ความสัมพันธ์ระหว่างระดับของความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น: กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่ม ESG100

โดย

นางสาวอัญชิสา เติมวาณิช

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ความสัมพันธ์ระหว่างระดับของความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น: กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่ม ESG100

โดย

นางสาวอัญชิสา เติมวาณิช

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY LEVEL AND STOCK RETURNS: THE CASE OF ESG100 COMPANIES

BY

MISS UNCHISA TERMVANICH

AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER DEGREE OF SCIENCE
FINANCIAL MANAGEMENT
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2015

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวอัญชิสา เติมวาณิช

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างระดับของความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท
และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น:
กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่ม ESG100

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

เมื่อ วันที่ 30 พ.ค. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ _____
(รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ _____
(รองศาสตราจารย์ ดร.สุทธิศักดิ์ ไกรสรสุธาสินี)

คณบดี _____
(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ความสัมพันธ์ระหว่างระดับของความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น:กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่ม ESG100
ชื่อผู้เขียน	นางสาวอัญชิสา เติมวาณิช
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	สาขาการบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.สุทธิศักดิ์ ไกรสรสุธาสินี
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

ความรับผิดชอบต่อสังคมเป็นแนวคิดที่เริ่มแพร่หลายในประเทศไทยมากขึ้นเรื่อยๆ โดยที่ส่วนใหญ่แล้วยังเน้นไปในทางของการทำการกุศลมากกว่าการรวมเอาความรับผิดชอบต่อสังคมเข้าเป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์การดำเนินงาน โดยงานวิจัยนี้มุ่งศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างระดับความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น โดยใช้บริบทของประเทศไทยเป็นที่ตั้ง และใช้บริษัทในกลุ่ม ESG100 เป็นกรณีศึกษา

องค์ประกอบของความรับผิดชอบต่อสังคมในงานวิจัยชิ้นนี้ คือ สังคม, ความหลากหลายในองค์กรและสิทธิมนุษยชน, ความสัมพันธ์กับพนักงาน, สิ่งแวดล้อม, สินค้าและบริการ, บรรษัทภิบาล, และคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคม โดยผลจากกการวิจัยพบว่ามีเพียงด้านสิ่งแวดล้อมเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่องค์ประกอบด้านอื่นๆทั้งหมดนั้นพบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: ความรับผิดชอบต่อสังคม, อัตราผลตอบแทนจากหุ้น, ESG100

Independent Study Title	THE RELATIONSHIP BETWEEN THE LEVEL OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY AND RETURNS FROM INVESTMENT IN STOCKS: THE CASE OF COMPANIES IN ESG100
Author	Miss Unchisa Termvanich
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Dr.Suttisak Kraisornsuthasinee
Academic Years	2015

ABSTRACT

Corporate Social Responsibility (CSR) is a concept that has been gradually gaining attention in Thailand. However, the misleading interpretation is that CSR solely means doing philanthropic deeds instead of incorporating it in company's strategies. Given that CSR in Thailand is merely in a primary stage, the effects of CSR are not clearly studied through. Thus, this research aims to explore the relationship between the level of corporate social responsibility and returns from stock investment by using the companies in ESG100 as a case study.

The elements of CSR used in this research can be segregated into community, diversity and human rights, employee relations, environment, products, corporate governance, and sustainability committee. The research reveals that only environment has a positive effect towards stock returns, whereas all other elements have negative effects.

Keywords: CSR, Corporate social responsibility, stock returns, ESG100, Thailand

กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยชิ้นนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ด้วยความช่วยเหลือจาก รองศาสตราจารย์ ดร. สุทธิศักดิ์ ไกรสรสุธาสินี อาจารย์ประจำคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระในครั้งนี้ โดยอาจารย์ได้กรุณาเสียสละเวลาให้คำปรึกษา คำแนะนำ และข้อคิดเห็นต่างๆอันมีส่วนทำให้งานวิจัยชิ้นนี้พัฒนาขึ้นอย่างมากจากความตั้งใจเดิม อีกทั้งยังได้ให้แรงบันดาลใจให้ข้าพเจ้าได้มุ่งมั่นที่จะศึกษาและพัฒนาสังคมอย่างยั่งยืนต่อไปในอนาคต ข้าพเจ้าตระหนักดีถึงความตั้งใจและความทุ่มเทของอาจารย์ตลอดมา จึงขอกราบขอบพระคุณอย่างสูงมา ณ ที่นี้

ขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร. สมชาย สุภัทรกุล อาจารย์ประจำคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ที่ได้ให้คำปรึกษาถึงส่วนของงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับเนื้อหาด้านการเงิน และรูปแบบวิธีที่ใช้ในการสร้างแบบจำลองที่เหมาะสม

ขอขอบคุณ นายพนาสันต์ สุนันต๊ะ ผู้ซึ่งช่วยให้คำปรึกษาในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยในหลายๆด้าน รวมถึงการช่วยข้าพเจ้าในการรวบรวมข้อมูลอันเป็นส่วนสำคัญของงานวิจัยชิ้นนี้ตั้งแต่แรกเริ่ม อีกทั้งยังได้เสนอแนวทางในการดำเนินการวิจัยที่เป็นประโยชน์อย่างมาก

ขอขอบคุณ นายอริญชย์ พฤกษานุศักดิ์ ผู้ที่ให้ความช่วยเหลือข้าพเจ้าในเรื่องของการออกแบบงานวิจัย อีกทั้งยังเป็นที่ปรึกษาที่สำคัญในหลายๆเรื่อง รวมไปถึงการให้ความเห็นและข้อคิดที่มีประโยชน์อย่างมากมาย

ขอขอบคุณ นายภูมิ วนเศรษฐ ผู้คอยตอบคำถามของข้าพเจ้าอย่างเต็มใจตลอดระยะเวลาที่ทำการวิจัยชิ้นนี้ อีกทั้งยังช่วยเหลือในการหาข้อมูลเล็กๆน้อยๆเสมอมา

ขอขอบคุณ เจ้าหน้าที่ห้องโครงการห้าปีหลายท่าน ผู้ซึ่งคอยช่วยเหลือเรื่องเอกสารให้ข้าพเจ้าอย่างอดทน แม้ว่ากระบวนการบางขั้นตอนนั้นจะยุ่งยาก แต่เจ้าหน้าที่ก็ได้ให้ความช่วยเหลืออย่างเต็มใจเสมอ

สุดท้ายนี้ งานวิจัยชิ้นนี้จะไม่สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้เลยถ้าหากขาดกำลังใจที่สำคัญที่สุดจากครอบครัวของข้าพเจ้าเอง และสำหรับข้อบกพร่องต่างๆที่อาจจะเกิดขึ้นนั้น ผู้วิจัยขอน้อมรับผิดแต่เพียงผู้เดียว และยินดีที่จะรับฟังคำแนะนำจากทุกท่านที่ได้เข้ามาศึกษา เพื่อเป็นประโยชน์ในการพัฒนางานวิจัยต่อไปในอนาคต

นางสาวอัญชิสา เติมวาณิช

สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อภาษาไทย (1)

บทคัดย่อภาษาอังกฤษ (2)

กิตติกรรมประกาศ (3)

สารบัญตาราง (7)

สารบัญภาพ (8)

บทที่ 1 บทนำ 1

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา 1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย 4
1.3 ขอบเขตของงานวิจัย 4
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ 5

บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง 6

2.1 ความรับผิดชอบต่อสังคมในเชิงกลยุทธ์ของบริษัท 6
2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรและผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น 9
2.3 ทฤษฎีในการวัดและเปรียบเทียบระดับความรับผิดชอบต่อสังคม 16
2.4 ทฤษฎีการประเมินราคาและผลตอบแทนของหุ้นด้วยแบบจำลอง 22

บทที่ 3 ข้อมูลและระเบียบวิธีวิจัย 24

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง 24

3.2 แบบจำลองผลตอบแทนของหุ้น 24
3.2.1 ปัจจัยตลาด 23
3.2.2 ปัจจัยขนาด 23
3.2.3 ปัจจัยมูลค่า 24
3.2.4 ปัจจัยความสามารถในการทำกำไร 24
3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย 25
3.3.1 ตัวแปรอิสระ 25
3.3.2 ตัวแปรตาม 26
3.4 วิธีการประเมินระดับความรับผิดชอบต่อสังคม 26
3.5 การหาศึกษาผลจากการทำ CSR ที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้น 28
3.6 สมมุติฐานของตัวแปร 30
3.7 แหล่งข้อมูล 31
3.8 การวิเคราะห์ข้อมูลและการทดสอบสมมุติฐาน 31

บทที่ 4 การวิเคราะห์ข้อมูลและผลการวิจัย 33

4.1 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ 33
4.2 สถิติเชิงพรรณา 35
4.3 การวิเคราะห์การถดถอย 36
4.3.1 การทดสอบสมมุติฐานหลักของการวิจัย 36
4.3.2 การทดสอบสมมุติฐานจากการวัดความรับผิดชอบต่อสังคมในแต่ละด้านแยกออกจากกัน 43
4.3.2.1 สมมุติฐานย่อยที่ 1 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้านชุมชนต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้น 43
4.3.2.2 สมมุติฐานย่อยที่ 2 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้น 44
4.3.2.3 สมมุติฐานย่อยที่ 3 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้านความสัมพันธ์กับพนักงานต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้น 45
4.3.2.4 สมมุติฐานย่อยที่ 4 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้น 47
4.3.2.5 สมมุติฐานย่อยที่ 5 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้าน 48

สินค้าหรือบริการต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้น
4.3.2.6 สมมุติฐานย่อยที่ 6 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้าน บรรษัทภิบาลต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้น 49
4.3.2.7 สมมุติฐานย่อยที่ 7 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้าน คณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้น 50

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ 52

5.1 สรุปผลการวิจัย 52
5.2 การอภิปรายผลการวิจัย 51
5.3 ประโยชน์ที่ได้รับจากงานวิจัยนี้ 67
5.4 ข้อจำกัดของงานวิจัย 69
5.5 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต 70

รายการอ้างอิง 71

ภาคผนวก
ภาคผนวก ก เกณฑ์ที่ใช้ในการประเมินคะแนนความรับผิดชอบต่อสังคม และคะแนนเฉลี่ยในแต่ละตัวชี้วัด 91
ภาคผนวก ข การจำแนกประเภทของคำนิยามคำว่าความรับผิดชอบต่อสังคม ของงานวิจัยที่ปรากฏในการทบทวนวรรณกรรม 100
ภาคผนวก ค รายการอ้างอิงของตัวชี้วัดแต่ละด้าน 107

ประวัติผู้เขียน 117

สารบัญตาราง

ตารางที่

4.1 ตารางรายงานค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลอง 33

4.2 ตารางรายงานค่า Varian Inflated Factor และ Tolerance 34

4.3 ตารางแสดงค่าสถิติของตัวแปรอิสระทั้ง 7 ตัว 35

4.4 ตารางแสดงค่าสถิติของตัวแปรควบคุมทั้ง 5 ตัว 36

4.5 แสดงผลการทดสอบ Multiple Restrictions 37

4.6 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย 40

4.7 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยเมื่อมีการแบ่งคะแนน ออกเป็นสองกลุ่ม 42

ก.1 ตารางแสดงตัวชี้วัดด้านชุมชน 91

ก.2 ตารางแสดงตัวชี้วัดด้านความหลากหลายในองค์กรและสิทธิมนุษยชน 92

ก.3 ตารางแสดงตัวชี้วัดด้านความสัมพันธ์กับพนักงาน 94

ก.4 ตารางแสดงตัวชี้วัดด้านสิ่งแวดล้อม 96

ก.5 แสดงผลแสดงตัวชี้วัดด้านสินค้าและบริการ 98

ข.1 ตารางแสดงการจำแนกประเภทของคำนิยามความรับผิดชอบต่อสังคมในการทบทวนวรรณกรรม 100

ค.1 ตารางแสดงรายการอ้างอิงของตัวชี้วัดแต่ละด้าน 106

สารบัญภาพ

ภาพที่

2.1 ลำดับขั้นของความรับผิดชอบต่อสังคม (Suthisak Kraisornsuthasinee และ Swierczek, 2009) 7

5.1 ลำดับขั้นของความรับผิดชอบต่อสังคม (Archie B. Carroll, 1991) 66

บทที่ 1
บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

บทความเรื่อง “The Warren Buffett Effect: Investing In Our World” ที่เขียนโดย John G. Taft กล่าวถึงการที่ ในปัจจุบันผู้ที่ทำการกุศลในรูปแบบดั้งเดิมคือการให้เปล่านั้น มีจำนวนไม่มากไม่น้อยไปกว่าผู้ที่ “ตัดสินใจเลือกลงทุนด้วยเป้าหมายด้านสังคมที่ชัดเจน” เลย จึงนับเป็นสัญญาณที่บ่งบอกได้อย่างชัดเจนว่านักลงทุนในปัจจุบันให้ความสำคัญกับผลกระทบด้านสังคมมากเพียงใด โดยจะเห็นได้จากการนำเอาแนวคิดเรื่องของการนำเอาความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท หรือ Corporate Social Responsibility (CSR) เข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของการตัดสินใจเลือกลงทุน ในลักษณะของ Socially Responsible Investing (SRI) ซึ่งเป็นที่แพร่หลายและได้รับความนิยมค่อนข้างมากในปัจจุบัน

แม้ว่าความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) นั้นจะเป็นแนวคิดที่มีมายาวนานมากกว่ากว่า 50 ปีแล้ว (Broomhill, 2007) แต่คำนิยามของ CSR นั้นกลับมีความหลากหลายและแตกต่างกันออกไป (Dahlsrud, 2008) โดยคำนิยามที่ได้รับการกล่าวถึงมากที่สุดเป็นของ Archie Carroll (1979) ที่ว่า “ความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้นคือการรวมเอาปัจจัยด้านเศรษฐศาสตร์ กฎหมาย จริยธรรม และความคาดหวังของสังคมต่อองค์กรเข้าไว้ด้วยกัน”[1] และในเวลาต่อมา European Communities (2006) ได้ให้คำนิยามที่เฉพาะเจาะจงมากขึ้นว่า “CSR คือการที่บริษัทนำเอาเรื่องที่เกี่ยวข้องกับสังคมและสิ่งแวดล้อมเข้ามารวมในการดำเนินธุรกิจและการมีปฏิสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียด้วยความสมัครใจ เพื่อคำนึงถึงความต้องการของสังคมโดยรวม มากไปกว่าแค่การทำตามกฎหมายที่กำหนดไว้”[2]

มิใช่เพียงแค่เรื่องของการนิยามเท่านั้น ยังมีการโต้เถียงกันในเรื่องของความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทว่าแท้จริงแล้วเป็นสิ่งที่ควรทำหรือไม่ โดย Milton Friedman (1970) เป็นผู้หนึ่งที่

---

[1] *“The social responsibility of business encompasses the economic, legal, ethical, and discretionary expectations that society has of organizations at a given point in time”* - Archie Carroll (1979), a business management professor at the University of Georgia

[2] *“[CSR] is a concept whereby companies integrate social and environmental concerns in their business operations and in their interaction with their stakeholders on a voluntary basis. It is about enterprises deciding to go beyond minimum legal requirements and obligations stemming from collective agreements in order to address societal needs.”* - Commission of the European Communities (2006)

ไม่เห็นด้วยกับการทำ CSR โดยเขากล่าวว่า “ธุรกิจมีความรับผิดชอบต่อสังคมเพียงหนึ่งข้อ นั่นคือ การใช้ทรัพยากรและการทำกิจกรรมที่ถูกออกแบบมาเพื่อเพิ่มพูนผลกำไรของบริษัท ตราบใดที่ยังอยู่ในกฎกติกาของเกม นั่นคือ การแข่งขันที่เปิดกว้างและเสรี โดยปราศจากการตบตาและการหลอกลวง”[3] และการทำกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับ CSR นั้นเป็นอันตรายต่อระบบเศรษฐกิจ ด้วยการลดการแข่งขันและความเสรีในการทางเศรษฐศาสตร์ (Henderson, 2001) และยังเป็นการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมเพื่อปกปิดความผิดพลาด หรือทำไปเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ทางธุรกิจจากผู้บริโภคที่เชื่อในแนวคิดของ CSR เท่านั้น โดยมิได้ทำไปเพื่อประโยชน์ของสังคมแต่อย่างใด (Cheers, 2011) และการที่บริษัทเลือกทำกิจกรรมเหล่านี้ยังเป็นการทำให้ผู้ถือหุ้นนั้นเสียผลประโยชน์อีกด้วย (Friedman, 1970; Surroca and Tribo, 2008; Manchiraju และ Rajgopal, 2015) อย่างไรก็ตาม ข้อโต้แย้งหลักของการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมเหล่านี้ อยู่บนพื้นฐานของการตีความที่ว่าการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้น คือ การทำการกุศล (Corporate Philanthropy) ซึ่งไม่ใช่ความหมายที่แท้จริงของความรับผิดชอบต่อสังคม แต่เป็นเพียงส่วนหนึ่งของการแสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคมเท่านั้น (Lantos, 2002)

ในอีกแง่มุมหนึ่ง ยังมีข้อโต้แย้งว่าการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นส่งผลต่อความสำเร็จในระยะยาวของบริษัท (Lemon และคณะ, 2011) หรือแม้กระทั่งเป็นการประหยัดต้นทุนในการดำเนินธุรกิจ (Babiak และ Trendafilova, 2011; Epstein และ Roy, 2000) และเพิ่มผลกำไรของบริษัททางอ้อมผ่านผลกระทบในเชิงบวกในเรื่องของภาพลักษณ์และความพึงพอใจของผู้บริโภค (Saeidi และคณะ, 2015; Middlemiss, 2003; Hopkins, 2003) มากไปกว่านั้น ความรับผิดชอบต่อสังคมยังเปรียบเสมือน ‘ทุนทางจริยธรรม’ ที่เป็นการคุ้มครองสินทรัพย์ไม่มีตัวตนของบริษัทในด้านที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์กับหลายๆฝ่าย (Godfrey, 2005; Minor และ Morgan, 2011) และความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นยังสามารถใช้เป็นกลยุทธ์ในการบริหารความเสี่ยงขององค์กรได้อีกด้วย (Cai, Cui, และ Jo, 2015; Becchetti, Ciciretti, และ Hasan, 2015; Gregory, Tharyan, และ Whittaker, 2014) ดังนั้น การละเลยที่จะใส่ใจในเรื่องของ CSR นั้นนับเป็นการเพิ่มความเสี่ยงของธุรกิจทั้งในมุมมองของนักลงทุนและบริษัทเอง โดยบริษัทนั้นอาจเกิดความเสี่ยงที่จะสูญเสียความน่าดึงดูดในสายตาของนักลงทุนไปได้ (Taylor, 2010) และนักลงทุนเองนั้นอาจมองว่า

---

[3] *‘... there is one and only one social responsibility of business - to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud.”* - Milton Friedman in the New York Times on September 13, 1970: แปลโดย สฤณี อาชวานันทกุล ในหนังสือเรื่อง ทุนนิยมสร้างสรรค์

บริษัทนั้นมีความเสี่ยงด้านความไม่ยั่งยืนเกิดขึ้น (Non-sustainability Risk)[4] (Mănescu, 2011) โดยสิ่งเหล่านี้นับเป็นประโยชน์ที่เกิดจากการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมในเชิงกลยุทธ์ (Strategic CSR) ซึ่งเป็นการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมที่มากกว่าแค่การทำการกุศล โดยเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทไปพร้อมกับการสร้างการเปลี่ยนแปลงเชิงบวกต่อสังคม (McElhaney, 2009) จึงเป็นที่น่าสังเกตว่า สิ่งที่ทำให้เกิดมุมมองที่แตกต่างกันต่อความเหมาะสมในการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้น มาจากรากฐานของการตีความคำว่าความรับผิดชอบต่อสังคมที่แตกต่างกันระหว่างสองฝ่าย

ท้ายที่สุดแล้ว ไม่ว่าจะมีมุมมองที่ขัดแย้งกันระหว่างผลประโยชน์ของของผู้ถือหุ้นและผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างไร แต่การสนับสนุนและส่งเสริมให้บริษัทนำเอาความรับผิดชอบต่อสังคมเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของแนวทางในการดำเนินธุรกิจนั้นจะเป็นที่ยอมรับมากขึ้น ถ้าหากสามารถตอบคำถามได้ว่าตลาดและนักลงทุนประเมินมูลค่าของความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้นเป็นบวกหรือไม่ และการกระทำนั้นมีความสัมพันธ์กับผลประกอบการอย่างไร

ความพยายามในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมและผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในบริษัทนั้นมีมาอย่างยาวนาน และงานวิจัยส่วนใหญ่นั้นมักเป็นไปในทางที่สรุปว่า CSR และผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นมีความสัมพันธ์กันในทางบวก (Tronsgaard และ Berger, 2014) ไม่ว่าจะเป็นความรับผิดชอบต่อสังคมโดยรวม หรือแยกออกเป็นด้านที่เฉพาะเจาะจงก็ตาม ซึ่งมีทั้งการใช้ตัววัดทางบัญชี (Mishra และ Suar, 2010; Tsoutsoura, 2004) และตัววัดทางการตลาด (Dhaliwal และคณะ, 2011; Karagiorgos, 2010; Flammer, 2012) อย่างไรก็ตามยังคงมีงานวิจัยอีกจำนวนไม่น้อยที่สรุปว่าความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นส่งผลทางลบต่อผลตอบแทน (Vance, 1975) หรือแม้กระทั่งไม่มีความสัมพันธ์กันเลย (Curran และ Moran, 2007)

กระทั่งปัจจุบันนั้นก็ยังไม่สามารถหาข้อสรุปที่ชี้ชัดได้ว่าความรับผิดชอบต่อสังคมส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทหรือไม่ อย่างไร โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศไทย ที่การพัฒนาด้าน CSR ยังอยู่เพียงในระยะเริ่มต้น (สถาบันพัฒนาธุรกิจอย่างยั่งยืน, 2556) และยังมีงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจำนวนไม่มากนัก จึงนับว่าหัวข้องานวิจัยนี้มีความน่าสนใจจากเหตุผลสองประการ ประการแรก คือ เพื่อศึกษาว่าความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทไทยนั้น จะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนอย่างไร และประการที่สอง คือ การพิจารณาว่าผลการศึกษาในปัจจุบันนั้น จะแตกต่างจากผลการศึกษาในอดีตของนักวิจัยชาวไทยที่สรุปว่าความรับผิดชอบต่อสังคมกับ

[4] Non-sustainability Risk สามารถแบ่งออกได้เป็นสามด้าน คือ ความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม ความเสี่ยงด้านสังคม และความเสี่ยงด้านธรรมาภิบาล ทั้งที่มีอยู่และอาจจะเกิดขึ้นในอนาคต โดย Non-sustainability Risk นี้จะเกิดขึ้นเมื่อพฤติกรรมขององค์กรนั้นก่อให้เกิดจุดอ่อนที่อาจส่งผลต่อการเงิน การบริหารงาน หรือแม้กระทั่งการสูญเสียชื่อเสียงของบริษัท (Asher Innovation, May 2011)

ผลตอบแทนของบริษัทนั้นไม่มีความสัมพันธ์กัน หรือไม่ เนื่องด้วยในปัจจุบันประชาชนและบริษัทไทยเริ่มมีการตื่นตัวและให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อสังคมมากขึ้น เห็นได้จากการเริ่มมีการให้รางวัล Best Corporate Social Responsibility Awards ที่จัดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี 2006 และสถาบันไทยพัฒน์ได้จัดให้มี "แนวทางการเปิดเผยข้อมูลเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) ตามแบบ 56-1" เพื่อเป็นมาตรฐานในการเปิดเผยข้อมูลอย่างเป็นทางการสำหรับบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย และมีการจัดอันดับบริษัทในกลุ่ม ESG100 ซึ่งเป็นบริษัทที่มีการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมที่โดดเด่น

1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1.2.1 เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลตอบแทนของจากการลงทุนในหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่ม ESG100

1.2.2 เพื่อศึกษาว่าความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทในกลุ่ม ESG100 นั้นมีลักษณะโดดเด่นหรือด้อยในด้านใด

1.3 ขอบเขตของงานวิจัย

การศึกษาเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทในครั้งนี้ ใช้การเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจำกัดกลุ่มตัวอย่างไว้สำหรับบริษัทที่อยู่ในกลุ่ม ESG100 เนื่องด้วยข้อจำกัดด้านการเก็บข้อมูลที่จำเป็นจะต้องใช้วิธีการวิเคราะห์เนื้อหาจากรายงานประจำปี งบการเงิน หมายเหตุประกอบงบการเงิน รายงานความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท แบบแสดงข้อมูลรายการ (แบบ 56-1) รวมไปถึงข้อมูลอื่นๆที่มีการเปิดเผยสู่สาธารณชน โดยการใช้ข้อมูลนั้นจะใช้ข้อมูลของปี 2014 ซึ่งเป็นปีแรกและปีเดียวที่มีการจัดอับดับหุ้นในกลุ่ม ESG100 จนถึงปัจจุบัน ซึ่งฐานข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยนี้คือรายชื่อบริษัทในกลุ่ม ESG100 ในปี 2014 แต่ข้อมูลที่นำมาใช้เพื่อการวิเคราะห์นั้นบางส่วนเป็นข้อมูลของปี 2012 และปี 2013 ด้วย เพื่อประโยชน์ในการเปรียบเทียบ

ในส่วนของข้อมูลด้านอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นนั้น จะใช้ข้อมูลราคาหุ้นสามัญผ่านฐานข้อมูล SET Smart ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และฐานข้อมูล Datastream โดยมีเกณฑ์การพิจารณาคัดเลือกบริษัทเพิ่มเติม ดังนี้

1.3.1 เป็นบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่ม ESG100 ของปี 2014

1.3.2 ไม่เป็นบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ เนื่องจากกฎหมายในการกำกับดูแลสำหรับบริษัทประเภทนี้นั้นแตกต่างออกไป ข้อมูลที่ทางบริษัทเปิดเผยจึงอาจมีความแตกต่างทั้งในด้านของเนื้อหาและหลักเกณฑ์การจัดทำ

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.4.1 เพื่อแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมและอัตราผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทนั้นๆ

1.4.2 เพื่อสร้างแนวทางในการวัดระดับความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทในประเทศไทย

1.4.3 เพื่อสร้างความตระหนักถึงความสำคัญของความรับผิดชอบต่อสังคม และสร้างการรับรู้ในผลประโยชน์ที่เป็นรูปธรรมมากยิ่งขึ้น

1.4.4 เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาในเชิงกลยุทธ์ที่เกี่ยวข้องกับความรับผิดชอบต่อสังคมของผู้บริหารและผู้ที่เกี่ยวข้อง

1.4.5 เพื่อเสนอทางเลือกในการเลือกลงทุนของนักลงทุนรายย่อย โดยใช้ผลจากการวิจัยนี้ประกอบการตัดสินใจที่สอดคล้องกับกลยุทธ์ในการลงทุนของตน

บทที่ 2
วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นมีแนวทางในการจำแนกประเภทหลายรูปแบบ ซึ่งเมื่อแบ่งตามทฤษฎีแล้ว อาจสามารถแบ่งได้เป็นกลุ่มใหญ่ 4 กลุ่มด้วยกัน แต่อาจมีการทับซ้อนกันบ้างในรายละเอียด (สุทธิศักดิ์, 2556) คือ

กลุ่มที่หนึ่ง: ทฤษฎีเครื่องมือการบริหาร โดยมองว่าความรับผิดชอบต่อสังคมช่วยสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันได้ในระยะยาว ซึ่งจะช่วยให้บริษัทบรรลุเป้าหมายด้านการเงินได้ ทฤษฎีในกลุ่มนี้ประกอบไปด้วย ทฤษฎีมูลค่าของผู้ถือหุ้น ทฤษฎีตัวแทน และความรับผิดชอบต่อสังคมในเชิงกลยุทธ์

กลุ่มที่สอง: ทฤษฎีการเมือง กล่าวถึงอำนาจหน้าที่และสถานภาพของธุรกิจในบริบททางสังคม โดยมองว่าบริษัทเองก็มีหน้าที่ต่อสังคมเฉกเช่นพลเมืองทั่วไป เช่น ทฤษฎีบรรษัทพลเมือง และทฤษฎีบรรษัทธรรมนูญนิยม

กลุ่มที่สาม: ทฤษฎีบูรณาการ เป็นการรวมเอาความรับผิดชอบต่อสังคมและการดำเนินกิจการเข้าเป็นหนึ่งเดียวกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร เน้นการตอบสนองต่อสังคมและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย

กลุ่มที่สี่: ทฤษฎีจริยธรรม โดยให้ความสำคัญกับจริยธรรมในการดำเนินธุรกิจ เช่น การทำการกุศล การดูแลผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย รวมไปถึงการพัฒนาอย่างยั่งยืนเพื่อคำนึงถึงผลประโยชน์ของชนรุ่นหลัง

2.1 ความรับผิดชอบต่อสังคมในเชิงกลยุทธ์ของบริษัท

ความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้น มีผู้ให้คำนิยามไว้ค่อนข้างหลากหลาย และความแตกต่างต่อความคิดเห็นที่คัดค้านหรือสนับสนุนการแสดงออกซึ่งความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทมักเกิดจากการตีความความหมายของความรับผิดชอบต่อสังคมแตกต่างกันออกไป โดยในภาพรวมแล้ว ความรับผิดชอบต่อสังคมในเชิงปฏิบัติของบริษัทอาจแบ่งได้อย่างกว้างออกเป็น 4 ลำดับขั้น ตาม Kraisornsuthasinee และ Swierczek (2009) โดยลำดับแรกคือพื้นฐานของการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งก็คือการทำตามกฎข้อบังคับและกฎหมาย ซึ่งเปรียบเสมือขั้นต่ำที่สุดที่บริษัทจำเป็นจะต้องทำ ถัดมาคือการทำการกุศลเพื่อช่วยเหลือสังคมในด้านต่างๆ (Corporate Philanthropy) ทั้งที่อาจจะเกี่ยวข้องหรือไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัท โดยมีวัตถุประสงค์

หลักเพื่อสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่องค์กร ซึ่ง Kotler และ Lee (2005, กล่าวถึงใน วรพรรณ, 2558) ได้ให้คำจำกัดความของการบริจาคเพื่อการกุศลนี้ไว้ว่า "...คือ การทำการกุศลโดยตรง หรือร่วมบริจาค ในรูปของการบริจาคเงินหรือวัตถุ สิ่งของ เป็นกิจกรรมความรับผิดชอบต่อสังคมที่พบเห็นในแทบทุกองค์กรธุรกิจ และที่ผ่านมามักจะเป็นไปตามกระแสความต้องการจากภายนอก หรือมีผู้เสนอให้ทำมากกว่าจะเกิดจากการวางแผน หรือออกแบบกิจกรรมจากภายในองค์กรเอง ทำให้ไม่เกิดการเชื่อมโยงกับเป้าหมายหรือพันธกิจขององค์กรเท่าใดนัก..." ลำดับที่สามคือการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมในรูปแบบของการนำเอาเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ (ESG) เข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของการดำเนินงานและการตัดสินใจของบริษัท และลำดับสุดท้ายคือการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมเชิงกลยุทธ์ (Strategic CSR) ซึ่งรวมเอาความรับผิดชอบต่อสังคมเข้ากับความสามารถหลักของบริษัทเพื่อสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขัน โดยความรับผิดชอบต่อสังคมเชิงกลยุทธ์นี้เป็นหนึ่งในทฤษฎีเครื่องมือการบริหารที่ได้กล่าวไปข้างต้น

ความรับผิดชอบต่อสังคมที่เป็นที่แพร่หลายและเป็นพื้นฐานความเข้าใจของคนส่วนมากนั้น คือ การทำการกุศล ดังจะเห็นได้จากข้อโต้แย้งของ Milton Friedman (1970) ที่เป็นที่กล่าวถึงค่อนข้างมากในสังคม โดยข้อโต้แย้งมิได้กล่าวถึงการนำเอาความรับผิดชอบต่อสังคมเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งในการดำเนินงานอย่างแท้จริง แต่มาจากการตีความว่าความรับผิดชอบต่อสังคมคือการทำการกุศลและการบริจาคเงิน และสาเหตุที่คนส่วนใหญ่เข้าใจเช่นนั้นเป็นเพราะว่าการทำการกุศลเป็นสิ่งที่บริษัทส่วนใหญ่เลือกที่จะทำ และนำเสนอว่าเป็นการแสดงออกซึ่งความรับผิดชอบต่อสังคม (Lantos, 2002)

ภาพที่ 2.1: ลำดับขั้นของความรับผิดชอบต่อสังคม (Suthisak Kraisornsuthasinee และ Swierczek, 2009)

ความแตกต่างระหว่างการทำการกุศลและการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมในเชิงกลยุทธ์ ประการแรกคือ ทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างประเด็นด้านสังคมและเศรษฐกิจ (Zollo, 2004) โดยการทำการกุศลนั้นทำไปด้วยเหตุผลเพื่อสร้างผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจให้เกิดกับบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องของภาพลักษณ์และชื่อเสียง ในขณะที่การแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมเชิงกลยุทธ์นั้นทิศทางของความสัมพันธ์จะเป็นไปในทางตรงกันข้าม โดยจุดมุ่งหมายของการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมคือการพัฒนาสังคมและสิ่งแวดล้อม โดยมีเศรษฐกิจและฐานะทางการเงินของบริษัทเป็นวิธีที่จะไปสู่จุดหมาย ประการที่สอง คือ ความแตกต่างกันในลักษณะของการดำเนินกิจกรรมที่เกี่ยวข้อง โดยในขณะที่การทำการกุศลนั้นเป็นการกระทำที่เกิดขึ้นเป็นครั้งคราว แต่ความรับผิดชอบต่อสังคมเชิงกลยุทธ์นั้นเป็นกลยุทธ์ทางธุรกิจอีกรูปแบบหนึ่งที่ผสานเข้ากับการดำเนินงานของธุรกิจตามปกติในทุกวัน (McElhaney, 2009)

ความรับผิดชอบต่อสังคมในเชิงกลยุทธ์นี้เองที่สามารถก้าวผ่านอีกขั้นของการโฆษณาและสร้างภาพลักษณ์ไปสู่การพัฒนาความสามารถในการแข่งขันของบริษัท (Burke และ Logsdon, 1996; Battaglia และคณะ, 2014) และสร้างผลประโยชน์ด้านการเงินได้ ซึ่งจุดนี้เองที่สื่อได้ว่ามีความเกี่ยวข้องกันระหว่างการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมและผลกระทบต่อความสำเร็จทางด้านการเงินของบริษัท (Weber, 2008) เช่น เรื่องของการสรรหาและรักษาทรัพยากรบุคคล (McElhaney, 2009; Sousa Filho และคณะ, 2010) และการลดต้นทุนการดำเนินงาน (Burke และ Logsdon, 1996; Babiak และ Trendafilova, 2011)

ความรับผิดชอบต่อสังคมในเชิงกลยุทธ์นั้น อาจสามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ ตามการจัดกลุ่มของ สุทธิศักดิ์ (2556) คือ การมุ่งลดผลกระทบที่เกิดจากการดำเนินธุรกิจ และการมุ่งสร้างโอกาสทางธุรกิจ โดยการมุ่งลดผลกระทบนั้นจะเป็นการเพิ่มความราบรื่นในการทำงาน และการได้รับการอนุญาตจากสังคม (Social License to Operate) ในขณะที่การสร้างโอกาสทางธุรกิจนั้นจะชัดเจนกว่าในการเชื่อมโยงความรับผิดชอบต่อสังคมเข้ากับผลตอบแทนในทางธุรกิจ

งานวิจัยชิ้นนี้จึงมุ่งเน้นที่จะนำเอาความเป็นไปได้ถึงความสัมพันธ์ในลักษณะนี้มาศึกษาในกรณีของประเทศไทย ดังนั้นคำว่าความรับผิดชอบต่อสังคมในงานวิจัยชิ้นนี้จึงมิได้จำกัดอยู่เพียงแค่การทำการกุศลอย่างที่คนส่วนใหญ่เข้าใจกันเท่านั้น แต่ยังรวมเอาเรื่องของการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมเชิงกลยุทธ์เข้ามาเป็นส่วนสำคัญด้วย

2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรและผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น

ปัจจัยที่อาจส่งผลต่อความคิดเห็นของนักลงทุนต่อบริษัทนั้นมีหลายประการ (Baker and Wurgler, 2007) เช่น มูลค่าตลาด อายุของบริษัท ความสามารถในการทำกำไร ความผันผวนของราคาหุ้น การจ่ายเงินปันผล และการที่บริษัทกำลังประสบกับภาวะวิกฤติ เป็นต้น ซึ่งอีกปัจจัยหนึ่งที่ได้รับการพูดถึงกันอย่างกว้างขวางมากขึ้นในช่วงตั้งแต่ศตวรรษที่ 20 เป็นต้นมา คือ แนวความคิดด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) (อนันตชัย, 2550) แต่อย่างไรก็ตาม ยังคงไม่แน่ชัดว่านักลงทุนต้องการรวมเอาความรับผิดชอบทางสังคมเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของการตัดสินใจลงทุนหรือไม่ และความรับผิดชอบทางสังคมในด้านใดที่นักลงทุนให้มูลค่ามากที่สุด (M**ă**nescu, 2011) จึงมีงานวิจัยจำนวนมากที่ได้ศึกษาถึงผลกระทบที่ CSR มีต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น ซึ่งผลการศึกษานั้นยังคงมีข้อขัดแย้งกันอยู่มาก

ถ้าหากความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้นเป็นข้อมูลหนึ่งที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ดังนั้นการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้อง หรือเหตุการณ์ใดใดก็ตามที่ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงการรับรู้ของนักลงทุนต่อความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท ย่อมมีแนวโน้มจะส่งผลกระทบถึงการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นของบริษัทได้เช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Efficient Market Hypothesis ที่ว่าราคาหุ้นในตลาดนั้นสะท้อนถึงข้อมูลและความคาดหวังทั้งหมดที่นักลงทุนมีต่อหุ้นตัวนั้นไว้อย่างครบถ้วนแล้ว (Swedroe, 2013) ดังนั้นเหตุการณ์หรือข้อมูลใหม่ๆที่เกิดขึ้นในตลาดนั้นจะส่งผลให้ราคาหุ้นมีการปรับตัวตามข้อมูลใหม่ถ้าหากข้อมูลนั้นมีส่วนที่เกี่ยวข้องต่อการตัดสินใจของนักลงทุน หรือมีผลกระทบต่อปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่าพื้นฐานของหุ้น (Becchetti, Ciciretti, และ Hasan, 2007) ดังนั้น ถ้าหากความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้นส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนแล้ว ย่อมทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นมีการปรับตัวเช่นกัน

การศึกษาถึงการส่งผลต่อราคาหุ้นของความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นจึงมักถูกศึกษาด้วยวิธี Event Study และเลือกนำเอาเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นเป็นครั้งคราวและเห็นได้ชัดเจนมาศึกษา เช่น Becchetti, Ciciretti, และ Hasan (2007) ได้ศึกษาถึงเหตุการณ์ที่หุ้นได้ถูกรวมเข้าเป็นส่วนหนึ่งของ Domini 400 Social Index ในช่วงปี 1990-2004 ซึ่งพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญเมื่อหุ้นนั้นถูกถอดรายชื่อออกไป แม้แต่การประกาศข่าวสารที่เกี่ยวข้องเองก็เป็นเหตุการณ์ที่สามารถใช้เพื่อพิจารณาผลกระทบได้ เนื่องจากการสื่อสารให้นักลงทุนได้รับรู้ถึงความรับผิดชอบทางสัมคมของบริษัทนั้นเป็นการสร้างมูลค่าให้แก่ตัวบริษัทเอง (Yu, Du, และ Bhattacharya, 2013) โดยเห็นได้จากการที่การประกาศ Vigeo CSR

Rating นั้นส่งผลทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นนั้นในช่วงสองวันก่อนและสองวันหลังจากการประกาศ (Cellier และ Chollet, 2014) และการประกาศบริจาคเงินของบริษัทนั้นทำให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น (Hall และ Rieck, 1998) อย่างไรก็ตามยังคงมีผลการศึกษาที่พบว่าการประกาศข่าวสารเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้นส่งผลทางลบต่ออัตราผลตอบแทนเช่นกัน (Zeiner และ Johansan, 2013)

สำหรับกรณีของประเทศไทยเองก็มีการศึกษาถึงผลกระทบจากข่าวสารด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทต่อราคาหุ้นเช่นเดียวกัน โดยธารินทร์ (2553) พบว่าความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นส่งผลด้านบวกต่ออัตราผลตอบแทนในหุ้นเฉพาะช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์การเงินเท่านั้น แต่ไม่มีผลใดๆในช่วงเวลาปกติ ซึ่งสอดคล้องกับ วริยา (2554) และอาณัติ (2556) ที่พบว่าการที่บริษัทได้รับรางวัล CSR หรือถูกถอดรางวัลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ส่งผลกระทบใดๆต่อราคาหุ้นของบริษัท จึงอาจตีความได้ว่านักลงทุนไทยยังไม่ได้ให้มูลค่ากับความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทมากนัก

นอกจากเหตุการณ์ในลักษณะของ One-time Event แล้ว ยังมีการศึกษาที่พิจารณาถึง *<u>ระดับ</u>ของความรับผิดชอบต่อสังคมที่นักลงทุนรับรู้ และการเลือกลงทุนในบริษัทซึ่งมีระดับความรับผิดชอบต่อสังคมสูง ไม่ว่าจะวัดด้วยค่า ESG Score* (Evans และ Peiris, 2010; Mănescu, 2011; Balatbat, Siew, และ Carmichael 2012; Friede, Busch, และ Bassen, 2015; Sahut และ Pasquini-Descomps, 2015) *ค่า KLD* (Kempf และ Osthoff, 2007; Nelling และ Webb, 2008; Galema, Plantinga, และ Scholtens, 2008) หรือ*ค่า EIRIS Score* (The Ethical Investment Research Service) (Bauer, Koedijk, และ Otten, 2005; Brammer, Brooks, และ Pavelin, 2006) นั้นจะส่งผลถึงอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่ต่างออกไปเมื่อเทียบกับการลงทุนในบริษัททั่วไป ซึ่งโดยรวมแล้ว อัตราผลตอบแทนที่แตกต่างกันนี้อาจสามารถอธิบายได้ด้วยสามทฤษฎี คือ เหตุผลทางเศรษฐศาสตร์ คุณค่าที่ถูกรับรู้โดยนักลงทุน และปัจจัยเสี่ยงด้านความไม่ยั่งยืน (Mănescu, 2011)

เหตุผลทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Argument) คือ ทฤษฎีที่กล่าวว่าการที่บริษัทมีความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นจะมีทั้งผลประโยชน์และต้นทุนเกิดขึ้น แต่ยังไม่สามารถชี้ชัดได้ว่าสิ่งใดมีมากกว่า และการที่ผลประโยชน์หรือต้นทุนนั้นจะถูกสะท้อนอยู่ในราคาหุ้นของบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพ จำเป็นจะต้องมีข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทอย่างเพียงพอต่อการตัดสินใจของนักลงทุน

คุณค่าที่ถูกรับรู้โดยนักลงทุน (Discriminatory-taste Argument) เป็นแนวคิดที่มองว่าสิ่งที่ส่งผลต่อผลตอบแทนที่แท้จริง คือ คุณค่าที่นักลงทุนมอบให้กับการกระทำนั้นๆ ซึ่งไม่จำเป็นว่าจะต้องเป็นคุณค่าด้านตัวเงินเสมอไป แต่อาจเป็นสิ่งที่นักลงทุนมองว่าจะให้ประโยชน์แก่ตนเองได้ถ้า

หากบริษัทที่เลือกลงทุนนั้นมีความรับผิดชอบต่อสังคม โดยไม่คำนึงว่าการสร้างให้เกิดความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นมีผลประโยชน์หรือต้นทุนมากกว่ากัน

และทฤษฎีสุดท้ายคือการมองว่าความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้นอาจเป็นปัจจัยเสี่ยงด้านความไม่ยั่งยืน (Non-sustainability Risk) เนื่องจากความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นอาจส่งผลกระทบต่อระดับความเสี่ยงของบริษัทได้เช่นเดียวกันกับความเสี่ยงของตลาด, ขนาดของบริษัท, Book-to-market ratio, และความเสี่ยงที่เป็นระบบอื่นๆตามทฤษฎี

Economic Argument และ Discriminatory-taste Argument นั้นอาจเรียกได้ว่าเป็นผลจากการประเมินมูลค่าที่ผิดพลาด (Mispricing) ของนักลงทุน ซึ่งมองว่าความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นส่งผลต่อกระแสเงินสดของบริษัท แต่เนื่องจากไม่มีข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจ จึงทำให้ราคาหุ้นมิได้สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทได้ดีพอ ซึ่งอาจทำให้เกิดได้ทั้งผลตอบแทนที่สูงกว่าหรือต่ำกว่าปกติเมื่อปรับความเสี่ยงแล้ว (Risk-Adjusted Returns) โดยถ้าหากนักลงทุนประเมินค่าของผลประโยชน์นั้นต่ำเกินไป หรือประเมินต้นทุนสูงเกินไปแล้ว อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงแล้วของบริษัทที่มี CSR สูงจะสูงกว่าบริษัทที่มี CSR ต่ำ (Statman, 2006) ดังนั้น การที่นักลงทุนประเมินประโยชน์ที่ได้รับต่ำเกินไปจะทำให้เกิดผลตอบแทนที่ไม่คาดคิดที่เป็นบวก หรืออาจช่วยลดความผันผวนของอัตราผลตอบแทนลง (Ravlic และ Yarnold, 2015; Harjoto และ Jo, 2015) ซึ่งอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดการประเมินมูลค่าที่ผิดพลาดก็เป็นได้ (Mănescu, 2011)

ความสัมพันธ์ระหว่าง CSR และผลตอบแทนทางการเงินของบริษัทนั้น อาจมีการเปลี่ยนแปลงไปในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมานี้ เนื่องจากนักลงทุนจำนวนมากเริ่มที่จะหันมาใส่ใจในเรื่องของประเด็นทางสังคมและสิ่งแวดล้อมมากยิ่งขึ้น (Girerd-Potin, Jimenez-Garcès, และ Louvet, 2013) เมื่อพิจารณาทฤษฎีที่พยายามอธิบายถึงสาเหตุของความสัมพันธ์แล้ว ผลที่อาจเกิดขึ้นอาจแบ่งได้เป็นสามกรณีตามงานวิจัยของ ` คือ Doing Good but Not Well, Doing Good While Doing Well, และ No Effect

“Doing Good While Doing Well”

แนวคิดนี้เป็นแนวความคิดที่ว่าความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรและผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นนั้นเป็นบวก ซึ่งอาจเกิดจากการที่ผู้บริหารหรือนักลงทุนนั้นคาดการณ์ประโยชน์ที่จะได้รับต่ำเกินไป เนื่องจาก CSR นั้นอาจให้ผลตอบแทนที่ไม่ชัดเจนในรูปของตัวเงิน และบ่อยครั้งที่ผลประโยชน์ที่ได้รับจะเกิดขึ้นในระยะยาว แต่ต้นทุนที่เกิดขึ้นจะเกิดขึ้นทันทีและเห็นได้ชัดเจนกว่ามาก นักลงทุนจึงให้มูลค่าของหุ้นตัวนั้นต่ำเกินควร เพราะฉะนั้นความรับผิดชอบต่อสังคมที่สูงกว่าจะทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงแล้วมากกว่า

มูลค่าที่ CSR มีต่อบริษัทนั้นยังขึ้นอยู่กับปัจจัยภายนอก (Flammer, 2012) คือแรงกดดันที่ต้องการให้บริษัทแสดงความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมที่มากขึ้นในช่วงหลายปีที่ผ่านมา โดย

CSR ด้านที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อมนี้เป็นเหมือนสิ่งที่นักลงทุนมองว่าบริษัทจำเป็นต้องมี (PwC, 2013) และนักลงทุนจะตอบสนองรุนแรงมากขึ้นต่อการกระทำที่ส่งผลเสียต่อสังคม และตอบสนองเชิงบวกน้อยลงสำหรับการกระทำที่แสดงความรับผิดชอบต่อสังคม (Crifo, Forget, และ Teyssier, 2015; Tronsgaard และ Berger, 2014) มากไปกว่านั้น CSR เป็นเสมือนทรัพยากรของบริษัทที่ให้ผลตอบแทนส่วนเพิ่มที่ลดลงเรื่อยๆ โดยมิได้มีความสัมพันธ์เป็นเส้นตรงกับปริมาณการทำ CSR ซึ่งเห็นได้จากการเปลี่ยนแปลงเชิงบวกของผลตอบแทนจากหุ้นที่มีความเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมนั้นเพิ่มขึ้นน้อยกว่าสำหรับบริษัทที่มีระดับการทำ CSR สูงอยู่แล้ว (Flammer, 2012)

Flammer (2012) พบว่า บริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมนั้นมีราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับ Lin, Yang, และ Liou (2009) ซึ่งได้ศึกษาความสัมพันธ์นี้ในตลาดไต้หวันและพบความสัมพันธ์ที่เป็นบวกเช่นเดียวกัน และการที่นักลงทุนรับรู้ถึง CSR ของบริษัทนั้นเป็นอีกปัจจัยที่ทำให้ข้อมูลมีผลต่อการตัดสินใจ Yu, Du, และ Bhattacharya (2013) จึงได้ทำการศึกษาการเปิดเผยข้อมูลส่วนนี้ และพบว่าข้อมูล CSR ที่เปิดเผยนั้นส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะสำหรับบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชนค่อนข้างน้อย ในขณะที่บริษัทที่ถูกวิพากย์วิจารณ์ในด้านลบเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นมีอัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าปกติอย่างมีนัยสำคัญ (Tronsgaard และ Berger, 2014)

Kempf และ Osthoff (2007) ยังได้ทำการศึกษาถึงกลยุทธ์การลงทุนด้วยการซื้อหุ้นที่มีคะแนนความรับผิดชอบต่อสังคมสูงเมื่อวัดด้วย KLD และขายหุ้นที่มีคะแนน KLD ต่ำ ซึ่งพบว่ากลยุทธ์การลงทุนนี้ก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าระดับปกติ (Abnormal Returns) มากถึง 8.7% ต่อปี แม้ว่าจะหักต้นทุนค่าธุรกรรมแล้วก็ตาม และจากการใช้การวิเคราะห์เชิงอภิมาน (Meta Analysis) จำนวน 52 ครั้งเพื่อทดสอบ Orlitzky, Schmidt, และ Rynes (2003) พบว่าความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้น ซึ่งนับเป็นตัวชี้วัดทางการตลาด แม้ว่าจะสัมพันธ์น้อยกว่าตัวชี้วัดทางบัญชีก็ตาม

Wang (2011) ได้ทำการสร้าง CSR Index ซึ่งประกอบด้วยการลงทุนด้านสังคมของบริษัทและความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และสร้างพอร์ตการลงทุนที่มีระดับ CSR Index สูง, กลาง, และต่ำ และทำการศึกษาผลตอบแทนจากหุ้นทั้งในระยะสั้นและระยะยาว เปรียบเทียบกับ Market Index, Value Stocks, และ Growth Stocks ซึ่งผลการศึกษาพบว่าความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นส่งผลทางบวกต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นนั้นๆ ซึ่งสอดคล้องกับ Borgers และคณะ (2013) ที่ได้ทำการสร้างดัชนีความสัมพันธ์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder-relations Index (SI)) ของบริษัทในสหรัฐอเมริกาในช่วงปี 1992-2009 และสรุปว่า SI นั้นสามารถอธิบายถึงความผิดพลาดของนักลงทุนในการคาดการณ์ผลประกอบการในอนาคตของบริษัทได้ เนื่องจาก SI นั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงแล้ว แต่อย่างไรก็ตามเมื่อนักลงทุน

จำนวนมากขึ้นได้รับรู้ถึงประเด็นของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัท ข้อมูลนี้จะถูกนำเข้าไปรวมในการประเมินราคาหุ้นจนทำให้ความผิดพลาดในการคาดการณ์นั้นหมดไปในที่สุด

อย่างไรก็ตามอัตราผลตอบแทนที่เป็นบวกนั้นอาจมิได้เกิดขึ้นในทุกช่วงเสมอไป โดยในบางกรณีนั้น CSR จะส่งผลทางบวกเมื่อขยายเวลาในการวิจัยออกไปให้ยาวนานขึ้น (Eccles, Ioannou, และ Serafeim, 2014; Derwall และคณะ, 2004; Cheung และคณะ, 2009) เพื่อคำนึงถึงความเป็นไปได้ที่ประโยชน์ของ CSR นั้นยังไม่เกิดขึ้นในช่วงสั้นๆ (Dobre, Stanila, และ Brad, 2015) และผลด้านบวกของ CSR อาจปรากฏให้เห็นแค่ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจเท่านั้น โดยเมื่อเทียบกันระหว่างกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมและกองทุนรวมโดยทั่วไปแล้ว Varma และ Nofsinger (2012) พบว่ากองทุนรวมที่เลือกลงทุนในหุ้นที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากองทุนรวมโดยทั่วไปในช่วงที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจเท่านั้น

มากไปกว่านั้น มิใช่ว่าความรับผิดชอบต่อสังคมในทุกๆด้านนั้นจะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนทั้งหมด โดย Mănescu (2011) ระบุว่าความสัมพันธ์กับชุมชนของบริษัทเป็นเพียงปัจจัยเดียวที่ก่อให้เกิดผลตอบแทนที่เป็นบวกเกินคาด แต่ Cellier และ Chollet (2016) ระบุว่ามีถึงสามปัจจัยที่ส่งผลด้านบวก คือ ปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สิทธิมนุษยชน และพนักงาน และ Dobre, Stanila, และ Brad (2015) พบว่ามีเพียงแค่ปัจจัยด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้นในระยะเวลาหนึ่งปีหลังจากที่มีการทำกิจกรรมนั้น ซึ่งสอดคล้องกับผลที่ว่า CSR เป็นประโยชน์ที่จะเกิดขึ้นในระยะยาวด้วยเช่นกัน

“Doing Good but Not Well”

แนวคิดนี้เป็นแนวคิดที่ว่าความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรและผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นนั้นเป็นลบ โดยนักลงทุนจะมองว่าต้นทุนในการมีความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นสูงกว่าผลประโยชน์ที่บริษัทจะได้รับ และมิได้ส่งผลต่อผลประกอบการที่ดีขึ้นของบริษัทแต่อย่างใด (RBC Global Asset Management, 2012) หรืออาจทำให้ผลประกอบการแย่ลง เนื่องจากการให้ความสนใจกับความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นจะทำให้ผู้บริหารพลาดเป้าหมายที่แท้จริงในเรื่องของการทำกำไร (Buhr และ GrafstrÖm, 2007) เพราะการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นไม่ได้ก่อให้เกิดรายได้ที่ชัดเจน และในหลายๆครั้ง การแสดงถึงความรับผิดชอบต่อสังคมอาจก่อให้เกิดผลเสียต่อชื่อเสียงของบริษัท จากการที่นักลงทุนมองว่าเป็นเพียงแค่การ “โฆษณา” มากกว่าความตั้งใจจริง (Zeiner และ Johansen, 2013) และ Manchiraju และ Rajgopal (2015) ยังพบว่าบริษัทที่ถูกบังคับให้แสดงความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นมีราคาหุ้นลดต่ำลงค่อนข้างมาก

ผลการศึกษาอีกจำนวนไม่น้อยที่พบว่าความสัมพันธ์นั้นเป็นลบ (Iqbal และคณะ, 2012; Pan และคณะ, 2014; Hirigoyen และ Poulain-Rehm, 2015; Makni และคณะ, 2008)

โดย Brammer, Brooks, และ Pavelin (2006) ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์นี้ในประเทศอังกฤษ และพบว่าเมื่อวัดด้วยตัววัดโดยรวมแล้ว บริษัทที่มีคะแนนความรับผิดชอบต่อสังคมต่ำกลับมีอัตราผลตอบแทนเกินระดับปกติมาก จึงอาจเป็นไปได้ว่า CSR เป็นการทำลายมูลค่าของผู้ถือหุ้น และ Zeiner และ Johansen (2013) ก็ได้ทำการศึกษาด้วยตัวแบบ Market Model, Fama and French Model และ Carhart Model และพบความสัมพันธ์ที่เป็นลบเช่นเดียวกัน

ถ้าหากพิจารณาในด้านของกลยุทธ์การลงทุนแล้ว การเลือกลงทุนใน Socially Responsible Investment หรือ SRI ของนักลงทุนนั้นจะทำให้ผลตอบแทนลดลง อันมีสาเหตุสำคัญจากการที่โอกาสในการลงทุนนั้นลดลงตามจำนวนหุ้นที่ไม่ถูกนำมารวมเพราะมีความรับผิดชอบต่อสังคมต่ำ (RBC Global Asset Management, 2012) ทำให้เกิดข้อจำกัดในการสร้างหลักทรัพย์การลงทุน เนื่องจากการสร้างความสมดุลระหว่างผลตอบแทนและความเสี่ยงจะทำได้ยากขึ้น มากไปกว่านั้น นักลงทุนอาจยอมที่จะเสียผลตอบแทนบางส่วนไปเพื่อแลกกับการหลีกเลี่ยงการถือหุ้นของบริษัทที่ไม่มีความรับผิดชอบต่อสังคม ทำให้อัตราผลตอบแทนนั้นลดลง (Hamilton, Jo, และ Statman,1993; Statman และ Glushkov, 2009) ซึ่ง Renneboog, Horst, และ Zhang (2008) พบว่ากองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมเพียงอย่างเดียวนั้น มีผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในประเทศกว่า 2.2%-6.5%

Vujicic (2015) ยังได้ศึกษาถึงตัวชี้วัดที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม ชุมชน และการจ้างงานของบริษัทแล้ว พบว่าบริษัทที่ได้รับคะแนนที่สูงกว่านั้นกลับมีผลตอบแทนจากหุ้นที่ต่ำกว่า โดยเฉพาะในปัจจัยด้านชุมชนที่ส่งผลกระทบทางลบมากที่สุด ซึ่งขัดแย้งโดยตรงกับผลการศึกษาของ Mănescu (2011) ที่กล่าวไปข้างต้น ซึ่งอาจมีสาเหตุจากการที่ผู้บริหารของบริษัทอาจฉวยโอกาสใช้การแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมนี้เพื่อผลประโยชน์ส่วนตน แม้ว่าจะเป็นการกระทำที่มีต้นทุนสูงก็ตาม (Barnea และ Rubin, 2010) เช่น การหวังผลด้านชื่อเสียง โดยต้นทุนที่สูงกว่าผลประโยชน์นี้จะทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนนั้นต่ำลง

“No Effect”

แนวความคิดสุดท้าย คือแนวคิดที่ว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรและผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น ซึ่งอาจเกิดจากการที่การแสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้นไม่มีต้นทุนและไม่เกิดผลประโยชน์ ยกตัวอย่างเช่น เมื่อนักลงทุนมองว่าความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นเป็นเพียงแค่คำพูดเท่านั้น (Statman และ Glushkov, 2009) หรืออาจเกิดจากการที่ผลประโยชน์ที่ได้รับเท่ากับต้นทุนที่เสียไป ดังนั้น จึงไม่ส่งผลใดๆต่อผลการดำเนินงานของบริษัท และแนวความคิดนี้ยังสอดคล้องกับ Efficient Market Hyphotheis ถ้าหากว่าความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้นมิได้เป็นข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการประเมินมูลค่าหุ้นแต่อย่างใด

(Mănescu, 2011) หรือแม้กระทั่งเป็นข้อมูลที่เกี่ยวข้องต่อการตัดสินใจแต่ได้ถูกรวมไว้ในราคาของหุ้นอย่างมีประสิทธิภาพแล้ว เนื่องจากข้อมูลนั้นเป็นที่รับรู้โดยทั่วไปของนักลงทุน (Wall, 1995)

เมื่อมองจากมุมมองของกลยุทธ์การลงทุนแล้ว แม้ว่านักลงทุนจะมีทางเลือกน้อยลงในการเลือกลงทุนในหุ้น แต่จะไม่ส่งผลต่อผลตอบแทนที่จะได้รับ โดยมีเหตุผลสามประการ (RBC Global Asset Management, 2012) คือ

- การนำเอาแนวความคิดด้านความรับผิดชอบต่อสังคมมาเป็นปัจจัยหลักในการเลือกลงทุนในหุ้นนั้น จะลดโอกาสในการลงทุนในลักษณะของ Random Basis เท่านั้น
- จำนวนหุ้นที่ไม่ถูกนำมารวมนั้นมีจำนวนน้อย
- แม้ว่าจำนวนหุ้นทั้งหมดที่สามารถเลือกได้จะมีน้อยลง แต่ความมีประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์นั้นมิได้ลดลงไปมากจนมีนัยยะสำคัญ

แนวคิดนี้ได้ถูกสนับสนุนด้วยผลการศึกษาจำนวนไม่น้อยที่ไม่พบถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนและความรับผิดชอบต่อสังคม (Nollet, Filis, และ Mitrokostas, 2016; Lee, Faff, และ Rekker, 2013) แม้ว่าการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นจะมีความเจาะจงเฉพาะในบางเรื่องก็ตาม โดย Dobre, Stanila, และ Brad (2015) ไม่พบว่าการที่บริษัทใส่ใจต่อสิ่งแวดล้อม ทั้งในเรื่องของ น้ำ อากาศ ดิน และพลังงาน นั้นส่งผลใดๆต่อผลตอบแทนจากหุ้นในช่วงระยะเวลาหนึ่งปีที่เกิดกิจกรรมนั้นๆ แต่อย่างไรก็ตามอาจเป็นไปได้ว่าความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นจะให้ประโยชน์ในระยะยาวมากกว่าระยะสั้น

Hamilton, Jo, และ Statman (1993) ไม่พบความแตกต่างใดๆของผลตอบแทนจากกองทุนที่เน้นการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมกับกองทุนปกติทั่วไป ซึ่ง Humphrey และ Tan (2013) เองก็ได้ทดลองสร้างหลักทรัพย์ที่มีเฉพาะหุ้นของบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งพบว่าผลลัพธ์ที่ได้นั้นไม่แตกต่างจากการลงทุนในรูปแบบปกติ และงานวิจัยที่ได้ศึกษาในเวลาต่อมานั้นสนับสนุนผลการวิจัยนี้ โดย Mollet และ Ziegler (2014) ได้ทำการศึกษาผลตอบแทนของกลยุทธ์การลงทุนแบบ Socially Resoponsible Investment (SRI) ในประเทศสหรัฐอเมริกา และประเทศในแถบยุโรปตั้งแต่ปี 1998-2009 และได้ข้อสรุปว่าหุ้นของบริษัทที่มี CSR นั้นได้ถูกประเมินมูลค่าอย่างถูกต้องจากนักลงทุนแล้ว เนื่องจากไม่พบว่ามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่สูงกว่าหุ้นโดยทั่วไป ซึ่งสอดคล้องกับที่ Revelli และ Viviani (2014) ใช้เทคนิคการวิเคราะห์เชิงอภิมานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนแบบ SRI กับผลตอบแทนที่ได้รับเช่นเดียวกัน

Halbritter และ Dorfleitner (2015) ไม่พบความแตกต่างของผลตอบแทนระหว่างหุ้นของบริษัทที่มีคะแนน ESG (Environmental, Social, and Governance) โดยรวมสูงและต่ำ

เช่นเดียวกัน แม้ว่าผลจากการใช้ Fama and MacBeth Model จะแสดงถึงความสัมพันธ์อย่างมีนัยยะบ้างก็ตาม แต่นักลงทุนไม่สามารถใช้ประโยชน์จากความสัมพันธ์นี้ได้ เนื่องจากขนาดและทิศทางของความสัมพันธ์นั้นจะเปลี่ยนแปลงไปตามช่วงเวลาและมีความไม่แน่นอนสูง และทิศทางของความสัมพันธ์นั้นเป็นเรื่องที่มีความคลุมเครือ โดย Nelling และ Webb (2008) ระบุว่าบริษัทที่มีผลประกอบการดีจะมีการลงทุนเพื่อในกิจกรรมที่แสดงถึงความรับผิดชอบต่อสังคมมากโดยเฉพาะในด้านของความสัมพันธ์กับพนักงาน แต่ในทางกลับกันนั้น ความรับผิดชอบต่อสังคมมิได้ส่งผลใดๆต่อผลประกอบการของบริษัท

2.3 ทฤษฎีในการวัดและเปรียบเทียบระดับความรับผิดชอบต่อสังคม

ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทและผลตอบแทนที่เป็นรูปธรรมในด้านของการลงทุนนั้นเป็นเรื่องยากที่จะชี้ชัด เนื่องจากลักษณะของความเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพของความรับผิดชอบต่อสังคมที่ยากแก่การเปลี่ยนให้อยู่ในรูปของข้อมูลเชิงปริมาณที่สามารถทำการเปรียบเทียบกันได้ เนื่องจากความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นมีหลายมิติและจำเป็นจะต้องอาศัยวิจารณญาณในการประเมิน ทฤษฎีในการวัดและเปรียบเทียบความรับผิดชอบต่อสังคมของแต่ละบริษัทนั้นจึงยังไม่มีความชัดเจน เนื่องด้วยแนวคิดเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นเป็นเรื่องที่มีความแตกต่างกันในด้านขององค์ประกอบและผลกระทบที่เกิดขึ้น และแต่ละวิธีที่นั้นมักจะมีข้อจำกัดบางประการอยู่เสมอ ดังนั้น Leaniz และ Bosque (2013) จึงกล่าวว่าไม่มีวิธีใดวิธีหนึ่งที่สามารถวัดกิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทได้ทั้งหมด

อย่างไรก็ตาม การวัดความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นเป็นเรื่องที่สำคัญและจำเป็น โดย Archie B. Carroll ผู้เป็นเจ้าของทฤษฎี Pyramid of Corporate Social Responsibility[5] ได้กล่าวไว้ว่า ความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรนั้นควรอย่างยิ่งที่จะต้องถูกวัดอย่างเหมาะสม เนื่องจากเรื่องนี้เป็นประเด็นที่สำคัญต่อทั้งธุรกิจและสังคม และเกณฑ์การวัดนั้นเป็นส่วนหนึ่งของการจัดการกับเรื่องที่มีความสำคัญ (Carroll, 2000, หน้า 473)

การวัดความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทในการศึกษาที่ผ่านมานั้นสามารถแบ่งออกได้เป็น 4 ประเภทกว้างๆ โดย Maignan และ Ferrell (2000) ได้แบ่งออกเป็นสามรูปแบบ คือ การประเมินจากผู้เชี่ยวชาญ การประเมินจากตัวชี้วัด การตอบแบบสอบถาม และ Soana (2009) ได้

[5] ระดับของความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นแบ่งเป็น 4 ระดับ จากฐานพีระมิดสู่ยิดพีระมิด คือ Economics, Legal, Ethical, และ Philanthropic

เพิ่มเติมในเรื่องวิธีการวิเคราะห์เนื้อหาขึ้นมาอีกประเภทหนึ่ง ซึ่งการวัดแต่ละประเภทมีรายละเอียดดังนี้

1. การประเมินจากผู้เชี่ยวชาญ (Expert Evaluations) ซึ่งเป็นการใช้ข้อมูลที่ได้รับจากผู้เชี่ยวชาญในด้านธุรกิจหรืออุตสาหกรรมนั้นๆขึ้นมาประกอบเป็นฐานข้อมูลหรือการจัดอันดับ และนับเป็นตัววัดประเภทที่ได้รับความนิยมค่อนข้างมากในงานศึกษาที่ผ่านมา เช่น *Fortune's Corporate Reputaion Index (CRI)* (McGuire, Sundgren, และ Schneeweis, 1988; Antunovich และ Laster, 1998; Flanagan, O'Shaughnessy, และ Palmer, 2011; Jackson และ Hua, 2009), *ESG Ratings* (Vasal, 2009; Ribando และ Bonne, 2010; Evans และ Peiris, 2010; Mănescu, 2011), *Canadian Social Investment Database (CSID) Ratings* (Mahoney และ Roberts, 2007; Fischer และ Khoury, 2007; Makni, Francoeur, และ Bellavance, 2009) *The Ethical Investment Research Service (EIRIS Score)* (Bauer, Koedijk, และ Otten, 2005; Brammer, Brooks, และ Pavelin, 2006), *Vigeo Ratings* (Velde, Vermeir, และ Corten, 2005; Cellier และ Chollet, 2011) และ *KLD Index* ที่เรียกได้ว่าเป็นแหล่งข้อมูลที่ได้รับความนิยมมากที่สุดในงานศึกษาที่เกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคม (Griffin และ Mahon, 1997; Tsoutsoura, 2004; Nelling และ Webb, 2008; Chen และ Delmas, 2010; Yu, Du, และ Bhattacharya, 2013) ซึ่งการวัดในรูปแบบนี้เรียกได้ว่าค่อนข้างมีความน่าเชื่อถือ เนื่องจากเป็นการประเมินโดยผู้เชี่ยวชาญที่เป็นบุคคลภายนอก

2. การประเมินจากตัวชี้วัด ทั้งแบบองค์ประกอบเดียวและหลายองค์ประกอบ (Single-issue and Multiple-issue Indicators) โดยเป็นความพยายามที่ทำให้เกณฑ์การวัดเป็นรูปธรรมมากขึ้น เพื่อหลีกเลี่ยงการใช้ความคิดเห็นส่วนบุคคลมากจนเกินไป เช่น การใช้ Pollution Control Index (Bragdon และ Marlin, 1972) หรือ Carbon Emission Rates (Matsumura, Prakash, และ Vera-Muñoz, 2014) อย่างไรก็ตามการใช้ตัววัดในรูปแบบนี้อาจไม่สามารถวัดองค์ประกอบของความรับผิดชอบต่อสังคมในทุกๆด้านได้ เนื่องจากในหลายๆครั้งพฤติกรรมของบริษัทไม่สามารถประเมินออกมาเป็นตัวเลขที่สามารถวัดได้อย่างเป็นรูปธรรม

3. การตอบแบบสอบถามจากผู้บริหาร (Surveys of Managers) แต่วิธีนี้ควรต้องใช้ความระมัดระวังในการประเมินข้อมูล เนื่องจากข้อมูลที่ได้นั้นเป็นเพียงภาพสะท้อนจากมุมมองของผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น แต่อาจจะไม่ใช่พฤติกรรมที่แท้จริงของบริษัท (Maignan และ Ferrell, 2000)

4. การวิเคราะห์เนื้อหา (Content Analysis) ซึ่งเป็นการประเมินระดับของความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทที่ถูกกล่าวอ้างหรือประกาศในเอกสารที่เป็นสาธารณะ เป็นการวิเคราะห์

เชิงคุณภาพ ภายใต้ข้อสันนิษฐานที่ว่าการเปิดเผยข้อมูลในส่วนนี้เป็นตัวแทนที่ดีของความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท (Soana, 2009)

ความท้าทายของการสร้างตัววัดความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้นอยู่ที่ความน่าเชื่อถือและความมีหลักการที่สามารถใช้เพื่อเปรียบเทียบได้จริง ซึ่งที่ผ่านมานั้น นักวิจัยหลายท่านมิได้ใช้เกณฑ์การวัดที่สมบูรณ์แบบที่สามารถเป็นตัวแทนของความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทได้จริง และมักที่จะมุ่งเน้นไปที่บางองค์ประกอบของความรับผิดชอบต่อสังคมเท่านั้น โดยไม่ได้นำเอาองค์ประกอบด้านอื่นๆอีกหลายด้านมาเป็นส่วนหนึ่งในการวัด (Waddock และ Graves, 1997)

หลักที่สำคัญที่สุดของการสร้างตัววัดเพื่อให้ทุกบริษัทสามารถเปรียบเทียบกันได้จริงนั้น คือ การสร้างตัววัดที่ครอบคลุมทุกองค์ประกอบของความรับผิดชอบต่อสังคมให้ได้มากที่สุด ซึ่งต้องคำนึงถึงความเป็น ‘multiple-indicators, multiple-causes’ หรือ MIMIC (Elsayed และ Paton, 2005) และสามารถแปลงค่านั้นให้เป็นตัวเลขได้

สำหรับในประเทศไทยแล้ว ยังไม่มีองค์กรหรือหน่วยงานใดที่สร้างเกณฑ์ในการวัดและจัดอันดับความรับผิดชอบต่อสังคมของแต่ละบริษัทให้สามารถเปรียบเทียบกันได้ถึง “ระดับ” ของ CSR อย่างเป็นมาตรฐานที่สามารถใช้ได้โดยทั่วไป โดยความพยายามในการสร้างเกณฑ์การวัดส่วนใหญ่ในประเทศไทยมักเป็นไปในลักษณะของตัววัดที่มีความเฉพาะเจาะจงในแต่ละอุตสาหกรรม เช่น ฐปนีย์ และรุ่งนภา (2012) ได้สร้างตัวชี้วัดด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของธุรกิจพลังงานจากการสัมภาษณ์ผู้เชี่ยวชาญที่เกี่ยวข้อง หรือการที่ ลชนา และคณะ (2013) ได้ทำการสร้างตัวชี้วัดความรับผิดชอบต่อสังคมของผู้ประกอบธุรกิจโครงการบ้านจัดสรร เป็นต้น ซึ่งเกณฑ์การวัดเหล่านี้ไม่สามารถนำมาใช้ร่วมกันในทุกอุตสาหกรรมได้ เนื่องจากแต่ละอุตสาหกรรมนั้นมีลักษณะเฉพาะของ CSR ที่แตกต่างกัน (Peloza, 2009) เช่น อุตสาหกรรมพลังงานอาจให้ความสนใจในด้านมลพิษและคาร์บอน ในขณะที่อุตสาหกรรมเสื้อผ้าเครื่องแต่งกายอาจให้ความสำคัญกับสิทธิมนุษยชน

ในปัจจุบันนั้นมีเพียงแค่การให้รางวัล Best Corporate Social Responsibility Awards ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการจัดกลุ่มหุ้น ESG100 ของสถาบันไทยพัฒน์เท่านั้น และด้วยความที่การจัดกลุ่ม ESG100 นั้นเพิ่งเริ่มดำเนินการมาได้เพียงหนึ่งปี คือปี 2014 จึงยังมิได้มีการศึกษาหุ้นในกลุ่มนี้ในประเทศไทย รางวัล Best Corporate Social Responsibility Awards จึงเป็นเพียงตัววัดเดียวที่ถูกนำมาใช้งานในระดับประเทศ งานวิจัยส่วนใหญ่ใช้ข้อมูลของรางวัลนี้เป็นตัวแทนของบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมดี และนำมาเปรียบเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้รับรางวัล (วริยา, 2554; อาณัติ, 2556) แต่จุดอ่อนอย่างหนึ่งของทั้งการให้รางวัลและการจัดกลุ่ม ESG100 นั้น คือไม่สามารถบอกได้ว่าบริษัทที่ได้รับรางวัลแต่ละบริษัทมีระดับความรับผิดชอบต่อสังคมแตกต่างกันอย่างไร และความแตกต่างที่มองไม่เห็นจากตัววัดนี้จะส่งผลต่อผลตอบแทนที่นัก

ลงทุนจะได้หรือไม่ อีกทั้งการตัดสินรางวัลนั้นยังใช้รูปแบบของการใช้แบบสอบถามที่ส่งไปยังบริษัทให้ตอบกลับมา ซึ่งข้อมูลที่ได้อาจขาดความน่าเชื่อถือในระดับหนึ่ง

เกณฑ์การตัดสินรางวัล Best Corporate Social Responsibility Awards นี้ประกอบไปด้วย

1) นโยบายและวิสัยทัศน์ในการดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคมและการมีส่วนร่วมของคณะกรรมการบริษัทในการกำหนดนโยบายและแผนการดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม

2) การดำเนินงานหรือการดำเนินกิจกรรมที่แสดงถึงความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัททั้งที่อยู่ในกระบวนการและอยู่นอกเหนือกระบวนการดำเนินธุรกิจหลักของบริษัทใน 8 ด้านตามแนวทาง “เข็มทิศธุรกิจเพื่อสังคม” ได้แก่

-การกำกับดูแลกิจการที่ดี

-การประกอบธุรกิจด้วยความเป็นธรรม

-การเคารพสิทธิมนุษยชนและการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม

-ความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค

-การร่วมพัฒนาชุมชนและสังคม

-การดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม

-นวัตกรรมและการเผยแพร่นวัตกรรมจากการดำเนินความรับผิดชอบต่อสังคม

-การจัดทำรายงานด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม

3) ความต่อเนื่องและยั่งยืนทั้งการดำเนินนโยบายและกระบวนการดำเนินธุรกิจอย่างรับผิดชอบต่อสังคมและการดำเนินกิจกรรมเพื่อสังคมทั้งที่อยู่และมิได้อยู่ในกระบวนการดำเนินธุรกิจหลักของบริษัท

4) นวัตกรรมที่เป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาชุมชน สังคม และรักษาสู่งแวดล้อมอันเป็นผลมาจากการดำเนินนโยบายและกระบวนการดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม ตลอดจนผลของการดำเนินกิจกรรมเพื่อสังคมทั้งที่อยู่และมิได้อยู่ในกระบวนการดำเนินธุรกิจหลักของบริษัท

5) ความเป็นรูปธรรมของการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท โดยพิจารณาจากการนำเสนอข้อมูลและรายละเอียดของการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท

เมื่อเปรียบเทียบเกณฑ์การให้รางวัล Best Corporate Social Responsibility Awards ข้อ 2 กับ KLD Rating ที่เรียกได้ว่าเป็นเกณฑ์การจัดอันดับที่เก่าแก่และมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจมากที่สุด (Chatterji, Levine, และ Toffel, 2008) อันประกอบไปด้วยลักษณะเชิงคุณภาพขององค์กรจำนวน 7 ด้าน คือ ชุมชน การกำกับดูแลกิจการ ความหลากหลายของพนักงาน

ความสัมพันธ์กับพนักงาน สิ่งแวดล้อม สิทธิมนุษยชน และสินค้าหรือบริการที่นำเสนอสู่สาธารณะ จะพบว่าเมื่อวิเคราะห์ถึงคำอธิบายและองค์ประกอบย่อยของแต่ละด้านแล้วมีความคล้ายคลึงกันมากจนเรียกได้ว่ามีการซ้อนทับกันเกือบทุกด้าน เว้นแต่ในเรื่องของการจัดทำรายงานด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมเพียงด้านเดียวเท่านั้นที่ไม่ปรากฏใน KLD Rating จึงทำให้เชื่อได้ว่าเกณฑ์การให้รางวัลนี้มีลักษณะเชิงคุณภาพคล้ายกับ KLD ที่สามารถครอบคลุมประเด็นที่เกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียได้ทุกฝ่าย (Yu, Du, และ Bhattacharya, 2013)

KLD Rating มีข้อดีที่เหนือกว่าเกณฑ์การให้รางวัล CSR ของประเทศไทยหลายประการด้วยกัน โดยประการแรกคือการได้รับการยอมรับในระดับสากล และมีจำนวนของบริษัทที่ถูกจัดอันดับทั่วโลกมากกว่า 3,000 บริษัท ซึ่งโดยพฤตินัยแล้วนับเป็นมาตรฐานของการวิจัย (Waddock, 2003) และประการที่สอง คือ KLD ประเมินแต่ละด้านในเชิงลึกมากกว่า โดยมีการกระจายหัวข้อย่อยออกมาจากองค์ประกอบทั้ง 7 ด้าน และยังมีการแบ่งระหว่างจุดแข็งและจุดอ่อนของแต่ละด้านอีกด้วย (Yu, Du, และ Bhattacharya, 2013) ดังนั้น ในงานวิจัยจึงเลือกใช้หลักเกณฑ์ของ KLD Rating ในการวัดระดับความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทในประเทศไทย ด้วยเชื่อว่าการใช้ KLD นั้นจะยังคงไว้ซึ่งลักษณะโดยรวมที่คล้ายกับเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาก ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าเป็นหลักเกณฑ์เดียวที่ได้รับการยอมรับในระดับชาติอยู่ ณ ขณะนี้ อีกทั้งยังสามารถให้ข้อมูลเชิงลึกที่มากกว่า อันจะส่งผลดีต่อการวิเคราะห์และวัดระดับเพื่อเปรียบเทียบกันระหว่างบริษัทได้ดี

KLD Rating นั้นเป็นรูปแบบการวัดความรับผิดชอบต่อสังคมรูปแบบที่หนึ่ง คือการประเมินจากผู้เชี่ยวชาญ ซึ่งเป็นรูปแบบที่สามารถให้ผลลัพธ์ที่เป็นประโยชน์และน่าเชื่อถือได้มากที่สุด (ภายใต้ข้อควรระวังในเรื่องของความคิดเห็นส่วนบุคคลของผู้ประเมิน) โดยในแต่ละด้านจะมีหัวข้อย่อยที่แบ่งออกได้เป็นจุดแข็งซึ่งมีคะแนนเป็นบวก และจุดอ่อนจะมีคะแนนเป็นลบ แต่อย่างไรก็ตามด้วยข้อจำกัดด้านข้อมูลของประเทศไทย ที่ยังคงไม่มีหน่วยงานหรือองค์กรใดที่สามารถจัดอันดับบริษัทด้านความรับผิดชอบต่อสังคมได้อย่างครอบคลุม และยังคงไม่มีฐานข้อมูลที่เกี่ยวข้องโดยตรงที่จะสามารถนำมาใช้เพื่อบรรลุวัตถุประสงค์ในงานวิจัยชิ้นนี้ได้ จึงต้องมีการรวบรวมข้อมูลขึ้นใหม่เพื่อใช้ในการวิจัย โดยมีหลักเกณฑ์สำคัญที่ใช้ในการเลือกวิธีวัดความรับผิดชอบต่อสังคมนั้น คือ ความเป็นรูปธรรมและความสามารถในการวัดได้จริง ดังนั้น วิธีที่ดีที่สุดเมื่อคำนึงถึงข้อจำกัดต่างๆแล้ว คือ การนำการวิเคราะห์เนื้อหา (Content Analysis) เข้ามาใช้ในการเก็บข้อมูล ซึ่งแหล่งข้อมูลที่ใช้ส่วนใหญ่นั้นมาจากสื่อสิ่งพิมพ์ของบริษัทเอง เนื่องจากในช่วงหลายปีที่ผ่านมานี้ ข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้นสามารถเข้าถึงได้ง่ายมากขึ้น (Turker, 2008) ซึ่งนักลงทุนเองต้องสามารถรับรู้ถึงข้อมูลในส่วนนี้ได้ จึงจะทำให้ข้อมูลนั้นมีส่วนในการตัดสินใจและอาจส่งผลต่ออัตราผลตอบแทน ดังนั้น การใช้ข้อมูลที่เป็นที่เปิดเผยสู่สาธารณะนั้นเป็นตัวแทนที่ดีของบริษัทมากกว่าการใช้ข้อมูลจากแหล่งอื่นๆ (Brått enius และ Melin, 2015)

อย่างไรก็ตาม ด้วยบริบทและสภาพแวดล้อมที่แตกต่างกัน จึงไม่สามารถนำเอา KLD Rating มาใช้โดยไม่มีการปรับเปลี่ยนได้ โดยจากองค์ประกอบใหญ่ของ KLD ทั้ง 7 ด้านนั้น จะถูกปรับเปลี่ยนในสองเรื่อง คือ

1. KLD ขาดในเรื่องของด้านการจัดทำรายงานด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมเมื่อเทียบกับหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ แต่สำหรับงานวิจัยชิ้นนี้แล้วจะไม่นำหลักเกณฑ์ด้านนี้เข้ามารวมเพื่อวัดระดับความรับผิดชอบต่อสังคมในประเทศ เนื่องจากการใช้วิธีการวิเคราะห์เนื้อหาตามที่ได้กล่าวไปข้างต้นจำเป็นจะต้องใช้ข้อมูลจากรายงานของบริษัท ซึ่งย่อมหมายถึงบริษัทใดก็ตามที่ถูกนำมารวมในกลุ่มตัวอย่างจะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลด้านความรับผิดชอบต่อสังคมไว้ในรายงานประเภทใดประเภทหนึ่งอยู่แล้ว จึงไม่มีความจำเป็นที่จะต้องใช้ตัววัดนี้เข้ามารวมในการประเมิน

2. เกณฑ์ด้านสิทธิมนุษยชนตาม KLD นั้นไม่ถูกนำมารวมเป็นส่วนหนึ่งของการประเมิน เนื่องจากส่วนใหญ่แล้วเป็นหัวข้อที่เกี่ยวกับการดำเนินงานในทวีปแอฟริกา ประเทศไอร์แลนด์ ประเทศแม็กซิโก รวมไปถึงประเทศพม่า ซึ่งอาจไม่เหมาะสมที่จะนำมาใช้เป็นเกณฑ์ในการวัดบริษัทไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อประเทศไทยและประเทศพม่าเป็นคู่ค้าที่สำคัญต่อกัน และบริษัทส่วนใหญ่ในประเทศไทยมิได้ส่งผลกระทบหรือได้รับผลกระทบจากประเทศในแถบแอฟริกา ทำให้ตัวชี้วัดที่อิงจาก KLD ในงานวิจัยชิ้นนี้มีเพียง 6 ด้านใหญ่เท่านั้น โดยได้รวมหลักเกณฑ์ด้านสิทธิมนุษยชนในสถานที่ทำงานเข้าไว้กับหัวข้อเรื่องความหลากหลายในองค์กรแทน

3. ในส่วนของด้านการกำกับดูแลกิจการนั้น เนื่องจากประเทศไทยมีสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors) เป็นผู้เก็บรวบรวมฐานข้อมูลเกี่ยวกับบรรษัทภิบาลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แล้ว จึงจะใช้ข้อมูลจากส่วนนี้มาแทนการวิเคราะห์เนื้อหาตามเกณฑ์ KLD เนื่องจากเป็นข้อมูลจากผู้เชี่ยวชาญที่มีความน่าเชื่อถือและมีระเบียบแบบแผนในการวัดที่ชัดเจน โดยมีการเผยแพร่รายชื่อของบริษัทที่มีคะแนนอยู่ในเกณฑ์ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” ซึ่งจะได้ทำการแปลงค่าเป็นคะแนนที่ลดหลั่นกันลงมาในงานวิจัยชิ้นนี้

4. เกณฑ์การประเมินของ KLD นั้นมีการแบ่งหัวข้อย่อยออกเป็นจุดแข็งและจุดอ่อนของความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทในแต่ละด้าน ซึ่งจำนวนการประเมินจุดแข็งและจุดอ่อนของแต่ละด้านนั้นไม่เท่ากัน ดังนั้น ในการวิจัยชิ้นนี้จึงได้ทำการปรับเกณฑ์การวัดเพื่อลดความโน้มเอียงอันอาจเกิดจากตัวผู้ประเมินเอง โดยใช้เกณฑ์ที่มีลักษณะเป็นกลาง และเพิ่มการวัดระดับความรับผิดชอบต่อสังคมในรูปแบบของผลลัพธ์ที่ได้จากการดำเนินการนั้นๆมากขึ้น โดยยังคงไว้ซึ่งการวัดผลด้านลบที่สอดคล้องกับเกณฑ์ในข้อย่อยต่างๆด้วยเช่นกัน

2.4 ทฤษฎีการประเมินราคาและผลตอบแทนของหุ้นด้วยแบบจำลอง

CAPM : Capital Asset Pricing Model โดย Sharpe,Lintner and Mossin (1964) เป็นแบบจำลองในการประเมินราคาหุ้นที่ใช้กันอย่างแพร่หลาย ซึ่งใช้อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงหรือ Risk Free Rate เป็นฐานในการคำนวณบวกกับส่วนชดเชยความเสี่ยงในส่วนของความเสี่ยงที่เป็นระบบของสินทรัพย์นั้น โดย CAPM เป็นแบบจำลองที่พิจารณาว่าอัตราผลตอบแทนของหุ้นนั้นขึ้นอยู่กับความเสี่ยงตลาดเท่านั้น ซึ่งในความเป็นจริงนักลงทุนยังคงเผชิญกับความเสี่ยงอื่นและยังคงมีปัจจัยอื่นๆที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์มากเกินกว่าค่า Beta และ Risk Premium อีกทั้งยังมีข้อสมมุติฐานของแบบจำลองที่ไม่ตรงกับความเป็นจริง ทำให้แบบจำลอง CAPM อาจยังไม่เหมาะสมพอในการใช้อธิบายหรือประเมินผลตอบแทนและราคาของหุ้น

Fama-French three-factor model (1992) หรือแบบจำลองสามปัจจัยได้ถูกพัฒนาขึ้นเพื่อใช้ในการอธิบายผลตอบแทน เนื่องจากได้ค้นพบว่า CAPM ไม่สามารถอธิบายคาดการณ์ผลตอบแทนของหุ้นได้ด้วยค่า Beta เพียงอย่างเดียว โดยแบบจำลองสามปัจจัยนี้ได้พิจารณาถึงความเสี่ยงที่เป็นระบบเพิ่มเติมและกำหนดให้ความเสี่ยงที่เป็นระบบนั้นประกอบไปด้วยปัจจัย 3 ประการ ได้แก่ ปัจจัยตลาดหรือความเสี่ยงตลาด (Market Risk) , ปัจจัยทางด้านขนาดของกิจการ (Size) และปัจจัยด้านมูลค่าหรืออัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้น (B/M Ratio : Book to Market Ratio) โดยผลการวิจัยพบว่าปัจจัยดังกล่าวสามารถใช้ในการพยาการณ์อัตราผลตอบแทนของหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญ ทำให้แบบจำลองสามปัจจัยได้ถูกนำไปใช้อย่างแพร่หลายมากขึ้น ในงานวิจัยชิ้นนี้จึงเลือกที่จะใช้หลักการวัดผลตอบแทนจากหุ้นให้คล้ายคลึงกับ Fama-French three-factor model (1992)

จากการทบทวนวรรณกรรมทั้งหมดข้างต้นนี้แล้วจะพบว่ามีหลายเหตุผลและหลายทฤษฎีที่สามารถอธิบายได้ถึงสาเหตุที่เป็นไปได้ที่ความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้นอาจส่งผลไม่ว่าทางใดทางหนึ่ง ซึ่งไม่ว่าจะเป็นเพราะการให้คุณค่าด้านจริยธรรม หรือเป็นเพราะกลไลของตลาดทำงานได้ไม่สมบูรณ์เพียงพอ (Mispricing) ด้วยเงื่อนไขที่ว่าข้อมูลที่นักลงทุนมองว่าเกี่ยวข้องต่อการตัดสินใจนั้นเป็นที่เปิดเผยสู่สาธารณะ และมีนักลงทุนจำนวนมากเพียงพอที่สนใจในเรื่องราวเหล่านี้ และด้วยความที่ปัจจัยต่างๆเหล่านี้สามารถเปลี่ยนแปลงไปได้อยู่ตลอดเวลา ตามแต่สถานการณ์ หลักเกณฑ์ที่ใช้ในการวัด และมุมมองของนักลงทุนที่อาจเปลี่ยนแปลงไป ดังนั้น จึงมีความเป็นไปได้สูงที่ผลจากการศึกษานั้นอาจสามารถแตกต่างกันออกไปได้เมื่อศึกษาในต่างช่วงเวลาและต่างสถานที่ ดังนั้น ผลการศึกษาในประเทศไทยจึงยังไม่สามารถสรุปได้จากการทบทวนผลการศึกษาในประเทศอื่นเพียงอย่างเดียว งานวิจัยชิ้นนี้จึงมุ่งเน้นทำการศึกษาเพื่อหาข้อสรุปสำหรับกรณีของประเทศไทย

สำหรับผลการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในประเทศไทยนั้น ยังอาจเรียกได้ว่ายังไม่แพร่หลายมากนัก ซึ่งงานวิจัยโดยส่วนใหญ่แล้วจะเป็นไปในรูปแบบของเหตุการณ์ศึกษาที่เลือกใช้การได้รับรางวัลหรือการสูญเสียรางวัล CSR Awards ของตลาดหลักทรัพย์มาเป็นจุดสำคัญในการศึกษา (วริยา, 2554; อาณัติ, 2556) โดยสำหรับงานวิจัยชิ้นนี้ ผู้วิจัยมุ่งที่จะทำให้ภาพเหล่านี้ชัดเจนยิ่งขึ้นสำหรับกรณีของประเทศไทย โดยการวัดระดับความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทด้วยเกณฑ์คะแนนที่ได้รับการปรับให้เหมาะสมและเชื่อได้ว่าจะสามารถสะท้อนถึงระดับ CSR ของบริษัทได้อย่างสมเหตุสมผล

บทที่ 3
ข้อมูลและระเบียบวิธีวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างในการวิจัยครั้งคือบริษัทที่ถูกจัดให้อยู่ในกลุ่ม ESG100 ซึ่งเป็นการจัดอันดับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่การดำเนินงานมีความโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล จากจำนวนทั้งสิ้น 567 บริษัท และคัดเลือกเหลือเพียงแค่ 100 บริษัท โดยมีการเริ่มจัดอันดับครั้งแรกในปี 2014 แต่เนื่องจากในภายหลังมีหนึ่งบริษัทที่ถูกถอดออกจากกลุ่ม ESG100 เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่ามีการใช้ข้อมูลภายในในการซื้อขายหุ้นของบริษัท จึงทำให้กลุ่มตัวอย่างเหลือเพียง 99 บริษัท

3.2 แบบจำลองผลตอบแทนของหุ้น

ในส่วนของการพิจารณาผลตอบแทนของหุ้นจะใช้แนวทางจากแบบจำลองสามปัจจัยของ Fama-French (1992) เพราะมีการใช้ความเสี่ยงตลาด ขนาดของกิจการ และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้น มาเป็นตัวแปรที่ช่วยอธิบายผลตอบแทนจากหุ้นเพิ่มเติม โดยจากการศึกษาของ Carhart (1997) พบว่าระหว่างแบบจำลองสามปัจจัยนั้นมีค่า Mean absolute errors ที่ต่ำกว่าแบบจำลอง CAPM ทำให้การคาดการณ์มีความแม่นยำและสามารถใช้ประเมินราคาของสินทรัพย์ได้มากกว่า ในงานวิจัยนี้จึงเลือกใช้แบบจำลองสามปัจจัยเพื่ออธิบายผลตอบแทนของหุ้นเป็นหลัก และประยุกต์เพิ่มในส่วนของ PE Ratio และค่า ROE เพื่อเป็นปัจจัยที่เป็นตัวแทนของมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นและแทนความสามารถในการทำกำไรของบริษัทอีกตัวหนึ่ง ดังนั้นแบบจำลองผลตอบแทนของหุ้นในงานวิจัยชิ้นนี้จะประกอบไปด้วยปัจจัยในด้านต่างๆ ดังนี้

3.2.1 ปัจจัยตลาด

พิจารณาจากความเสี่ยงตลาดหรือ Market Risk ของหุ้นนั้นๆ โดยใช้ค่า Beta ที่ได้จากฐานข้อมูล Datastream ซึ่งเป็นค่า Beta หุ้นตัวนั้นๆในปี 2014 แทนด้วย ***BETA***

3.2.2 ปัจจัยขนาด

ขนาดสามารถหาได้จากลอการิทึ่มธรรมชาติของมูลค่าตลาดของกิจการของหุ้นนั้นๆ แทนด้วย *LMCAP*

3.2.3 ปัจจัยมูลค่า

1. วัดโดยใช้อัตราส่วนราคาของหุ้น (Price) กับมูลค่าตามบัญชีของกิจการ (Book Value) หรือ Price to Book Value (P/BV Ratio) ของหุ้น ดังนั้นจึงต้องใช้ข้อมูลมูลค่าตลาดของหุ้นนั้นๆ หารด้วยมูลค่าบัญชีของหุ้นซึ่งหาได้จากงบการเงินของบริษัท แทนด้วย ***PBV***

2. วัดโดยใช้อัตราส่วนราคาของหุ้น (Price) กับกำไรต่อหุ้น (Earning Per Share) คำนวณได้จากการนำมูลค่าตลาดของหุ้นนั้นๆ หารด้วยกำไรต่อหุ้นของกิจการ แทนด้วย ***PE***

3.2.4 ปัจจัยความสามารถในการทำกำไร

ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทคำนวณจากอัตราส่วนของกำไรสุทธิ (Return) ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity) แทนด้วย ***ROE***

3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

3.3.1 ตัวแปรอิสระ

ตัวแปรอิสระจำนวน 7 ตัวที่ใช้ในงานวิจัยครั้งนี้ ใช้แนวคิดของ Kinder, Lydenberg, Domini Research & Analytics (KLD) ซึ่งมีการปรับเปลี่ยนให้เหมาะสมสำหรับการทำวิจัยในประเทศไทยบางประการ ซึ่งเดิมนั้น KLD จะนำข้อมูลมาจากสื่อสิ่งพิมพ์ เอกสารของบริษัท การติดต่อพูดคุยโดยตรงกับพนักงานหรือผู้บริหารของบริษัท รวมไปถึงภาครัฐและองค์กรไม่แสวงหากำไร แต่สำหรับข้อมูลของตัวแปรอิสระในงานวิจัยนี้จะถูกรวบรวมด้วยวิธีการวิเคราะห์เนื้อหา ซึ่งแบ่งตามเกณฑ์ทั้ง 6 ของ KLD โดยค่าที่ใช้ในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของแต่ละองค์ประกอบใหญ่นั้นเป็นคะแนนรวมของเกณฑ์ย่อยแต่ละตัว (รายละเอียดของตัวชี้วัดแสดงไว้ในภาคผนวก) ซึ่งตัวแปรอิสระ คือ

1. **COM** หมายถึง Community หรือชุมชน มีเกณฑ์การวัดทั้งสิ้น 9 เกณฑ์
2. **DIV** หมายถึง Diversity หรือความหลากหลายภายในองค์กร ซึ่งรวมถึงสิทธิมนุษยชนด้วย มีเกณฑ์การวัดทั้งสิ้น 9 เกณฑ์
3. **EMP** หมายถึง Employee Relations หรือความสัมพันธ์กับพนักงาน มีเกณฑ์การวัดทั้งสิ้น 12 เกณฑ์
4. **ENV** หมายถึง Environment หรือสิ่งแวดล้อม มีเกณฑ์การวัดทั้งสิ้น 13 เกณฑ์
5. **PRO** หมายถึง Product หรือสินค้าและบริการ มีเกณฑ์การวัดทั้งสิ้น 10 เกณฑ์

6. **CG** หมายถึง Corporate Governance หรือบรรษัทภิบาล แบ่งออกเป็น 4 ระดับ ตามข้อมูลของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย มีช่วงคะแนน (0,3) คือ

- ดีเลิศ 3 คะแนน
- ดีมาก 2 คะแนน
- ดี 1 คะแนน
- ไม่มีอันดับ 0 คะแนน

7. **SDCOM** เป็นตัวแปรหุ่นเพื่อแสดงถึงการมีหรือไม่มีคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท โดยบริษัทที่มีคณะกรรมการจะมีค่าเป็น 1 และบริษัทที่ไม่มีคณะกรรมการนี้จะมีค่าเป็น 0

3.3.2 ตัวแปรตาม

มีอัตราผลตอบแทนเป็นตัวแปรตาม โดยจะเก็บข้อมูลราคาปิดย้อนหลัง

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

ของหุ้นในปี 2014

โดยที่ R_{it} = อัตราผลตอบแทนของหุ้น *i* ณ เวลา *t*

P_{it} = ราคาปิดของหุ้น *i* ณ เวลา *t*

$P_{i,\ t-1}$ = ราคาปิดของหุ้น *i* ณ เวลา *t-1* หรือย้อนไป 1 คาบเวลา

3.4 วิธีการประเมินระดับความรับผิดชอบต่อสังคม

กระบวนการที่ใช้ในการประเมินระดับความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้น จะทำโดยการใช้ตัวชี้วัดในด้านต่างๆรวมทั้งสิ้น 5 ด้าน คือ ตัวชี้วัดด้านชุมชน ตัวชี้วัดด้านความหลากหลายในองค์กรและสิทธิมนุษยชน ตัวชี้วัดด้านความสัมพันธ์กับพนักงาน ตัวชี้วัดด้านสิ่งแวดล้อม และตัวชี้วัดด้านสินค้าและบริการ ในส่วนของตัวแปรด้านบรรษัทภิบาลจะเป็นการนำเข้าข้อมูลจากฐานข้อมูลการจัดอันดับสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

เกณฑ์การวัดระดับความรับผิดชอบต่อสังคมในแต่ละด้านนั้นจะมีจำนวนตัวชี้วัดที่ใช้ในการประเมินไม่เท่ากัน ขึ้นอยู่กับความเหมาะสมและความสามารถในการสะท้อนถึงระดับความรับผิดชอบต่อสังคมของแต่ละตัวชี้วัด การประเมินให้คะแนนจะทำโดยการใช้ข้อมูลที่ถูกเผยแพร่สู่

สาธารณะของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง เช่น แบบรายการ 56-1 รายงานประจำปี รายงานความรับผิดชอบต่อสังคม รวมถึงข้อมูลข่าวสารบนอินเตอร์เนต นำมาอ่านและพิจารณาว่าข้อมูลนั้นๆ เข้าเกณฑ์ที่ใช้ในการวัดในด้านใดบ้าง และตรงกับตัวชี้วัดย่อยใดบ้าง ซึ่งตัวชี้วัดย่อยในแต่ละด้านนั้นยังประกอบไปด้วย 4 ลักษณะ ซึ่งมีคะแนนแตกต่างกัน ดังนี้

- บริษัทมีการระบุลักษณะของตัวชี้วัดนั้นๆเป็นนโยบายของบริษัทอย่างเป็นลายลักษณ์อักษร (1 คะแนน)
- บริษัทมีปฏิบัติตามลักษณะของตัวชี้วัดนั้นๆ (2 คะแนน)
- บริษัทมีการรายงานผลอันเกิดการการปฏิบัติตามตัวชี้วัดนั้นๆ (3 คะแนน)
- บริษัทไม่ปรากฏว่ามีข่าวสารในด้านลบที่เกี่ยวข้องกับตัวชี้วัดนั้นๆ (1 คะแนน)

โดยการให้คะแนนนั้นจะพิจารณาเฉพาะลักษณะที่ได้คะแนนสูงสุดของแต่ละตัวชี้วัด เนื่องจากเป็นการให้ความสำคัญกับผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นจริงมากกว่ากระบวนการ โดยมีข้อยกเว้นสำคัญ คือ การรายงานผลของบริษัทนั้นจะมีการนำเอาข้อมูลในปีที่ทำการศึกษาเปรียบเทียบกับข้อมูลของปีที่ผ่านมา ซึ่งถ้าหากบริษัทมีผลการดำเนินงานในด้านนั้นๆที่แย่ลงกว่าปีที่ผ่านมา บริษัทจะไม่ได้รับคะแนนในส่วนนี้ โดยจะได้เพียงแค่ 2 คะแนนเท่ากับบริษัทที่มีการปฏิบัติแต่ไม่มีการเปิดเผย ภายใต้สมมุติฐานที่ว่าบริษัทที่มีการปฏิบัติแต่ไม่มีการเปิดเผยรายงานการปฏิบัตินั้น เนื่องจากมีผลการดำเนินงานไม่ดีเท่าที่ควร และสำหรับเกณฑ์ที่ไม่ปรากฏข่าวสารในด้านลบ ทุกบริษัทจะได้คะแนนเริ่มต้น 1 คะแนน แต่ถ้าหากพบว่ามีข่าวด้านลบที่เกี่ยวข้องกับตัวชี้วัดนั้นๆจะปรับลดคะแนนลงเป็น 0 คะแนน ซึ่งหมายความในแต่ละตัวชี้วัดย่อยนั้นจะมีคะแนนเต็มเท่ากับ 4 คะแนน ยกตัวอย่างเช่น บริษัท ก. มีนโยบายการทำการกุศลแต่ไม่ปรากฏว่ามีการปฏิบัติจริงและไม่พบการรายงานผล อีกทั้งยังปรากฏข่าวร้ายในด้านที่เกี่ยวข้องกับการทำการกุศลของบริษัท บริษัท ก. จะได้รับคะแนนในด้านนี้เท่ากับ 1 คะแนน (มีนโยบายได้รับ 1 คะแนน และการมีข่าวด้านลบอีกทำให้โดนปรับจากเดิมที่ได้ 1 คะแนนกลายเป็น 0 คะแนน) ในขณะที่บริษัท ข. มีการทำการกุศลโดยมีการปฏิบัติจริง แต่ไม่พบการรายงานผล และไม่ปรากฏข่าวด้านลบที่เกี่ยวข้องผ่านสื่อสาธารณะ บริษัท ข จะได้รับ 3 คะแนน (มีการปฏิบัติจริงได้รับ 2 คะแนน แม้ว่าจะไม่มีการกำหนดเป็นนโยบายอย่างเป็นลายลักษณ์อักษร และได้รับอีก 1 คะแนนจากการไม่ปรากฏข่าวสารในด้านลบ) โดยมีรายละเอียดตัวชี้วัดแต่ละด้าน แสดงในภาคผนวก ข

3.5 การหาศึกษาผลจากการทำ CSR ที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้น

เพื่อศึกษาหาผลของการทำ CSR ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นจะดำเนินการโดยการใช้ปัจจัยทางด้าน CSR ทั้ง 6 ปัจจัยและตัวแปรหุ่น 1 ตัว เป็นชุดตัวแปรอิสระเพื่ออธิบายผลตอบแทนของหุ้นและพิจารณาว่าการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของปัจจัยทางด้าน CSR ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยการใช้สมการถดถอย (Regression Analysis) ซึ่งมีตัวแปรตามเป็นอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และมีตัวแปรควบคุมเป็นความเสี่ยงตลาดของหุ้นแต่ละตัว, ขนาดของกิจการโดยวัดจากมูลค่าตลาด ,อัตราส่วน P/BV Ratio, และอัตราส่วน P/E Ratio จึงได้สมการถดถอยเป็น

$$R_{it} = \alpha_{it} + \gamma_1 COM_{it} + \gamma_2 DIV_{it} + \gamma_3 EMP_{it} + \gamma_4 ENV_{it} + \gamma_5 PRO_{it} + \gamma_6 CG_{it} + \gamma_7 SDCOM_{it} + \gamma_8 BETA_{it} + \gamma_9 LMCAP_{it} + \gamma_{10} PBV_{it} + \gamma_{11} PE_{it} + \gamma_{12} ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่ R_{it} = อัตราผลตอบแทนของหุ้น *i* ณ ปี *t*

α_{it} = ค่าคงที่

$BETA_{it}$ = ค่า Beta รายปีของหุ้น *i* ณ ปี *t*

$LMCAP_{it}$ = ขนาด (Size) หรือมูลค่าตลาดของกิจการของหุ้น *i* ณ ปี *t*

PBV_{it} = อัตราส่วน P/BV Ratio หรือมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้น *i* ณ ปี *t*

PE_{it} = อัตราส่วน P/E Ratio หรือราคาของหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น *i* ณ ปี *t*

ROE_{it} = อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของหุ้น i ณ ปี t

COM_{it} = ตัวแปรด้านชุมชนของหุ้น *i* ณ ปี *t*

DIV_{it} = ตัวแปรด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนของหุ้น *i* ณ ปี *t*

EMP_{it} = ตัวแปรด้านความสัมพันธ์กับพนักงานของหุ้น *i* ณ ปี *t*

ENV_{it} = ตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมของหุ้น *i* ณ ปี *t*

PRO_{it} = ตัวแปรด้านสินค้าหรือบริการของหุ้น *i* ณ ปี *t*

CG_{it} = ตัวแปรด้านบรรษัทภิบาลของหุ้น *i* ณ ปี *t*

$SDCOM_{it}$ = ตัวแปรด้านกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของหุ้น *i* ณ ปี *t*

ε_{it} = Residuals หรือค่าความคาดเคลื่อน

γ_n = ค่าสัมประสิทธิของการถดถอยของแต่ละตัวแปรตามลำดับ โดยที่ *n = 1 ถึง 12*

และเพื่อศึกษาหาผลจากการเปลี่ยนแปลง CSR ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นให้ครบทุกด้าน คือ ด้านชุมชน, ด้านความหลากหลายภายในองค์กร, ด้านความสัมพันธ์กับพนักงาน, ด้านสิ่งแวดล้อม, ด้านสินค้าและบริการ, ด้านบรรษัทภิบาล , และการมีหรือไม่มีคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคม จึงทำการวิเคราะห์สมการถดถอยโดยยังคงใช้แบบจำลองผลตอบแทนจากหุ้นซึ่งรวมปัจจัย CSR เข้าไว้ตามรูปแบบสมการหลักเบื้องต้น และจะทำการศึกษาในแต่ละตัวแปรที่เป็นปัจจัย CSR แต่ละด้านแยกต่างหากอีกครั้งหนึ่ง เพื่อพิจารณาว่าปัจจัยด้าน CSR แต่ละด้านนั้นสามารถอธิบายผลตอบแทนจากหุ้นได้มากน้อยเพียงใด และส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยใช้สมการถดถอยดังนี้

$$R_{it} = \alpha_{it} + \gamma_n CSR_{it} + \gamma_8 BETA_{it} + \gamma_9 LMCAP_{it} + \gamma_{10} PBV_{it} + \gamma_{11} PE_{it} + \gamma_{12} ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่ $CSR_{n,it}$= ตัวแปร CSR ด้าน n ของหุ้น *i* ณ เวลา *t* โดยที่ *n = 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7*

ด้วยระเบียบวิธีวิจัยนี้จะสามารถศึกษาได้ว่า การเพิ่มขึ้นของ CSR ในด้านชุมชน, ด้านความหลากหลายภายในองค์กร, ด้านความสัมพันธ์กับพนักงาน, ด้านสิ่งแวดล้อม, ด้านสินค้าและบริการและด้านบรรษัทภิบาล ตลอดจนการมีหรือไม่มีคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ และมีค่าสัมประสิทธิ์เท่าไร ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าการเปลี่ยนแปลงของระดับ CSR จะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนในทิศทางใดเป็นขนาดเท่าใด

3.6 สมมุติฐานของตัวแปร

จากการค้นคว้างานวิจัยในอดีตของทั้งจากต่างประเทศและงานวิจัยของประเทศไทยเองนั้น ยังไม่สามารถให้ข้อสรุปที่ชัดเจนได้ว่าความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรนั้นจะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้นในทิศทางใด เนื่องจากตามทฤษฎีแล้ว พบทั้งข้อโต้แย้งที่ระบุว่าการแสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นเป็นต้นทุนที่ไม่ก่อให้เกิดผลประโยชน์ และข้อสนับสนุนที่ว่าความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นเป็นการลงทุนรูปแบบหนึ่งซึ่งจะให้ผลตอบแทนที่เป็นบวก สมมุติฐานของงานวิจัยนี้จึงไม่สามารถระบุทิศทางของความสัมพันธ์ได้ และทิศทางของความสัมพันธ์นั้นจึงเป็นส่วนหนึ่งของคำถามของการวิจัยในครั้งนี้

สมมุติฐานที่ 1 จากสมการหลักของการวิจัย

H_{1A} : ตัวแปรอิสระที่เป็นตัววัดระดับ CSR ขององค์กรทั้ง 6 ด้าน คือ ตัวแปรด้านชุมชน ตัวแปรด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชน ตัวแปรด้านความสัมพันธ์กับพนักงาน ตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อม ตัวแปรด้านสินค้าหรือบริการ และตัวแปรหุ่นของคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของหุ้น i ณ ปีที่ t นั้น มีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรตัวใดตัวหนึ่งที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ

สมมุติฐานที่ 2 จากสมการที่วัดความรับผิดชอบต่อสังคมในแต่ละด้านแยกออกจากกัน

2.1 H_{1a} : $\gamma_1 \neq 0$

ตัวแปรด้านชุมชนนั้นสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากหุ้นได้ โดยสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

2.2 H_{1b} : $\gamma_2 \neq 0$

ตัวแปรด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนนั้นสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากหุ้นได้ โดยสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

2.3 H_{1c} : $\gamma_3 \neq 0$

ตัวแปรด้านความสัมพันธ์กับพนักงานนั้นสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากหุ้นได้ โดยสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

2.4 H_{1d} : $\gamma_4 \neq 0$

ตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมนั้นสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากหุ้นได้ โดยสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

2.5 H_{1e} : $\gamma_5 \neq 0$

ตัวแปรด้านสินค้าหรือบริการนั้นสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากหุ้นได้ โดยสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

2.6 H_{1f} : $\gamma_6 \neq 0$

ตัวแปรด้านบรรษัทภิบาลนั้นสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากหุ้นได้ โดยสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

2.7 H_{1g} : $\gamma_7 \neq 0$

ตัวแปรด้านกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากหุ้นได้ โดยสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

3.7 แหล่งข้อมูล

การวิจัยในครั้งนี้จะใช้การเก็บข้อมูลทุติยภูมิจากข้อมูลที่ถูกเผยแพร่สู่สาธารณะของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงแค่ แบบรายการ 56-1 รายงานประจำปี รายงานความรับผิดชอบต่อสังคม รายงานความยั่งยืน และข้อมูลข่าวสารบนอินเตอร์เนต และในส่วนของข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวข้องของบริษัทนั้นใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART และ Datastream โดยข้อมูลทั้งหมดจะใช้เป็นข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross Sectional Data) และในการวิเคราะห์เชิงสถิติทั้งหมดจะใช้โปรแกรม Stata 13.0 เป็นเครื่องมือ

3.8 การวิเคราะห์ข้อมูลและการทดสอบสมมุติฐาน

1. ใช้การวิเคราะห์เนื้อหา (Content Analysis) เพื่อเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงคุณภาพที่ได้จากสื่อต่างๆที่เกี่ยวข้องกับบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง เพื่อนำมาเปรียบเทียบให้คะแนนกับเกณฑ์การ

ประเมินที่ใช้ในการวัดด้านต่างๆ โดยมีจุดประสงค์เพื่อแปลงข้อมูลเชิงคุณภาพให้เป็นข้อมูลปริมาณ เพื่อให้สามารถนำมาใช้ทดสอบเชิงสถิติได้

2. ใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Analysis) เพื่อนำข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้จากขั้นตอนที่ 1 มาวิเคราะห์เพื่ออ้างอิงไปถึงกลุ่มประชากรโดยรวม เพื่อเป็นการทดสอบสมมุติฐานที่ตั้งไว้ โดย

2.1 ทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทั้ง 7 ตัว เพื่อทดสอบว่าตัวแปรแต่ละตัวมีความสัมพันธ์กันสูงในลักษณะ High Multicollinearity หรือไม่ โดยการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ในรูปแบบของการทดสอบเป็นคู่ (Pairwise Correlation) และการทดสอบ Varian-Inflated Factor (VIF) เนื่องจากการที่ตัวแปรมีลักษณะของ High Multicollinearity นั้นอาจส่งผลต่อการสร้างช่วงความเชื่อมั่นและค่าสถิติที่ต้องใช้ในการทดสอบสมมุติฐานได้

2.2 ทำการวิเคราะห์ข้อมูลทั้งหมดด้วยการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysion) เพื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และตัวแปรหุ่น ต่อตัวแปรตามที่กำหนดขึ้น

บทที่ 4
การวิเคราะห์ข้อมูลและผลการวิจัย

4.1 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

หลังจากได้ทำการวิเคราะห์เนื้อหาตามเกณฑ์การประเมินที่สร้างขึ้นแล้ว จึงนำข้อมูลของตัวแปรต่างๆที่ได้มาทำการทดสอบค่าสหสัมพันธ์ระหว่างกันด้วย Pairwise Correlation ได้ค่าตามตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 : ตารางรายงานค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลอง

	COM	DIV	EMP	ENV	PRO	CG	SDCOM	BETA	LMCAP	PBV	PE
DIV	0.3175 (0.0014) ***										
EMP	0.5877 (0.0000) ***	0.3448 (0.0005) ***									
ENV	0.6632 (0.0000) ***	0.2876 (0.0039) ***	0.4893 (0.0000) ***								
PRO	0.4772 (0.0000) ***	0.4528 (0.0000) ***	0.5190 (0.0000) ***	0.4642 (0.0000) ***							
CG	0.3334 (0.0007) ***	0.1264 (0.2123)	0.3155 (0.0015) ***	0.1585 (0.1171)	0.0827 (0.4160)						
SDCOM MITEE	0.2246 (0.0254) **	0.0713 0.4832	0.2466 (0.0139) **	0.2507 (0.0123) **	0.1210 0.2327	0.1169 0.2492					
BETA	0.0551 (0.5883)	-0.0114 (0.9109)	0.2441 (0.0149) **	0.0279 (0.7843)	0.1039 (0.3059)	0.2189 (0.0295) **	0.1097 (0.2796)				
LMCAP	0.3900 (0.0001) ***	0.0098 (0.9230)	0.4115 (0.0000) ***	0.2839 (0.0044) ***	0.0291 (0.7748)	0.4460 (0.0000) ***	0.2335 (0.0200) **	0.1392 (0.1694)			
PBV	0.0101 (0.9209)	0.1000 (0.3248)	0.0655 (0.5195)	-0.1829 (0.0699)	-0.0374 (0.7131)	-0.0838 (0.4095)	0.0966 (0.3417)	-0.0916 (0.3672)	0.2276 (0.0235) **		
PE	-0.1759 (0.0815) *	0.0084 (0.9339)	-0.0991 (0.3292)	-0.0668 (0.5111)	-0.1430 (0.1580)	0.0629 (0.5360)	-0.1135 (0.2633)	0.0212 (0.8347)	-0.0567 (0.5774)	-0.0359 (0.7242)	
ROE	-0.0230 (0.8215)	0.0735 (0.4695)	0.0810 (0.4256)	-0.1740 (0.0850) *	-0.1224 (0.2273)	0.0068 (0.9741)	0.1041 (0.3052)	-0.1842 (0.0679)*	0.2753 (0.0058) ***	0.5563 (0.0000) ***	-0.0844 (0.4060)

*** Significance Level 0.01

** Significance Level 0.05

* Significance Level 0.1

จากการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทแล้ว จะพบว่าตัวแปรหลายตัวนั้นมีความสัมพันธ์ระหว่างกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่ค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์นั้นไม่มีตัวใดเลยที่มากกว่า 0.8 จึงสรุปว่าไม่สูงพอจะจัดว่ามีปัญหา High Multicollinearity ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อการวิเคราะห์สมการถดถอยในขั้นตอนถัดไป

เพื่อความมั่นใจว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมแต่ละตัวนั้นมิได้มีความสัมพันธ์ระหว่างกันมากจนเกินไปจนทำสมการที่ใช้ในการตอบคำตอบวิจัยนี้ไม่เหมาะสม จึงได้ทำการทดสอบ Variance Inflated Factor (VIF) และ Tolerance (1/VIF) อีกครั้งหนึ่ง เนื่องจากยังคงมีตัวแปรอิสระบางตัวที่มีค่าความสัมพันธ์กันเกิน 0.5 แต่ไม่เกิน 0.8 จึงยังไม่สามารถชี้ชัดได้อย่างแน่นอนในทันที คือตัวแปรความสัมพันธ์พนักงานกับตัวแปรชุมชน (0.5877) ตัวแปรสิ่งแวดล้อมกับตัวแปรชุมชน (0.6632) และตัวแปรสินค้าและบริการกับความสัมพันธ์พนักงาน (0.5190)

เมื่อทำการคำนวณค่า VIF แล้ว ได้ผลตามตารางที่ 4.2 พบว่าค่า VIF ของตัวแปรทุกตัวนั้นต่ำกว่า 10 ค่อนข้างมาก รวมถึงมีค่า Torelance ที่ค่อนข้างสูง จึงทำให้สามารถมั่นใจได้ว่าไม่มีปัญหา High Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมแต่ละตัว

ตารางที่ 4.2 : ตารางรายงานค่า Varian Inflated Factor และ Tolerance

Variable	**VIF**	**1/VIF**
com	2.48	0.403178
env	2.29	0.436619
emp	2.15	0.465829
pro	1.85	0.539095
lmcap	1.85	0.540487
roe	1.69	0.593178
pbv	1.62	0.618480
cg	1.49	0.671668
div	1.40	0.714618
beta	1.21	0.825897
SDCOM	1.15	0.872923
pe	1.09	0.914086
Mean VIF	**1.69**	

4.2 สถิติเชิงพรรณา

จากการเก็บข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด พบว่า ตัวแปร COM มีคะแนนเต็ม 36 คะแนน และบริษัทในกลุ่มตัวอย่างได้คะแนนเฉลี่ยในด้านนี้ที่ 23.98 คะแนน คิดเป็น 67% จากคะแนนเต็ม ตัวแปร DIV มีคะแนนเต็ม 36 คะแนน และบริษัทในกลุ่มตัวอย่างได้คะแนนเฉลี่ยในด้านนี้ที่ 15.39 คะแนน คิดเป็น 43% จากคะแนนเต็ม ตัวแปร EMP มีคะแนนเต็ม 48 คะแนน และบริษัทในกลุ่มตัวอย่างได้คะแนนเฉลี่ยในด้านนี้ที่ 28.67 คะแนน คิดเป็น 60% จากคะแนนเต็ม ตัวแปร ENV มีคะแนนเต็ม 52 คะแนน และบริษัทในกลุ่มตัวอย่างได้คะแนนเฉลี่ยในด้านนี้ที่ 30.56 คะแนน คิดเป็น 59% จากคะแนนเต็ม ตัวแปร PRO มีคะแนนเต็ม 40 คะแนน และบริษัทในกลุ่มตัวอย่างได้คะแนนเฉลี่ยในด้านนี้ที่ 20.53 คะแนน คิดเป็น 51% จากคะแนนเต็ม ตัวแปร CG มีคะแนนเต็ม 5 คะแนน และบริษัทในกลุ่มตัวอย่างได้คะแนนเฉลี่ยในด้านนี้ที่ 4 คะแนน คิดเป็น 80% จากคะแนนเต็ม และตัวแปร SDCOM ซึ่งเป็นตัวแปรหุ่นนั้น พบว่ามีบริษัทที่มีคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมทั้งสิ้น 38 บริษัท ซึ่งสามารถแสดงค่าได้ตามตารางที่ 4.3

ตารางที่ 4.3: ตารางแสดงค่าสถิติของตัวแปรอิสระทั้ง 7 ตัว

ตัวแปร	คะแนนเต็ม	คะแนนสูงสุด	คะแนนต่ำสุด	คะแนนเฉลี่ย	%	จำนวนบริษัทที่ถูดจัดในกลุ่มคะแนนสูง	จำนวนบริษัทที่ถูดจัดในกลุ่มคะแนนต่ำ
COM	36	34	12	23.98	67%	53	46
DIV	36	23	9	15.39	43%	33	66
EMP	48	37	17	28.67	60%	58	41
ENV	52	46	15	30.56	59%	52	47
PRO	40	28	13	20.53	51%	49	53
CG	5	5	2	4	80%	N.A.	N.A.
SDCOM	1	1	0	0.384	38%	38	61

ในส่วนของตัวแปรควมคุมซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของแบบจำลองที่ใช้อธิบายอัตราผลตอบแทนจากหุ้นนั้น ตัวแปร BETA มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.9221212 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.4430973 ตัวแปร LMCAP มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 23.68999 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.854566 ตัวแปร PBV มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.629192 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.788754 ตัวแปร PE มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 41.06354 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 153.6866 และ ตัวแปร ROE มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 11.20182 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 15.62944 ซึ่งสามารถแสดงค่าสถิติได้ตามตามที่ 4.4

ตารางที่ 4.4: ตารางแสดงค่าสถิติของตัวแปรควบคุมทั้ง 5 ตัว

ตัวแปร	**ค่าเฉลี่ย**	**Std. Dev.**	**ค่าต่ำสุด**	**ค่าสูงสุด**
BETA	0.9221212	0.4430973	0.08	2.07
LMCAP	23.68999	1.854566	19.99685	27.55354
PBV	2.629192	2.788754	0	19.84
PE	41.06354	153.6866	0	1421.93
ROE	11.20182	15.62944	-67.84	77.91

4.3 การวิเคราะห์การถดถอย

หลังจากได้ทดสอบแล้วว่าตัวแปรแต่ละตัวที่ถูกนำมาใช้เป็นตัวแปรอธิบายของอัตราผลตอบแทนจากหุ้น ซึ่งเป็นตัวแปรตามในการวิจัยครั้งนี้ ไม่มีความสัมพันธ์ต่อกันสูงจนอาจก่อให้เกิดปัญหาในการวิเคราะห์แล้ว จึงได้นำตัวแปรทั้งหมดมาวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) เพื่อตอบคำถามการวิจัยที่ว่าระดับที่แตกต่างกันของความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้นส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้นในรอบหนึ่งปีของบริษัทนั้นๆอย่างไร ซึ่งผลจากการวิเคราะห์สามารถแสดงได้ตามตารางที่ 4.6 และตารางที่ 4.7

4.3.1 การทดสอบสมมุติฐานหลักของการวิจัย

แบบจำลองหลักของงานวิจัยชิ้นนี้คือ

$$R_{it} = \alpha_{it} + \gamma_1 COM_{it} + \gamma_2 DIV_{it} + \gamma_3 EMP_{it} + \gamma_4 ENV_{it} + \gamma_5 PRO_{it} + \gamma_6 CG_{it} + \gamma_7 SDCOM_{it} + \gamma_8 BETA_{it} + \gamma_9 LMCAP_{it} + \gamma_{10} PBV_{it} + \gamma_{11} PE_{it} + \gamma_{12} ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.1)$$

แบบจำลองนี้เป็นแบบจำลองที่วัดว่าระดับความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทโดยรวมแล้วส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้นหรือไม่ ซึ่งแบบจำลองจะประกอบด้วยตัวแปรอิสระด้านความรับผิดชอบต่อสังคมทั้งหมด 7 ตัวแปร และมีตัวแปรควบคุมซึ่งเป็นตัวแปรที่เชื่อว่าจะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้นอีกจำนวน 5 ตัวแปร โดยเมื่อได้ทำการวิเคราะห์การถดถอยแล้ว ได้ผลลัพธ์ตามตารางที่ 4.6

สมมุติฐานที่ 1

H_{1A} : ตัวแปรอิสระที่เป็นตัววัดระดับ CSR ขององค์กรทั้ง 6 ด้าน คือ ตัวแปรด้านชุมชน ตัวแปรด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชน ตัวแปรด้านความสัมพันธ์กับพนักงาน ตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อม ตัวแปรด้านสินค้าหรือบริการ และตัวแปรหุ่นของคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของหุ้น i ณ ปีที่ t นั้น มีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรตัวใดตัวหนึ่งที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ

เพื่อพิสูจน์สมมุติฐานที่ 1 เบื้องต้น จึงได้ทำการทดสอบ Multiple Restrictions เพื่อทดสอบว่าสัมประสิทธ์หน้าตัวแปนด้านความรับผิดชอบต่อสังคมทั้ง 7 ตัวนี้เป็นศูนย์พร้อมกันหรือไม่ ด้วยการใช้คำสั่ง test ใน Stata ได้ผลลัพธ์ตามตารางที่ 4.5

ตารางที่ 4.5 : แสดงผลการทดสอบ Multiple Restrictions

1	COM	=	0
2	DIV	=	0
3	EMP	=	0
4	ENV	=	0
5	PRO	=	0
6	CG	=	0
7	SDCOM	=	0
	F(7, 87)	=	2.59
	Prob > F	=	0.0181

จากค่า P-value ของ F-Stat ที่เท่ากับ 0.0181 ซึ่งน้อยกว่าค่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 แล้ว จึงสามารถปฏิเสธสมมุติฐานหลัก H_{0A} ที่ว่าตัวแปรอิสระที่เป็นตัววัดระดับ CSR ขององค์กรทั้ง 6 ด้าน คือ ตัวแปรด้านชุมชน ตัวแปรด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชน ตัวแปรด้านความสัมพันธ์กับพนักงาน ตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อม ตัวแปรด้านสินค้าหรือบริการ และตัวแปรหุ่นของคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของหุ้น i ณ ปีที่ t นั้นไม่มีตัวแปรใดเลยที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากหุ้นได้ โดยสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรทั้ง 7 ตัวนั้นไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติพร้อมๆกัน และยอมรับสมมุติฐานทางเลือก H_{1A} ว่ามีอย่างน้อย 1 ตัวแปรที่สามารถอธิบายผลตอบแทนจากหุ้นได้

จากตาราง 4.6 ซึ่งแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย ได้ผลว่าในบรรดาตัวแปรด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้น มีเพียงตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมเท่านั้นที่มีผลกระทบในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้น โดยมีค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ 1.034146 ซึ่งหมายความว่าหากคะแนนความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัทเพิ่มขึ้น 1 คะแนน โดยที่ตัวแปรอื่นๆคงที่นั้น จะทำให้อัตราผลตอบแทนจากหุ้นโดยเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 1.034146% ในขณะที่ตัวแปรด้านความรับผิดชอบต่อสังคมอื่นๆทั้งหมดมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้น โดยตัวแปรด้านชุมชนมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ -0.6196091 ซึ่งหมายความว่าหากคะแนนความรับผิดชอบต่อสังคมด้านชุมชนของบริษัทเพิ่มขึ้น 1 คะแนน โดยที่ตัวแปรอื่นๆคงที่นั้น จะทำให้อัตราผลตอบแทนจากหุ้นโดยเฉลี่ยลดลง -0.6196091% ตัวแปรด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนในองค์มีค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ -1.057364 ตัวแปรด้านความสัมพันธ์กับพนักงานมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ -1.650736 ตัวแปรด้านสินค้าและบริการมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ -0.9662058 ตัวแปรด้านบรรษัทภิบาลมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ -8.90934 และตัวแปรด้านการมีหรือไม่มีคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นมีสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรเท่ากับ -17.14948 ซึ่งการแปลผลนั้นสามารถทำได้ในเชิงเดียวกัน

อย่างไรก็ตาม <u>มีเพียงแค่ตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมและตัวแปรด้านคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลตอบแทนจากหุ้น</u> โดยพิจารณาจากค่า P-value ของ T-Stat ของตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมเท่ากับ 0.0090 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.1 จึงทำให้สามารถยอมรับได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรนี้แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความมั่นใจ 90% และค่า P-value ของตัวแปรคณะกรรมการความรับผิดชอบต่อสังคมเท่ากับ 0.0026 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จึงทำให้สามารถยอมรับได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรนี้แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความมั่นใจ 95% ซึ่งเป็นระดับความมั่นใจที่มากกว่าตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อม

ในส่วนของตัวแปรควบคุมนั้น ตัวแปรด้านความเสี่ยงของกิจการ (Beta) และ P/BV Ratio นั้นสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนจากหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่า P-value ที่ 0.001 และ 0.001 ตามลำดับ โดยทั้งสองตัวแปรมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้น

แบบจำลองนี้มีค่า R-Sqaure เท่ากับ 0.3312 ซึ่งหมายความว่าแบบจำลองสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตาม ซึ่งคืออัตราผลตอบแทนจากหุ้นได้ประมาณ 33.12% และเนื่องจากค่า R-Square เป็น Non-decreasing Function การที่แบบจำลองนี้มีตัวแปรต้นมากถึง 12 ตัวแปร อาจทำให้ค่า R-Sqaure นั้นสูงขึ้นได้ ดังนั้น เมื่อคำนึงถึงจำนวนของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมด้วยแล้ว แบบจำลองมีค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.2379 แบบจำลองจึงสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนจากหุ้นได้ประมาณ 23.79% เมื่อคำนึงถึงจำนวนของตัวแปรในแบบจำลองแล้ว

ตารางที่ 4.6: ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย

	แบบจำลองที่ 4.1		**แบบจำลองที่ 4.2**		**แบบจำลองที่ 4.3**		**แบบจำลองที่ 4.4**	
	Coef.	**Std. Err.**	**Coef.**	**Std. Err.**	**Coef.**	**Std. Err.**	**Coef.**	**Std. Err.**
α_i	108.4409**	54.14651	71.55119	47.71357	111.7477**	51.30746	92.98768*	47.34179
COM	-0.619609	1.047764	-1.301495*	0.7786785				
DIV	-1.057364	1.388954			-2.278675*	1.233202		
EMP	-1.650736	1.226384					-2.400372**	0.9710894
ENV	1.034146*	0.603367						
PRO	-0.096621	1.359138						
CG	-8.90934	5.891885						
SDCOM	-17.14948**	7.552477						
BETA	28.88983***	8.565275	19.71223**	8.477589	20.25537**	8.445425	24.51517***	8.511008
LMCAP	-0.864901	2.529697	-2.118721	2.28079	-3.751026*	2.073446	-1.659874	2.202206
PBV	5.290769***	1.572644	4.944814***	1.566815	5.178757***	1.565754	4.922911***	1.540153
PE	-0.043933*	0.0234733	-0.042848*	0.0240135	-0.035059	0.0235471	-0.040850*	0.0233152
ROE	0.2375734	0.2865285	0.0787849	0.2921897	0.1595909	0.2885771	0.1538774	0.2845087
R^2	0.3312		0.2143		0.2194		0.2409	
Adjusted R^2	0.2379		0.1631		0.1685		0.1914	

ตารางที่ 4.6: ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (ต่อ)

	แบบจำลองที่ 4.5		แบบจำลองที่ 4.6		แบบจำลองที่ 4.7		แบบจำลองที่ 4.8	
	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.
α_i	74.96656	48.48718	113.2983 **	51.36818	70.85777	47.18752	59.26804	47.58291
COM								
DIV								
EMP								
ENV	-0.112931	0.467669						
PRO			-2.028891 *	1.067625				
CG					-12.82792 **	5.818796		
SDCOM							-17.43546 **	7.589587
BETA	20.00993 **	8.627298	21.38682 **	8.460414	23.01662 ***	8.480121	22.01264 ***	8.401941
LMCAP	-3.479865	2.272213	-3.518761 *	2.072787	-1.361654	2.311392	-2.784164	2.090127
PBV	4.911759 ***	1.607572	5.072382 ***	1.560976	4.37476 ***	1.573226	5.076199 ***	1.547315
PE	-0.036055	0.0240349	-0.042649 *	0.023809	-0.030801	0.0234712	-0.041165 *	0.0234427
ROE	0.1327644	0.2986298	0.0757517	0.2905326	0.1517762	0.2863324	0.1675664	0.2858615
R^2	0.1910		0.2210		0.2311		0.2344	
Adjusted R^2	0.1382		0.1702		0.1809		0.1844	

*** Significance Level 0.01

** Significance Level 0.05

* Significance Level 0.1

ตารางที่ 4.7: ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยเมื่อมีการแบ่งคะแนนออกเป็นสองกลุ่ม

	แบบจำลองที่ 4.2.1		**แบบจำลองที่ 4.3.1**		**แบบจำลองที่ 4.4.1**		**แบบจำลองที่ 4.5.1**		**แบบจำลองที่ 4.6.1**	
	Coef.	**Std. Err.**	**Coef.**	**Std. Err.**	**Coef.**	**Std. Err.**	**Coef.**	**Std. Err.**	**Coef.**	**Std. Err.**
α_i	68.29196	50.22719	80.96311*	48.37873	51.3749	48.34323	89.08117*	50.0296	83.3462*	47.66037
COM_{high}	-4.3476	7.951621								
DIV_{high}			-7.80702	7.861467						
EMP_{high}					-17.3309**	7.732008				
ENV_{high}							7.817545	8.09616		
PRO_{high}									-13.6264*	7.37087
BETA	20.1655**	8.586726	21.14196**	8.609346	23.24111***	8.485463	20.25226**	8.557672	21.8438**	8.4929
LMCAP	-3.2634	2.24323	-3.85098*	2.106805	-2.32254	2.143589	-4.47202**	2.25391	-3.74539*	2.07336
PBV	5.03712***	1.592625	5.219247***	1.601808	4.886461***	1.549073	5.303826***	1.61986	5.04165***	1.56211
PE	-0.0376	0.024214	-0.03601	0.023854	-0.03969*	0.023419	-0.03166	0.02421	-0.04251*	0.02384
ROE	0.13414	0.294086	0.141031	0.292263	0.142942	0.286081	0.168277	0.29323	0.08251	0.29050
R^2	0.1931		0.1990		0.2324		0.1986		0.2195	
Adjusted R^2	0.1405		0.1468		0.1823		0.1463		0.1685	

*** Significance Level 0.01

** Significance Level 0.05

* Significance Level 0.1

4.3.2 การทดสอบสมมุติฐานจากการวัดความรับผิดชอบต่อสังคมในแต่ละด้านแยกออกจากกัน

4.3.2.1 สมมุติฐานย่อยที่ 1 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้านชุมชนต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้น

$$R_{it} = \alpha_{it} + \gamma_1 COM_{it} + \gamma_8 BETA_{it} + \gamma_9 LMCAP_{it} + \gamma_{10} PBV_{it} + \gamma_{11} PE_{it} + \gamma_{12} ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.2)$$

โดยมีสมมุติฐานหลัก H_{0a} : $\gamma_1 = 0$ และสมมุติฐานทางเลือก H_{1a} : $\gamma_1 \neq 0$ หลังจากการวิเคราะห์ถดถอยแล้วได้ผลลัพธ์ตามตาราง 4.6

เมื่อวิเคราะห์เฉพาะตัวแปรด้านชุมชนต่อผลตอบแทนจากหุ้นเพียงตัวแปรเดียว โดยที่ยังมีตัวแปรควบคุมอยู่เช่นเดิมนั้น พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ด้วยระดับความมั่นใจที่ 90% เนื่องจากตัวแปรชุมชนนั้นมีค่า P-value เท่ากับ 0.098 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.1 จึงทำให้สามารถปฏิเสธสมมุติฐาน H_{0a} : $\gamma_1 = 0$ ที่ว่าตัวแปรด้านชุมชนไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนจากหุ้นได้ และยอมรับสมมุติฐานทางเลือก H_{1a} : $\gamma_1 \neq 0$

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรชุมชนซึ่งเท่ากับ -1.301495 แล้ว พบว่าตัวแปรชุมชนมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้น ซึ่งหมายความว่าถ้าหากบริษัทมีคะแนนด้านความรับผิดชอบต่อสังคมด้านชุมชนเพิ่มขึ้นหนึ่งคะแนนโดยที่ตัวแปรอื่นๆ คงที่ จะทำให้อัตราผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทนั้นลดลงโดยเฉลี่ยเท่ากับ -1.301495% และแบบจำลองนี้มีค่า R-Square เท่ากับ 0.2143 หรือแบบจำลองนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามได้ 21.43%

อย่างไรก็ตาม เมื่อได้ทำการจัดแบ่งบริษัทที่มีคะแนนด้านชุมชนออกเป็นกลุ่มที่มีคะแนนสูงและคะแนนต่ำ โดยให้ COM_{high} เป็นตัวแปรหุ่นของบริษัทที่มีคะแนนด้านชุมชมสูง โดยให้ตัวแปรหุ่นนี้มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทนั้นๆมีคะแนนด้านชุมชนสูง และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทนั้นมีคะแนนด้านชุมชนต่ำ ซึ่งการแบ่งช่วงคะแนนนั้นจะทำโดยการหาค่าเฉลี่ยของตัวแปรนี้ ดังที่แสดงในตาราง 4.2.1 และใช้ตัวเลขที่ได้เป็นเกณฑ์เพื่อแบ่งระหว่างกลุ่มที่ได้คะแนนสูง ซึ่งจะมีคะแนนสูงกว่าเกณฑ์ และกลุ่มที่มีคะแนนต่ำ ซึ่งจะมีคะแนนที่ต่ำกว่าเกณฑ์ โดยมีแบบจำลองคือ

$$R_{it} = \alpha_{it} + \delta_1 COM_{high} + \gamma_8 BETA_{it} + \gamma_9 LMCAP_{it} + \gamma_{10} PBV_{it} + \gamma_{11} PE_{it} + \gamma_{12} ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.2.1)$$

ผลที่ได้จากการวิเคราะห์ถดถอยสามารถแสดงได้ตามตาราง 4.7

จากผลที่ได้ พบว่าบริษัทที่มีคะแนนด้านชุมชนสูงยังคงมีความสัมพันธ์ในทิศตรงกันข้ามกับผลตอบแทนจากหุ้น โดยมีค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรหุ่น COM_{high} เท่ากับ -4.347558 ซึ่งหมายถึงบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มที่มีคะแนนด้านชุมชนสูงนั้น จะมีอัตราผลตอบแทนจากหุ้นโดยเฉลี่ยที่น้อยกว่ากลุ่มที่มีคะแนนด้านชุมชนต่ำ เมื่อตัวแปรอื่นๆคงที่ เท่ากับ -4.347558% แต่อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาค่า P-value ของ COM_{high} ซึ่งเท่ากับ 0.586 แล้ว พบว่ามีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.1 จึงไม่สามารถระบุได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์นี่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติแต่อย่างใด และสรุปได้ว่าบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มคะแนนสูงนั้นมีอัตราผลตอบแทนจากหุ้นไม่ต่างจากบริษัทที่ถูกจัดให้อยู่ในกลุ่มคะแนนต่ำ และแบบจำลองนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากหุ้นได้ 19.31%

4.3.2.2 สมมุติฐานย่อยที่ 2 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้น

$$R_{it} = \alpha_{it} + \gamma_2 DIV_{it} + \gamma_8 BETA_{it} + \gamma_9 LMCAP_{it} + \gamma_{10} PBV_{it} + \gamma_{11} PE_{it} + \gamma_{12} ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.3)$$

โดยมีสมมุติฐานหลัก H_{0b} : $\gamma_2 = 0$ และสมมุติฐานทางเลือก H_{1b} : $\gamma_2 \neq 0$ หลังจากการวิเคราะห์ถดถอยแล้วได้ผลลัพธ์ตามตาราง 4.6

เมื่อวิเคราะห์เฉพาะตัวแปรด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนต่อผลตอบแทนจากหุ้นเพียงตัวแปรเดียว โดยที่ยังมีตัวแปรควบคุมอยู่เช่นเดิมนั้น พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ด้วยระดับความมั่นใจที่ 90% เนื่องจากตัวแปรด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนนั้นมีค่า P-value เท่ากับ 0.068 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.1 จึงทำให้สามารถปฏิเสธสมมุติฐาน H_{0b} : $\gamma_2 = 0$ ที่ว่าตัวแปรด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนจากหุ้นได้ และยอมรับสมมุติฐานทางเลือก H_{1b} : $\gamma_2 \neq 0$

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนซึ่งเท่ากับ -2.278675 แล้ว พบว่าตัวแปรด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้น ซึ่งหมายความว่าถ้าหากบริษัทมีคะแนนด้านความรับผิดชอบต่อสังคมด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนเพิ่มขึ้นหนึ่งคะแนนโดยที่ตัวแปรอื่นๆคงที่ จะทำให้อัตราผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทนั้นลดลงโดยเฉลี่ยเท่ากับ -2.278675% และ

แบบจำลองนี้มีค่า R-Square เท่ากับ 0.2194 หรือแบบจำลองนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามได้ 21.94%

อย่างไรก็ตาม เมื่อได้ทำการจัดแบ่งบริษัทที่มีคะแนนด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนออกเป็น กลุ่มที่มีคะแนนสูงและคะแนนต่ำ โดยให้ DIV_{high} เป็นตัวแปรหุ่นของบริษัทที่มีคะแนนด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนสูง โดยให้ตัวแปรหุ่นนี้มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทนั้นๆมีคะแนนด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนสูง และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทนั้นมีคะแนนด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนต่ำ ซึ่งการแบ่งช่วงคะแนนแสดงใน ตาราง 4.2.1 โดยมีแบบจำลองคือ

$$R_{it} = \alpha_{it} + \delta_2 DIV_{high} + \gamma_8 BETA_{it} + \gamma_9 LMCAP_{it} + \gamma_{10} PBV_{it} + \gamma_{11} PE_{it} + \gamma_{12} ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.3.1)$$

ผลที่ได้จากการวิเคราะห์ถดถอยสามารถแสดงได้ตามตาราง 4.7

จากผลที่ได้ พบว่าบริษัทที่มีคะแนนด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนสูงจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนจากหุ้น โดยมีค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรหุ่น DIV_{high} เท่ากับ -7.807017 ซึ่งหมายถึงบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มที่มีคะแนนด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนสูงนั้น จะมีอัตราผลตอบแทนจากหุ้นโดยเฉลี่ยที่ต่ำกว่ากลุ่มที่มีคะแนนด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนต่ำ เมื่อตัวแปรอื่นๆคงที่ เท่ากับ -7.807017% แต่อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาค่า P-value ของ DIV_{high} ซึ่งเท่ากับ 0.323 แล้ว พบว่ามีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.1 จึงไม่สามารถระบุได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์นี้แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติแต่อย่างใด และสรุปได้ว่าบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มคะแนนสูงนั้นมีอัตราผลตอบแทนจากหุ้นไม่ต่างจากบริษัทที่ถูกจัดให้อยู่ในกลุ่มคะแนนต่ำ และแบบจำลองนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากหุ้นได้ 19.90%

4.3.2.3 สมมุติฐานย่อยที่ 3 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้านความสัมพันธ์กับพนักงานต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้น

$$R_{it} = \alpha_{it} + \gamma_3 EMP_{it} + \gamma_8 BETA_{it} + \gamma_9 LMCAP_{it} + \gamma_{10} PBV_{it} + \gamma_{11} PE_{it} + \gamma_{12} ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.4)$$

โดยมีสมมุติฐานหลัก H_{0c} : $\gamma_3 = 0$ และสมมุติฐานทางเลือก H_{1c} : $\gamma_3 \neq 0$ หลังจากการวิเคราะห์ถดถอยแล้วได้ผลลัพธ์ตามตาราง 4.6

เมื่อวิเคราะห์เฉพาะตัวแปรด้านความสัมพันธ์กับพนักงานต่อผลตอบแทนจากหุ้นเพียงตัวแปรเดียว โดยที่ยังมีตัวแปรควบคุมอยู่เช่นเดิมนั้น พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ด้วยระดับความมั่นใจที่ 95% เนื่องจากตัวแปรด้านความสัมพันธ์กับพนักงานนั้นมีค่า P-value เท่ากับ 0.015 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จึงทำให้สามารถปฏิเสธสมมุติฐาน H_{0c} : $\gamma_3 = 0$ ที่ว่าตัวแปรด้านความสัมพันธ์กับพนักงานไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนจากหุ้นได้ และยอมรับสมมุติฐานทางเลือก H_{1c} : $\gamma_3 \neq 0$

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรด้านความสัมพันธ์กับพนักงานซึ่งเท่ากับ -2.400372 แล้ว พบว่าตัวแปรด้านความสัมพันธ์กับพนักงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้น ซึ่งหมายความว่าถ้าหากบริษัทมีคะแนนด้านความรับผิดชอบต่อสังคมด้านความสัมพันธ์กับพนักงานเพิ่มขึ้นหนึ่งคะแนนโดยที่ตัวแปรอื่นๆคงที่ จะทำให้อัตราผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทนั้นลดลงโดยเฉลี่ยเท่ากับ -2.400372% และแบบจำลองนี้มีค่า R-Square เท่ากับ 0.2409 หรือแบบจำลองนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามได้ 24.09%

อย่างไรก็ตาม เมื่อได้ทำการจัดแบ่งบริษัทที่มีคะแนนด้านความสัมพันธ์กับพนักงานออกเป็นกลุ่มที่มีคะแนนสูงและคะแนนต่ำ โดยให้ EMP_{high} เป็นตัวแปรหุ่นของบริษัทที่มีคะแนนด้านความความสัมพันธ์กับพนักงานสูง โดยให้ตัวแปรหุ่นนี้มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทนั้นๆมีคะแนนด้านความสัมพันธ์กับพนักงานสูง และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทนั้นมีคะแนนด้านความสัมพันธ์กับพนักงานต่ำ ซึ่งการแบ่งช่วงคะแนนแสดงใน ตาราง 4.2.1 โดยมีแบบจำลองคือ

$$R_{it} = \alpha_{it} + \delta_3 EMP_{high} + \gamma_8 BETA_{it} + \gamma_9 LMCAP_{it} + \gamma_{10} PBV_{it} + \gamma_{11} PE_{it} + \gamma_{12} ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.4.1)$$

ผลที่ได้จากการวิเคราะห์ถดถอยสามารถแสดงได้ตามตาราง 4.7

จากผลที่ได้ พบว่าบริษัทที่มีคะแนนด้านความสัมพันธ์กับพนักงานสูงยังคงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนจากหุ้นเช่นเดียวกับแบบจำลองแรก โดยมีค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรหุ่น EMP_{high} เท่ากับ -17.33092 ซึ่งหมายถึงบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มที่มีคะแนนด้านความสัมพันธ์กับพนักงานสูงนั้น จะมีอัตราผลตอบแทนจากหุ้นโดยเฉลี่ยที่น้อยกว่ากลุ่มที่มีคะแนนความสัมพันธ์กับพนักงานต่ำ เมื่อตัวแปรอื่นๆคงที่ เท่ากับ -17.33092% และเมื่อพิจารณาค่า P-value ของ EMP_{high} ซึ่งเท่ากับ 0.027 แล้ว พบว่ามีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ทำให้สามารถระบุได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์นี่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความมั่นใจ 95% จึงสรุปได้ว่าบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มคะแนนสูงนั้นมีอัตราผลตอบแทนจากหุ้นแตกต่างจากบริษัทที่ถูก

จัดให้อยู่ในกลุ่มคะแนนต่ำ และแบบจำลองนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากหุ้นได้ 23.24%

4.3.2.4 สมมุติฐานย่อยที่ 4 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้น

$$R_{it} = \alpha_{it} + \gamma_4 ENV_{it} + \gamma_8 BETA_{it} + \gamma_9 LMCAP_{it} + \gamma_{10} PBV_{it} + \gamma_{11} PE_{it} + \gamma_{12} ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.5)$$

โดยมีสมมุติฐานหลัก H_{0d} : $\gamma_4 = 0$ และสมมุติฐานทางเลือก H_{1d} : $\gamma_4 \neq 0$ หลังจากการวิเคราะห์ถดถอยแล้วได้ผลลัพธ์ตามตาราง 4.6

เมื่อวิเคราะห์เฉพาะตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมต่อผลตอบแทนจากหุ้นเพียงตัวแปรเดียว โดยที่ยังมีตัวแปรควบคุมอยู่เช่นเดิมนั้น พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมนั้นมีค่า P-value เท่ากับ 0.810 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.1 จึงทำให้ไม่สามารถปฏิเสธสมมุติฐาน H_{0c} : $\gamma_3 = 0$ ที่ว่าตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนจากหุ้นได้ โดยมีข้อสังเกตประการหนึ่งคือค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปร ENV ในแบบจำลองนี้ได้เปลี่ยนเครื่องหมายจากบวกในแบบจำลองหลักของการวิจัยเป็นเครื่องหมายลบในแบบจำลองนี้

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมซึ่งเท่ากับ -0.1129311 แล้ว พบว่าตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้น ซึ่งหมายความว่าถ้าหากบริษัทมีคะแนนด้านความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อมเพิ่มขึ้นหนึ่งคะแนนโดยที่ตัวแปรอื่นๆคงที่ จะทำให้อัตราผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทนั้นลดลงโดยเฉลี่ยเท่ากับ -0.1129311% แต่การตีความนี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติตามที่อธิบายไปเบื้องต้น และแบบจำลองนี้มีค่า R-Square เท่ากับ 0.1910 หรือแบบจำลองนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามได้ 19.10%

อย่างไรก็ตาม เมื่อได้ทำการจัดแบ่งบริษัทที่มีคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมออกเป็นกลุ่มที่มีคะแนนสูงและคะแนนต่ำ โดยให้ ENV_{high} เป็นตัวแปรหุ่นของบริษัทที่มีคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมสูง โดยให้ตัวแปรหุ่นนี้มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทนั้นๆมีคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมสูง และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทนั้นมีคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมต่ำ ซึ่งการแบ่งช่วงคะแนนแสดงใน ตาราง 4.2.1 โดยมีแบบจำลองคือ

$$R_{it} = \alpha_{it} + \delta_4 ENV_{high} + \gamma_8 BETA_{it} + \gamma_9 LMCAP_{it} + \gamma_{10} PBV_{it} + \gamma_{11} PE_{it} + \gamma_{12} ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.5.1)$$

ผลที่ได้จากการวิเคราะห์ถดถอยสามารถแสดงได้ตามตาราง 4.7

จากผลที่ได้ พบว่าบริษัทที่มีคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมสูงมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนจากหุ้น โดยมีค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรหุ่น ENV_{high} เท่ากับ 7.817545 ซึ่งหมายถึงบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มที่มีคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมสูงนั้น จะมีอัตราผลตอบแทนจากหุ้นโดยเฉลี่ยที่น้อยกว่ากลุ่มที่มีคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมต่ำ เมื่อตัวแปรอื่นๆคงที่เท่ากับ 7.817545% แต่เมื่อพิจารณาค่า P-value ของ ENV_{high} ซึ่งเท่ากับ 0.337 แล้ว พบว่ามีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.1 จึงไม่สามารถระบุได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และสรุปได้ว่าบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มคะแนนสูงนั้นมีอัตราผลตอบแทนจากหุ้นที่ไม่แตกต่างจากบริษัทที่ถูกจัดให้อยู่ในกลุ่มคะแนนต่ำแต่อย่างใด และแบบจำลองนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากหุ้นได้ 19.86%

4.3.2.5 สมมุติฐานย่อยที่ 5 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้านสินค้าหรือบริการต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้น

$$R_{it} = \alpha_{it} + \gamma_5 PRO_{it} + \gamma_8 BETA_{it} + \gamma_9 LMCAP_{it} + \gamma_{10} PBV_{it} + \gamma_{11} PE_{it} + \gamma_{12} ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.6)$$

โดยมีสมมุติฐานหลัก H_{0e} : $\gamma_5 = 0$ และสมมุติฐานทางเลือก H_{1e} : $\gamma_5 \neq 0$ หลังจากการวิเคราะห์ถดถอยแล้วได้ผลลัพธ์ตามตาราง 4.6

เมื่อวิเคราะห์เฉพาะตัวแปรด้านสินค้าหรือบริการต่อผลตอบแทนจากหุ้นเพียงตัวแปรเดียว โดยที่ยังมีตัวแปรควบคุมอยู่เช่นเดิมนั้น พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ด้วยระดับความมั่นใจที่ 90% เนื่องจากตัวแปรด้านสินค้าหรือบริการนั้นมีค่า P-value เท่ากับ 0.061 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.1 จึงทำให้สามารถปฏิเสธสมมุติฐาน H_{0e} : $\gamma_5 = 0$ ที่ว่าตัวแปรด้านสินค้าหรือบริการไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนจากหุ้นได้ และยอมรับสมมุติฐานทางเลือก H_{1e} : $\gamma_5 \neq 0$

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรด้านสินค้าหรือบริการซึ่งเท่ากับ -2.028819 แล้ว พบว่าตัวแปรด้านสินค้าหรือบริการมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้น ซึ่งหมายความว่าถ้าหากบริษัทมีคะแนนด้านความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสินค้าหรือบริการเพิ่มขึ้นหนึ่งคะแนนโดยที่ตัวแปรอื่นๆคงที่ จะทำให้อัตราผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทนั้นลดลงโดยเฉลี่ยเท่ากับ -2.028819% และแบบจำลองนี้มีค่า R-Square เท่ากับ 0.2210 หรือแบบจำลองนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามได้ 22.10%

อย่างไรก็ตาม เมื่อได้ทำการจัดแบ่งบริษัทที่มีคะแนนด้านสินค้าหรือบริการออกเป็น กลุ่มที่มีคะแนนสูงและคะแนนต่ำ โดยให้ PRO_{high} เป็นตัวแปรหุ่นของบริษัทที่มีคะแนนด้านสินค้าหรือบริการสูง โดยให้ตัวแปรหุ่นนี้มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทนั้นๆมีคะแนนด้านสินค้าหรือบริการสูง และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทนั้นมีคะแนนด้านสินค้าหรือบริการต่ำ ซึ่งการแบ่งช่วงคะแนนแสดงใน ตาราง 4.2.1 โดยมีแบบจำลองคือ

$$R_{it} = \alpha_{it} + \delta_5 PRO_{high} + \gamma_8 BETA_{it} + \gamma_9 LMCAP_{it} + \gamma_{10} PBV_{it} + \gamma_{11} PE_{it} + \gamma_{12} ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.6.1)$$

ผลที่ได้จากการวิเคราะห์ถดถอยสามารถแสดงได้ตามตาราง 4.7

จากผลที่ได้ พบว่าบริษัทที่มีคะแนนด้านสินค้าหรือบริการสูงจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนจากหุ้น โดยมีค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรหุ่น PRO_{high} เท่ากับ -13.62643 ซึ่งหมายถึงบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มที่มีคะแนนด้านสินค้าหรือบริการสูงนั้น จะมีอัตราผลตอบแทนจากหุ้นโดยเฉลี่ยที่ต่ำกว่ากลุ่มที่มีคะแนนด้านสินค้าหรือบริการต่ำ เมื่อตัวแปรอื่นๆคงที่ เท่ากับ -13.62643% และเมื่อพิจารณาค่า P-value ของ PRO_{high} ซึ่งเท่ากับ 0.068 แล้ว พบว่ามีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.1 ทำให้สามารถระบุได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์นี่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความมั่นใจ 90% จึงสรุปได้ว่าบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มคะแนนสูงนั้นมีอัตราผลตอบแทนจากหุ้นแตกต่างจากบริษัทที่ถูกจัดให้อยู่ในกลุ่มคะแนนต่ำ และแบบจำลองนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากหุ้นได้ 21.95%

4.3.2.6 สมมุติฐานย่อยที่ 6 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้านบรรษัทภิบาลต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้น

$$R_{it} = \alpha_{it} + \gamma_6 CG_{it} + \gamma_8 BETA_{it} + \gamma_9 LMCAP_{it} + \gamma_{10} PBV_{it} + \gamma_{11} PE_{it} + \gamma_{12} ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.7)$$

โดยมีสมมุติฐานหลัก H_{0f} : $\gamma_6 = 0$ และสมมุติฐานทางเลือก H_{1f} : $\gamma_6 \neq 0$ หลังจากการวิเคราะห์ถดถอยแล้วได้ผลลัพธ์ตามตาราง 4.6

เมื่อวิเคราะห์เฉพาะตัวแปรด้านบรรษัทภิบาลต่อผลตอบแทนจากหุ้นเพียงตัวแปรเดียว โดยที่ยังมีตัวแปรควบคุมอยู่เช่นเดิมนั้น พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ด้วยระดับความมั่นใจที่ 95% เนื่องจากตัวแปรด้านความสัมพันธ์กับพนักงานนั้นมีค่า P-value เท่ากับ 0.030 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จึงทำให้สามารถปฏิเสธ

สมมุติฐาน H_{0f} : $\gamma_6 = 0$ ที่ว่าตัวแปรด้านความสัมพันธ์กับพนักงานไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนจากหุ้นได้ และยอมรับสมมุติฐานทางเลือก H_{1f} : $\gamma_6 \neq 0$

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรด้านบรรษัทภิบาลซึ่งเท่ากับ -12.82792 แล้ว พบว่าตัวแปรด้านบรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้น ซึ่งหมายความว่าถ้าหากบริษัทมีคะแนนด้านความรับผิดชอบต่อสังคมด้านบรรษัทภิบาลเพิ่มขึ้นหนึ่งคะแนนโดยที่ตัวแปรอื่นๆคงที่ จะทำให้อัตราผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทนั้นลดลงโดยเฉลี่ยเท่ากับ -12.82792% และแบบจำลองนี้มีค่า R-Square เท่ากับ 0.2311 หรือแบบจำลองนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามได้ 23.11%

ด้วยความที่คะแนนด้านบรรษัทภิบาลของบริษัทนั้น มีช่วงการกระจายตัวที่ค่อนข้างแคบมาก โดยมีเพียงแค่คะแนน 5, 4, และ 3 ตามรายงานของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย จึงมิได้ทำการแบ่งช่วงคะแนนสูงและต่ำ เนื่องจากลักษณะของข้อมูลมีการแบ่งช่วงที่ชัดเจนมากอยู่แล้ว

4.3.2.7 สมมุติฐานย่อยที่ 7 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้านคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมและอัตราผลตอบแทนจากหุ้น

$$R_{it} = \alpha_{it} + \gamma_7 SDCOM_{it} + \gamma_8 BETA_{it} + \gamma_9 LMCAP_{it} + \gamma_{10} PBV_{it} + \gamma_{11} PE_{it} + \gamma_{12} ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.8)$$

โดยมีสมมุติฐานหลัก H_{0g} : $\gamma_7 = 0$ และสมมุติฐานทางเลือก H_{1g} : $\gamma_7 \neq 0$ หลังจากการวิเคราะห์ถดถอยแล้วได้ผลลัพธ์ตามตาราง 4.6

เมื่อวิเคราะห์เฉพาะตัวแปรด้านคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมต่อผลตอบแทนจากหุ้นเพียงตัวแปรเดียว โดยที่ยังมีตัวแปรควบคุมอยู่เช่นเดิมนั้น พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ด้วยระดับความมั่นใจที่ 95% เนื่องจากตัวแปรด้านคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นมีค่า P-value เท่ากับ 0.024 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จึงทำให้สามารถปฏิเสธสมมุติฐาน H_{0g} : $\gamma_7 = 0$ ที่ว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมมีผลตอบแทนจากหุ้นไม่แตกต่างจากบริษัทที่ไม่มีคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคม และยอมรับสมมุติฐานทางเลือก H_{1f} : $\gamma_6 \neq 0$ ว่าบริษัทที่มีหรือไม่มีคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบนั้นมีอัตาผลตอบแทนจากหุ้นที่แตกต่างกัน

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรด้านคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมซึ่งเท่ากับ -17.43546 แล้ว พบว่าตัวแปรด้านคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบ

ต่อสังคมมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้น ซึ่งหมายความว่าถ้าหากบริษัทมีคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมโดยที่ตัวแปรอื่นๆคงที่ จะทำให้อัตราผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทนั้นลดลงโดยเฉลี่ยเท่ากับ -17.43546% และแบบจำลองนี้มีค่า R-Square เท่ากับ 0.2344 หรือแบบจำลองนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามได้ 23.44%

บทที่ 5
สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาถึงระดับความรับผิดชอบต่อสังคมที่แตกต่างกันของกลุ่มตัวอย่าง ESG100 ผ่านเกณฑ์การประเมินที่พัฒนาขึ้นมาใหม่ และนำผลคะแนนที่ได้มาทำการวิเคราะห์ถดถอยเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระดับความรับผิดชอบต่อสังคมที่แตกต่างกันกับผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัท ซึ่งผลที่ได้จากการวิเคราะห์ถดถอยในแบบจำลองหลัก พบว่าตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมนั้นมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ และการมีอยู่ของคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้นมีความสัมพันธ์เป็บลบกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ตัวแปรด้านอื่นๆคือ ตัวแปรด้านสังคม ตัวแปรด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนในองค์กร ตัวแปรด้านความสัมพันธ์กับพนักงาน ตัวแปรด้านสินค้าหรือบริการ และตัวแปรด้านบรรษัทภิบาลนั้น พบว่าทั้งหมดมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้นอย่างมีนัยสำคัญเมื่อทำการวิเคราะห์ถอถอยแยกทีละตัวแปรเท่านั้น และสำหรับผลการดำเนินงานของบริษัทในด้านที่เกี่ยวข้องกับความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นมีคะแนนเฉลี่ยในแต่ละด้านค่อนข้างต่ำ แสดงให้เห็นถึงสถานการณ์ของการแสดงออกซึ่งความรับผิดชอบต่อสังคมของประเทศไทยซึ่งยังไม่พัฒนามากนัก

5.2 การอภิปรายผลการวิจัย

<u>ตัวแปรด้านชุมชน</u>

ผลจากการวิเคราะห์การถดถอยพบว่า ตัวแปรด้านชุมชนนั้นมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัท ซึ่งการแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็นกลุ่มที่ได้คะแนนสูงและต่ำนั้นไม่มีความแตกต่างกันแต่อย่างใด โดยผลการวิเคราะห์ถดถอยนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Brammer, Brooks, and Pavelin (2006), Masulis และ Reza (2014), Vujicic (2015) และ Mishra และ Modi (2016)

การที่บริษัทมีความรับผิดชอบต่อสังคมด้านชุมชนสูงนั้น กลับส่งผลในทางลบต่อมุมมองของผู้บริโภคและนักลงทุน ซึ่งสะท้อนผ่านความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหุ้น เมื่อพิจารณาจากองค์ประกอบของตัววัดด้านชุมชนแล้วจะพบว่า ตัววัดย่อยที่มีค่าเฉลี่ยคะแนนสูงที่คือการทำการกุศล (COM-1) ซึ่งมีคะแนนเฉลี่ย 3.03 คะแนน จากคะแนนเต็ม 4 คะแนน และการสนับสนุนด้าน

การศึกษา (COM-3) ซึ่งส่วนใหญ่นั้นเป็นไปในรูปแบบของการมอบทุนการศึกษา โดยมีคะแนนเฉลี่ยถึง 3.45 คะแนน จากคะแนนเต็ม 4 คะแนน ซึ่งจะเห็นได้ว่า บริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มตัวอย่าง เลือกที่จะแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมในด้านชุมชนผ่านการให้และการบริจาคเพื่อการกุศล เมื่อเปรียบเทียบกับตัววัดด้านการประเมินความเสี่ยงและการรับฟังความคิดเห็นจากคนในชุมชน (COM-9) ที่มีคะแนนเฉลี่ยเพียง 2.05 คะแนน และตัววัดด้านการรับคนในชุมชนเข้าทำงานและการจัดซื้อจัดหาจากคนในท้องถิ่น (COM-7) ซึ่งมีคะแนนเฉลี่ย 2.15 คะแนน นับเป็นสองตัววัดย่อยที่มีคะแนนเฉลี่ยต่ำที่สุดในหมวดชุมชน โดยเมื่อพิจารณาแล้วจะเห็นว่า บริษัทส่วนใหญ่นั้นมิได้เลือกที่แสดงความรับผิดชอบต่อสังคมในด้านชุมชนที่ส่งผลกระทบต่อคุณภาพชีวิตของชุมชนในระยะยาวอย่างแท้จริง แต่มักเลือกที่จะบริจาคเป็นตัวเงินเป็นครั้งๆไป ซึ่งเหตุผลในการเลือกบริจาคเพื่อองค์กรใดหรือเพื่อวัตถุประสงค์อะไร รวมถึงเกณฑ์ในการคัดเลือกโครงการหรือองค์กรที่จะได้รับการบริจาคนั้น มักไม่ถูกกล่าวถึงในรายงานที่ปรากฏสู่สาธารณชน และยังขาดความชัดเจนค่อนข้างมากว่าผลที่ได้รับจากการบริจาคนั้นเป็นอย่างไร

เมื่อได้วิเคราะห์ถึงองค์ประกอบของคะแนนด้านชุมชนดังที่กล่าวไปเบื้องต้นแล้ว พบว่าผลการศึกษานั้นสอดคล้องกับงานวิจัยของ Mishra และ Modi (2016) ที่พบว่าการบริจาคเงินและการทำการกุศลนั้น ส่งผลลบต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทนั้นๆ เหตุผลเบื้องหลังความสัมพันธ์นี้อาจอธิบายได้จากจุดเริ่มต้นของการบริจาคเงินเพื่อการกุศล ซึ่งโดยส่วนใหญ่แล้วคณะผู้บริการหรือกรรมการของบริษัทจะเป็นผู้ตัดสินใจว่าจะบริจาคเงินเพื่อใครหรือองค์กรใด และโดยส่วนมากแล้วจะเลือกจากความชอบส่วนบุคคลโดยปราศจากการคำนึงถึงผลกระทบในวงกว้างที่อาจเกิดขึ้นต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียรายอื่น เช่น ลูกค้า พนักงาน และคู่ค้าทางธุรกิจ เป็นต้น ซึ่งอาจเรียกได้ว่าการทำการกุศลนั้นเป็นอีกรูปแบบของการสร้างปัญหาตัวแทน (Agency Problem) เนื่องจากถูกใช้เป็นเครื่องมือในการสร้างความสัมพันธ์ทางสังคมของผู้บริหาร และทำให้ความเป็นอิสระในการบริหารงานลดลง (Masulis และ Reza, 2014)

แม้ว่าการทำการกุศลนั้นเป็นหนึ่งในช่องทางการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมที่ได้รับความนิยมมาก เนื่องจากสามารถวัดเป็นตัวเลขได้ชัดเจน (Campbell, Moore, และ Metzger, 2002) แต่การทำการกุศลนั้นมิได้เป็นการกระตุ้นให้ผู้บริโภคเลือกซื้อสินค้าและบริการของบริษัทมากขึ้นแต่อย่างใด (Mishra และ Modi, 2016) และอาจส่งผลเสียต่อบริษัทในระยะยาว เนื่องจากบริษัทนั้นได้ทำในสิ่งที่จะไม่เกิดขึ้นตามปกติของการทำธุรกิจ แต่ทำเพียงเพราะว่าต้องการแสดงความรับผิดชอบต่อชุมชน (Vujicic, 2015) และการที่บริษัทพยายามสร้างความสัมพันธ์กับชุมชนนั้น นักลงทุนมักจะมองว่าเป็นการหันเหความสนใจของผู้บริหารไปจากการทำธุรกิจ รวมถึงไม่ได้เป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับสินค้าหรือบริการเท่าใดนัก เนื่องจากส่วนมากแล้วการทำการกุศลของบริษัทมิได้เกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์ของบริษัทโดยตรง ดังนั้น ความเชื่อมโยงกันระหว่างมูลค่าของสินค้ากับ

ความสัมพันธ์ของบริษัทกับชุมชนนั้นจึงไม่ชัดเจนเพียงพอที่สร้างผลกระทบด้านบวกได้ มากไปกว่านั้น การบริจาคเพื่อการกุศลยังอาจเป็นเครื่องมือเพื่อสร้างภาพลักษณ์ของผู้บริหารองค์กรได้อย่างง่ายดาย ด้วยการใช้เงินของผู้ถือหุ้นในการบริจาค (Iartridis, 2015) เนื่องจากผู้ถือหุ้นเองนั้นมิได้เป็นผู้ตัดสินว่าจะใช้เงินในส่วนนี้อย่างไร และในหลายๆครั้งก็มองว่าเงินส่วนที่บริษัทนำไปบริจาคนั้นเป็นส่วนหนึ่งของเงินปันผลที่ตนควรจะได้รับ (Whyte, 2010) หรือแม้กระทั่งการบริจาคเงินนั้นอาจถูกใช้เป็นเครื่องมือในการสร้างความได้เปรียบด้านการเมืองก็เป็นได้ (Sanchez, 2000)

ตัวแปรด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนในองค์กร

จากผลการวิเคราะห์การถดถอยพบว่าความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนในองค์กรนั้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้น แต่ไม่พบความแตกต่างระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนมาก กับกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนด้านนี้น้อยแต่อย่างใด ซึ่งผลการวิเคราะห์นี้เป็นไปในทิศทางเดียวกับงานวิจัยของ Chapple และ Humphrey (2014), Dobbin และ Jung (2011)

ความหลากหลายในองค์กรนั้นถูกสะท้อนผ่านตัววัดที่เกี่ยวข้องกับความหลากหลายทางเพศ ทั้งในด้านของผู้บริหารระดับสูง (DIV-3) กรรมการบริษัท (DIV-4) และพนักงาน (DIV-7) และความหลากหลายด้านกายภาพและเชื้อชาติของพนักงาน (DIV-1) ซึ่งเป็นตัววัดที่มีระดับคะแนนเฉลี่ยสูงในที่สุดเท่ากับ 2.28 คะแนน จากคะแนนเต็ม 4 คะแนน ในขณะที่ไม่สามารถปฏิเสธได้ว่าความหลากหลายในองค์กรนั้นส่งผลดีต่อมุมมองที่หลากหลายและความคิดสร้างสรรค์ใหม่ๆในองค์กร (Stevens, Plaut, และ Sanchez-Burke, 2008) และสร้างประโยชน์จากประสบการณ์ที่แตกต่างกันของบุคลากรซึ่งอาจส่งผลด้านบวกต่อการพัฒนาองค์กรได้ (Galinsky และคณะ, 2015) แต่ความหลากหลายนี้เองยังคงมีผลด้านลบตามมาด้วยเช่นกัน ซึ่งผลด้านลบที่เกิดจากความหลากหลายในองค์กรนั้นอาจเป็นผลสืบเนื่องมาจากความแตกต่างด้านความคิดเห็นที่เกิดขึ้นจากการที่บุคลากรในองค์กรนั้นมีความแตกต่างกันด้านกายภาพ เกิดการเลือกปฏิบัติ และสร้างความขัดแย้งในองค์กรตามมา (Galinsky และคณะ, 2015) เนื่องจากบุคลากรที่มีความแตกต่างกันนั้นจะทำการเลือกกลุ่มตามความเชื่อและความต้องการที่คล้ายกันเสมอ (Prause และ Mujtaba, 2015; Jehn, 1998) จึงทำให้เกิดการแบ่งฝ่ายขึ้นภายในเมื่อใดก็ตามที่มีความขัดแย้งเกิดขึ้น และส่งผลด้านลบต่อความสามารถในการตัดสินใจ (Jackson, Joshi, และ Erhardt, 2003 ถูกกล่าวถึงใน Dobbin และ Jung, 2011) และผลการดำเนินงานโดยรวมของบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งความแตกต่างระหว่างเพศที่เป็นประเด็นค่อนข้างมาก โดย Dobbin และ Jung (2011) พบว่าผู้บริหารเพศหญิงขององค์กรนั้น ส่งผลด้านลบต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้น

ประเด็นที่น่าสนใจที่ Dobbin และ Jung (2011) กล่าวถึงนั้น คือ อคติของนักลงทุนที่มีการบริหารงานของผู้บริหารเพศหญิงในองค์กร และนักลงทุนทั่วไปมักจะลดจำนวนการถือครองหุ้นลง

เมื่อทราบว่าผู้บริหารระดับสูงขององค์กรนั้นเป็นเพศหญิง โดยนักลงทุนตัดสินใจผ่านอคติและความเชื่อ มากกว่าผลการดำเนินงาน (Gregory และคณะ, 2012) ซึ่งจุดนี้เองที่สอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ถดถอยของตัวแปรในด้านนี้ที่ว่าความหลากหลายทำให้อัตราผลตอบแทนจากหุ้นนั้นลดลง เมื่อพิจารณาถึงสาเหตุที่อาจเป็นไปได้ของความสัมพันธ์นี้ เป็นไปได้ว่าความแตกต่างที่มากเกินไปในคณะผู้บริหารจะส่งผลต่อความคิดเห็นและแนวทางในการบริหารองค์กร ซึ่งการกำหนดทิศทางองค์กรนั้นอาจมีความไม่ชัดเจนเพียงพอ จนก่อให้เกิดความไม่มั่นใจจากนักลงทุน ส่งผลให้เกิดผลกระทบด้านลบตามมา

ไม่เพียงแค่ความหลากหลายทางกายภาพเท่านั้น ในงานวิจัยนี้ยังได้คำนึงถึงนโยบายและการปฏิบัติที่เกี่ยวข้องกับสิทธิมนุษยชนขององค์กร (DIV-2, DIV-8) ซึ่งหากกล่าวตามความเป็นจริงแล้ว การดำเนินการด้านสิทธิมนุษยชนนั้นก่อให้เกิดต้นทุนต่อบริษัทที่มากกว่า เนื่องจากหากบริษัทต้องการแสดงความรับผิดชอบและให้ความสำคัญกับการเคารพในสิทธิมนุษยชนของบุคลากรนั้น สิ่งที่ชัดเจนที่สุดคือการปฏิบัติตามกฎหมายแรงงาน โดยพระราชบัญญัติคุ้มครองแรงงาน พ.ศ. 2541 ของประเทศไทยได้กล่าวถึงจำนวนชั่วโมงการทำงาน การจ่ายค่าล่วงเวลา การใช้แรงงานเด็ก และการกำหนดวันลา เป็นต้น ซึ่งสิ่งเหล่านี้เป็นประเด็นหลักที่ส่งผลต่อต้นทุนด้านบุคลากรของบริษัทโดยตรง การที่บริษัทปฏิเสธที่จะให้ความเคารพต่อสิทธิมนุษยชนต่อแรงงานใต้ปกครองของตนนั้น เป็นเสมือนความพยายามหนึ่งในการลดต้นทุนและเพิ่มกำไรในการดำเนินงาน ซึ่งเมื่อกำไรในการดำเนินงานนั้นเป็นประเด็นสำคัญที่ผู้ถือหุ้นให้ความสนใจ และต้นทุนคือสิ่งที่ผู้ถือหุ้นมีความกังวล จึงไม่น่าแปลกใจที่ผลการวิเคราะห์นั้นแสดงความสัมพันธ์ในด้านลบระหว่างสิทธิมนุษชนและอัตราผลตอบแทนจากหุ้น และการที่บริษัทประกาศนโยบายต่อต้านการละเมิดสิทธิมนุษยชนนั้นส่งผลให้เกิดการขึ้นค่าแรง และทำให้กำไรจากการดำเนินงานลดลง (Harrison และ Scorse, 2010) แต่อย่างไรก็ตาม สิทธิมนุษชนนั้นเป็นประเด็นที่มีความอ่อนไหวสูง และเมื่อใดก็ตามที่มีการเปิดเผยถึงข้อเท็จจริงที่ว่าบริษัทมีการละเมิดสิทธิมนุษยชนอย่างรุนแรง สังคมโดยรวมจะตอบสนองในลักษณะที่เป็นลบอย่างเห็นได้ชัดเจน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Wang, Qiu, และ Kong (2011) ที่พบว่าพฤติกรรมของนักลงทุนต่อบริษัทนั้นมิได้รับผลกระทบจากการแสดงความรับผิดชอบของบริษัท<u>ก่อน</u>การเกิดเหตุการณ์ แต่นักลงทุนจะมีการตอบสนองอย่างมีนัยสำคัญ<u>หลัง</u>จากที่เหตุการณ์ได้เกิดขึ้นแล้ว ยกตัวอย่างเช่นกรณีของบริษัท Nike ที่มีการใช้แรงงานเด็กและสตรีในลักษณะที่มีการละเมิดสิทธิมนุษชนขั้นพื้นฐาน ทั้งในเรื่องของชั่วโมงการทำงานและค่าจ้าง เมื่อข้อเท็จจริงนี้ได้รับการเปิดเผย นักลงทุนตอบสนองต่อประเด็นนี้อย่างรวดเร็ว และราคาหุ้นของบริษัทลดต่ำลงกว่า 8% (Wazir, 2001) แต่ตราบใดที่ประเด็นนี้ยังไม่ได้รับความสนใจจากคนจำนวนมาก การละเมิดสิทธิมนุษยชนของบริษัทนั้นกลับไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นแต่อย่างใด (Dag, Eije, และ Pennink, 1998)

ประเด็นสุดท้ายที่เกี่ยวเนื่องกับตัวแปรด้านความหลากหลายและสิทธิมนุษยชนในองค์กร คือเรื่องของสหภาพแรงงาน (DIV-9) โดยการที่บริษัทยินยอมให้มีสหภาพแรงงานนั้น ส่งผลในด้านลบต่อกำไรจากการดำเนินงานของบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งในลักษณะของการรวมตัวกันเพื่อต่อรองการขึ้นค่าจ้าง ซึ่งส่งผลในทิศทางเดียวกับการดำเนินการด้านสิทธิมนุษยชนซึ่งเพิ่มต้นทุนและลดกำไรของบริษัทลง โดย Lee และ Mars (2012) พบว่าการมีอยู่ของสหภาพแรงงานนั้นส่งผลกระทบในด้านลบต่อมูลค่าตลาดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ และด้วยความที่สหภาพแรงงานทำให้ต้นทุนค่าจ้างของบริษัทสูงขึ้น อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ของบริษัทจึงลดต่ำลงเนื่องจากบริษัทเสียโอกาสในการเลือกลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสูง (Net Present Value: NPV) มากไปกว่านั้น ผู้ถือหุ้นเองมองว่าการนำเงินของบริษัทไปสนับสนุนสหภาพแรงงานในรูปแบบของการปรับเพิ่มค่าจ้างนั้น เป็นการทำให้สูญเสียมูลค่าในส่วนที่ควรเป็นของผู้ถือหุ้นไป ดังนั้น บริษัทจึงเลือกที่จะปกป้องส่วนของผู้ถือหุ้นโดยการสร้างหนี้เพิ่มเติมเพื่อเพิ่มสัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio) เช่น ในรูปแบบของการออกหุ้นกู้ เพื่อเป็นการเปลี่ยนทิศทางของกระแสเงินสดในอนาคตที่ต้องจ่ายให้แก่สหภาพแรงงานมาเป็นของผู้ถือหุ้นแทน (Bronars และ Deere, 1991)

ตัวแปรด้านความสัมพันธ์กับพนักงาน

จากผลการวิเคราะห์ถดถอยนั้นพบว่ามีความสัมพันธ์กันในเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้น และยิ่งเห็นได้ชัดเจนมากขึ้นจากการแบ่งกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนด้านความสัมพันธ์กับพนักงานสูงออกจากกลุ่มที่มีคะแนนต่ำ ซึ่งกลุ่มที่มีคะแนนสูงนี้จะยิ่งส่งผลกระทบในด้านลบต่ออัตราผลตอบแทนของบริษัทมากกว่ากลุ่มที่มีคะแนนต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์เบื้องต้น ซึ่งมีงานวิจัยจำนวนไม่น้อยที่เป็นไปในทิศทางเดียวกับงานวิจัยชิ้นนี้ เช่น Cellier และ Cholet (2010) และ Favilukis และ Lin (2016) เป็นต้น

การสร้างความสัมพันธ์อันดีกับพนักงานของบริษัทนั้นเป็นสิ่งที่อาจช่วยเพิ่มความสุขในการทำงานและประสิทธิภาพของผลงาน (Lowler และ Porter, 1967) แต่ก็ปฏิเสธไม่ได้เช่นกันว่าการสร้างความสัมพันธ์อันดีและการให้สวัสดิการจำนวนมากนั้นเป็นกิจกรรมที่มีต้นทุน โดยจากผลการวิจัยพบว่าตัววัดย่อยที่มีคะแนนเฉลี่ยสูงที่สุดคือตัววัดด้านการจัดโครงการพัฒนาหรือฝึกทักษะพนักงานอย่างเหมาะสม (EMP-8) โดยมีคะแนนเฉลี่ยถึง 3.57 คะแนนจากคะแนนเต็ม 4 คะแนน และตัววัดด้านผลประโยชน์หลังการเกษียณอายุ (EMP-4) ซึ่งมีคะแนนเฉลี่ย 3.06 คะแนน และการสนับสนุนด้านสุขภาพของพนักงาน (EMP-5) ซึ่งมีคะแนนเฉลี่ย 3.04 คะแนน จากคะแนนเต็ม 4 คะแนน เช่นเดียวกัน โดยตัววัดทั้งสามตัวนี้ล้วนเป็นกิจกรรมที่เพิ่มต้นทุนแอบแฝงของการจ้างงานนอกเหนือไปจากค่าใช้จ่ายทางตรงอย่างเงินเดือนหรือค่าจ้าง (Center for Advanced Human Resource Studies, 2010) ซึ่งการที่บริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยในตัววัดเหล่านี้สูงนั้น ย่อมหมายถึงต้นทุนของบริษัทที่สูงขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ และการจ่ายค่าตอบแทนให้กับพนักงานนั้นยัง

อาจก่อให้เกิดปัญหาทางด้านการเงินของบริษัทได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อบริษัทมีการผูกผลตอบแทนของพนักงานเข้ากับผลการดำเนินงานของบริษัท (Scholes, 1991)

การสร้างความสัมพันธ์อันดีกับพนักงานและการดูแลด้านสวัสดิการที่เหมาะสม โดยเฉพาะอย่างยิ่งในธุรกิจที่สภาพการทำงานนั้นเสี่ยงอันตรายต่อตัวพนักงานค่อนข้างมาก ค่าใช้จ่ายในส่วนนี้จะเพิ่มขึ้นสูงมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับพนักงานบริการโดยทั่วไป เนื่องจากลักษณะการทำงานที่ต้องคอยดูแล ควบคุม และจัดให้มีมาตรฐานกฎเกณฑ์ด้านสุขภาพและความปลอดภัยอย่างเข้มงวด (Vujicic, 2015) มากไปกว่านั้น การสร้างความสัมพันธ์อันดีกับพนักงานผ่านการให้ผลประโยชน์และสวัสดิการจำนวนมากอาจมิได้มีจุดประสงค์เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานของพนักงานก็เป็นได้ โดย Pagano และ Volpin (2005) พบว่าบริษัทมีการใช้การสร้างความสัมพันธ์ของพนักงานเป็นเครื่องมือในการป้องกันการถูกซื้อกิจการของบริษัท ผ่านการทำสัญญาจ้างระยะยาวให้แก่พนักงาน เพื่อลดความน่าจะเป็นในการตกเป็นเป้าหมายการถูกซื้อกิจการ เนื่องจากเป็นการลดผลประโยชน์ที่ผู้ซื้อกิจการจะได้รับในอนาคตเนื่องจากการมีต้นทุนในการดำเนินงานที่สูงกว่า ซึ่งเหตุการณ์ในลักษณะนี้มักจะเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารของบริษัทมีส่วนแบ่งในหุ้นของบริษัทจำนวนไม่มากนัก จึงเปรียบเสมือนการใช้เงินของผู้ถือหุ้นโดยทั่วไปเป็นเครื่องมือในการสร้างความมั่นคงให้กับตำแหน่งงานของตนเองเท่านั้น และก่อให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ในอีกรูปแบบหนึ่งได้ การกระทำในลักษณะนี้จึงส่งผลด้านลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อต้นทุนของการสร้างความสัมพันธ์อันดีนี้มีราคาสูง และผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในตัวพนักงานนั้นไม่คุ้มค่ากับจำนวนเงินที่บริษัทได้ลงทุนไป

มากไปกว่านั้น การที่บริษัทมีผลตอบแทนให้พนักงาน โดยเฉพาะอย่างยิ่งผลตอบแทนในรูปแบบของค่าจ้างหรือเงินเดือนที่ถูกผูกมัดด้วยสัญญาระยะยาวแล้ว บริษัทเองจะมีความเสี่ยงต่อความมั่นคงทางการเงินที่มากขึ้น เนื่องจากเมื่อใดก็ตามที่รายได้ของบริษัทลดลง แต่ค่าใช้จ่ายของบริษัทนั้นลดลงในสัดส่วนที่น้อยกว่า ส่งผลให้ส่วนต่างของรายได้และค่าใช้จ่ายนั้นแคบลง กำไรของบริษัทเองก็จะลดลงตามไปด้วย โดย Favilukis และ Lin (2016) ยืนยันแนวคิดนี้จากงานวิจัยที่พบว่าอัตราการเติบโตของเงินค่าจ้างพนักงานนั้น มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลตอบแทนจากหุ้นโดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อพนักงานของบริษัทถือหุ้นอยู่ส่วนหนึ่งด้วย

<u>ตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อม</u>

ผลจากการวิเคราะห์ถดถอยของแบบจำลองหลักของงานวิจัยชิ้นนี้ พบว่าตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมเป็นเพียงตัวแปรเดียวที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับผลวิจัยของ Flammer (2012), Cordeiro และ Tewari (2014) และ Ribando และ Bonne (2010) ในขณะที่ตัวแปรด้านความรับผิดชอบต่อสังคมอื่นๆนั้นแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ก็ต่อเมื่อทำการวิเคราะห์แยกออกมาเท่านั้น แสดงให้เห็นว่าตัวแปรด้าน

สิ่งแวดล้อมนั้นเป็นตัวแปรที่โดดเด่นขึ้นมาเมื่อนำมาเปรียบเทียบกับตัวแปรอื่น แต่เมื่อทำการวิเคราะห์แยกต่างหากแล้วกลับไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทน ไม่ว่าทางบวกหรือทางลบ เนื่องจากสิ่งแวดล้อมเป็นตัวชี้วัดด้านที่อาจเรียกได้ว่าสามารถวัดออกมาให้เห็นภาพได้อย่างชัดที่สุดด้านหนึ่ง ด้วยความที่การดูแลรักษาสิ่งแวดล้อมของบริษัทนั้นจะต้องเป็นไปตามที่ข้อกฎหมายกำหนด เช่น การปล่อยน้ำเสีย การกำจัดของเสียที่เกิดจากการกระบวนการดำเนินงานอย่างถูกวิธี ระดับสารปนเปื้อนในอากาศ ดังนั้น การที่บริษัทขาดความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมหรือมีการละเมิดกฎหมายหรือกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องแล้ว ผลเสียที่ได้รับนั้นจะค่อนข้างเห็นภาพได้อย่างชัดเจน เช่น การถูกปรับ หรือการถูกดำเนินคดีความทางกฎหมาย เป็นต้น ซึ่งด้วยลักษณะเช่นนี้นี่เองที่ทำให้การดูแลรักษาสิ่งแวดล้อมของบริษัทในประเทศไทยนั้นเป็นเรื่องที่บริษัทส่วนใหญ่ให้ความสนใจมากที่สุดในแง่ของความรับผิดชอบต่อสังคม และในทำนองเดียวกัน ผู้บริโภคในประเทศไทยเองก็เริ่มหันมารับรู้ถึงความสำคัญของการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมมากขึ้น (สถาบันปิโตรเลียมแห่งประเทศไทย, 2553) และภาครัฐก็เริ่มตอบสนองด้วยการสนับสนุนโครงการที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม เช่น การจัดทำฉลากผลิตภัณฑ์เพื่อสิ่งแวดล้อมหลากหลายประเภท และการจัดตั้งกองทุนสิ่งแวดล้อมตามพระราชบัญญัติส่งเสริมและรักษาคุณภาพสิ่งแวดล้อมแห่งชาติ พ.ศ. 2535 เป็นต้น

การรับรู้และความตื่นตัวของผู้บริโภคในประเทศไทยเกี่ยวกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมนี้อาจเรียกได้ว่าค่อนข้างแพร่หลายมากกว่าประเด็นด้านความรับผิดชอบต่อสังคมในด้านอื่นๆ (พรลดา, 2552) ซึ่งเป็นประเด็นที่สามารถอธิบายได้ถึงความโดดเด่นของปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อมในผลการวิเคราะห์ถดถอย และด้วยความที่แรงกดดันจากภายนอกนั้นทำให้บริษัทต้องแสดงความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ อีกทั้งนักลงทุนมีแนวโน้มที่จะ “ลงโทษ” บริษัทที่ส่งผลเสียต่อสิ่งแวดล้อมมากขึ้น และ “ให้รางวัล” แก่บริษัทที่ดูแลสิ่งแวดล้อมน้อยลง อันจะเห็นได้จากการที่ Flammer (2012) พบว่าผล กระทบด้านบวกต่อราคาหุ้นของบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมมากนั้นมีขนาดเล็กกว่าผลกระทบด้านลบที่จะเกิดขึ้นเมื่อบริษัทขาดความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม ทำให้เมื่อทำการวิเคราะห์การถดถอยแยกเพียงตัวแปรเดียว และการวิเคราะห์เปรียบเทียบบริษัทที่อยู่ในกลุ่มคะแนนสูงนั้น ไม่พบค่าที่แสดงถึงผลกระทบทั้งในเชิงบวกหรือลบ

หากย้อนกลับมามองในภาพรวมของบริษัทแล้ว การที่นักลงทุนรับรู้ว่าบริษัทมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมนั้นจะส่งผลต่อการตอบสนองในด้านบวกต่อมูลค่าของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับผลวิจัยของ Crifo, Forget, และ Teyssier (2015) ที่พบว่าบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมในด้านบวก มีผลต่อการเพิ่มขึ้นของมูลค่าองค์กร ซึ่งปัจจัยด้านการเปิดเผยข้อมูลนี้ก็เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อผลวิจัยนี้เช่นเดียวกัน เนื่องจากข้อจำกัดของการเก็บข้อมูลที่สามารถรวบรวมได้จากสื่อที่มีการเผยแพร่ออกสู่สาธารณะเท่านั้น ดังนั้น การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทเองจึงส่งผลต่อการประเมินมาก และการที่นักลงทุนรับรู้ว่าบริษัทนั้นมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมนั้นจะส่งผลต่อ

ความคาดหมายที่เกี่ยวเนื่องกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัท เนื่องจากเห็นได้ถึงการตอบสนองในเชิงบวกจากผู้ที่เกี่ยวข้อง (Cordeiro และ Tewari, 2014) เช่น ผู้บริโภคที่ใส่ใจสิ่งแวดล้อม องค์กรไม่แสวงหากำไรที่เกี่ยวข้องกับการดูแลสิ่งแวดล้อม และโดยเฉพาะอย่างยิ่งภาครัฐ

เมื่อกล่าวถึงผลกระทบต่อกระแสเงินสดของบริษัท อาจขยายความไปได้ถึงเรื่องของการลดต้นทุนในการดำเนินงานของบริษัทลง ซึ่งเป็นกรณีที่การแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้นเป็นเรื่องเดียวกับการเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทโดยรวมอย่างแท้จริง โดยเหตุการณ์ที่เห็นได้ชัดเจน เช่น การประหยัดพลังงานโดยการเปลี่ยนประเภทของเครื่องใช้ไฟฟ้า ที่สามารถแสดงเป็นตัวเลขให้เห็นได้ว่าบริษัทจะสามารถคืนทุนและได้กำไรเพิ่มจากการลดต้นทุนตรงจุดนี้ได้เป็นจำนวนเท่าใด ภายในระยะเวลากี่ปี หรือแม้กระทั่งการปรับลดต้นทุนการผลิตโดยตรง เช่นในกรณีของบริษัทน้ำดื่มแห่งหนึ่งในประเทศไทยที่สามารถลดปริมาณการใช้พลาสติกในการผลิตขวดน้ำดื่มได้ถึง 35% เป็นต้น ซึ่งกระบวนการในการนำเอาความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมมาเป็นส่วนหนึ่งของการดำเนินการนั้น เป็นการจูงใจให้ผู้บริหารของบริษัทคอยค้นหาวิธีใหม่ๆในการเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานได้อีกรูปแบบหนึ่ง (Tsoutsoura, 2004)

อย่างไรก็ตาม การลงทุนในด้านที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อมนั้น หลายๆครั้งมีความจำเป็นต้องใช้เงินทุนเริ่มต้นสูงก่อนที่ผลด้านบวกจากการลงทุนจะเริ่มเห็นได้ชัดเจนในเวลาถัดมา ซึ่งจุดนี้เองที่อาจทำให้บริษัทได้รับผลกระทบด้านลบในด้านของกำไรจากการดำเนินงานในทันที (Ye, 2011)

<u>ตัวแปรด้านสินค้าหรือบริการ</u>

ผลจากการวิเคราะห์การถดถอยของตัวแปรด้านสินค้าและบริการนั้น พบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัท และบริษัทที่มีคะแนนในด้านสินค้าหรือบริการสูงนั้น มีความแตกต่างกันในเรื่องของผลตอบแทนจากหุ้นอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มที่มีคะแนนต่ำ

เมื่อพิจารณาถึงตัววัดย่อยที่ถูกรวมอยู่ในตัวแปรนี้ เช่น การค้าโดยเป็นธรรม (PRO-5) การวิจัยและพัฒนา (PRO-2) และการพัฒนาสินค้าและบริการ (PRO-1) ซึ่งเป็นตัววัดที่สะท้อนถึงความรับผิดชอบต่อสังคมของสินค้าและบริการต่อผู้บริโภคและคู่ค้าของบริษัท และล้วนเป็นปัจจัยที่ทำให้ต้นทุนในการผลิตสินค้าของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น เฉกเช่นเดียวกับตัวแปรด้านอื่นๆที่ได้อภิปรายไปก่อนหน้า การที่ต้นทุนของสินค้าเพิ่มสูงขึ้นจะส่งผลให้กำไรของบริษัทลดลง แต่ในทำนองเดียวกัน บริษัทเองก็สามารถที่จะเพิ่มราคาของสินค้าและบริการเพื่อชดเชยกับต้นทุนที่เพิ่มสูงขึ้น และผู้บริโภคบางส่วนจะยินยอมจ่ายแพงขึ้นเพื่อสินค้าที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม (Tully และ Winer, 2014) อย่างไรก็ตาม สำหรับผู้บริโภคในประเทศไทยนั้น ความนิยมในตัวสินค้าที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม

ยังอาจมีอยู่ในวงจำกัด และผู้บริโภคชาวไทยส่วนใหญ่ยังคงเลือกซื้อสินค้าจากเกณฑ์ด้านราคาเป็นหลัก โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับสินค้าทั่วไปที่ใช้ในชีวิตประจำวัน (ทิพย์วัลย์, 2553; นที, 2556) และสำหรับผู้บริโภคที่อยู่ในฐานล่างของพีระมิด ซึ่งอาจเรียกได้ว่าเป็น Screening-out Effect (Christensen, Siemsen, และ Balasubramanian, 2014)

แม้ว่าความนิยมในตัวสินค้าที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมของผู้บริโภคจะเพิ่มมากขึ้นในปัจจุบัน (Gielissen, 2011; Megicks, Memery, และ Williams, 2008) แต่อย่างไรก็ตาม ปัจจัยด้านราคายังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่ถูกนำมาประเมินควบคู่ไปกับความต้องการที่จะสนับสนุนสินค้าที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม (ขนิษฐา, 2553) ซึ่งปัจจัยด้านราคานี้เองที่ส่งผลให้การตัดสินใจเลือกซื้อสินค้าประเภทนี้ค่อนข้างเกิดขึ้นได้ช้า (Lin และ Chang, 2012 ถูกกล่าวถึงใน Hasford และ Farmer, 2016) และในบางครั้ง ราคาเป็นปัจจัยที่สำคัญมากกว่าความต้องการแสดงการรับผิดชอบต่อสังคมเสียด้วยซ้ำ (Gan และคณะ, 2008) ซึ่งผู้บริโภคบางส่วนเองก็เลือกที่จะยอมสละการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมเพื่อราคาสินค้าที่ต่ำกว่า (Anderson และ Hansen, 2004 ถูกกล่าวถึงใน Becchetti และคณะ, 2014) ดังนั้น การที่สินค้าที่แสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคม เช่น สินค้าที่แสดงการค้าอย่างเป็นธรรม (Fair-Trade) หรืออาหารออแกนิกนั้น ต้องการที่เข้ามาทำตลาดแข่งขันกับสินค้าปกติที่มีอยู่ในท้องตลาดอยู่แล้ว จึงมีความจำเป็นจะต้องคำนึงถึงต้นทุนที่มากกว่าปกติของตนเองด้วยเช่นกัน (McCluskey, Durham, และ Horn, 2009) และตราบใดที่ผู้บริโภคยังมิได้ให้คุณค่ากับสินค้าที่แสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคมอย่างเพียงพอ การแข่งขันระหว่างผู้ที่อยู่ในตลาดเดิมกับผู้ที่นำสินค้าที่แสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคมเข้ามาในตลาดนั้นยังคงเป็นไปในแง่ของการแข่งขันด้านราคาเป็นหลัก โดยที่ผู้ประกอบการเดิมในตลาดนั้นมีแนวโน้มน้อยมากที่จะเพิ่มความน่าดึงดูดในผลิตภัณฑ์ของตนด้วยการแสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคมให้มากขึ้น (Becchetti และคณะ, 2014) และยังเป็นไปได้ว่าผู้บริโภคที่นำเอาปัจจัยด้านความรับผิดชอบต่อสังคมเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งในการตัดสินใจ จะยังคงปฏิเสธที่จะซื้อสินค้าชนิดนั้นหลังจากที่พิจารณาเปรียบเทียบข้อดีและข้อเสียอื่นๆแล้วได้เช่นกัน (Thøgersen, Haugaard, และ Olesen, 2010)

ไม่เพียงแค่ปัจจัยด้านราคาที่กล่าวในเบื้องต้นเท่านั้น Newman, Gorlin, และ Dhar (2014) ยังพบว่าการที่บริษัทพยายามที่จะแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมด้วยการสื่อสารผ่านตัวผลิตภัณฑ์ให้เห็นอย่างชัดเจนมากเพียงไร จะยิ่งส่งผลกระทบในทางลบกับมุมมองของผู้บริโภคที่มีต่อผลิตภัณฑ์นั้นๆ เมื่อเปรียบเทียบกับในกรณีที่ทางบริษัทสร้างผลิตภัณฑ์นั้นๆขึ้นมาอย่างตั้งใจ โดยมีความรับผิดชอบต่อสังคมเป็นสิ่งที่เป็นผลพลอยได้จากการผลิต มิใช่การตั้งใจสร้างสินค้าที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมโดยตรง ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเลือกที่จะแสดงจุดขายผ่านความรับผิดชอบต่อสังคม หรือการเพิ่มระดับของความรับผิดชอบต่อสังคมในตัวผลิตภัณฑ์นั้นอาจไม่ได้ส่งผลดีต่อบริษัทเสมอไป เนื่องจากผู้บริโภคชาวไทยส่วนใหญ่ยังคงให้ความสำคัญกับปัจจัยด้านราคาเป็นหลัก และ

สินค้ามักมีราคาแพงกว่าสินค้าโดยทั่วไป อีกทั้งการที่ต้นทุนของสินค้าเพิ่มขึ้นยังอาจส่งผลให้ผู้ถือหุ้นแสดงปฏิกิริยาด้านลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งถูกสะท้อนผ่านความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทนั่นเอง

ตัวแปรด้านบรรษัทภิบาล

จากผลจากทดสอบถดถอยนั้นพบว่า ตัวแปรด้านบรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้นเมื่อเป็นการวิเคราะห์แยกเพียงตัวแปรเดียว ซึ่งความสัมพันธ์ที่เป็นลบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kouwenberg, Salomons, และ Thontirawong (2014), Carvalhal และ Nobili (2011), Icke, Icke, และ Ayturk (2011) และ Aman และ Nguyen (2008)

การที่บริษัทที่มีบรรษัทภิบาลดีมีอัตราผลตอบแทนจากหุ้นที่น้อยกว่านั้น เป็นผลมาจากมุมมองของนักลงทุนที่มีต่อระบบการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยเป็นหลัก ซึ่งอาจสามารถอธิบายได้ในสองรูปแบบ คือ มุมมองในเรื่องของต้นทุนและผลประโยชน์ที่ได้รับจากการจัดให้มีบรรษัทภิบาลที่ดี และมุมมองในเรื่องของการรวมเอาบรรษัทภิบาลเข้ามาเป็นอีกหนึ่งปัจจัยเสี่ยงที่ใช้ในการพิจารณาและกำหนดอัตราผลตอบแทนที่คาดหมายจากการลงทุน

ประเด็นสำคัญประการแรก คือ เรื่องของต้นทุนและผลประโยชน์นั้น เฉกเช่นเดียวกับตัวแปรด้านความรับผิดชอบต่อสังคมอื่นๆในงานวิจัยนี้ที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากหุ้น เนื่องจากนักลงทุนส่วนใหญ่แล้วมองว่าสิ่งที่บริษัทพยายามลงทุนเพื่อแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมนั้น มิได้ให้ผลตอบแทนที่คุ้มค่าแก่การลงทุน บรรษัทภิบาลเองก็เช่นเดียวกัน การมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีย่อมหมายถึงการมีค่าใช้จ่ายในการควบคุมดูแลที่สูงกว่า (Monitoring Cost) และการที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่ได้เป็นเครื่องมือที่จะรับรองว่าผู้ที่มีหน้าที่ในการบริหารกิจการนั้นจะสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มและกำไรให้แก่บริษัทได้มากขึ้น เนื่องจากปัญหาตัวแทน (Agency Problems) อาจจะยังคงอยู่ (อินทิพากุลย์, 2554) แต่การบรรษัทภิบาลที่ดีอาจสามารถช่วยบรรเทาปัญหานี้ลงได้ (Chen, Lu, และ Sougiannis, 2011; Saltaji, 2014) มากไปกว่านั้น กลไกด้านบรรษัทภิบาลที่มีประสิทธิภาพสูงเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เกิดจากภายนอกเป็นส่วนใหญ่ เช่น กลุ่มนักลงทุนสถาบัน และกลุ่มเจ้าหนี้ทางการเงินของบริษัท ในขณะที่กลไกการกำกับดูแลกิจการภายในนั้นไม่มีประสิทธิภาพมากเท่าที่ควร ซึ่งอาจเป็นผลสืบเนื่องมาจากการขาดความเป็นอิสระอย่างแท้จริงของคณะกรรมการ (Dharmastuti และ Wahyudi, 2013) แต่ในประเทศไทยเอง สัดส่วนของนักลงทุนสถาบันเมื่อเทียบกับนักลงทุนรายย่อยนั้นน้อยกว่ามาก[6] ซึ่งทำให้สภาพแวดล้อมของการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยโดยรวมนั้นยังไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร ดังนั้น มุมมองของนักลงทุนจะเป็นไปในทิศทางของความไม่เชื่อมั่นในระบบการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในประเทศไทย

[6] ที่มา : หนังสือพิมพ์กรุงเทพธุรกิจ ฉบับวันที่ 2 กุมภาพันธ์ 2558

เท่าใดนัก อันส่งผลให้นักลงทุนมองว่าต้นทุนที่เสียไปในการสร้างระบบการกำกับดูแลกิจการนั้นอาจไม่คุ้มค่ากับผลประโยชน์ที่จะได้รับ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อนักลงทุนมีลักษณะของการลงทุนในระยะสั้นมากกว่าระยะยาว

ประเด็นที่สอง คือ การนำเอาบรรษัทภิบาลมาเป็นปัจจัยหนึ่งในการพิจารณาความเสี่ยงของบริษัท โดยบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลที่ดีนั้นจะมีความเสี่ยงน้อยกว่าบริษัทที่ขาดบรรษัทภิบาล จึงส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับของบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลที่ดีนั้นน้อยกว่าบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลที่แย่กว่า ซึ่งแนวคิดนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Aman และ Nguyen (2008) ที่พบว่าบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลที่แย่กว่านั้น สามารถสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนได้มากกว่าบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลที่ดี เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Kowenberg, Salomons, และ Thontirawong (2014) ที่พบว่ากลยุทธ์การลงทุนด้วยการซื้อหุ้นของบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลที่แย่นั้นให้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่มากกว่าบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลที่ดีสูงถึง 9% ต่อปี และ Icke, Icke, และ Ayturk (2011) ที่พบว่าการลงทุนในบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลต่ำ สร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดโดยรวม ซึ่งแนวคิดเบื้องหลังผลการวิจัยเหล่านี้สามารถอธิบายได้ว่าบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลที่ไม่ดีนั้นจะมีความเสี่ยงที่สูงกว่า และนักลงทุนจะนำเอาปัจจัยด้านนี้เข้ารวมในการพิจารณาอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ซึ่งมีค่าสูงกว่าตามความเสี่ยงที่มากกว่าด้วยเช่นกัน โดยความสัมพันธ์ในลักษณะนี้จะชัดเจนมากขึ้นในประเทศที่การกำกับดูแลกิจการยังไม่ดีนัก (Chen, Chen, และ Wei, 2009; García-Meca และ Sánchez-Ballesta, 2009)

<u>ตัวแปรด้านคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคม</u>

จากผลการวิเคราะห์ถดถอยเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้านคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ที่เป็นลบทั้งในกรณีที่เป็นการทดสอบแบบจำลองหลักของการวิจัย และการทดสอบแยกออกมาเพียงตัวแปรเดียว ซึ่งการมีหรือไม่มีของกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรนั้น ส่งผลแแตกต่างกันต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้นอย่างชัดเจน

คณะกรรมการของบริษัทที่ดูแลเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทในประเทศไทยส่วนใหญ่ (หรือใช้ชื่อว่าการพัฒนาอย่างยั่งยืนในบางบริษัท) มักมีประธานกรรมการของบริษัทเป็นหัวหน้าคณะกรรมการนี้เช่นเดียวกัน และมีกรรมการที่ทำหน้าที่กรรมการในด้านอื่นเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งในคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมอีกหลายท่าน ซึ่งการมีอยู่ของคณะกรรมการนี้เป็นสิ่งที่แสดงให้เห็นถึงระดับความจริงจังที่มากขึ้นของบริษัทในการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคม แต่อย่างไรก็ตาม ยังคงไม่สามารถระบุได้แน่ชัดว่ากิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคมต่างๆของบริษัทนั้นเกิดจากการบริหารงานของคณะกรรมการชุดนี้มากน้อยพียงใด เนื่องจากข้อมูลที่นักลงทุนเห็นนั้นมีเพียงรายงานที่เปิดเผยโดยตัวบริษัทเอง และในหลายๆครั้งยังไม่เป็นที่แน่ชัดว่ากิจกรรมที่ทำนั้นมี

ผลประโยชน์ในเชิงเศรษฐกิจต่อบริษัทหรือไม่ (Reinhardt, Stavins, และ Vietor, 2008) ตรงจุดนี้เองที่อาจคาดการณ์ได้ว่านักลงทุนส่วนใหญ่ยังไม่สามารถมั่นใจได้ว่าการมีอยู่ของคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นจะสามารถสร้างกิจกรรมที่เป็นประโยชน์แก่สังคมได้จริง ยิ่งไปกว่านั้นคือผลประโยชน์ที่จะได้รับจากการดำเนินงานของคณะกรรมการชุดนี้ยังไม่ชัดเจน

การที่บริษัทเลือกที่จะแบ่งสรรบุคลากรที่มีหน้าที่ในการบริหารงานของบริษัทบางส่วนมาเพื่อดำเนินกิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคมโดยเฉพาะนั้น นักลงทุนและผู้ถือหุ้นอาจมองว่าเป็นการโยกย้ายทรัพยากรอันมีค่าของบริษัท เช่น เวลาและความรับผิดชอบของกรรมการและผู้บริหารของบริษัท (Robins, 2008) ไปจนถึงทรัพยากรด้านเศรษฐกิจของบริษัทออกไปจากการใช้เพื่อหน้าที่หลักของบริษัทในการสร้างผลกำไร (Friedman, 1970) โดยมิได้มีหลักฐานที่ชัดเจนถึงผลตอบแทนที่จะได้รับ และยังเป็นการใช้เงินของผู้ถือหุ้นเพื่อการดำเนินการอีกด้วย ดังนั้นแม้ว่านักลงทุนอาจมิได้คัดค้านการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้น แต่อาจไม่เห็นด้วยกับการโยกย้ายทรัพยากรของบริษัทมาเพื่อการนี้อย่างจริงจังก็เป็นได้ จึงส่งผลต่อความสัมพันธ์ในด้านลบระหว่างคณะกรรมการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมและผลตอบแทนจากหุ้น เนื่องจากนักลงทุนและผู้ถือหุ้นอาจมองว่าเป็นการดำเนินการที่มีต้นทุนมากกว่าผลประโยชน์

มากไปกว่านั้น การที่กรรมการหรือผู้บริหารระดับสูงของบริษัทแสดงเจตนารมณ์ที่ชัดเจนว่าตนเองหรือบริษัทของตนมีความรับผิดชอบต่อสังคม อาจมิใช่สิ่งที่นักลงทุนมองเป็นเรื่องที่ดีเสมอไป โดยจากผลการวิจัยของ Ormiston และ Wong (2013) พบว่าการแสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคมของผู้บริหารนั้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการแสดงออกถึงความ<u>ไม่</u>รับผิดชอบต่อสังคมของผู้บริหารเช่นเดียวกัน หรือกล่าวโดยง่ายได้ว่า ผู้บริหารที่แสดงตนว่ามีความรับผิดชอบต่อสังคมสูงนั้น มีแนวโน้มที่จะทำกิจกรรมที่ขาดความรับผิดชอบต่อสังคมมากกว่าผู้บริหารโดยทั่วไป ซึ่ง Ormiston และ Wong ได้ให้เหตุผลของการเกิดเหตุการณ์เช่นนี้ว่าเป็นเพราะผู้บริหารจะรู้สึกว่าตนเองมีทุนด้านศีลธรรม (Moral Credit) อยู่มาก จนทำให้การไตร่ตรองก่อนจะกระทำกิจกรรมที่ขาดความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นน้อยลง ซึ่งถ้าหากนักลงทุนโดยทั่วไปนั้นมิได้เชื่อถือในการประกาศตัวว่ามีความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทแล้ว อาจเป็นเพียงแค่การโฆษณาและเป็นการทำให้สูญเสียประสิทธิภาพในการทำงานของผู้บริหาร เนื่องจากจำเป็นจะต้องหันมาให้ความสำคัญกับการสื่อสารให้สาธารณชนได้รู้ถึงความรับผิดชอบต่อสังคมของตนเองแทนที่จะมุ่งความสนใจไปยังการบริหารงานอย่างแท้จริง

<u>ความรับผิดชอบต่อสังคมในภาพรวมของประเทศไทย</u>

ผลของความรับผิดชอบต่อสังคมในแต่ละด้านนั้นแตกต่างกันไป ส่วนมากมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ ยกเว้นปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม เนื่องจากนักลงทุนส่วนใหญ่ยังไม่ได้ให้ความสำคัญถึงการมีความรับผิดชอบต่อสังคมมากเพียงพอที่จะผลักดันให้การแสดงออกซึ่งความรับผิดชอบต่อสังคมนั้น

ให้ผลเชิงบวกที่ชัดเจนได้ และในทางกลับกัน นักลงทุนชาวไทยส่วนใหญ่ยังมีแนวโน้มที่จะลงโทษบริษัทที่มีการแสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคมมาก ซึ่งเห็นได้จากผลกระทบในด้านลบต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้น ซึ่งเมื่อมองในภาพรวมแล้ว จะเห็นได้ว่าการแสดงออกซึ่งความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นส่งผลทางลบต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นของบริษัทนั้นๆ ซึ่งตัวแปรที่ได้ทำการศึกษาทั้งสิ้น 7 ตัวแปรนั้น (โดยมีการทำการกุศลเป็นส่วนหนึ่งในตัวแปรที่แสดงถึงความรับผิดชอบอื่นๆทั้ง 7 ด้านอยู่แล้ว) มีถึง 6 ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลตอบแทนจากหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Kempf และ Osthoff (2007), Becchetti, Ciciretti, และ Hasan (2007) และ Dhaliwal และคณะ (2011) ซึ่งมีการตีความนิยามของความรับผิดชอบต่อสังคมที่ครอบคลุมทุกด้านตามที่ปรากฏในงานวิจัยชิ้นนี้ ในขณะที่งานวิจัยอีกหลายชิ้นที่พบความสัมพันธ์ในทางบวก เช่น งานวิจัยของ Manescu (2011) ที่คำนิยามของคำว่าความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นไม่ได้กล่างถึงความหลากหลายในองค์กร และงานวิจัยของ Eccles, Ioannou, และ Serafeim (2014) นั้นไม่ได้กล่าวถึงการกำกับดูแลกิจการแต่อย่างใด ซึ่งการให้นิยามของความรับผิดชอบต่อสังคมที่ปรากฏในแต่ละงานวิจัยนั้น อาจเป็นส่วนสำคัญที่ก่อให้เกิดผลแตกต่างของงานวิจัยที่เห็นได้ชัดเจนที่สุด ดังนั้นการตีความคำว่าความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นจึงเป็นประเด็นที่สำคัญมากในการทำการวิจัย และในส่วนของงานวิจัยที่มีการตีความครอบคลุมตามงานวิจัยชิ้นนี้ เช่น งานวิจัยของ Gregory, Tharyan, และ Whittaker (2013) ที่พบความสัมพันธ์เป็นบวกนั้น เป็นการเลือกศึกษาเฉพาะบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งมีความแตกต่างด้านบริบทและการพัฒนาด้านความรับผิดชอบต่อสังคมเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศไทย ดังนั้น สาเหตุที่เป็นไปได้ของผลการศึกษาที่แตกต่างกันนั้นเกิดจากสองประเด็นสำคัญ คือ การตีความคำว่าความรับผิดชอบต่อสังคมที่แตกต่างกัน และบริบทแวดล้อมของกลุ่มตัวอย่างที่เลือกใช้ในงานวิจัย

สาเหตุที่สำคัญที่สุดประการหนึ่งของการที่ความรับผิดชอบต่อสังคมในประเทศไทยยังไม่สามารถสร้างผลกระทบด้านบวกได้อย่างจริงจัง ต่อทั้งสังคมและตัวบริษัทเองในรูปของผลการดำเนินงานหรือราคาหุ้นก็ตาม คือ ข้อเท็จจริงที่ว่า การแสดงออกซึ่งความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้น ในหลายๆครั้งทำให้ผู้ลงทุนทั่วไปรู้สึกถึงความไม่แน่ใจและคลางแคลงใจในผลตอบแทนที่จะได้รับ เนื่องจากลักษณะที่สำคัญประการหนึ่งของกิจกรรมเพื่อสังคมนั้นคือการที่ผู้บริหารและนักลงทุนเห็นว่าผลประโยชน์ด้านเศรษฐกิจของกิจการนั้นสูญเสียไปในทันที ซึ่งทำให้ผลกำไรของบริษัทนั้นลดลงจากค่าใช้จ่ายในส่วนนี้ โดยที่นักลงทุนไม่ได้มองว่าเงินที่ใช้ไปคือการลงทุนในรูปแบบหนึ่งที่ต้องอาศัยทั้งความพยายามและเวลาในการสร้างผลตอบแทน การที่บริษัทเลือกแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมในรูปแบบของการให้และการบริจาคโดยส่วนมากนั้นมิใช่เป็นการสร้างผลประโยชน์ต่อสังคม ชุมชน และสิ่งแวดล้อมอย่างยั่งยืน แต่เป็นเพียงแค่การกระทำอย่างฉาบฉวยเพื่อสร้างภาพลักษณ์ที่ดีในสายตาของนักลงทุนเท่านั้น ซึ่งการที่บริษัทส่วนใหญ่ดำเนินกิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคม

ในลักษณะนี้จะทำให้นักลงทุนมองไม่เห็นถึงผลประโยชน์ที่จะเกิดขึ้นต่อบริษัทนอกเหนือไปจากการโฆษณาเท่านั้น ส่งผลต่อเนื่องให้ความเชื่อมั่นในการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นลดลง การสนับสนุนของนักลงทุนชาวไทยจึงไม่เกิดขึ้น เนื่องจากมองว่าสิ่งเหล่านี้คือค่าใช้จ่ายของบริษัท และการที่บริษัทต้องการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นทำให้ต้นทุนของสินค้าหรือบริการของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น และทำให้กำไรของบริษัทนั้นลดลง ดังนั้น บริษัทที่มีระดับของความรับผิดชอบต่อสังคมสูงนั้นอาจทำให้นักลงทุนมองว่าเป็นการลงทุนในกิจกรรมเพื่อสังคมที่มากจนเกินไป และจะส่งผลเสียต่อผลการดำเนินงานในระยะสั้นของบริษัทอย่างเห็นได้ชัดเจน เช่นในกรณีของตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แต่ด้วยความที่ประเทศไทยค่อนข้างตื่นตัวกับผลกระทบด้านสิ่งแวดล้อมมากกว่าตัวแปรในด้านอื่นๆ นักลงทุนจึงตอบสนองในด้านบวกต่อราคาหุ้นของบริษัทแม้ว่าการดูแลสิ่งแวดล้อมจะส่งผลลบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทบ้างก็ตาม

ผลจากการวิจัยนี้ยังเป็นการสะท้อนผลของการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทในบริบทของประเทศไทย ซึ่งอ้างอิงจากมาจาก Suthisak Kraisornsuthasinee และ Swierczek (2009) โดยลำดับขั้นของความรับผิดชอบต่อสังคมนั้น*แตกต่าง*จากพีระมิดความรับผิดชอบต่อสังคมของ Archie B. Carroll (1991)

ภาพที่ 5.1: ลำดับขั้นของความรับผิดชอบต่อสังคม (Archie B. Carroll, 1991)

จากภาพ จะเห็นได้ว่าความรับผิดชอบต่อสังคมในขั้นการทำการกุศล (Philanthropic Responsibilities) นั้น เป็นลำดับขั้นที่ 4 ของพีระมิด โดยมีความรับผิดชอบต่อสังคมขั้นจรรยาบรรณ (Ethical Responsibilities) เป็นลำดับขั้นที่ 3 ในขณะที่การแบ่งขั้นความรับผิดชอบต่อสังคมของ Suthisak Kraisornsuthasinee และ Swierczek (2009) นั้น การบริจาคและการทำการกุศลจะอยู่ในลำดับขั้นที่ต่ำกว่าจรรยาบรรณ ซึ่งในที่นี้คือการนำเอา ESG เข้ามาเป็นส่วนหนึ่งในการตัดสินใจทางธุรกิจนั่นเอง ความแตกต่างกันนี้เกิดจากการที่ Suthisak Kraisornsuthasinee และ Swierczek (2009) นั้นวิเคราะห์ลำดับขั้นของความรับผิดชอบต่อสังคมในบริบทของประเทศไทยโดยตรง ซึ่งเรื่องของจรรยาบรรณในการทำธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมในหลายๆด้านนั้น

เป็นเรื่องที่กฎหมายยังไม่ครอบคลุม เมื่อเปรียบเทียบกันแล้ว แม้ว่าบริษัทส่วนใหญ่ในประเทศไทยจะเน้นไปที่เรื่องของการทำการกุศล ซึ่งเป็นขั้นสูงสุดของความรับผิดชอบต่อสังคมในพีระมิดของ Archie B. Carroll (1991) แต่กลับยังไม่ผ่านขั้นที่ 3 และ 4 ของ Suthisak Kraisornsuthasinee และ Swierczek (2009) โดยในประเทศไทยนั้นมีบริษัทเพียงส่วนน้อยเท่านั้นที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมเชิงกลยุทธ์ ซึ่งเป็นลำดับขั้นสูงสุดของการแบ่งขั้น และเป็นนิยามของความรับผิดชอบต่อสังคมในงานวิจัยชิ้นนี้ โดยตลาดเองก็มิได้สร้างแรงจูงใจให้บริษัทในประเทศไทยแสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคมมากนัก (Suthisak Kraisornsuthasinee และ Swierczek, 2009)

ปัญหาของการแสดงออกซึ่งความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทในประเทศไทยคือ

1. บริษัทเลือกใช้กิจกรรมเพื่อสังคมในการสร้างภาพลักษณ์มากกว่าการสร้างประโยชน์ที่แท้จริงให้แก่สังคม สิ่งที่เกิดขึ้นคือค่าใช้จ่ายในการสร้างภาพลักษณ์ของบริษัท ทำให้นักลงทุนและผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ขาดความเชื่อมั่นว่ากิจกรรมเหล่านี้จะสามารถสร้างผลประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคตได้ ทำให้ไม่เกิดการสนับสนุนโครงการเพื่อสังคมที่สามารถสร้างประโยชน์ได้จริงจัง

2. นักลงทุนชาวไทยจำนวนไม่น้อยเน้นการลงทุนในระยะสั้น ซึ่งการกระทำใดใดก็ตามที่ไม่มีการแสดงออกถึงผลประโยชน์ที่เห็นได้ชัดเจนต่อฐานะทางการเงินของบริษัทในระยะสั้นนั้นจะไม่ได้รับคุณค่าจากมุมมองของนักลงทุน ซึ่งประเด็นนี้เองที่เป็นปัจจัยที่พันเกี่ยวกับลักษณะการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทไทยตามที่กล่าวไปเบื้องต้นอย่างเหนียวแน่น โดยการที่บริษัทแสดงออกอย่างฉาบฉวยนั้นจะไม่ก่อให้เกิดผลประโยชน์ที่แท้จริงในอนาคต และเมื่อนักลงทุนมองว่าจะไม่ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในกิจกรรมเพื่อสังคม นักลงทุนจึงตอบสนองในทางลบต่อการแสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท แม้ว่ากิจกรรมหลายกิจกรรมและโครงการหลายโครงการของหลายๆบริษัทนั้น เริ่มแสดงให้เห็นถึงความเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ดี โดยเป็นการสร้างผลกระทบต่อสังคมอย่างแท้จริง แต่มุมมองของนักลงทุนต่อความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นยังไม่เปลี่ยนแปลงไปเพื่อสอดรับกับทิศทางของบริษัทหลายแห่งอย่างรวดเร็วเพียงพอ

4. มิใช่เพียงแค่นักลงทุนเท่านั้น แต่ลักษณะของผู้บริหารหลายรายที่พยายามสร้างผลงานและมุ่งเน้นกับผลกำไรรายเดือน รายไตรมาส หรือรายปี เนื่องจากผู้บริหารเหล่านี้จะถูดตัดสินตามดัชนีชี้วัดผลงาน (KPIs) ที่สะท้อนถึงผลประโยชน์ในเชิงตัวเงินเป็นหลัก และหลายๆครั้งผลตอบแทนของบุคคลเหล่านี้ได้ถูกผูกติดกับผลการดำเนินงานของบริษัทด้วยเช่นกัน ดังนั้น แรงจูงใจที่มีผลต่อการตัดสินใจสูงคือการกระทำใดใดก็ตามที่จะให้ผลตอบแทนในรูปของตัวเงินที่สามารถเห็นผลได้ในระยะสั้น ซึ่งไม่ใช่ลักษณะของการลงทุนเพื่อสังคม

3. ลักษณะการดำเนินธุรกิจที่มุ่งเน้นการสร้างกำไรให้ได้มากที่สุดเป็นหลัก ดังนั้น เมื่อบริษัทมีต้นทุนที่มากขึ้นจากการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมแล้ว สิ่งที่เกิดขึ้นคือบริษัทพยายามที่จะผลักภาระของต้นทุนส่วนนั้นไปยังผู้บริโภคด้วยการเพิ่มราคาของสินค้าและบริการขึ้น และด้วยความที่

ผู้บริโภคชาวไทยนั้นมีความอ่อนไหวต่อราคาของสินค้าค่อนข้างมาก การตอบสนองจากผู้บริโภคที่เห็นได้ชัดเจนคือการลดจำนวนการซื้อลง บริษัทจึงได้กำไรโดยรวมแล้วน้อยกว่าการดำเนินงานตามปกติ การรวมเอาความรับผิดชอบต่อสังคมเข้ามาไว้ในการดำเนินงานจึงมีความน่าดึงดูดน้อยลงในตลาดไทย

ความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้นเป็นการลงทุนในระยะยาว ซึ่งผลด้านบวกที่เกิดขึ้นนั้นอาจใช้เวลามากกว่าหนึ่งปีในการแสดงผล เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Nollet, Filis, และ Mitrokostas (2016) และ Eccles, Ioannou, และ Serafeim (2014), และ Derwall และคณะ (2004) ที่พบว่าความรับผิดชอบต่อสังคมส่งผลด้านบวกต่อบริษัทเมื่อขยายระยะเวลาในการวิจัยออกไปให้ยาวนานขึ้น และการลงทุนเพื่อสังคมนั้นต้องอาศัยการวางแผนและการวิเคราะห์พิจารณาอย่างรอบคอบไม่ต่างไปจากการลงทุนทางการเงินของบริษัทโดยทั่วไป เนื่องจากการแสดงออกซึ่งความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นมีต้นทุนที่หลีกเลี่ยงไม่ได้ และผลประโยชน์ที่จะได้รับจากการลงทุนเพื่อสังคมนี้อาจถูกจำกัดด้วยจำนวนค่าใช้จ่ายตรงจุดนี้ ซึ่งถ้าหากบริษัทเองไม่สามารถบริหารต้นทุนให้อยู่ภายในช่วงที่เหมาะสมแล้ว ความรับผิดชอบต่อสังคมเองก็มีแนวโน้มที่จะดึงเอาทรัพยากรอันมีค่าของบริษัท ไม่ว่าจะเป็นบุคลากรหรือสินทรัพย์ออกไปมากเกินความจำเป็น และจะส่งผลให้บริษัทนั้นสูญเสียความสามารถในการแข่งขันเมื่อเทียบกับบริษัทโดยทั่วไปได้เช่นกัน (Fatemi, Fooladi, และ Tehranian, 2015)

ดังนั้น จะเห็นได้ว่าการแสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคมที่ดีนั้น ควรจะเป็นไปในรูปแบบของการลงทุนเพื่อสังคม เป็นการลงทุนที่จะได้รับผลตอบแทนอย่างชัดเจนในระยะยาว ซึ่งต้องอาศัยการวางแผนและทรัพยากรของบริษัทในระดับหนึ่ง และจำเป็นต้องอาศัยความเข้าใจแและการสนับสนุนจากหลายๆฝ่ายที่เกี่ยวข้องเพื่อให้สามารถนำเอาความรับผิดชอบต่อสังคมเข้าเป็นส่วนหนึ่งในการดำเนินงานของบริษัทอย่างจริงจังโดยมิใช่เพียงแค่การบริจาคหรือการทำการกุศลเท่านั้น แต่เป็นการวางแผนความรับผิดชอบต่อสังคมเหมือนการลงทุนประเภทหนึ่ง เพื่อให้บริษัทสามารถสร้างประโยชน์ให้เกิดขึ้นต่อสังคมไปพร้อมๆกับได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนได้อย่างแท้จริง

5.3 ประโยชน์ที่ได้รับจากงานวิจัยนี้

1. ผลจากงานวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่านักลงทุนชาวไทยนั้นยังไม่ได้ให้ความสำคัญกับการแสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทเท่าใดนั้น โดยการตอบสนองนั้นยังคงเป็นไปในทิศทางลบ และด้วยการแสดงให้เห็นถึงข้อเท็จจริงนี้ สามารถเป็นจุดเริ่มต้นของการเปลี่ยนแปลงในสังคมได้ โดยหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทไทย เช่น สถาบันไทยพัฒน์, Thailand Social Business Initiative (TSBI), สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, สมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย, และสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

สามารถนำผลจากการวิจัยไปใช้เป็นส่วนหนึ่งของการพัฒนาแผนการดำเนินงานในอนาคต โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเด็นเรื่องของการส่งเสริมการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมอย่างยั่งยืน ทั้งสำหรับสังคมและตัวบริษัทเอง อีกทั้งยังสามารถผลวิเคราะห์เกี่ยวกับลักษณะของนักลงทุนไทยและผู้บริหารบริษัทที่เน้นการลงทุนในระยะสั้นมากกว่า ซึ่งโดยมากแล้วเป็นระยะเวลาที่สั้นเกินกว่าการลงทุนเพื่อสังคมจะสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนให้เห็นได้ชัด โดยสามารถนำเอาผลที่ได้นี้ไปประกอบการวางกลยุทธ์เพื่อส่งเสริมและสนับสนุนให้นักลงทุนไทยเป็นนักลงทุนที่เน้นคุณค่าในระยะยาว และสนับสนุนการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนได้อย่างแท้จริง ซึ่งกระบวนการนี้มิใช่สิ่งที่ง่ายดาย และจำเป็นจะต้องอาศัยเวลาและความร่วมมือจากหลายๆฝ่ายในการพลิกบทบาทและปรับเปลี่ยนทัศนคติของตลาดทุนและบริษัทไทยให้หันมาดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน และสร้างผลกระทบในด้านบวกต่อสังคมต่อไปในอนาคต

2. งานวิจัยชิ้นนี้นับเป็นการต่อยอดจากงานวิจัยของ อาณัติ (2556) และวริยา (2554) ซึ่งทั้งสองท่านได้ใช้รางวัล Best Corporate Social Responsibility Awards ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาเป็นตัวแทนของบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมดี แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับราคาหุ้นแต่อย่างใด ซึ่งงานวิจัยนี้เป็นการพัฒนาไปอีกขึ้นด้วยการใช้เกณฑ์ที่สร้างขึ้นเพื่อให้สามารถวัดระดับความแตกต่างระหว่างบริษัทได้ และพบความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมในทุกๆด้านที่เลือกมากับผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทนั้นๆ ซึ่งผลที่ได้จากงานวิจัยชิ้นนี้ไม่สัมพันธ์กับผลจากงานวิจัยทั้งสองชิ้นเบื้องต้น ผลที่แตกต่างกันนี้อาจเกิดจากความแตกต่างกันของการเก็บข้อมูลเพื่อใช้ในการวิจัย ซึ่งการที่ อาณัติ (2556) และ วริยา (2554) ใช้รางวัล Best Corporate Social Responsibility Awards มาเป็นเกณฑ์ในการเลือกบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม โดยรางวัลนี้มีการคัดเลือกบริษัทที่จะเข้าร่วมประกวดรางวัลโดยให้ตอบแบบสอบถามและส่งรายงานเข้าประกวดตามความสมัครใจ เป็นที่น่าสังเกตว่าการที่จะเข้าร่วมหรือไม่นั้นเป็นสิทธิ์ในการตัดสินใจของบริษัทแต่เพียงฝ่ายเดียว จึงมิได้หมายความว่าบริษัทที่ได้รับรางวัลในแต่ละปีนั้นจะเป็นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่มีการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมดีที่สุดเสมอไป และที่สำคัญคือไม่สามารถระบุได้ว่าข้อมูลที่ได้รับจากการตอบแบบสอบถามนั้นมีความน่าเชื่อถือมากน้อยเพียงใด เนื่องจากเป็นการให้ข้อมูลจากบริษัทเพียงฝ่ายเดียวโดยมิได้นำเอาความคิดเห็นของบุคคลที่สามเข้ามาร่วมประเมินด้วย จึงมีความเป็นไปได้สูงที่ข้อมูลด้านลบจะไม่ถูกนำมาพิจารณาร่วมด้วย ซึ่งแตกต่างจากการประเมินกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยชิ้นนี้ที่เป็นการประเมินบริษัททั้งหมดในกลุ่มตัวอย่างเพื่อเก็บข้อมูลโดยยึดหลักการประเมินที่ขยายครอบคุลมไปถึงข้อมูลที่บริษัทมิได้เป็นผู้สร้าง เช่น ข้อมูลจากข่าว หรือเว็บไซต์ต่างๆ เพื่อให้สามารถสะท้อนถึงความเป็นจริงให้ได้มากที่สุด ความแตกต่างที่สำคัญอีกประการหนึ่ง คือ เกณฑ์การประเมินเพื่อคัดเลือกและให้คะแนนบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม โดยรางวัล Best Corporate Social Responsibility Awards นั้นอาจมีเกณฑ์ที่ใช้ในการประเมินที่แตกต่างจากงานวิจัยชิ้นนี้ในด้านของสาระสำคัญหรือเนื้อหาของการประเมินนั้น ซึ่งจุดประสงค์ของเกณฑ์ที่สร้าง

ขึ้นในงานวิจัยนี้คือการรวมเอาความรับผิดชอบต่อสังคมทั้งในส่วนของการทำการกุศลและการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์ของบริษัทเข้าไว้ด้วยกันตามหลักการของ ESG แต่ด้วยความที่บริษัทในประเทศไทยส่วนใหญ่นั้นยังเน้นหนักไปในเรื่องการทำการกุศลมากกว่าการนำเอาความรับผิดชอบต่อสังคมเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของกระบวนการดำเนินงาน โดยมีบริษัทชั้นนำเพียงส่วนน้อยเท่านั้นที่มีการใช้ความรับผิดชอบต่อสังคมในเชิงกลยุทธ์ (Suthisak Kraisornsuthasinee และ Swierczek, 2009) จึงยังไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนว่าเกณฑ์ของรางวัล Best Corporate Social Responsibility Awards นั้นให้ความสำคัญกับเรื่องของการรับผิดชอบต่อการกระทำและการสร้างผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเมื่อเทียบกับการทำการกุศลมากน้อยแตกต่างจากงานวิจัยชิ้นนี้อย่างไร และเนื่องจากระเบียบวิธีที่ใช้ในการประเมินนั้นมีข้อจำกัดในการเปิดเผย ทำให้ไม่สามารถระบุได้อย่างชัดเจนถึงความโปร่งใสในการประเมิน จึงอาจเป็นสาเหตุให้เกิดข้อแตกต่างของผลการวิจัยได้

5.4 ข้อจำกัดของงานวิจัย

5.4.1. งานวิจัยชิ้นนี้เป็นหัวข้อเรื่องที่ต้องอาศัยการเก็บข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่บริษัทเปิดเผย เช่น รายงานประจำปี แบบแสดงรายการ 56-1 รายงานความรับผิดชอบต่อสังคมและ และสื่ออื่นๆที่ได้รับการเผยแพร่สู่สาธารณะ ซึ่งล้วนแต่เป็นแหล่งข้อมูลที่มีจำนวนมาก มีรายละเอียดปลีกย่อยค่อนข้างเยอะ ซึ่งผู้วิจัยจำเป็นที่จะต้องอ่านและกลั่นกรองข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่หาได้ทั้งหมดเพื่อนำมาใช้เป็นข้อมูลเพื่อประเมินระดับความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทตามเกณฑ์ที่พัฒนาขึ้น จึงทำให้กลุ่มตัวอย่างนั้นถูกจำกัดไว้เพียงแค่บริษัทในกลุ่ม ESG100 และไม่สามารถทำการประเมินบริษัททั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้

5.4.2. การจัดกลุ่มบริษัท ESG100 นั้นได้ถูกริเริ่มขึ้นมาเพียงหนึ่งปีเท่านั้น งานวิจัยชิ้นนี้จึงจำเป็นที่จะต้องใช้การเก็บข้อมูลในลักษณะของข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross-Sectional Data) และมีข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างเพียงในลักษณะรายปี จึงจำเป็นจะต้องใช้ข้อมูลผลตอบแทนจากหุ้นรายปีเพื่อให้สอดคล้องกัน ซึ่งในความเป็นจริงแล้วราคาหุ้นสามารถเกิดการผันผวนในระหว่างปีได้มาก

5.4.3. แม้จะเป็นบริษัทในกลุ่ม ESG100 แต่มิใช่ทุกบริษัทที่มีการจัดทำรายงานความรับผิดชอบต่อสังคม ดังนั้นจำนวนข้อมูลที่สามารถเก็บได้จากแต่ละบริษัทนั้นอาจจะไม่เท่ากัน โดยบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลที่น้อยกว่าอาจเสียเปรียบในการประเมินได้บ้าง

5.4.4. งานวิจัยชิ้นนี้มีส่วนสำคัญอยู่ที่การวัดและการประเมินบริษัทเพื่อแปลงข้อมูลเชิงคุณภาพให้เป็นข้อมูลเชิงปริมาณเพื่อใช้ในการเปรียบเทียบระหว่างกันได้ แต่อย่างไรก็ตามการพัฒนาหลักเกณฑ์ด้านการประเมินระดับความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นเป็นหัวข้อที่เกินกว่าขอบเขตของ

งานวิจัยชิ้นนี้ เนื่องจากเป็นกระบวนการที่ต้องอาศัยหลักเกณฑ์ด้านวิชาการที่เฉพาะเจาะจงเข้ามาเกี่ยวข้อง การทำ Robustness Test ในส่วนนี้จึงไม่สามารถทำได้ ทั้งนี้ ผู้ที่สนใจจะนำหลักเกณฑ์ที่ใช้ในงานวิจัยชิ้นนี้ไปใช้ในอนาคตจึงพึงระวังถึงเรื่องของความถูกต้องด้านกระบวนการพัฒนาหลักเกณฑ์และความเหมาะสมของหลักเกณฑ์ที่ใช้ในการประเมินด้วย

5.5 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

5.5.1. การปรับปรุงเกณฑ์การประเมินให้มีความละเอียดมากขึ้น เพื่อให้สามารถวัดระดับความรับผิดชอบต่อสังคมได้อย่างน่าเชื่อถือมากขึ้น โดยการใช้กระบวนการด้านวิชาการที่เฉพาะเจาะจงมากขึ้นในการพัฒนาหลักเกณฑ์การประเมิน แต่อย่างไรก็ตามควรยึดหลักให้เกณฑ์นั้นสามารถสะท้อนข้อเท็จจริงมากกว่าความรู้สึกของผู้ประเมินเช่นเดิม

5.5.2. ในอนาคตบริษัทในกลุ่ม ESG100 นั้นจะมีจำนวนเพิ่มมากขึ้น เนื่องจากมีการจัดกลุ่มทุกปี ดังนั้นจึงควรขยายการวิจัยออกเป็นข้อมูลในลักษณะอนุกรมเวลา (Time Series Data) เพื่อให้สามารถสะท้อนถึงทิศทางในการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นได้มากขึ้น หรืออาจขยายกลุ่มตัวอย่างออกไปให้ครอบคลุมจำนวนบริษัททั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้ผลลัพธ์จากการวิจัยนั้นมีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น อีกทั้งควรให้ความสำคัญกับความเป็นไปได้ที่ความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นอาจส่งผลเป็นบวกในช่วงหลายปีหลังจากมีการปฏิบัติด้วย

5.5.3. ความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นอาจมีลักษณะที่แตกต่างกันออกไปตามแต่ละประเภทของอุตสาหกรรม จึงควรคำนึงถึงปัจจัยด้านอุตสาหกรรมและนำมาประกอบเป็นส่วนหนึ่งในการวิจัยด้วย ซึ่งอาจทำผ่านการให้น้ำหนักของความรับผิดชอบต่อสังคมในแต่ละด้านที่แตกต่างกันออกไป เพื่อให้คะแนนสามารถสะท้อนลักษณะของของบริษัทนั้นๆได้อย่างเหมาะสมมากยิ่งขึ้น

รายการอ้างอิง

หนังสือ

คินสลีย์, เอ็ม. (2553). ทุนนิยมสร้างสรรค์ (สฤณี อาชวานันทกุล, ผู้แปล). กรุงเทพฯ: โอเพ่นเวิลด์ส. (ต้นฉบับพิมพ์ปี 2008)

สถาบันพัฒนาธุรกิจอย่างยั่งยืน. (2556). *“ความรับผิดชอบต่อสังคมเพื่อความยั่งยืนขององค์กร” (CSR for Corporate Sustainability)* (พิมพ์ครั้งที่ 2). กรุงเทพฯ: สถาบันธุรกิจเพื่อสังคมและสถาบันพัฒนาธุรกิจอย่างยั่งยืน.

สุทธิศักดิ์ ไกรสรสุธาสินี. (2556). ความรับผิดชอบของธุรกิจต่อสังคม: Corporate Social Responsibility (พิมพ์ครั้งที่ 1). กรุงเทพฯ: แปลน พริ้นท์ติ้ง.

สฤณี อาชวานันทกุล, ภัทราพร แย้มละออ. (2557) คู่มือการประเมินผลลัพธ์ทางสังคม และผลตอบแทนทางสังคมจากการลงทุน = Social Impact Assessment, Social Return on Investment (SROI). *คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*.

อนันตชัย ยูรประถม. (2550) Corporate Social Responsibility : CSR พลังบริหารธุรกิจยุคใหม่. *กรุงเทพฯ* สำนักพิมพ์มติชน.

วิทยานิพนธ์

ขนิษฐา ยาวะโนภาส. (2553). ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจเลือกซื้อผลิตภัณฑ์ฉลากลดคาร์บอน : กรณีศึกษานักศึกษาปริญญาโท สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ กรุงเทพมหานคร. *คณะพัฒนาสังคมและสิ่งแวดล้อม สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์*.

ทิพย์วัลย์ ยะพันธ์,. (2010). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการซื้อ-ขายสินค้าผ่านอินเตอร์เน็ตของนักศึกษาคณะเศรษฐศาสตร์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่. มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

ธารินทร์ ธนเรืองศักดิ์. (2553) ความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลและอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ : กรณีของประเทศไทยในช่วงตลาดถดถอย. หลักสูตรควบบริหารธุรกิจบัณฑิต(การจัดการธุรกิจแบบบูรณาการ) และวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน), *คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*.

ฐปนีย์ วิชญธน, รุ่งนภา พิตรปรีชา. (2012). การสร้างตัวชี้วัดความรับผิดชอบต่อสังคมของธุรกิจพลังงานในประเทศไทย. *วารสารการประชาสัมพันธ์และการโฆษณา, 5*(1).

นที กังวาลกิจ,. (2013). ปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจซื้อสินค้าประเภทเสื้อผ้าสำเร็จรูปของนักศึกษามหาวิทยาลัยเชียงใหม่ ระดับปริญญาตรี. มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

พรลดา ลีลาสุนทรวัฒนา. (2553) ความรู้ของผู้บริโภคด้านปัญหาสิ่งแวดล้อม ที่มีผลกระทบต่อพฤติกรรมการซื้อและการใช้สินค้ารักษาสิ่งแวดล้อม. ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มกราคม 2553, *บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ*. (85 หน้า)

ลชนา ชมตระกูล, สรบุศย์ รุ่งโรจน์สุวรรณ, สุวัฒนา ธาดานิต,. (2013). การสร้างตัวชี้วัดด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของผู้ประกอบการธุรกิจโครงการบ้านจัดสรร: กรณีศึกษา อำเภอเมืองชียงราย จังหวัดเชียงราย. *FEU Academic Review, 7*(1), 94-108.

วริยา ทวีกิจเกษม. (2554) ความรับผิดชอบของธุรกิจต่อสังคมทำให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้นหรือไม่ : กรณีศึกษาบริษัทในดัชนีราคาหุ้น SET50

สถาบันปิโตรเลียมแห่งประเทศไทย,. (2010). ตอบรับกระแสสังคมด้วย EcoProducts. *Plastic Intelligence Update, 2*(6), 1-7.

อินทิพากุลย์ ศรประสิทธิ์. (2011). บรรษัทภิบาล ค่าตอบแทนผู้บริหาร และผลการดำเนินงานของกิจการ: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.*

อาณัติ ลีมัคเดช. (2556) การส่งสัญญาณด้วยรางวัลรับผิดชอบต่อสังคม : กรณีศึกษาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย , *วารสารบริหารธุรกิจ.ปีที่ 36.ฉบับที่ 139. กรกฎาคม-กันยายน 2556*

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

'เกศรา'ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนนลท.สถาบันในปท. สืบค้นจาก from http://www.bangkokbiznews.com/mobile/view/news/632408

วรพรรณ เอื้ออาภรณ์. (มิถุนายน 2558). DNA CSR แบบไทยๆตามกระแสโลก. *วารสาร TPA News, 19*(222). สืบค้นจาก http://www.tpa.or.th/tpanews/upload/mag_content/93/ContentFile1894.pdf

Articles

Aman, H. & Nguyen, P. (2008). Do stock prices reflect the corporate governance quality of Japanese firms?. *Journal Of The Japanese And International Economies, 22*(4), 647-662. DOI:10.1016/j.jjie.2008.05.001

Antunovich, P. & Laster, D. (1998). Are Good Companies Bad Investments?. *SSRN Electronic Journal.* DOI:10.2139/ssrn.163153

Babiak, K. & Trendafilova, S. (2011). CSR and environmental responsibility: motives and pressures to adopt green management practices. *Corporate Social Responsibility And Environmental Management, 18*(1), 11-24. DOI:10.1002/csr.229

Baker, M. & Wurgler, J. (2007). Investor Sentiment in the Stock Market. DOI:10.3386/w13189

Balatbat, M.C., Siew, R.YJ., & Carmichael, D.G. (2012), ESG Score and its Influence on Firm Performance: Australian Evidence, *Programme & Proceedings 35th Annual Congress of the European Accounting Association*, 35th Annual Congress of the European Accounting Association, Slovenia, presented at 35th Annual Congress of the European Accounting Association, Llujbana, Slovenia, 9 - 11 May 2012

Barnea, A. & Rubin, A. (2010). Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders. *Journal Of Business Ethics, 97*(1), 71-86. DOI:10.1007/s10551-010-0496-z

Battaglia, M., Testa, F., Bianchi, L., Iraldo, F., & Frey, M. (2014). Corporate Social Responsibility and Competitiveness within SMEs of the Fashion Industry: Evidence from Italy and France. *Sustainability, 6*(2), 872-893. DOI:10.3390/su6020872

Bauer, R., Guenster, N., & Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *J Asset Manag, 5*(2), 91-104. DOI:10.1057/palgrave.jam.2240131

Bauer, R., Koedijk, K., & Otten, R. (2005). International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal Of Banking & Finance, 29*(7), 1751-1767. DOI:10.1016/j.jbankfin.2004.06.035

Becchetti, L., Ciciretti, R., & Hasan, I. (2007). Corporate Social Responsibility and Shareholder's Value: An Event Study Analysis. *SSRN Electronic Journal*. DOI:10.2139/ssrn.928557

Becchetti, L., Ciciretti, R., & Hasan, I. (2015). Corporate social responsibility, stakeholder risk, and idiosyncratic volatility. *Journal Of Corporate Finance, 35*, 297-309. DOI:10.1016/j.jcorpfin.2015.09.007

Belsky, G. (2013). The Downside of Corporate Social Responsibility. *TIME.com*. Retrieved from http://business.time.com/2013/12/03/the-downside-of-corporate-social-responsibility/

Berger, B., Matt, C., Steininger, D., & Hess, T. (2015). It Is Not Just About Competition with Free: Differences Between Content Formats in Consumer Preferences and Willingness to Pay. *Journal Of Management Information Systems, 32*(3), 105-128. DOI:10.1080/07421222.2015.1095038

Borgers, A., Derwall, J., Koedijk, K., & ter Horst, J. (2013). Stakeholder relations and stock returns: On errors in investors' expectations and learning. *Journal Of Empirical Finance, 22*, 159-175. DOI:10.1016/j.jempfin.2013.04.003

Bragdon, J. H., & Marlin, J. A. T. (1972). Is pollution profitable? *Risk Management, 19*(4): 9-18.

Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management, 35*(3), 97-116. DOI:10.1111/j.1755-053x.2006.tb00149.x

Bråtenius, A. & Melin, E. (2015). The Impact of CSR on Financial Performance - An event study of abnormal stock returns of Swedish companies as a reaction to the release of the Folksam Index of Corporate Social Responsibility. *Copenhagen Business School.*

Bronars, S. & Deere, D. (1991). The Threat of Unionization, the Use of Debt, and the Preservation of Shareholder Wealth. *The Quarterly Journal Of Economics, 106*(1), 231-254. DOI:10.2307/2937914

Broomhill, R. (2007). CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY: KEY ISSUES AND DEBATES. *Dunstan Paper No. 1/2007*.

Brown, G. & Cliff, M. (2005). Investor Sentiment and Asset Valuation. *The Journal Of Business, 78*(2), 405-440. DOI:10.1086/427633

Buhr, H. & Grafström, M. (2007) The Making of Meaning in the Media: The Case of Corporate Social Responsibility in the Financial Times, in F. den Hond, F. G.A. de Bakker, & P. Neergaard (Eds.), Managing Corporate Social Responsibility in Action, Aldershot, Hampshire: Ashgate Publishing Limited, 15-31

Burke, L. & Logsdon, J. (1996). How corporate social responsibility pays off. *Long Range Planning, 29*(4), 495-502. DOI:10.1016/0024-6301(96)00041-6

Cai, L., Cui, J., & Jo, H. (2015). Corporate Environmental Responsibility and Firm Risk. *Journal Of Business Ethics*. DOI:10.1007/s10551-015-2630-4

Campbell, D., Moore, G., & Metzger, M. (2002). Corporate Philanthropy in the U.K. 1985–2000 Some Empirical Findings. *Journal Of Business Ethics, 39*(1/2), 29-41. DOI:10.1023/a:1016371731732

Carroll, A. (1979). A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *The Academy Of Management Review, 4*(4), 497. DOI:10.2307/257850

Carroll, A. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons, 34*(4), 39-48. DOI:10.1016/0007-6813(91)90005-g

Carroll, A. (2000). A Commentary and an Overview of Key Questions on Corporate Social Performance Measurement. *Business & Society, 39*(4), 466-478. DOI:10.1177/000765030003900406

Carvalhal, A. & Nobili, C. (2011). Does corporate governance matter for stock returns? Estimating a four-factor asset pricing model including a governance index. *Quantitative Finance, 11*(2), 247-259. DOI:10.1080/14697680903373676

Cellier, A., & Chollet, P. (2011) The Impact of Corporate Social Responsibility Rating Announcements on European Stock Prices. *SSRN Electronic Journal*. DOI:10.2139/ssrn.1836902

Cellier, A., & Chollet, P. (2014) The Impact of Corporate Social Responsibility on Stock Prices:An Event Study of Vigeo Rating Announcement. Retrieved from http://www.kadinst.hku.hk/sdconf10/Papers_PDF/p232.pdf

Cellier, A. & Chollet, P. (2016). The effects of social ratings on firm value. Research In International Business And Finance, 36, 656-683. DOI:10.1016/j.ribaf.2015.05.001

Center for Advanced Human Resource Studies. (2010, June). Employee Compensation: Know the true costs of employment and optimize them to benefit employers, employees (CAHRS Research Link No. 8). Ithaca, *NY:Cornell University, ILR School*.

Chapple, L. & Humphrey, J. (2013). Does Board Gender Diversity Have a Financial Impact? Evidence Using Stock Portfolio Performance. *Journal Of Business Ethics, 122*(4), 709-723. DOI:10.1007/s10551-013-1785-0

Chatterji, A., Levine, D., & Toffel, M. (2008). How Well Do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility?. SSRN Electronic Journal. DOI:10.2139/ssrn.993094

Cheers, Z. (2011). "The Corporate Social Responsibility Debate". *Senior Honors Theses*. Paper 219.

Chen, C. & Delmas, M. (2010). Measuring Corporate Social Performance: An Efficiency Perspective. *Production And Operations Management, 20*(6), 789-804. DOI:10.1111/j.1937-5956.2010.01202.x

Chen, C., Lu, H., & Sougiannis, T. (2011). The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs*. *Contemporary Accounting Research, 29*(1), 252-282. DOI:10.1111/j.1911-3846.2011.01094.x

Chen, K., Chen, Z., & Wei, K. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal Of Corporate Finance, 15*(3), 273-289. DOI:10.1016/j.jcorpfin.2009.01.001

Cheung, Y., Tan, W., Ahn, H., & Zhang, Z. (2009). Does Corporate Social Responsibility Matter in Asian Emerging Markets?. *Journal Of Business Ethics, 92*(3), 401-413. DOI:10.1007/s10551-009-0164-3

Christensen, L., Siemsen, E., & Balasubramanian, S. (2014). Consumer behavior change at the base of the pyramid: Bridging the gap between for-profit and social responsibility strategies. *Strategic Management Journal, 36*(2), 307-317. DOI:10.1002/smj.2249

Cordeiro, J. & Tewari, M. (2014). Firm Characteristics, Industry Context, and Investor Reactions to Environmental CSR: A Stakeholder Theory Approach. *Journal Of Business Ethics, 130*(4), 833-849. DOI:10.1007/s10551-014-2115-x

Crifo, P., Forget, V., & Teyssier, S. (2015). The price of environmental, social and governance practice disclosure: An experiment with professional private equity investors. *Journal Of Corporate Finance, 30*, 168-194. DOI:10.1016/j.jcorpfin.2014.12.006

Curran, M. & Moran, D. (2007). Impact of the FTSE4Good Index on firm price: An event study. *Journal Of Environmental Management, 82*(4), 529-537. DOI:10.1016/j.jenvman.2006.02.010

Dag, N., Eije, H., & Pennink, B. (1998). Human Rights and Multinational Firm Returns. *University Of Groningen, Research Institute SOM (Systems, Organisations And Management)*, Report 98A33.

Dahlsrud, A. (2008). How Corporate Social Responsibility is Defined: An Analysis of 37 Definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 15*(1), 1-13

Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R., & Koedijk, K. (2005). The Eco-Efficiency Premium Puzzle. *Financial Analysts Journal, 61*(2), 51-63. DOI:10.2469/faj.v61.n2.2716

Dhaliwal, D. S., Oliver Zhen Li, Albert Tsang, and Yong George Yang (2011), Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting, *The Accounting Review, 86*(1), 59-100

Dharmastuti, C. & Wahyudi, S. (2013). The Effectivity of Internal and External Corporate Governance Mechanisms Towards Corporate Performance. *Research Journal Of Finance And Accounting, 4*(4).

Dobre, E., Stanila, G., & Brad, L. (2015) The Influence of Environmental and Social Performance on Financial Performance: Evidence from Romania's Listed Entities. *Sustainability, 7*(3), 2513-2553.

Dobbin, F., & Jung, J. (2011) Corporate Board Gender Diversity and Stock Performance: The Competence Gap or Institutional Invertor Bias? *North Carolina Law Review 89*, 809-838.

Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. European *Financial Management, 10*(2), 267-293. DOI:10.1111/j.1354-7798.2004.00250.x

Dukes, B. (2008) Personal Values and Stock Values: A Survey? Working paper, *Texas Tech University*.

Eccles, R.G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014) The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science,60*(11),2835.

Elsayed, K. & Paton, D. (2005). The impact of environmental performance on firm performance: static and dynamic panel data evidence. *Structural Change And Economic Dynamics, 16*(3), 395-412. DOI:10.1016/j.strueco.2004.04.004

Epstein, M. & Roy, M. (2000). Strategic evaluation of environmental projects in SMEs. *Environmental Quality Management, 9*(3), 37-47. DOI:10.1002/1520-6483(200021)9:3<37::aid-tqem4>3.0.co;2-t

European Communities. (2006). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Economic and Social Committee - Implementing the partnership for growth and jobs : making Europe a pole of excellence on corporate social responsibility. Retrieved from http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52006DC0136

Evans, JR., & Peiris, D. (2010) The Relationship between Environmental Social Governance Factors and US Stock Performance. *The Journal of Investing, 19*(3), 104-112.

Fabozzi, F., Ma, K.C., & Oliphant, B.J. (2008) Sin Stock Returns. *The Journal of Portfolio Management Portfolio Management,35*(1) , 82-94.

Fama, E. & French, K. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal Of Finance, 47*(2), 427-465. DOI:10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x

Fatemi, A., Fooladi, I., & Tehranian, H. (2015). Valuation effects of corporate social responsibility. *Journal Of Banking & Finance, 59*, 182-192. DOI:10.1016/j.jbankfin.2015.04.028

Favilukis, J. & Lin, X. (2016). Does wage rigidity make firms riskier? Evidence from long-horizon return predictability. *Journal Of Monetary Economics, 78*, 80-95. DOI:10.1016/j.jmoneco.2016.01.003

Fischer, K. & Khoury, N. (2007). The impact of ethical ratings on Canadian security performance: Portfolio management and corporate governance implications. *The Quarterly Review Of Economics And Finance, 47*(1), 40-54. DOI:10.1016/j.qref.2006.02.001

Fisher, K., & Statman, M. (2000). Investor Sentiment and Stock Returns. *Financial Analysts Journal, 56*, 16-23.

Flammer, C. (2012). Corporate Social Responsibility and Stock Prices: The Environmental Awareness of Shareholders. Retrieved from http://corporate-sustainability.org/wp-content/ uploads/arcs-2012-Flammer.pdf

Flanagan, D., O'Shaughnessy, K., & Palmer, T. (2011). Re-Assessing the Relationship between the Fortune Reputation Data and Financial Performance: Overwhelming Influence or Just a Part of the Puzzle?. *Corporate Reputation Review, 14*(1), 3-14. DOI:10.1057/crr.2011.4

Florackis, C. & Ozkan, A. (2008). Agency costs and corporate governance mechanisms: evidence for UK firms. I*nt J Of Managerial Finance, 4*(1), 37-59. DOI:10.1108/17439130810837375

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal Of Sustainable Finance & Investment, 5*(4), 210-233. DOI:10.1080/20430795.2015.1118917

Friedman, M. (1970) . The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits, *New York Times Magazine*, September 13, 1970.

Galema, R., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2008). The stocks at stake: Return and risk in socially responsible investment. *Journal Of Banking & Finance, 32*(12), 2646-2654. DOI:10.1016/j.jbankfin.2008.06.002

Galinsky, A., Todd, A., Homan, A., Phillips, K., Apfelbaum, E., & Sasaki, S. et al. (2015). Maximizing the Gains and Minimizing the Pains of Diversity: A Policy Perspective. *Perspectives On Psychological Science, 10*(6), 742-748. DOI:10.1177/1745691615598513

Gan, C., Wee, H., Ozanne, L., & Kao, T. (2008). Consumers' purchasing behavior towards green products in New Zealand. *Innovative Marketing, 4*(1), 93-102.

García-Meca, E. & Sánchez-Ballesta, J. (2009). Corporate Governance and Earnings Management: A Meta-Analysis. Corporate Governance: *An International Review, 17*(5), 594-610. DOI:10.1111/j.1467-8683.2009.00753.x

Gielissen, R. (2011). "Why do consumer's buy socially responsible products." *International Journal of Business and Social Science 2*(3): 21-35.

Girerd-Potin, I., Jimenez-Garcès, S., & Louvet, P. (2013). Which Dimensions of Social Responsibility Concern Financial Investors?. *J Bus Ethics, 121*(4), 559-576. DOI:10.1007/s10551-013-1731-1

Godelnik, R. (2012). Philanthropy vs CSR and the Social Responsibility of Business. Triple Pundit: People, Planet, Profit. Retrieved from http://www.triplepundit.com/2012/08/philanthropy-csr-social-responsibility-of-business/#

Godfrey, P. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder value: A risk management perspective. *Academy Of Management Review, 30(*4), 777-798. DOI:10.5465/amr.2005.18378878

Gregory, A., Jeanes, E., Tharyan, R., & Tonks, I. (2012). Does the Stock Market Gender Stereotype Corporate Boards? Evidence from the Market's Reaction to Directors' Trades. *Brit J Manage, 24*(2), 174-190. DOI:10.1111/j.1467-8551.2011.00795.x

Gregory, A., Tharyan, R., & Whittaker, J. (2013). Corporate Social Responsibility and Firm Value: Disaggregating the Effects on Cash Flow, Risk and Growth. *Journal Of Business Ethics, 124*(4), 633-657. DOI:10.1007/s10551-013-1898-5

Griffin, J. & Mahon, J. (1997). The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research. *Business & Society, 36*(1), 5-31. DOI:10.1177/000765039703600102

Halbritter, G. & Dorfleitner, G. (2015). The wages of social responsibility — where are they? A critical review of ESG investing. *Review Of Financial Economics, 26,* 25-35. DOI:10.1016/j.rfe.2015.03.004

Hall, P.L., & Rieck, R. (1998) The Effect of Positive Corporate Social Actions on Shareholder Wealth, *Journal of Financial and Strategic Decisions 11*(2) 83-89.

Hamilton, S., Jo, H., & Statman, M. (1993) Doing Well, While Doing Good: The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal, 49*(6), 62-66.

Harjoto, M.A., & Jo, H. (2015) Legal vs. Normative CSR: Differential Impact on Analyst Dispersion, Stock Return Volatility, Cost of Capital, and Firm Value. *Journal of Business Ethics. 128*(1), 1-20.

Harrison, A. & Scorse, J. (2010). Multinationals and Anti-Sweatshop Activism. *American Economic Review, 100*(1), 247-273. DOI:10.1257/aer.100.1.247

Hasford, J. & Farmer, A. (2016). Responsible you, despicable me: Contrasting competitor inferences from socially responsible behavior. *Journal Of Business Research, 69*(3), 1234-1241. DOI:10.1016/j.jbusres.2015.09.009

Hawas, A. & Tse, C. (2015). How Corporate Governance Affects Investment Decisions of Major Shareholders in UK Listed Companies: Has the Recent Credit Crunch Changed the Game?. *Journal Of Accounting, Auditing & Finance, 31*(1), 100-133. DOI:10.1177/0148558x15590226

Henderson, D. (2001). The case against 'corporate social responsibility' *A Journal of Public Policy and Ideas*, Vol. 17, No. 2

Hirigoyen, G., & Poulain-Rehm, T. (2015) The Corporate Social Responsibility of Family Businesses: An International Approach. *International Journal of Financial Studies, 2*, 240-65.

Hopkins, M. (2003). The business case for CSR: where are we?. International *Journal Of Business Performance Management, 5*(2/3), 125. DOI:10.1504/ijbpm.2003.003261

Humphrey, J. & Tan, D. (2013). Does it Really Hurt to be Responsible?. *Journal Of Business Ethics, 122*(3), 375-386. DOI:10.1007/s10551-013-1741-z

Iatridis, G. (2015). Corporate philanthropy in the US stock market: Evidence on corporate governance, value relevance and earnings manipulation. *International Review Of Financial Analysis, 39*, 113-126. DOI:10.1016/j.irfa.2015.03.004

Icke, B., Icke, M., & Ayturk, Y. (2011). Corporate Governance and Stock Returns in Istanbul Stock Exchange. *Journal Of Accounting And Finance, 1*(2), 128-138.

Iqbal, N., Ahmad, N., Basheer, N., & Nadeem, M. (2012). Impact of Corporate Social Responsibility on Financial Performance of Corporations: Evidence from Pakistan. *International Journal Of Learning And Development, 2*(6). DOI:10.5296/ijld.v2i6.2717

Jackson, L. & Hua, N. (2009). Corporate Social Responsibility and Financial Performance: A Snapshot from the Lodging and Gaming Industries. *The Journal Of Hospitality Financial Management, 17*(1), 63-78. DOI:10.1080/10913211.2009.10653871

Jehn, K. (1998). Managing Workteam Diversity, Conflict, and Procuctibity: A New Form of Organizing in the Twenty-First Century Workplace. *University Of Pennsylvania Journal Of Business Law, 1*(2), 473-486.

Kacperczyk, M., & Hong, H. (2009) The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets, *Journal of Financial Economics, 93*(1), 15–36.

Karagiorgos, T. (2010). Corporate Social Responsibility and Financial Performance: An Empirical Analysis on Greek Companies. *European Research Studies Journal, 8*(4), 85-108.

Kempf, A., & Osthoff, P.C (2007). The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance. *European Financial Management, 13*(5), 908-22.

Kouwenberg, R., Salomons, R., & Thontirawong, P. (2013). Corporate governance and stock returns in Asia. *Quantitative Finance, 14*(6), 965-976. DOI:10.1080/14697688.2012.762603

Kraisornsuthasinee, S. & Swierczek, F. (2009). Doing well by doing good in Thailand. *Social Responsibility Journal, 5*(4), 550-565. DOI:10.1108/17471110910995393

Lantos, G. (2002). The ethicality of altruistic corporate social responsibility. *Journal Of Consumer Marketing*, *19*(3), 205-232. DOI:10.1108/07363760210426049

Lawler, E. & Porter, L. (1967). The Effect of Performance on Job Satisfaction. *Industrial Relations, 7*(1), 20-28. DOI:10.1111/j.1468-232x.1967.tb01060.x

Leaniz, P. & Bosque, I. (2013). Introduction to the Academic Perspectives of CSR Measurement. *International Letters Of Social And Humanistic Sciences, 2*, 51-55. DOI:10.18052/www.scipress.com/ilshs.2.51

Lee, D. & Mas, A. (2012). Long-Run Impacts of Unions on Firms: New Evidence from Financial Markets, 1961-1999. *The Quarterly Journal Of Economics, 127*(1), 333-378. DOI:10.1093/qje/qjr058

Lee, D.D., Faff, R.W., & Rekker, S.A.C. (2013) Do High and Low-ranked Sustainability Stocks Perform Differently? *International Journal of Accounting & Information Management, 21*(2), 116-132.

Lemon, K., Roberts, J., Raghubir, P., & Winer, R. (2011). Measuring the Effects of Corporate Social Responsibility: A Stakeholder-Based Approach. Director Notes, 3(7).

Liao, L., Luo, L., & Tang, Q. (2015). Gender diversity, board independence, environmental committee and greenhouse gas disclosure. The British Accounting Review, 47(4), 409-424. DOI:10.1016/j.bar.2014.01.002

Lin, C., Yang, H., & Liou, D. (2009). The impact of corporate social responsibility on financial performance: Evidence from business in Taiwan. *Technology In Society, 31*(1), 56-63. DOI:10.1016/j.techsoc.2008.10.004

Lin, Y. & Chang, C. (2012). Double Standard: The Role of Environmental Consciousness in Green Product Usage. *Journal Of Marketing, 76*(5), 125-134. DOI:10.1509/jm.11.0264

Luo, X., Wang, H., Raithel, S., & Zheng, Q. (2014). Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns. *Strategic Management Journal, 36*(1), 123-136. DOI:10.1002/smj.2219

Lys, T., Naughton, J., & Wang, C. Signaling Through Corporate Accountability Reporting. *SSRN Electronic Journal*. DOI:10.2139/ssrn.2143259

Mahoney, L. & Roberts, R. (2007). Corporate social performance, financial performance and institutional ownership in Canadian firms. *Accounting Forum, 31*(3), 233-253. DOI:10.1016/j.accfor.2007.05.001

Maignan, I. & Ferrell, O. (2000). Measuring Corporate Citizenship in Two Countries: The Case of the United States and France. *Journal Of Business Ethics, 23*(3), 283-297. DOI:10.1023/a:1006262325211

Makni, R., Francoeur, C., & Bellavance, F. (2008). Causality Between Corporate Social Performance and Financial Performance: Evidence from Canadian Firms. *Journal Of Business Ethics, 89*(3), 409-422. DOI:10.1007/s10551-008-0007-7

Maloney, P. (2016). Why is Most Corporate Philanthropy So Bad?. *Occam Advisors*. Retrieved from http://www.occampdx.com/blog/why-is-most-corporate-philanthropy-so-bad

Manchiraju, H. & Rajgopal, S. (2015). Does Corporate Social Responsibility (CSR) Create Shareholder Value? Exogenous Shock-Based Evidence from the Indian Companies Act 2013. *SSRN Electronic Journal*. DOI:10.2139/ssrn.2602960

Mănescu, C. (2011). Stock returns in relation to environmental, social and governance performance: Mispricing or compensation for risk?. *Sustainable Development, 19*(2), 95-118. DOI:10.1002/sd.510

Masulis, R. & Reza, S. (2014). Agency Problems of Corporate Philanthropy. *Review Of Financial Studies, 28*(2), 592-636. DOI:10.1093/rfs/hhu082

Matsumura, E., Prakash, R., & Vera-Muñoz, S. (2014). Firm-Value Effects of Carbon Emissions and Carbon Disclosures. *The Accounting Review, 89*(2), 695-724. DOI:10.2308/accr-50629

McCluskey, J., Durham, C., & Horn, B. (2009). Consumer Preferences for Socially Responsible Production Attributes Across Food Products. *Agricultural And Resource Economics Review, 38*(3), 345-356.

McElhaney, K. (2009). A strategic approach to corporate social responsibility. *Leader To Leader, 2009*(52), 30-36. DOI:10.1002/ltl.327

McGuire, J., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance. *Academy Of Management Journal, 31*(4), 854-872. DOI:10.2307/256342

Megicks, P., Memery, J., & Williams, J. (2008). Influences on ethical and socially responsible shopping: evidence from the UK grocery sector. *Journal Of Marketing Management, 24*(5-6), 637-659. DOI:10.1362/026725708x326039

Middlemiss, N. (2003). Authentic not cosmetic: CSR as brand enhancement. *The Journal of Brand Management, 10*(4), 353-361. DOI:10.1057/palgrave.bm.2540130

Minor, D. & Morgan, J. (2011). CSR as Reputation Insurance: Primum Non Nocere. *California Management Review, 53*(3), 40-59. DOI:10.1525/cmr.2011.53.3.40

Mishra, S. & Modi, S. (2016). Corporate Social Responsibility and Shareholder Wealth: The Role of Marketing Capability. *Journal Of Marketing, 80*(1), 26-46. DOI:10.1509/jm.15.0013

Mishra, S. & Suar, D. (2010). Does Corporate Social Responsibility Influence Firm Performance of Indian Companies?. *Journal of Business Ethics, 95*(4), 571-601. DOI:10.1007/s10551-010-0441-1

Mollet, J. & Ziegler, A. (2014). Socially responsible investing and stock performance: New empirical evidence for the US and European stock markets. *Review Of Financial Economics, 23*(4), 208-216. DOI:10.1016/j.rfe.2014.08.003

NCoC: Is Corporate Philanthropy the same as stealing?. (2010). Ncoc.net. Retrieved from http://ncoc.net/103k63

Nelling, E. & Webb, E. (2008). Corporate social responsibility and financial performance: the "virtuous circle" revisited. *Review Of Quantitative Finance And Accounting, 32*(2), 197-209. DOI:10.1007/s11156-008-0090-y

Newman, G., Gorlin, M., & Dhar, R. (2014). When Going Green Backfires: How Firm Intentions Shape the Evaluation of Socially Beneficial Product Enhancements. Journal of Consumer Research, 41(3), 823-839. DOI:10.1086/677841

Nollet, J., Filis, G., & Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling, 52*, 400-407. DOI:10.1016/j.econmod.2015.09.019

Orlitzky, M., Schmidt, F., & Rynes, S. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization Studies, 24*(3), 403-441. DOI:10.1177/0170840603024003910

Ormiston, M. & Wong, E. (2013). License to Ill: The Effects of Corporate Social Responsibility and CEO Moral Identity on Corporate Social Irresponsibility. Personnel *Psychology, 66*(4), 861-893. DOI:10.1111/peps.12029

Pagano, M. & Volpin, P. (2005). Managers, Workers, and Corporate Control. *The Journal Of Finance, 60*(2), 841-868. DOI:10.1111/j.1540-6261.2005.00748.x

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. DOI:10.3390/su6074077

Peloza, J. (2009). The Challenge of Measuring Financial Impacts From Investments in Corporate Social Performance. *Journal Of Management, 35*(6), 1518-1541. DOI:10.1177/0149206309335188

Prause, D. & Mujtaba, B. (2015). Conflict Management Practices for Diverse Workplaces. *Journal Of Business Studies Quarterly, 6*(3).

PwC. (2013). Going beyond philanthropy? Pulse-check on sustainability. *Insights From A Survey Of The ASEAN-5 Countries.*

Ravlic, M., & Yarnold, J. (2015) CSR disclosures and the volatility of the stock market: A study of the Swedish and Danish stock markets, Independent thesis Advanced level, *Umeå University, Faculty of Social Sciences, Umeå School of Business and Economics (USBE).* Retrieved from http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:850889/FULLTEXT01.pdf

RBC Global Asset Management. (2012). Does Socially Responsible Investing Hurt Investment Returns?. Retrieved from http://funds.rbcgam.com/_assets-custom/pdf/RBC-GAM-does-SRI-hurt-investment-returns.pdf

Reinhardt, F., Stavins, R., & Vietor, R. (2008). Corporate Social Responsibility Through an Economic Lens. Review Of Environmental Economics And Policy, Oxford *University Press For Association Of Environmental And Resource Economists, 2*(2), 219-239. DOI:10.3386/w13989

Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal Of Banking & Finance, 32*(9), 1723-1742. DOI:10.1016/j.jbankfin.2007.12.039

Revelli, C. & Viviani, J. (2014). Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis. *Business Ethics: A European Review, 24*(2), 158-185. DOI:10.1111/beer.12076

Ribando, J. & Bonne, G. (2010). A New Quality Factor: Finding Alpha with ASSET4 ESG Data. *Starmine Research Note.* Retrieved from http://thomsonreuters.com/content/dam/openweb/documents/pdf/tr-com-financial/report/starmine-quant-research-note-on-asset4-data.pdf

Robins, F. (2008). Why corporate social responsibility should be popularised but not imposed. Corporate Governance: *The International Journal Of Business In Society, 8*(3), 330-341. DOI:10.1108/14720700810879204

Saeidi, S., Sofian, S., Saeidi, P., Saeidi, S., & Saaeidi, S. (2015). How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. *Journal Of Business Research, 68*(2), 341-350. DOI:10.1016/j.jbusres.2014.06.024

Sahut, J. & Pasquini-Descomps, H. (2015). ESG Impact on Market Performance of Firms: International Evidence. *Management International, 19*(2), 40. DOI:10.7202/1030386ar

Salaber, J. (2007) The Determinants of Sin Stock Returns: Evidence on the European Market, Paris December 2007 Finance International Meeting AFFI-EUROFIDAI Paper. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1071746

Salaber, J.(2009) Sin Stock Returns Over the Business Cycle. *SSRN Electronic Journal.* DOI:10.2139/ssrn.1443188

Saltaji, I. (2014). Corporate Governance in Eastern Europe: Case of Romania and Russian Federation. *Theoretical And Applied Economics, 11*(4), 99-112.

Sánchez, C. (2000). Motives for Corporate Philanthropy in El Salvador: Altruism and Political Legitimacy. *Journal Of Business Ethics, 27*(4), 363-375. DOI:10.1023/a:1006169005234

Scholes, M. (1991). Stock and Compensation. *Journal Of Finance, 46*(3), 803-823.

Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance, 19*

Singal, M. & Gerde, V. (2015). Is Diversity Management Related to Financial Performance in Family Firms?. *Family Business Review, 28*(3), 243-259. DOI:10.1177/0894486514566012

Soana, M. (2009) The Relationship between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance in the Banking Sector. *SSRN Electronic Journal*. DOI:10.2139/ssrn.1325956

Sousa Filho, J., Wanderley, L., Gómez, C., & Farache, F. (2010). Strategic corporate social responsibility management for competitive advantage. *Brazilian Administration Review, 7*(3), 294-309. DOI:10.1590/s1807-76922010000300006

Statman, M. (2006) Socially Responsible Indexes. *The Journal of Portfolio Management Portfolio Management 32*(3), 100-109.

Statman, M., & Glushkov, D. (2009) The Wages of Social Responsibility. *Financial Analysts Journal, 65*(4), 33-46.

Stevens, F., Plaut, V., & Sanchez-Burks, J. (2008). Unlocking the Benefits of Diversity: All-Inclusive Multiculturalism and Positive Organizational Change. *The Journal Of Applied Behavioral Science, 44*(1), 116-133. DOI:10.1177/0021886308314460

Surroca, J. & Tribó, J. (2008). Managerial Entrenchment and Corporate Social Performance. *Journal Of Business Finance & Accounting, 35*(5-6), 748-789. DOI:10.1111/j.1468-5957.2008.02090.x

Swedroe, L. (2013). The impact of news events on market prices. *Cbsnews.com*. Retrieved from http://www.cbsnews.com/news/the-impact-of-news-events-on-market-prices/

Taft, J. (2014). The Warren Buffett Effect: Investing In Our World. *The Huffington Post.* Retrieved from http://www.huffingtonpost.com/john-g-taft/the-warren-buffett-effect_b_5577685.html

Thøgersen, J., Haugaard, P., & Olesen, A. (2010). Consumer responses to ecolabels. European *Journal Of Marketing, 44*(11/12), 1787-1810. DOI:10.1108/03090561011079882

Tronsgaard, T., & Berger, K. (2014) The Relationship Between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance: An Event Study of Firms

Listed on OSEBX. *Master Thesis at BI Norwegian Business School, Master of Science in Business and Economics*.

Tsoutsoura, M. (2004). Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Haas,University Of California, Berkeley.*

Tully, S. & Winer, R. (2014). The Role of the Beneficiary in Willingness to Pay for Socially Responsible Products: A Meta-analysis. *Journal Of Retailing, 90*(2), 255-274. DOI:10.1016/j.jretai.2014.03.004

Turker, D. (2008). Measuring Corporate Social Responsibility: A Scale Development Study. *Journal Of Business Ethics, 85*(4), 411-427. DOI:10.1007/s10551-008-9780-6

Varma, A. & Nofsinger, J. (2012). Socially Responsible Funds and Market Crises. *Journal Of Banking And Finance.* DOI:10.2139/ssrn.2142343

Waddock, S. (2003). Myths and Realities of Social Investing. *Organization & Environment, 16*(3), 369-380. DOI:10.1177/1086026603256284

Waddock, S. & Graves, S. (1997). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link. *Strategic Management Journal, 18*(4), 303-319. DOI:10.1002/(sici)1097-0266(199704)18:4<303::aid-smj869>3.0.co;2-g

Wang, M., Qiu, C., & Kong, D. (2011). Corporate Social Responsibility, Investor Behaviors, and Stock Market Returns: Evidence from a Natural Experiment in China. *Journal Of Business Ethics, 101*(1), 127-141. DOI:10.1007/s10551-010-0713-9

Wang, Y. (2011). Corporate Social Responsibility and Stock Performance—Evidence from Taiwan. *Modern Economy, 02*(05), 788-799. DOI:10.4236/me.2011.25087

Wazir, B. (2001). Nike accused of tolerating sweatshops. the Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/world/2001/may/20/burhanwazir.theobserver

Weber, M. (2008). The business case for corporate social responsibility: A company-level measurement approach for CSR. *European Management Journal, 26*(4), 247-261. DOI:10.1016/j.emj.2008.01.006

Yu, K., Du, S., & Bhattacharya, C.B. (2013) Everybody's Talking But Is Anybody Listening? Stock Market Reactions to Corporate Social Responsibility Communications. *Conference Paper presented at the Sustainability and the*

Corporation: Big Ideas, Harvard Business School, Cambridge MA, 24. Retrieved from http://www.hbs.edu/faculty/conferences/2013-sustainability-and-corporation/Documents/stock_market_reactions_to_CSR_reports_Aug31.pdf

Ye, T. (2011). The Future of ESG Investing. *Ssga CAPITAL INSIGHTS*. Retrieved from http://sites.middlebury.edu/sric/files/2013/10/The-Future-of-ESG-Investing-Taisheng-Ye-State-Street.pdf

Vance, S. C.(1975) "Are socially responsible corporations good investment risks?" *Management Review, 64,* 18-24

Vasal, V. K.. (2009). Corporate Social Responsibility & Shareholder Returns - Evidence from the Indian Capital Market. *Indian Journal of Industrial Relations, 44*(3), 376–385. Retrieved from http://www.jstor.org/stable/27768210

Velde, E., Vermeir, W., & Corten, F. (2005). Corporate social responsibility and financial performance. Corporate Governance: *The International Journal Of Business In Society, 5*(3), 129-138. DOI:10.1108/14720700510604760

Vujicic, T. (2015). Corporate Social Responsibility and Stock Returns: Examining US Stock Performance. *SSRN Electronic Journal*. DOI:10.2139/ssrn.2595769

Whyte, J. (2010). When Corporate Theft Is Good. WSJ. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/SB10001424052748703724104575378831827395 03

Zeiner, I.M., & Johansan, M.T. (2013) The effect of corporate social responsibility announcements on a company's stock returns and market efficiency. Master Thesis, *BI Norwegian Business School- Oslo Thesis*, Master of Science in Business & Economics, Major in Finance. Retrieved from https://brage.bibsys.no/xmlui//bitstream/handle/11250/95084/Oppgave1.pdf?sequence=1

Zollo, M. (2004). Philanthropy or CSR:a strategic choice. *THE BUSINESS IMPERATIVE.* Retrieved from https://www.academia.edu/398923/Philanthropy_or_CSR_a_Strategic_Choice

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก
เกณฑ์ที่ใช้ในการประเมินคะแนนความรับผิดชอบต่อสังคม และคะแนนเฉลี่ยในแต่ละตัวชี้วัด

ตาราง ก.1. ตารางแสดงตัวชี้วัดด้านชุมชน

		คำอธิบาย	**คะแนนเฉลี่ย**
COM-1	การทำการกุศล	บริษัทมีการบริจาคเพื่อการกุศลให้แก่ชุมชน ไม่ว่าจะเป็นในรูปแบบของสิ่งของหรือตัวเงิน	3.0303
COM-2	การสนับสนุนองค์กรไม่แสวงหากำไร	บริษัทมีการสนับสนุนองค์กรหรือกองทุนเพื่อสังคมที่ไม่แสวงหากำไร ไม่ว่าจะเป็นองค์กรของภาครัฐหรือภาคเอกชน รวมถึงการจัดตั้งมูลนิธิของบริษัทหรือกลุ่มบริษัทเพื่อช่วยเหลือสังคม	2.5556
COM-3	การสนับสนุนด้านการศึกษา	บริษัทมีการสนับสนุนองค์กรหรือสถาบันการศึกษา รวมถึงการทำกิจกรรมเพื่อส่งเสริมการศึกษา การมอบทุนการศึกษา การสนับสนุนงานวิจัย หรือการบริจาคที่เกี่ยวข้อง	3.4545
COM-4	การสนับสนุนด้านสาธารณสุขหรือสาธารณูปโภคชุมชน	บริษัทมีการสนับสนุนโครงการที่เกี่ยวข้องกับการสาธารณสุขของชุมชน เช่น การจัดตรวจสุขภาพ การบริจาคโลหิต หรือการบริจาคยาและเวชภัณฑ์ต่างๆ หรือมีการสนับสนุนด้านสาธารณูปโภคของชุมชน เช่น น้ำ ไฟฟ้า ถนน เป็นต้น	2.9293
COM-5	การมีความสัมพันธ์อันดีกับชุมชน	บริษัทมีการสร้างความสัมพันธ์อันดีกับชุมชนที่บริษัทมีการดำเนินกิจการอยู่ในบริเวณใกล้เคียง โดยอาจสะท้อนผ่านการจัดกิจกรรมร่วมกันกับคนในชุมชน เช่น กิจกรรมในวันสำคัญต่างๆ (ในกรณีนี้การรายงานผลคือผลการสำรวจความพึงพอใจของชุมชน)	2.5253

COM-6	การสนับสนุนด้านการเงินชุมชนหรือการสร้างอาชีพ	บริษัทมีโครงการที่ช่วยสนับสนุนฐานะทางการเงินของคนในชุมชน เช่น สินเชื่อรายย่อยเพื่อคนในชุมชน หรือการสนับสนุนเงินทุนในการทำธุรกิจของชาวบ้านในชุมชน หรือการสร้างงานสร้างอาชีพให้แก่ชุมชน	2.4545
COM-7	การรับคนในชุมชนเข้าทำงานหรือการจัดซื้อจัดหาจากคนในท้องถิ่น	บริษัทมีการรับคนในชุมชนใกล้เคียงเข้าทำงาน ตามความรู้ ความสามารถ และตำแหน่งที่เหมาะสม หรือมีการจัดซื้อจัดหาสินค้าและบริการจากคนในท้องถิ่น	2.1515
COM-8	การมีโครงการอาสาหรือการจัดกิจกรรมเพื่อสังคม	บริษัทมีการจัดโครงการอาสาเพื่อนำอาสาสมัครซึ่งอาจเป็นพนักงานของบริษัทหรือบุคคลภายนอกให้เข้าร่วมการทำกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับสังคม	2.8283
COM-9	การประเมินความเสี่ยงและรับฟังความเห็น	บริษัทมีการประเมินความเสี่ยงอันเกิดจากการดำเนินงานของบริษัทในบริเวณชุมชนใกล้เคียงที่อาจได้รับผลกระทบ รวมทั้งมีการรับฟังความคิดเห็นและข้อเสนอแนะจากคนในชุมชน	2.0505

ตาราง ก.2. ตารางแสดงตัวชี้วัดด้านความหลากหลายในองค์กรและสิทธิมนุษยชน

		คำอธิบาย	
DIV-1	การสนับสนุนความหลากหลายและความเท่าเทียมกันในที่ทำงาน	บริษัทสนับสนุนความหลากหลายและการไม่เลือกปฏิบัติในที่ทำงาน เช่น เพศ ศาสนา เชื้อชาติ สีผิว เผ่าพันธุ์ อายุ ความทุพพลภาพ การตั้งครรภ์ ความโน้มเอียงทางเพศ สถานะทหารผ่านศึก ความคิดเห็นทางการเมือง หรือคุณสมบัติอื่นๆ โดยให้ความเคารพต่อความเป็นปัจเจกชนและศักดิ์ศรีความเป็นมนุษย์	2.2828

DIV-2	การสนับสนุนด้านสิทธิมนุษยชน	บริษัทมีการสนับสนุนโครงการที่เกี่ยวข้องกับการส่งเสริมสิทธิมนุษยชนในส่วนของพนักงานหรือสังคมโดยรวม	2.0909
DIV-3	การมีผู้บริหารระดับสูงขององค์กรเป็นเพศหญิง	ผู้บริหารระดับสูงจำนวนไม่น้อยกว่าหนึ่งในสามของผู้บริหารระดับสูงทั้งหมดเป็นเพศหญิง	2.0000
DIV-4	การมีกรรมการบริษัทเป็นเพศหญิง	กรรมการบริษัทไม่น้อยกว่าหนึ่งในสามของกรรมการทั้งหมดเป็นเพศหญิง	1.3131
DIV-5	การจ้างงานผู้ที่มีความผิดปกติ	บริษัทมีการจ้างงานผู้พิการหรือผู้ที่มีความผิดปกติทางร่างกาย	1.7374
DIV-6	การเปิดกว้างในการรับสมัครงาน	บริษัทมิได้จำกัดเพศ ศาสนา ภูมิลำเนา หรือสถาบันการศึกษาในประกาศการรับสมัครงานของบริษัท	1.5556
DIV-7	การมีสัดส่วนระห่างเพศของพนักงานที่สมดุล	บริษัทมีพนักงานเพศชายและเพศหญิงในสัดส่วน 50:50 ทั้งนี้อาจมากกว่าหรือน้อยกว่าไม่เกิน 10%	1.3535
DIV-8	การใช้เกณฑ์ด้านสิทธิมนุษยชนเป็นหนึ่งในเกณฑ์การเลือกคู่ค้าของบริษัท	บริษัทได้ทำการเลือกและพิจารณาคู่ค้าของบริษัทโดยมีการกำหนดกฎเกณฑ์ด้านสิทธิมนุษยชนเป็นหนึ่งในเกณฑ์ที่ใช้ในการพิจารณาคัดเลือก หรือมีการกำหนดไว้ชัดเจนว่าจะไม่สนับสนุนกิจการที่มีการละเมิดสิทธิมนุษยชน	1.6465
DIV-9	การสนับสนุนการจัดตั้งสหภาพแรงงาน	บริษัทสนับสนุนและไม่ขัดขวางการจัดตั้งสหภาพแรงงานของพนักงานบริษัท	1.4141

ตาราง ก.3. ตารางแสดงตัวชี้วัดด้านความสัมพันธ์กับพนักงาน

		คำอธิบาย	
EMP-1	ไม่มีการเลิกจ้างพนักงานครั้งใหญ่	บริษัทไม่มีการเลิกจ้างพนักงานจำนวนมากในคราวเดียว หรือเป็นการเลิกจ้างงานติดต่อกันเป็นจำนวนมากภายในระยะเวลาสั้นๆ โดยในปีนั้นๆมีการเลิกจ้างไม่เกิน 10%	2.0101
EMP-2	การให้ผลประโยชน์ด้านหุ้นแก่พนักงาน	บริษัทมีการปันส่วนหุ้นบางส่วนให้แก่พนักงาน หรือมีการขายหุ้นให้แก่พนักงาน (Employee Stock Ownership Plan; ESOP) หรือมีโครงการสะสมหุ้นสำหรับพนักงาน (Employee Joint Investment Program; EJIP)	1.4141
EMP-3	การแบ่งผลกำไรจากการดำเนินงานให้แก่พนักงาน	บริษัทมีการปันส่วนกำไรจากการดำเนินงานให้แก่พนักงาน อาจไม่ใช้ทั้งหมด แต่เป็นพนักงานส่วนมากของบริษัท	1.0909
EMP-4	การจัดให้มีผลประโยชน์หลังการเกษียณอายุ	บริษัทมีการจ่ายผลประโยชน์ให้พนักงานที่เกษียณอายุอย่างเหมาะสม เช่น การสมทบทุนกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ หรือผลประโยชน์หลังการเกษียณอื่นๆ	3.0606
EMP-5	การสนับสนุนด้านสุขภาพของพนักงาน	บริษัทได้จัดให้มีการประกันสุขภาพ โครงการที่เกี่ยวกับการส่งเสริมสุขภาพ รวมไปถึงโครงการที่แสดงให้เห็นถึงความใส่ใจในด้านความปลอดภัยของพนักงาน เช่น การมีห้องพยาบาลไว้บริการพนักงาน และการตรวจสุขภาพประจำปี เป็นต้น	3.0404
EMP-6	การให้สวัสดิการแก่พนักงานอย่างเหมาะสม	บริษัทมีการให้สวัสดิการแก่พนักงานอย่างเหมาะสม ซึ่งอาจรวมถึงการลาคลอด การดูแลเด็กหรือผู้สูงอายุในครอบครัวของพนักงาน	2.8081

EMP-7	การจัดการด้านความปลอดภัยในการทำงาน	บริษัทได้คำนึงถึงความปลอดภัยในการดำเนินงานอย่างชัดเจน อาจเห็นได้จากนโยบายที่เป็นลายลักษณ์อักษร การปฏิบัติตามอย่างเคร่งครัด มีการจัดโครงการหรือแผนการดำเนินงานที่เกี่ยวข้องกับความปลอดภัยและมีการกำหนดเป้าหมายด้านการลดจำนวนอุบัติเหตุที่เกิดขึ้นในที่ทำงาน มีการจัดอบรมเกี่ยวกับความปลอดภัยในสถานที่ทำงาน รวมไปถึงการซ้อมแผนฉุกเฉินต่างๆ	2.8283
EMP-8	การจัดโครงการพัฒนาหรือฝึกทักษะพนักงานอย่างเหมาะสม	บริษัทจัดให้มีการฝึกทักษะที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินให้แก่พนักงานก่อน หรือระหว่างการปฏิบัติงานอย่างเหมาะสม	3.5657
EMP-9	การรับรองมาตรฐานที่เกี่ยวข้องกับความปลอดภัย	บริษัทได้รับการรับรอง OHSAS 18001 : Occupational Health and Safety Assessment Series และ/หรือ มอก. 18001 และ มรท. 8001	1.9394
EMP-10	การมีช่องทางให้พนักงานเสนอข้อร้องเรียนหรือแจ้งเบาะแสที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัท	บริษัทมีการจัดให้มีช่องทางที่เหมาะสมให้แก่พนักงานในการแสดงความคิดเห็น ข้อเสนอแนะ รวมไปถึงการร้องเรียนในเรื่องที่ไม่เป็นธรรม (Whistle Blower) และมีกลไกในการคุ้มครองผู้แจ้งเบาะแสอย่างเหมาะสม	2.8687
EMP-11	การเปิดโอกาสให้พนักงานได้นำเสนอผลงาน	บริษัทเปิดโอกาสให้พนักงานได้นำเสนอผลงานหรือแนวความคิดของตัวเองซึ่งเกี่ยวข้องกับการพัฒนาองค์กรหรือผลิตภัณฑ์ขององค์กร	1.9394
EMP-12	การมีความสัมพันธ์อันดีกับพนักงาน	บริษัทมีความสัมพันธ์อันดีต่อพนักงานในบริษัท ซึ่งอาจเห็นได้จากการจัดกิจกรรมสานสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับพนักงาน หรือการสำรวจความพึงพอใจของพนักงานในบริษัท	2.1010

ตาราง ก.4. ตารางแสดงตัวชี้วัดด้านสิ่งแวดล้อม

		คำอธิบาย	**คะแนนเฉลี่ย**
ENV-1	การป้องกันและกำจัดมลพิษทางอากาศ เช่น ฝุ่นละออง, ไนโตรเจนออกไซด์ (NOx), ซัลเฟอร์ออกไซด์ (SOx)	บริษัทมีการป้องกันและกำจัดมลพิษที่อาจเกิดขึ้นจากการดำเนินงาน โดยเฉพาะการปล่อยก๊าซ ฝุ่นละออง กลิ่นอันไม่พึงประสงค์ หรือสารอันตรายที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน หรือการมีระบบบำบัดอากาศเสียก่อนปล่อยออกสู่สาธารณะ	2.0606
ENV-2	การป้องกันและกำจัดมลพิษทางน้ำ	บริษัทมีการป้องกันและกำจัดมลพิษที่อาจเกิดขึ้นจากการดำเนินงาน ในด้านของการบำบัดน้ำเสียอย่างเหมาะสมก่อนปล่อยออกสู่สาธารณะ	2.5253
ENV-3	การป้องกันและกำจัดมลพิษทางดิน (ขยะและของเสีย)	บริษัทมีการป้องกันและกำจัดมลพิษที่อาจเกิดขึ้นจากการดำเนินงาน ในด้านที่เกี่ยวข้องกับมลภาวะหรือสารพิษที่อาจเกิดขึ้นในดิน มีวิธีในการกำจัดและทำลายที่เหมาะสม	2.1111
ENV-4	การลดการใช้พลังงาน	บริษัมมีการลดการใช้พลังงานในการดำเนินธุรกิจลง ซึ่งอาจรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงแค่ไฟฟ้า น้ำ น้ำมัน	2.7172
ENV-5	การรีไซเคิล	บริษัทมีการรีไซเคิลหรือการใช้ซ้ำ หรือมีการใช้สินค้าที่ผ่านการมารีไซเคิลมาแล้ว	2.6869
ENV-6	การใช้พลังงานสะอาดและพลังงานทดแทน	บริษัทเลือกใช้พลังงานหมุนเวียนในการดำเนินกิจการ เช่น พลังงานลม พลังงานน้ำ หรือพลังงานแสงอาทิตย์ รวมไปถึงการใช้พลังงานทดแทนและพลังงานหมุนเวียนต่างๆ (ก๊าซธรรมชาติเป็นไม่จัดเป็นพลังงานสะอาด)	1.8384

ENV-7	การสื่อสารด้านการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม	บริษัทมีการจัดพิมพ์หรือการออกสื่อสาธารณะถึงกระบวนการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมออกสู่สาธารณชน ซึ่งอาจเป็นในรูปแบบของการจัดนิทรรศการ การจัดกิจกรรมสัมมนา หรือการจัดพิมพ์สื่อต่างๆที่เกี่ยวข้องเพื่อประชาชน	2.3232
ENV-8	การลดการทำลายชั้นบรรยากาศและการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ	บริษัทมีการลดการทำลายชั้นบรรยากาศโดยการจัดการการกระทำที่เกี่ยวข้องกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG Emission ซึ่งประกอบไปด้วย Carbon dioxide (CO2), Methane (CH4), Nitrous oxide (N2O), Ozone (O3), Chlorofluorocarbons (CFCs))	2.1313
ENV-9	การได้รับมาตรฐานด้านการบริหารงานที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อมและพลังงาน	บริษัทได้รับการรับรอง ISO 14001: Environmental Management System และ/หรือ ISO 50001 : Energy Management Systems	2.0707
ENV-10	การดำเนินการด้านการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมเพื่อชุมชน	บริษัทมีกระบวนการที่เกี่ยวข้องกับการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมเพื่อชุมชนนอกเหนือไปจากการดำเนินการภายใน ยกตัวอย่างเช่น โครงการที่ช่วยส่งเสริมการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมภายนอกองค์กร	3.0909
ENV-11	การส่งเสริมให้คู่ค้าของบริษัทมีการพัฒนาด้านการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม	บริษัทมีการส่งเสริมให้คู่ค้า (Suppliers and Customers) ของบริษัทมีการพัฒนาด้านการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม หรือมีเกณฑ์การเลือกคู่ค้าจากการประเมินผลกระทบด้านสิ่งแวดล้อม (Green Procurement)	2.1616
ENV-12	การวิจัยและพัฒนาสินค้าหรือบริการที่มีความยั่งยืน	บริษัทมีการลงทุนในการวิจัยและพัฒนาเพื่อการผลิตสินค้าหรือบริการอย่างยั่งยืน (Sustainable)	2.2929

ENV-13	การปกป้องและฟื้นฟูความหลากหลายทางชีวภาพ	บริษัทมีการปกป้องหรือฟื้นฟูความหลากหลายทางชีวภาพและระบบนิเวศน์	2.5455

ตาราง ก.5. ตารางแสดงตัวชี้วัดด้านสินค้าและบริการ

		คำอธิบาย	**คะแนนเฉลี่ย**
PRO-1	การพัฒนาคุณภาพของสินค้าหรือบริการอย่างต่อเนื่อง	บริษัทมีการใส่ใจในคุณภาพของสินค้าและบริการเป็นอย่างดี ซึ่งอาจสะท้อนผ่านโครงการที่เกี่ยวข้องกันการพัฒนาคุณภาพของสินค้าและบริการ	2.8990
PRO-2	การวิจัยและพัฒนา	บริษัทมีการวิจัยและพัฒนาในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งการนำเสนอนวัตกรรมใหม่ๆสู่สังคม	2.6667
PRO-3	การใช้สินค้าหรือบริการให้ความช่วยเหลือแก่ผู้อื่น	บริษัทมีการใช้สินค้า บริการ หรือความสามารถหลัก (Core Competency) ของตนเพื่อช่วยเหลือหรือให้การสนับสนุนแก่ผู้ที่ต้องการ	2.3939
PRO-4	การรับรองคุณภาพของสินค้าและบริการ	บริษัทได้รับการรับรอง ISO 9001 : Quality Management System หรืออื่นๆที่เกี่ยวข้อง	2.1212
PRO-5	การค้าโดยเป็นธรรม	สินค้าหรือบริการของบริษัทมีลักษณะของ Fair Trade ทั้งในแง่ของการได้มาและการจำหน่ายออกไป	1.0202
PRO-6	การให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับสินค้าหรือบริการอย่างชัดเจน	บริษัทมีการแจ้งข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องอย่างเหมาะสมและไม่บิดเบือนข้อเท็จจริง หรือมีการแจ้งให้ลูกค้าได้ทราบถึงผลเสียหรืออันตรายที่อาจเกิดขึ้นจากการใช้สินค้าหรือบริการโดยไม่ปิดบัง	1.8990

PRO-7	การที่สินค้าหรือบริการของบริษัทมีความปลอดภัยต่อผู้บริโภค	บริษัทใส่ใจในเรื่องของความปลอดภัยของสินค้าและบริการของตน และสินค้าหรือบริการที่มีการจำหน่ายสู่สาธารณะนั้นมีความปลอดภัยต่อผู้บริโภค	1.4545
PRO-8	การสำรวจความพึงพอใจของลูกค้า	บริษัทมีการสำรวจความพึงพอใจของลูกค้าต่อสินค้าหรือบริการของบริษัท โดยทางบริษัทจะต้องเป็นผู้เริ่มการสำรวจนั้น มิใช่การสรุปจากเรื่องร้องเรียนที่ลูกค้าแจ้งเข้ามา	2.6970
PRO-9	การจัดการด้านการแข่งขันอย่างเป็นธรรม	บริษัทมีการดำเนินธุรกิจในลักษณะที่มีการแข่งขันอย่างเป็นธรรมต่อคู่แข่งทางธุรกิจรายอื่นๆ ไม่มีการผูกขาด	1.5354
PRO-10	การปกป้องข้อมูลส่วนตัวของลูกค้า	บริษัทไม่มีการเปิดเผย เผยแพร่ หรือจำหน่ายต่อข้อมูลอันเป็นข้อมูลส่วนตัวของลูกค้าโดยปราศจากความยินยอม	1.8384

ภาคผนวก ข
การจำแนกประเภทของคำนิยามคำว่าความรับผิดชอบต่อสังคมของงานวิจัยที่ปรากฏในการทบทวนวรรณกรรม[7]

ตาราง ข.1 ตารางแสดงการจำแนกประเภทของคำนิยามความรับผิดชอบต่อสังคมในการทบทวนวรรณกรรม

ชื่อผู้วิจัย	นิยามของ CSR ที่ใช้ในการทำวิจัย								ผลต่อการเงินของบริษัท
	การกุศล	การแสดงความรับผิดชอบ							
		COM	DIV	HR	EMP	ENV	PRO	CG	
Babiak และ Trendafilova, 2010						✓			N.A.
Barnea และ Rubin, 2010	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	N.A.
Battaglia และคณะ, 2014		✓			✓	✓	✓		+
Becchetti, Ciciretti, และ Hasan, 2007	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-
Benjamas Janamrung and Panya Issarawornrawanich, 2015		✓			✓	✓			+

[7] หมายเหตุ: การแจกแจงคำนิยามตามตารางนี้ได้ทำการแยก DIV (ความหลากหลายในองค์กร) และ HR (สิทธิมนุษยชน) ออกจากกันเพื่อให้เห็นภาพได้ชัดเจนยิ่งขึ้น ในขณะที่ในงายวิจัยนั้นได้รวมสองตัวแปรนี้เข้าด้วยกัน เพื่อความเหมาะสมกับบริบทของประเทศไทย

ชื่อผู้วิจัย	นิยามของ CSR ที่ใช้ในการทำวิจัย								ผลต่อการเงินของบริษัท
	การกุศล	การแสดงความรับผิดชอบ							
		COM	DIV	HR	EMP	ENV	PRO	CG	
Borgers และคณะ, 2013	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	+
Brammer, Brooks, และ Pavelin, 2006		✓			✓	✓			-, +
Buhr และ Grafstrom, 2007	✓	✓				✓			N.A.
Burke และ Logsdon, 1996	✓				✓	✓	✓	✓	N.A.
Cai, Cui, และ Jo, 2015						✓			+
Cellier และ Chollet, 2014		✓	✓	✓	✓	✓		✓	+
Cheers, 2011	✓	✓							N.A.
Cheung, Tan, Ahn, Zhang, 2009				✓	✓	✓			+
Crifo, Forget, และ Teyssier, 2015		✓			✓	✓		✓	+
Curran และ Moran, 2007		✓		✓	✓	✓	✓	✓	ไม่มีผล
Derwall และคณะ, 2005						✓			+

ชื่อผู้วิจัย	นิยามของ CSR ที่ใช้ในการทำวิจัย								ผลต่อการเงินของบริษัท
	การกุศล	การแสดงความรับผิดชอบ							
		COM	DIV	HR	EMP	ENV	PRO	CG	
Dhaliwal และคณะ , 2011	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-
Dobre, Stanila, และ Brad, 2015					✓	✓			-, +
Eccles, Ioannou, และ Serafeim, 2014	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		+
Epstein และ Roy, 2000						✓			N.A.
Flammer, 2012						✓			+
Friedman, 1970	✓								N.A.
Godfrey, 2005	✓	✓							+
Gregory, Tharyan, และ Whittaker, 2013	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	+
Halbritter และ Dorfleitner, 2015		✓				✓		✓	ไม่มีผล
Hall และ Rieck, 1998	✓				✓	✓			+
Hamilton, Jo, และ Statman, 1993		✓			✓	✓	✓		ไม่มีผล

ชื่อผู้วิจัย	นิยามของ CSR ที่ใช้ในการทำวิจัย								ผลต่อการเงินของบริษัท
	การกุศล	การแสดงความรับผิดชอบ							
		COM	DIV	HR	EMP	ENV	PRO	CG	
Harjoto และ Jo	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-, +
Henderson, 2001	✓	✓				✓		✓	N.A.
Hirigoyen และ Poulain-Rehm, 2015	✓	✓		✓	✓	✓		✓	N.A.
Hopkins, 2003	✓	✓		✓	✓	✓	✓		N.A.
Humphrey และ Tan, 2014	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	ไม่มีผล
Iqbal และคณะ, 2012	✓	✓				✓	✓	✓	ไม่มีผล
Karagiorgos, 2010	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	+
Kempf และ Osthoff, 2007	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-
Lantos, 2002	✓								N.A.
Lee, Faff, และ Rekker, 2012	✓	✓				✓		✓	ไม่มีผล
Lemon และคณะ, 2011	✓	✓			✓	✓	✓		N.A.
Lin, Yang, และ Liou, 2008	✓	✓					✓		+

ชื่อผู้วิจัย	นิยามของ CSR ที่ใช้ในการทำวิจัย								ผลต่อการเงินของบริษัท
	การกุศล	การแสดงความรับผิดชอบ							
		COM	DIV	HR	EMP	ENV	PRO	CG	
Makni และคณะ, 2008	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	-
Manchiraju และ Rajgopal, 2015		✓			✓	✓			-
Manescu, 2011	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	-, +
Masulis และ Reza, 2014	✓								-
McElhaney, 2009	✓								N.A.
Middlemiss, 2003	✓				✓				N.A.
Mishra แล Suar, 2010	✓	✓		✓	✓	✓			+
Mollet และ Ziegler, 2014	✓	✓				✓		✓	ไม่มีผล
Morgan, 2011	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	+
Nelling และ Webb, 2008	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	+
Nollet, Filis, และ Mitrokostas, 2015	✓	✓				✓		✓	-, +
Orlitzky, Schmidt, และ Rynes, 2003	✓	✓				✓			+
Pan และคณะ 2014	✓				✓	✓	✓		-, +

ชื่อผู้วิจัย	นิยามของ CSR ที่ใช้ในการทำวิจัย								ผลต่อการเงินของบริษัท
	การกุศล	การแสดงความรับผิดชอบ							
		COM	DIV	HR	EMP	ENV	PRO	CG	
Ravlic และ Yarnold, 2015	✓	✓		✓	✓	✓		✓	-
Renneboog, Horst, และ Zhang, 2008	✓	✓				✓			N.A.
Revelli และ Viviani, 2014	✓	✓			✓	✓		✓	ไม่มีผล
Saeidi และคณะ, 2015	✓	✓				✓			+
Sousa Filho และ คณะ, 2010	✓	✓				✓			+
Statman และ Glushkov, 2009	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	+
Statman, 2006	✓	✓		✓	✓	✓			ไม่มีผล
Surroca และ Tribo, 2008	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-
Tronsgaard และ Berger, 2014	✓	✓		✓	✓	✓			-
Tsoutsoura, 2004	✓	✓		✓	✓	✓		✓	+
Vance, 1975	✓							✓	-
Varma และ Nofsinger, 20112	✓	✓				✓		✓	-, +

ชื่อผู้วิจัย	นิยามของ CSR ที่ใช้ในการทำวิจัย								ผลต่อการเงินของบริษัท
	การกุศล	การแสดงความรับผิดชอบ							
		COM	DIV	HR	EMP	ENV	PRO	CG	
Vujicic (2015)	✓	✓			✓	✓			-
Wang, 2011	✓	✓			✓				+
Weber, 2008	✓	✓				✓		✓	N.A.
Yu, Du, และ Bhattacharya, 2014	✓						✓	✓	+
Zeiner และ Johansen, 2013	✓	✓		✓		✓			-
วริยา, 2011	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	ไม่มีผล
อาณัติ, 2013	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	ไม่มีผล

ภาคผนวก ค
รายการอ้างอิงของตัวชี้วัดแต่ละด้าน

การพัฒนาตัวชี้วัดในแต่ละด้านของงานวิจัยชิ้นนี้ได้ทำการอ้างอิงมาจากเกณฑ์การวัดระดับความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรที่มีความเป็นมืออาชีพหลายแห่ง และนำเอาเกณฑ์ที่มีความเหมาะสมกับสภาพแวดล้อมของประเทศเข้ามาปรับใช้ และได้เพิ่มเติมตัวชี้วัดบางตัวขึ้นมาเพื่อให้สามารถสะท้อนระดับความรับผิดชอบต่อสังคมในประเทศไทยได้ดียิ่งขึ้น โดยมีรายการอ้างอิง ดังนี้

ตาราง ค.1 ตารางแสดงรายการอ้างอิงของตัวชี้วัดแต่ละด้าน

COM-1	DJSI (Corporate Citizenship and Philanthropy; Type of Philanthropic Activities)	KLD (Charitable Giving)		
COM-2	N.A.			
COM-3	KLD (Support for Education)	ISO 26000 (Education and Culture)		
COM-4	MSCI (Access to Health Care)	STOXX (Access to Medicines; Access to Health Care)	ISO 26000 (Health)	
COM-5	DJSI (Active Community Engagement)	KLD (Indigenous People Ralations)	STOXX (Community Involvement Programs)	

COM-6	MSCI (Access to Finance)	DJSI (Type of Philanthropic Activities)	STOXX (Access to Financial Services for Disadvantaged People)	ISO 26000 (Wealth and income creation)
COM-7	DJSI (Local Employment)	ISO 26000 (Employment creation and skills)		
COM-8	DJSI (Corporate Citizenship and Philanthropy)	KLD (Volunteer Programs)	STOXX (Local Community Development Programs)	
COM-9	DJSI (Environmental and Social Impact Assessments; Active Community Engagement)	EIRIS (Community Involvement)	STOXX (Community Involvement Programs; Environmental and Social Impact Assessments)	ISO 26000 (Community involvement)
DIV-1	DJSI (Codes of Conduct; Labor KPIs - Diversity)	ISO 26000 (Discrimination and vulnerable groups)		

DIV-2	DJSI (Labor Practices and Human Rights; Public Commitment to Human Rights)	KLD (Labor Rights)	EIRIS (Human Rights)	STOXX (Policy on Human Rights)
DIV-3	DJSI (Gender Diversity)	KLD (CEO)	EIRIS (Board-level Gender diversity)	STOXX (Board Diversity)
DIV-4	DJSI (Gender Diversity)	KLD (Board of Directors)	STOXX (Board Diversity)	
DIV-5	KLD (Employment of the Disable)			
DIV-6	N.A.			
DIV-7	DJSI (Labor KPIs - Diversity)			
DIV-8	MSCI (Supply Chain Labor Standards)	DJSI (Risk Management Measures, Standard/Policy/Code of Conduct for suppliers)	EIRIS (Supply Chain Labor Standard)	STOXX (Supply Chain Monitoring System)

DIV-9	DJSI (Labor KPIs - Freedom of Association)	KLD (Union Ralations)	STOXX (Policy of Freedom Association)	
EMP-1	DJSI (Labor KPIs - Layoffs; Employee Turnover Rate)	KLD (No-Layoff Policy)	STOXX (Employee Turnover Rate)	
EMP-2	KLD (Employee Involvement)			
EMP-3	KLD (Profit Sharing)			
EMP-4	DJSI (Long-term Incentives)	KLD (Retirement Benefits)		
EMP-5	MSCI (Health and Safety)	KLD (Health and Safety)	ISO 26000 (Health and safety at work)	
EMP-6	MSCI (Labor Management)	DJSI (Long-term Incentives)	KLD (Work/Life Benefits)	
EMP-7	MSCI (Health and Safety)	KLD (Health and Safety)	STOXX (Formal Policy on Working Conditions)	ISO 26000 (Health and safety at work)

EMP-8	MSCI (Human Capital Development)	DJSI (Human Capital Development)	STOXX (Employee Training)	ISO 26000 (Human development and training in the workplace)
EMP-9	STOXX (Health and Safety Certifications)			
EMP-10	DJSI (Codes of Conduct, Whistleblowing)	STOXX (Whistleblower Programs)		
EMP-11	N.A.			
EMP-12	ISO 26000 (Employment and employment relationships)			
ENV-1	KLD (Pollution Prevention; Ozone Depleting)	STOXX (Programs & Targets to Reduce Air Emissions)		
ENV-2	KLD (Pollution Prevention)	STOXX (Programs & Targets to Reduce Water Use)		

ENV-3	KLD (Pollution Prevention)	MSCI (Toxic Emissions & Waste)	DJSI (Environmental Policy; EP - Waste Generation)	STOXX (Programs & Targets to Reduce Hazardous Waste Generation)
ENV-4	ISO 26000 (Sustainable Resource use)			
ENV-5	KLD (Recycling)	STOXX (Recycled/Re-used Raw Material Used)		
ENV-6	MSCI (Opportunity in Renewable Energy)	DJSI (Renewable Energy Production)	KLD (Clean Energy)	STOXX (Programs and Targets to Increase Renewable Energy Use)
ENV-7	KLD (Environment Communicatio n)	EIRIS (Environment Performance)		

ENV-8	MSCI (Carbon Emission & Product Carbon Footprint)	DJSI (CO2 Emissions; EP - Direct Greenhouse Gas Emissions (Scope 1); EP - Indirect Greenhouse Gas Emissions (Scope 2); EP - NOx Emissions; EP - SOx Emissions; EP - Methane Emissions)	STOXX (Scope of Corporate Reporting on GHG Emissions)	ISO 26000 (Climate change mitigation and adaptation)
ENV-9	DJSI (Environmental Management System (EMS): Certification / Audit / Verification)	KLD (Management System)		

ENV-10	STOXX (Other Programs to Reduce Key Environmental Impacts; Formal Environmental Policy)	DJSI (Codes of Conduct, Environment, health and safety; Environmental Policy)		
ENV-11	DJSI (Risk Management Measures, Standard/Policy/Code of Conduct for suppliers)	STOXX (Supply Chain Monitoring System; Programs and Targets for Environmental Improvement of Suppliers)	ISO 26000 (Promoting social responsibility in the sphere of influence)	
ENV-12	MSCI (Environmental opportunity)	ISO 26000 (Sustainable resource use)		
ENV-13	MSCI (Biodiversity and Land Use)	DJSI (Approach Towards Biodiversity)	EIRIS (Biodiversity Impact)	STOXX (Programs and Targets to Protect Biodiversity)
PRO-1	MSCI (Product Safety and Quality)	KLD (Quality)		

PRO-2	KLD (R&D/ Innovation)			
PRO-3	KLD (Benefits to Economically Disadvantaged)			
PRO-4	STOXX (External QMS Certifications)			
PRO-5	STOXX (Fair Trade Products)			
PRO-6	STOXX (Public Position Statement on Responsible Marketing, Advertising Ethics;Public Position Statement on Health Consequences of Products)	ISO 26000 (Fair marketing, information and contractual practices)		

PRO-7	KLD (Product Safety Concern)	STOXX (Customer Related Controversies or Incidents; Products & Services Related Controversies or Incidents)	ISO 26000 (Protecting consumers' health and safety)	
PRO-8	EIRIS (Relations with customers)	STOXX (Customer Related Controversies or Incidents)		
PRO-9	ISO 26000 (Fair Operating Practices)			
PRO-10	MSCI (Privacy and Data Security)	DJSI (Codes of Conduct, Confidentiality of Information)	STOXX (Policy Statement on Data Privacy)	ISO 26000 (Consumer data protection and privacy)

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวอัญชิสา เติมวาณิช
วันเดือนปีเกิด	8 ตุลาคม 2535
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2557:บัญชีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ทุนการศึกษา	ปีงบประมาณ 2554: ทุนเรียนดี คณะพาณิชยศาสตและการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ปีงบประมาณ 2556: ทุนศึกษาดูงาน ณ ประเทศสิงคโปร์ บริษัท เอินส์ท แอนด์ ยัง จำกัด ปีงบประมาณ 2557: ทุนการสนับสนุนการศึกษาให้กับนิสิตที่มีผลการเรียนดี และมีความประพฤติดี มูลนิธิกลุ่มอีซูซุ
ประสบการณ์ทำงาน	2557: ผู้สอบบัญชี (ฝึกงาน) บริษัท เอินส์ท แอนด์ ยัง จำกัด 2556: ผู้สอบบัญชี (ฝึกงาน) บริษัท ไพร้ซวอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส เอบีเอเอส จำกัด ประเทศไทย