดยโดยมีค่า P-value เท่ากับ 0.066 และ 0.014 ตามลำดับ โดย CSR มีผลต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นที่ 0.026 ในทิศทางตรงกันข้ามโดยมีค่า β เท่ากับ -0.026 หมายถึง เมื่อบริษัทมีรายชื่ออยู่ในหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (ESG 100) ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นลดลงไป 0.026 หรือร้อยละ 2.26 นอกจากนี้ยังพบว่า LEV มีผลต่อต้นทุนเงินทุนที่ 0.065 ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุน โดยมีค่า β เท่ากับ 0.065 ซึ่งในการใช้ข้อมูลครั้งนี้ พบว่า ตัวแปรอื่นไม่มีผลต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

สำหรับผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่าง CSR และต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น จากสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ว่า CSR มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นสามารถสรุปผลได้ดังนี้

ในกรณีที่ยังไม่มี การควบคุมตัวแปร ความสัมพันธ์ระหว่าง CSR กับ CAPM มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามที่ 6.6% ($r = -0.066$) แต่เมื่อมีการควบคุมตัวแปร ได้แก่ ขนาดการกำกับดูแลกิจการ, อัตราส่วนหนี้สิน, อัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามตลาดและมูลค่าตามบัญชี พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ CSR ที่ 19.5% ($r = -0.195$) ที่ระดับความสัมพันธ์ที่ $\alpha = 0.1$

โดยเมื่อพิจารณาจากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า CSR มีผลต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นที่ค่าเท่ากับ 0.026 ในทิศทางตรงกันข้ามซึ่งหมายความว่าเมื่อบริษัทมีรายชื่ออยู่ในหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (ESG 100) ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นลดลงไป 0.026 หรือร้อยละ 2.26

ตารางที่ 4.8

ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG rating และ CAPM เมื่อควบคุมตัวแปรตัวอื่นๆ

Control Variables			ESG rating	CAPM
CG & SIZE & LEV & P/BV	CSR	Correlation	1.000	
		Significance (2-tailed)	.	
		Df	0	
	CAPM	Correlation	-.195	1.000
		Significance (2-tailed)	.066	.
		Df	88	0

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่าง CSR และ CAPM เมื่อควบคุมตัวแปรตัวอื่นๆให้คงที่ พบว่า CSR และ CAPM มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม เพียงร้อยละ 19.5%

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

การวิจัยเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) และต้นทุนของเงินทุนจากผู้ถือหุ้น เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์โดยการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง CSR กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นโดยคำนวณจากแบบจำลอง CAPM กับ โดยใช้ตัววัด CSR คือบริษัทที่มีรายชื่ออยู่ใน ESG 100 ซึ่งจัดอันดับโดยสถาบันไทยพัฒน์

สำหรับการเก็บข้อมูลเก็บจากกลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทใน SET 100 จำนวน 94 บริษัทประกอบด้วย 7 หมวดธุรกิจได้แก่ หมวดธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร จำนวน 6 บริษัท เทคโนโลยีจำนวน 9 บริษัท ทรัพยากร 14 บริษัท ธุรกิจการเงิน 13 บริษัท บริการ 26 บริษัท อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 24 บริษัท วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม 2 บริษัท โดยเก็บข้อมูลจากรายงานการจัดอันดับหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (ESG 100) ของสถาบันไทยพัฒน์ และรายงานผลการประเมินคุณภาพรายงานด้านบรรษัทภิบาล (Corporate Governance Report หรือ CGR) ของบริษัทที่ได้รับการประเมินในช่วง 2557 ฐานข้อมูล SET SMART

ผลการวิเคราะห์ พบว่า หมวดธุรกิจที่มีรายชื่ออยู่ในรายงานการจัดอันดับหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (ESG 100) ของสถาบันไทยพัฒน์ มากที่สุด ได้แก่ หมวดธุรกิจทรัพยากร นอกจากนี้ หมวดทรัพยากรได้รับคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการ ระดับดีเลิศมากที่สุดด้วย

หมวดธุรกิจที่มีต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นสูงที่สุด ได้แก่ หมวดธุรกิจ วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม และเมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆ ด้วยการวิเคราะห์ความสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation) พบว่าค่า CSR กับ CG มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยที่ว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลที่ดีมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยด้านความรับผิดชอบต่อสังคมมากกว่าบริษัทที่มีคะแนนต่ำกว่า และการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทจดทะเบียน (ธีรพร ทองชะโชค และอาคม ใจแก้ว, 2556) รวมทั้งขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับ CSR และ CG ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Chan et al. (2014) และ CSR มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราส่วนหนี้สินต่อทรัพย์สิน ซึ่งบริษัทที่มี หนี้สินมากจะมีการทำ CSR เพื่อเพิ่มภาพลักษณ์ของบริษัท (Broberg et al., 2010) สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นพบว่า มีความสัมพันธ์

ในทิศทางตรงกันข้ามกับ CSR ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ng and Rezaee (2015) และมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Fama and French (1992) ที่พบว่าบริษัทที่มีหนี้สินมากมีความเสี่ยงในมุมมองของนักลงทุนทำให้ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามต้นทุนของเงินทุนของเจ้าของมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับขนาดของกิจการซึ่งหมายถึงบริษัทที่มีขนาดของกิจการซึ่งวัดด้วยมูลค่าตลาด(Market value) สูงจะมีต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นสูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Dhaliwal et al. (2011) ซึ่งการมีมูลค่าทางตลาดมากอาจจะเป็นตัวชี้วัดของความเสี่ยงทางตลาดได้ De Souza Gonçalves et al. (2013) และอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามตลาดและมูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นหมายความว่าบริษัทที่มีราคาตลาดต่อหุ้นต่ำเมื่อเทียบกับมูลค่าบัญชีต่อหุ้น หรือเมื่อนักลงทุนซื้อหุ้นได้ในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชี ต้องการผลตอบแทนที่สูงเนื่องจากมองว่าหุ้นนั้นมีความเสี่ยงสูง ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Dhaliwal et al. (2011)

เมื่อทดสอบสมการการถดถอยพหุคูณพบว่าเพียงตัวแปร 2 ตัว ได้แก่ CSR และ LEV เท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ได้โดย CSR มีผลต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นที่ในทิศทางตรงกันข้าม เมื่อบริษัทมีรายชื่ออยู่ในหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (ESG 100) ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นลดลงไป 0.026 หรือร้อยละ 2.26 และอัตราส่วนหนี้สิน (LEV) มีผลต่อต้นทุนเงินทุนที่ ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุน ส่วนตัวแปรอื่นไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น โดยพบว่า CSR มีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Dhaliwal et al. (2011) เนื่องจากอธิบายว่าบริษัทมี CSR ที่ดีสามารถดึงดูดผู้ลงทุนสถาบันซึ่งเป็นมักจะเป็นการลงทุนในระยะยาว และมีการเฝ้าระวังอย่างดี และเพิ่มความถูกต้องในการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ได้และงานวิจัยของ EL Ghouli et al. (2011) และ Ng and Rezaee (2015) อธิบายว่า บริษัทมี CSR ที่ดีจะเป็นการลดการเกิด Information asymmetry ระหว่างเจ้าของกิจการและผู้บริหารกิจการ นำไปสู่การลดปัญหา Agency cost ซึ่งเป็นสาเหตุที่ทำให้ผู้ลงทุนต้องการผลตอบแทนที่มากขึ้นด้วย การทำ CSR จะก่อให้เกิดประโยชน์กับบริษัทในระยะยาว โดยประโยชน์ของการทำ CSR ได้แก่ เพิ่มความจงรักภักดีของลูกค้า เพิ่มยอดขาย ทำให้สถานะทางการเงินดีขึ้นซึ่งนำไปสู่ความยั่งยืนของกิจการ การมีสภาพแวดล้อมที่ดีแก่พนักงาน และชื่อเสียงของบริษัท (Khojastehpour and Johns, 2014) ซึ่งการทำ CSR เป็นการทำธุรกิจที่คำนึงถึงผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียไม่เฉพาะทางธุรกิจเท่านั้น เช่น พนักงานในองค์กร ชุมชนใกล้เคียงด้วย นอกจากนี้การทำ CSR เป็นการสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ และลดต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

อย่างไรก็ตาม ตัวแปรอิสระอื่นได้แก่ ขนาดของกิจการ อัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามตลาดและมูลค่าตามบัญชี การกำกับดูแลกิจการที่ดี ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีเงินทุนของผู้ถือหุ้น อาจจะมีสาเหตุมาจาก

1. แบบจำลอง CAPM ที่ใช้ในการคำนวณต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น ซึ่งแบบจำลอง CAPM แสดงให้เห็นว่ามีปัจจัยเดียวเท่านั้น ที่กระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ คือ ความเสี่ยงตลาด (Market risk) ซึ่งมีข้อโต้แย้งว่าข้อสมมติฐานตามแบบจำลอง CAPM ไม่สอดคล้องกับข้อเท็จจริงในทางปฏิบัติ CAPM อาจไม่มีประสิทธิภาพทำให้ไม่สามารถอธิบายความเสี่ยงจากขนาดและอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามตลาดและมูลค่าตามบัญชีได้ ทั้งนี้มีการพิจารณาหาปัจจัยความเสี่ยงอื่น นอกเหนือจากความเสี่ยงตลาด (Market risk) เช่น แบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French, (1992) ซึ่งพบว่า ขนาดของกิจการ (Size) และอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อสินทรัพย์ สามารถเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของเจ้าของได้

2. เนื่องจากสภาวะเศรษฐกิจถดถอยในปี 2557 อันเกิดมาจากวิกฤตการณ์ทางการเมืองส่งผลให้เศรษฐกิจไทยอยู่ในช่วงชะลอตัวโดยครึ่งปีแรกเศรษฐกิจไทยขยายตัวน้อย โดยเฉพาะภาคอุตสาหกรรมในประเทศมีการหดตัวจากปีก่อนโดยเกิดจากเศรษฐกิจที่มีการชะลอตัวมากในครึ่งปีแรกของปี โดยธุรกิจที่ขยายตัวน้อยที่สุดได้แก่ ธุรกิจยานยนต์และปิโตรเลียมตามลำดับ ดังนั้น เมื่อเศรษฐกิจไม่ดีทำให้ผลที่ได้อาจจะแปรปรวนจากค่าที่ควรเป็น โดยพบว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นซึ่งอาจจะเกิดจากนักลงทุนไม่เชื่อมั่นในการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในช่วงที่เศรษฐกิจหดตัวจึงต้องการผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นได้

และพบว่าเมื่อมีการควบคุมตัวแปรได้แก่ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สิน การกำกับดูแลกิจการ พบว่าตัวแปรต้นที่ต้องการศึกษาได้แก่ CSR มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 90%

ตารางที่ 5.1

ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรม (ร้อยละเทียบกับระยะเดียวกันปีก่อน)	น้ำหนัก 2543	Relative Weight 2555	2556	2557	2557			
					ไตรมาส 1	ไตรมาส 2	ไตรมาส 3	ไตรมาส 4
อาหารและเครื่องดื่ม	15.5	14.1	-6.7	-2.7	-3.4	-5.0	-1.9	-0.4
ปิโตรเลียม	10.4	8.6	-2.0	-6.3	-6.7	2.4	-11.0	-8.6
สิ่งทอ	7.3	2.1	3.3	-1.4	-0.5	-3.5	-1.1	-0.6
เครื่องนุ่งห่ม	7.1	4.2	-4.4	3.2	8.0	-2.4	-0.3	8.3
HDD	7.2	24.3	-7.5	-1.7	-7.8	2.3	2.5	-3.8
IC & Semiconductor	6.8	4.4	-0.3	11.2	5.8	11.2	19.8	7.8
ยานยนต์	5.4	15.8	1.4	-22.5	-26.2	-29.3	-22.6	-9.4
ปูนและวัสดุก่อสร้าง	4.8	4.7	2.1	-4.1	-1.6	-5.4	-4.5	-4.9
เคมีภัณฑ์	4.4	4.2	-0.9	2.7	2.2	1.3	1.3	6.0
ยางและพลาสติก	4.0	3.0	2.4	2.5	4.0	4.3	2.1	-0.4
เครื่องใช้ไฟฟ้า	3.7	4.9	-2.1	-1.3	-0.6	-7.4	-1.9	6.7

ที่มา: สำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรม

(ธนาคารแห่งประเทศไทย. “ประเด็นเศรษฐกิจในรอบปี 2557” <https://www.bot.or.th>)

ตารางที่ 5.2

ภาวะเศรษฐกิจปี 2557

ภาวะเศรษฐกิจปี 2557							
	2555	2556		2557			
	ทั้งปี	ครึ่งปีแรก	ครึ่งปีหลัง	ทั้งปี	ครึ่งปีแรก	ครึ่งปีหลัง	ทั้งปี
(% การเปลี่ยนแปลงจากระยะเดียวกันปีก่อน นอกจากระบุเป็นอย่างอื่น)							
อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจไทย ¹	6.5	4.2	1.6	2.9	0.0	1.4	0.7
ด้านอุปสงค์ (การใช้จ่าย)							
การใช้จ่ายของครัวเรือน	6.7	3.4	-2.7	0.3	-1.3	2.0	0.3
การใช้จ่ายของรัฐบาล	7.5	5.4	4.5	4.9	3.1	2.5	2.8
การลงทุนสินทรัพย์ถาวร	13.2	5.2	-8.8	-2.0	-8.1	3.0	-2.8
- ภาคเอกชน	14.4	2.4	-8.1	-2.8	-7.2	4.0	-1.9
- ภาครัฐ	8.9	17.0	-11.2	1.3	-11.3	-0.6	-6.1
การส่งออกสินค้าและบริการ	3.1	5.6	2.9	4.2	-0.5	0.5	0.0
การนำเข้าสินค้าและบริการ	6.2	6.3	-1.4	2.3	-8.8	-0.7	-4.8
ด้านอุปทานในประเทศ (การผลิต)							
เกษตร	3.8	1.5	1.2	1.4	2.7	-0.4	1.1
อุตสาหกรรม	6.9	1.9	-1.7	0.1	-2.2	0.0	-1.1
ก่อสร้าง	7.8	7.6	-5.0	1.0	-7.5	0.0	-3.8
บริการและอื่นๆ	6.6	6.2	4.6	5.4	1.5	2.8	2.2

(ธนาคารแห่งประเทศไทย. “ประเด็นเศรษฐกิจในรอบปี 2557” <https://www.bot.or.th>)

5.2 ข้อจำกัดของการวิจัย

- งานวิจัยชิ้นนี้ใช้ตัวแบบ CAPM ในการคำนวณต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นซึ่งตัวแบบที่ใช้คำนวณต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นมีหลายตัวแบบดังเช่น Three factor model ของ Fama and French, (1992) ซึ่งแต่ละตัวแบบจะให้ค่าต้นทุนเงินทุนที่ต่างกัน
- การวัด CSR ใช้การวัดสถาบันไทยพัฒน์ ซึ่งเปิดเผยรายชื่อของหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (ESG 100) ซึ่งได้จัดอันดับบริษัทในปี 2557 เป็นปีแรกทำให้เก็บข้อมูลได้เพียงปีเดียวซึ่งไม่ครอบคลุมภาวะเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในแต่ละช่วงเวลาได้

5.3 ข้อเสนอแนะจากการทำวิจัย

- จากข้อจำกัดของการวัดต้นทุนเงินทุน ซึ่งผู้วิจัยได้ใช้แบบจำลองของ CAPM ในการวัดต้นทุนเงินทุนผู้ถือหุ้นเพียงตัวแบบเดียว หากต่อไปมีการใช้ตัวแบบอื่นร่วมด้วยโดยใช้ค่าเฉลี่ยที่

ได้จากการคำนวณต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นจากแบบจำลองต่างๆในการวิจัยครั้งต่อไปจะทำให้เข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างCSR และต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นได้ชัดเจนขึ้น

2. หน่วยงานที่กำกับดูแลและรัฐบาลควรจะมีการสนับสนุนให้ทำ CSR และมีข้อบังคับให้บริษัทดำเนินธุรกิจอย่างรับผิดชอบต่อสังคมมากขึ้น รวมทั้งเผยแพร่ความรู้เรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมโดยสนับสนุนให้บริษัททั้งที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์และไม่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ตระหนักถึงความสำคัญของความรับผิดชอบต่อสังคม

3. บริษัทควรจะให้ความสำคัญกับการรับผิดชอบต่อสังคมเนื่องจากการสร้างภาพลักษณ์ที่ดีแก่บริษัท และสามารถลดต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นได้รวมทั้งทำให้เกิดการประกอบธุรกิจอย่างยั่งยืน

5.4 ข้อเสนอแนะการทำวิจัยในอนาคต

เพื่อเป็นแนวทางในการศึกษาเพิ่มเติมและขยายขอบเขตของการศึกษา ผู้วิจัยเสนอแนะสำหรับการทำวิจัยในอนาคตดังนี้

1. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง CSR และต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นเป็นการศึกษาภายในช่วงเวลาเดียวกัน หากทำศึกษาเป็นคนละช่วงเวลาเพื่อดูผลกระทบว่าการทำ CSR ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของปีถัดไปลดลงหรือไม่เพื่อให้เห็นภาพได้ชัดเจนมากขึ้น

2. การศึกษาในครั้งนี้ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง CSR กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นโดยระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาเพียง 1 ปีคือปี 2557 ดังนั้นอาจขยายเวลาการศึกษาให้มากขึ้นโดยศึกษาเป็นเวลาอย่างน้อย 5 ปี เพื่อให้ครอบคลุมภาวะเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นทั้งหมด

3. ควรศึกษาความแตกต่างของ CSR และต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นโดยแยกตามประเภทธุรกิจเพื่อให้ทราบถึงความสัมพันธ์ของ CSR และต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นว่ามีความแตกต่างกันอย่างไรในแต่ละประเภทกลุ่มธุรกิจ

4. ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจจะศึกษาการเปิดเผยความรับผิดชอบต่อสังคมกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น ในการคำนวณต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นอาจจะมีการทดสอบความน่าเชื่อถือว่าแบบจำลองใดเหมาะสมที่สุดในการวัดการเปิดเผย

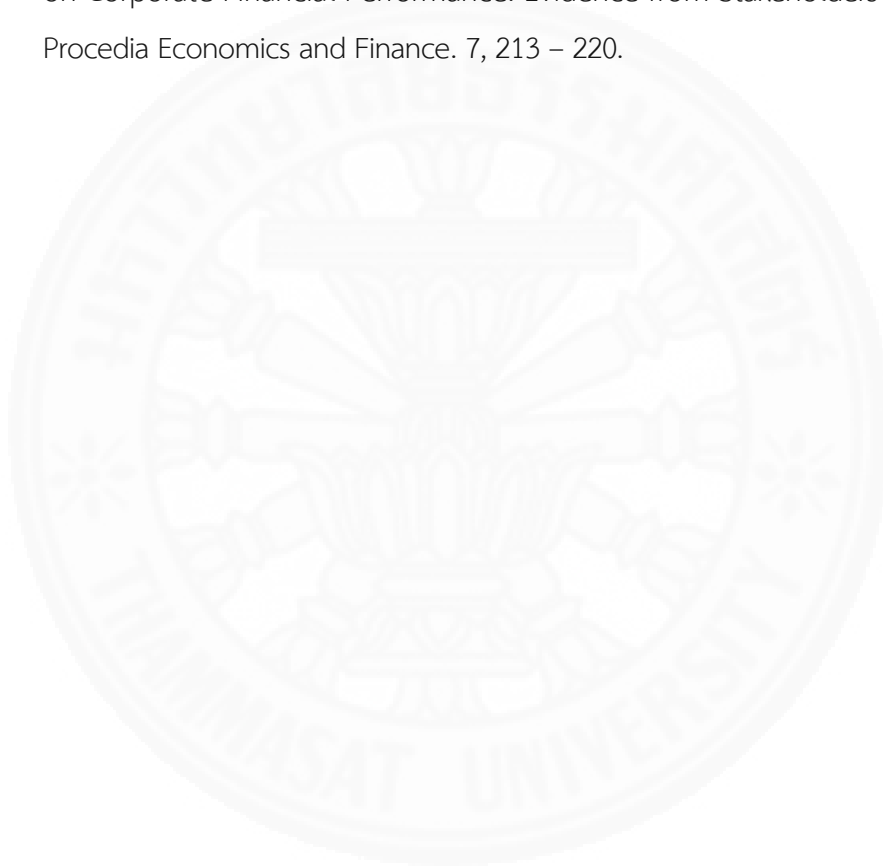
รายการอ้างอิง

- ธนกร กรทองทิวลาภ. (2553). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรกับการปฏิบัติงานทางการเงินวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) : กรณีศึกษา: บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาอิสระปริญญามหาบัณฑิต,คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ธนาคารแห่งประเทศไทย, ประเด็นเศรษฐกิจในรอบปี 2557, สืบค้นข้อมูลเมื่อวันที่ 12 มกราคม 2555 เข้าถึงได้จาก:https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/EconomicConditions/AnnualReport/AnnualReport/annual_Y57_T.pdf
- ธีรพร ทองชะโชค และ อาคม ใจแก้ว. (2556). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.วารสารวิทยาการจัดการ คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์, 30 (1).
- บุษบา นุชิตภาพ. (2551). ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี 100 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.การศึกษาอิสระปริญญามหาบัณฑิต,คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยบูรพา.
- เมธาวี รักษาสุข. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรกับการวัดมูลค่าองค์กรโดยใช้มูลค่าทางการตลาดโดยเฉลี่ย (AMV) และมูลค่าทางการตลาดส่วนเพิ่ม (EMV) : กรณีศึกษา: บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาอิสระปริญญามหาบัณฑิต, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2551), ทฤษฎีบรรษัทภิบาล, วารสารบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, ปีที่ 31, ฉบับที่ 120 ตุลาคม – ธันวาคม 2551, หน้า 1-4.
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย,รายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน, สืบค้นข้อมูลเมื่อวันที่ 15 ธันวาคม 2558, เข้าถึงได้จาก: <http://www.thai-iod.com>
- สถาบันไทยพัฒน์, CSR คืออะไร, สืบค้นข้อมูลเมื่อวันที่ 1 ธันวาคม 2558,เข้าถึงได้จาก :http://www.thaicr.com/2006/03/blog-post_20.html
- สถาบันไทยพัฒน์, ESG RATING, สืบค้นข้อมูลเมื่อวันที่ 1 ธันวาคม 2558,เข้าถึงได้จาก: <http://www.thaipat.org/2014/09/esg-rating.html>
- สถาบันธุรกิจเพื่อสังคม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2550), “เข็มทิศธุรกิจเพื่อสังคม”. กรุงเทพมหานคร : ไอคอนพรินติ้ง.

- อังครัตน์ เปรียบจริยวัฒน์. (2554). การเปิดเผยข้อมูลและต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารบริหารธุรกิจ นิต้า, เล่มที่ 8 พฤษภาคม 2554, หน้า 29-48.
- อาณัติ สิมัคเดช. (2556). การส่งสัญญาณด้วยรางวัลรับผิดชอบต่อสังคม:กรณีศึกษาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, ปีที่ 36, ฉบับที่ 139 กรกฎาคม – กันยายน 2556, หน้า 27-42.
- Armitage, S., & Marston, C. (2008). Corporate disclosure, cost of capital and reputation: Evidence from finance directors. *British Accounting Review*, 40(4), 314-336.
- Botosan, C. (1997). Disclosure Level on the Cost of Equity Capital, *Accounting Review*, 72, 323-349.
- Botosan, C. A., & Plumlee, M. A. (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 21-40.
- Broberg, P., Tagesson, T., & Collin, S. (2010). What explains variation in voluntary disclosure? A study of the annual reports of corporations listed on the Stockholm Stock Exchange. *Journal Of Management & Governance*, 14(4), 351-377.
- Chan, M., Watson, J., & Woodliff, D. (2014). Corporate Governance Quality and CSR Disclosures. *Journal Of Business Ethics*, 125(1), 59-73.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.
- De Souza Gonçalves, R., Ribeiro de Medeiros, O., Katsumi Niyama, J., & Jreige Weffort, E. F. (2013). Social Disclosure and Cost of Equity in Public Companies in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 24(62), 113-124
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. *Journal Of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406.
- Fama, E. and French, K., (1992). The cross section of expected stock returns. *Journal of finance*, 47,427-456.

- Freeman, R., (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Perspective*. Prentice-Hall, New Jersey.
- Hail, L. (2002). The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for swiss firms. *European Accounting Review*, 11(4), 741-733.
- Janamrung, B and 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. *Journal Of Financial Economics*, 3(4), 305-36
- Jensen, M. C. (2001). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *European Financial Management*, 7(3), 297-317.
- Khojastehpour, M. and Johns, R. (2014),"The effect of environmental issues on corporate/brand reputation and corporate profitability", *European Business Review*, 26(4), 330 - 339
- Kittituch Tannirahdorn (2009). *Corporate Governance and the Cost of Capital of the Companies Listed in the stock exchange of Thailand*. Thesis (M.Sc.)-- Chulalongkorn University, 2009.
- Lintner; J.(1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-37.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection .*The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Ng, A. C., & Rezaee, Z. (2015). Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal Of Corporate Finance*, 34,128-149.
- Qiu,Y., Shaukat, A and Tharyan, R.(2014). Environmental and social disclosures: Link with Corporate Financial Performance , *The British Accounting Review*.1-15.
- Rodriguez, P., Siegel, D. S., Hillman, A., & Eden, L. (2006). Three lenses on the multinational enterprise: Politics, corruption, and corporate social responsibility. *Journal of International Business Studies*, 37(6), 733-746.

- Sharpe, W. F. (1964). The capital assets prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Weber, M. (2008). The business case for corporate social responsibility: A company-level measurement approach for CSR. *European Management Journal*, 26(4), 247-261.
- Yusoff, H, Mohamad, S. S., and Darus ,F. (2013). The Influence of Disclosure Structure on Corporate Financial Performance: Evidence from Stakeholders' Perspectives, *Procedia Economics and Finance*. 7, 213 – 220.



ภาคผนวก



ภาคผนวก ก

รายชื่อบริษัทใน SET 100 ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2557

ตัวย่อ	ชื่อบริษัท
AAV	บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน)
ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
AMATA	บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)
AP	บริษัท เอพี (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
BANPU	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)
BAY	ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)
BBL	ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
BCP	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
BEC	บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)
BECL	บริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)
BIGC	บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
BJC	บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)
BJCHI	บริษัท บีเจซี เฮฟวี่ อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
BLA	บริษัท กรุงเทพประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)
BMCL	บริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
CENTEL	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)
CK	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)
CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)
CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)
CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)

รายชื่อบริษัทใน SET 100 ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2557

ตัวย่อ	ชื่อบริษัท
DCC	บริษัท ไดนาสตีเซรามิค จำกัด (มหาชน)
DELTA	บริษัท เดลต้า อิเลคทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)
EARTH	บริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เวิร์ธ จำกัด (มหาชน)
EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)
ERW	บริษัท ดี เอราวัณ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
ESSO	บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
GFPT	บริษัท จีเอฟพีที จำกัด (มหาชน)
GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)
GLOW	บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)
GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
HEMRAJ	บริษัท เหมราชพัฒนาที่ดิน จำกัด (มหาชน)
HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
INTUCH	บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)
ITD	บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวลล็อปเมนต์ จำกัด (มหาชน)
IVL	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)
KBANK	ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)
KCE	บริษัท เคซีอี อิเลคทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
KKP	ธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน)
KTB	ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)
KTC	บริษัท บัตรกรุงไทย จำกัด (มหาชน)
LH	บริษัท แลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)
LOXLEY	บริษัท ล็อกซ์เลย์ จำกัด (มหาชน)
LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
M	บริษัท เอ็มเค เรสโตรองด์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

รายชื่อบริษัทใน SET 100 ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2557

ตัวย่อ	ชื่อบริษัท
MAJOR	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
MC	บริษัท แม็คกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
MCOT	บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน)
MEGA	บริษัท เมก้าไลฟ์ไชนส์ จำกัด (มหาชน)
MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
NOK	บริษัท สายการบินนกแอร์ จำกัด (มหาชน)
NYT	บริษัท นามยง เทอร์มินัล จำกัด (มหาชน)
PTT	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)
PTTEP	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
PTTGC	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)
QH	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน)
RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
ROBINS	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)
RS	บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน)
SAMART	บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
SCB	ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)
SCC	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)
SCCC	บริษัท ปูนซิเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน)
SIRI	บริษัท แสงสริ จำกัด (มหาชน)
SPALI	บริษัท ศุภาลัย จำกัด (มหาชน)
SPCG	บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)
SRICHA	บริษัท ศรีราชาคอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
STA	บริษัท ศรีตรังแอโกรอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
STEC	บริษัท ชีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
STPI	บริษัท เอสทีพี แอนด์ ไอ จำกัด (มหาชน)
SVI	บริษัท เอสวีไอ จำกัด (มหาชน)

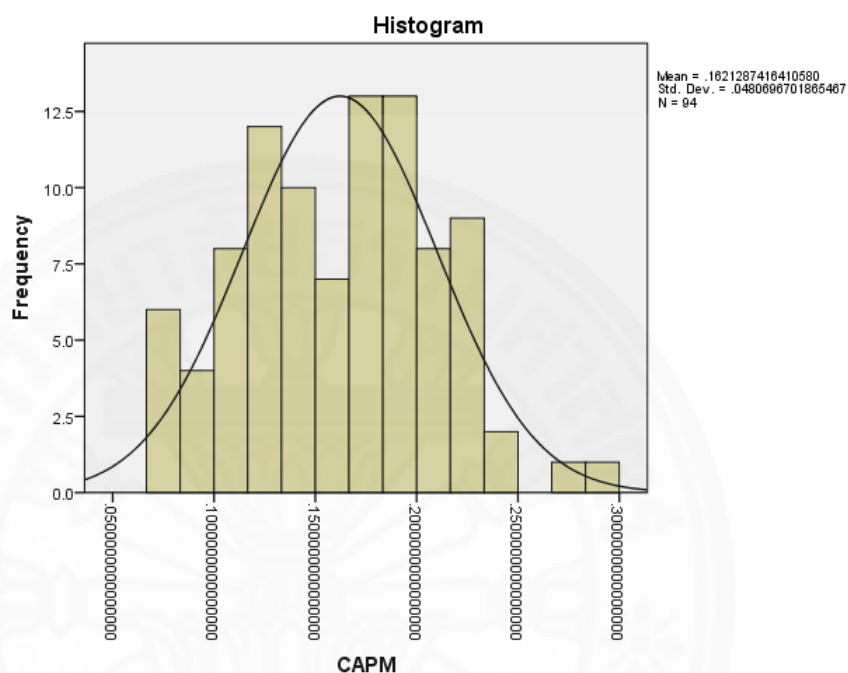
รายชื่อบริษัทใน SET 100 ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2557

ตัวย่อ	ชื่อบริษัท
TASCO	บริษัท ทิปปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)
TCAP	บริษัท ทูนอนชาต จำกัด (มหาชน)
THAI	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)
THCOM	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)
THRE	บริษัท ไทยรับประกันภัยต่อ จำกัด (มหาชน)
THREL	บริษัท ไทยรีประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)
TICON	บริษัท ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น จำกัด (มหาชน)
TISCO	บริษัท ทิสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
TMB	ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)
TOP	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)
TPIPL	บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)
TRUE	บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
TTA	บริษัท โทรคมนาคมไทย เอเยนซีส์ จำกัด (มหาชน)
TTCL	บริษัท โตโย-ไทย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
TTW	บริษัท ทีทีดับบลิว จำกัด (มหาชน)
TUF	บริษัท ไทยยูเนียน โพรเซ่น โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
UV	บริษัท ยูนิ เวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)
VGI	บริษัท วี จี ไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)
WHA	บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

ภาคผนวก ข

ผลการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์ความถดถอย

1. ตรวจสอบว่าตัวแปรตามมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่



จากภาพจะเห็นได้ว่าตัวแปรตามได้แก่ ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นซึ่งคำนวณโดย CAPM model มีการแจกแจงแบบปกติ(normal distribution)โดยค่าที่ได้มีข้อมูลอยู่ในช่วงเดียวกัน

2. ตัวแปรอิสระที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ ประกอบด้วย

ตัวแปรเชิงคุณภาพ 1 ตัวได้แก่ ESG

ตัวแทนเชิงปริมาณ ทั้งหมด 4 ตัวได้แก่ CG Size Lev และ P/BV

ตัวแปรเชิงคุณภาพ

โดย ESG

มีค่า 1 คือ เมื่อมีรายชื่ออยู่ในหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (ESG 100)

0 คือ เมื่อไม่มีรายชื่ออยู่ในหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (ESG 100)

ตัวแปรเชิงปริมาณ

CG = คะแนนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Scoring)

Size = มูลค่าของตลาดของบริษัทคำนวณจาก natural logarithm (ln) ของมราคาค่าหุ้น i ณ สิ้นปี t โดย $\times$ จำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้ว ณ เวลาเดียวกัน เป็นตัวแปรเชิงปริมาณ

Lev = อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์

P/BV = อัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามตลาดและมูลค่าตามบัญชี

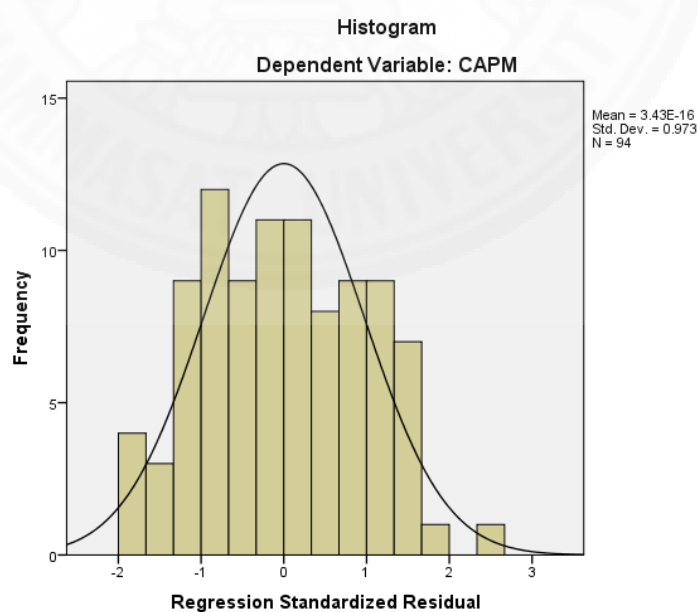
3. ตัวแปรอิสระต้องไม่เกิด auto correlation

โดยพิจารณาจากค่า Durbin Watson ต้องมีค่าใกล้เคียง 2 ซึ่งค่า Durbin Watson จากตาราง Regression ที่ได้มีค่าเท่ากับ 1.713 ซึ่งเป็นค่าที่ใกล้เคียง 2

4. ตัวแปร ที่นำมาใช้ในการพยากรณ์ต้องไม่มีปัญหาเรื่อง Multicollinearity หมายถึงตัวแปรที่นำมาใช้พยากรณ์ไม่ควรมีความสัมพันธ์กันสูงเกินไป ตรวจสอบได้ด้วยวิธีการทางสถิติ เช่น ดูจากค่า Variance inflation factors (VIF) ต้องมีค่าไม่เกิน ซึ่งจากค่าจากงานวิจัย พบว่า ค่า Variance inflation factors (VIF) อยู่ในเกณฑ์ที่เหมาะสมแสดงว่าตัวแปรที่เลือกไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ดังนั้น จึงสามารถใช้ตัวแปรทั้งหมดในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ได้

5. การตรวจสอบความคลาดเคลื่อน

5.1 ตรวจสอบว่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่ โดยจากกราฟที่ได้ พบว่า ความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ



5.2 ตรวจสอบว่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระหรือไม่โดยดูจากค่า Durbin Watson

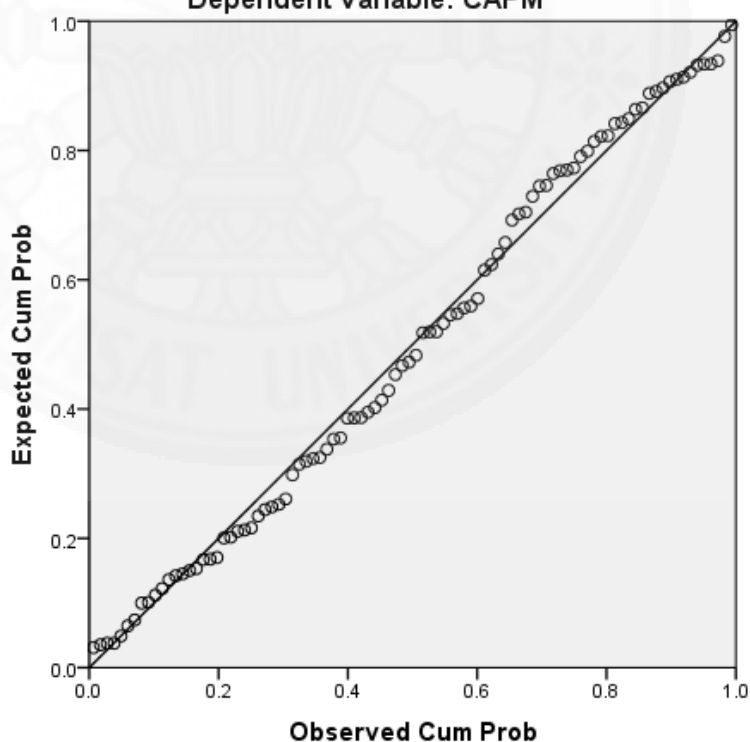
R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
.309 ^a	.096	.044	.0470	1.713

จากผลการวิเคราะห์ พบว่า ค่า Durbin Watson มีค่าใกล้ 2 นั้นหมายความว่า ข้อมูลที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์มีความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระต่อกัน

5.3 ตรวจสอบว่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนคงที่

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual

Dependent Variable: CAPM



ประวัติการศึกษา

ชื่อ	นางสาวพนิตย์ เหลืองภัทรเชวง
วันเดือนปีเกิด	7 เมษายน 2530
ตำแหน่ง	นักบัญชี
ประสบการณ์ทำงาน	การประปานครหลวง 2558- ปัจจุบัน นักบัญชี การประปานครหลวง 2556-2557 ผู้ช่วยผู้สอบบัญชี KPMG Co.,Ltd

