

# ความเกี่ยวข้องของการรายงาน CSR ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์: หลักฐานเชิงประจักษ์จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## The Value Relevance of CSR Reporting: Empirical Evidence from the Stock Exchange of Thailand

จุลสุชดา ศิริสม<sup>1\*</sup>

Julsuchada Sirisom<sup>1\*</sup>

*Received: March 8, 2018; Revised: December 4, 2018; Accepted: December 6, 2018*

### บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลจากการรายงาน CSR ที่สะท้อนถึง  
ทุนทางปัญญา (ทุนมนุษย์ ทุนองค์กร และทุนความสัมพันธ์) กับราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญ และตรวจสอบว่า  
คุณลักษณะของการรายงานข้อมูลเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ดังกล่าวหรือไม่  
การศึกษาใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นการรายงานข้อมูลประจำปี พ.ศ. 2556 ของบริษัทในกลุ่มดัชนี SET 100  
วัดค่าตัวแปรเป็นค่าตัวเลขตามแนวคิดเศรษฐศาสตร์แรงงานและการวิเคราะห์เนื้อหา การวิเคราะห์ความถดถอย  
เชิงพหุพบว่า ผลผลิตแรงงานมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าหลักทรัพย์หุ้นสามัญ สอดคล้องกับแนวคิด  
ความหนาแน่นของพนักงานที่อธิบายว่าการมีจำนวนพนักงานมากสะท้อนถึงความสามารถในการสร้างมูลค่า  
กิจการมากในอนาคต ส่วนการรายงานข้อมูลด้านอื่นไม่พบความสัมพันธ์ และพบว่าการรายงานข้อมูล  
เชิงปริมาณและเชิงคุณภาพไม่มีผลกระทบ นอกจากนั้นยังได้ทำการวิเคราะห์เพิ่มเติมในกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับ  
รางวัลการรายงานผลประกอบการด้านความรับผิดชอบต่อสังคม พบว่าผลผลิตแรงงานและระดับแรงงาน  
มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญ และการรายงานทุนองค์กรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ  
ราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญ หลักฐานเชิงประจักษ์ในการวิจัยครั้งนี้ชี้ให้เห็นว่าข้อมูลเกี่ยวกับทุนทางปัญญาที่  
รายงานในกรอบ CSR มีการนำไปใช้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนใน  
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่อาจจะเป็นการนำไปใช้ในลักษณะที่แตกต่างกัน อาทิ บริษัทในกลุ่มดัชนี  
SET 100 หรือบริษัทที่ได้รับรางวัลด้าน CSR โดยที่การรายงานในลักษณะข้อมูลเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณ  
ไม่มีผลแตกต่างกัน

คำสำคัญ : ความรับผิดชอบต่อสังคม; ทุนทางปัญญา; ทุนมนุษย์

<sup>1</sup> คณะกรณีย์และการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม มหาสารคาม

<sup>1</sup> Faculty of Accountancy and Management, Mahasarakham University, Mahasarakham

\* Corresponding Author E - mail Address: [julsuchada.s@mbs.msu.ac.th](mailto:julsuchada.s@mbs.msu.ac.th)

## Abstract

The objective of this research is to investigate value relevance of CSR information related to intellectual capital, i.e. human capital, organizational capital, and relational capital, and investigate the effect of qualitative and quantitative characteristics of the report. Samples are the report of the year 2013 of listed companies in SET 100 index. Variables are measured by 2 approaches: quantifying based on labor economics concept and content analysis. Multiple regression analysis was used in this study. The results show negative relationship between labor productivity and market value of equity indicated to support the labor intensity concept that company with higher number of employees is more likely to create firm value in the future. There is no relationship between other reported information and market value of equity and the effect of qualitative and quantitative characteristics of the report was not found. In addition, this research conducts additional analysis by using the 2013 CSR awarded firms and finds that labor productivity and level of labor have negative relationship with market value of equity. Report of organizational capital has positive relationship with market value of equity. As a result, the evidences of this research suggests to the existent of value relevance of intellectual capital information that reported in CSR reporting; however, it may subject to specific qualifications, e.g. SET100 index listed or CSR awarded, and reporting in qualitative or quantitative forms are not matter.

**Keywords:** Corporate Social Responsibility (CSR); Intellectual Capital; Human Capital

## บทนำ

การดำเนินธุรกิจในยุคปัจจุบันให้ความสำคัญต่อความรับผิดชอบต่อสังคมมากยิ่งขึ้น (Wang, H. et al., 2016) ความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility: CSR) เป็นปัจจัยสำคัญอันหนึ่งในกลยุทธ์การดำเนินธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากเป็นข้อบ่งชี้ถึงความยั่งยืนของกิจการ (สถาบันไทยพัฒนา, 2555) และส่วนหนึ่งอาจเกิดจากการที่นักลงทุนให้ความสำคัญเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน (Guthrie, J. et al., 2004) ทั้งนี้มีหลักฐานเชิงประจักษ์ยืนยันว่าบริษัทต่าง ๆ มีความพยายามในการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับ CSR โดยสมัครใจ แม้ว่ากฎเกณฑ์ของหน่วยงานกำกับดูแลจะยังไม่บังคับ (Aerts, W. et al., 2007; Cormier, D. et al., 2009) การอธิบายที่เป็นไปได้คือ เนื่องจากกิจกรรมเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมเป็นการตอบสนองต่อความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียของกิจการตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders Theory) ซึ่งก่อให้เกิดการสร้างมูลค่าแก่กิจการ (McWilliams, A. et al., 2006) ในระดับสากลได้มีการออกมาตรฐานแนวทางการรับผิดชอบต่อสังคมเป็นแนวทางให้แก่องค์กรนำไปปฏิบัติเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนและเป็นการสื่อสารข้อมูลไปยังผู้มีส่วนได้เสียทุกภาคส่วนของกิจการ เช่น GRI standards ISO 26000 เป็นต้น ในหลายประเทศได้มีการผลักดันให้บริษัทจดทะเบียนใน

ISSN 2672-9342 (Online)

ตลาดหลักทรัพย์และกิจการขนาดใหญ่จัดทำรายงาน CSR ทั้งกรณีออกเป็นเกณฑ์บังคับ เช่น ฝรั่งเศส อังกฤษ เนเธอร์แลนด์ เป็นต้น และโดยสมัครใจ (สถาบันไทยพัฒนา, 2555) และมีหลักฐานเชิงประจักษ์ชี้ให้เห็นว่าข้อมูล CSR ถูกนำไปใช้ในการกำหนดมูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญ (Aerts, W. et al., 2007; Aerts, W. et al., 2008; Cormier, D. et al., 2009)

ประเทศไทยให้ความสำคัญต่อความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทเช่นเดียวกับต่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) มีแนวคิดให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมไว้ในข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) หรือรายงานประจำปี (สถาบันไทยพัฒนา, 2555) ทั้งนี้ ก.ล.ต. ได้จัดตั้งคณะทำงานส่งเสริมความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมของบริษัทจดทะเบียนขึ้น รวมถึงได้ออกเอกสารเชิงทิศธุรกิจเพื่อสังคม (พ.ศ. 2551) เป็นแนวทางการปฏิบัติแก่บริษัทจดทะเบียน นอกจากนี้ สถาบันไทยพัฒนาได้จัดทำกรอบรายงานข้อมูล CSR แบบบูรณาการ (iCSR Reporting Framework) (สถาบันไทยพัฒนา, 2555) ขึ้น เป็นแนวทางให้บริษัทในประเทศไทยนำไปเป็นแนวทางการจัดทำรายงาน ทั้งนี้ ก.ล.ต. ร่วมกับสมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย และสถาบันไทยพัฒนา ได้จัดโครงการพัฒนาบริษัทจดทะเบียนด้านการจัดทำรายงานความรับผิดชอบต่อสังคมสำหรับการดำเนินงานปี พ.ศ. 2556 โดยให้บริษัทจดทะเบียนสมัครเข้าร่วมโครงการ โดยใช้กรอบตาม iCSR ของสถาบันไทยพัฒนา

ขณะที่ธุรกิจให้ความสำคัญต่อการทำกิจกรรมและรายงานข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมมากยิ่งขึ้นนั้น การทำวิจัยเพื่อหาหลักฐานสนับสนุนแนวคิดดังกล่าวยังมีค่อนข้างน้อย โดยเฉพาะอย่างยิ่งในด้านเกี่ยวกับการนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้ในการกำหนดมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (Wang, H. et al., 2016) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงต้องการตรวจสอบหลักฐานเชิงประจักษ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งกำลังรณรงค์ให้บริษัทจดทะเบียนมีการรายงานข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคม ว่าการรายงานข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทจดทะเบียนถูกนำไปใช้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญของกิจการหรือไม่ อย่างไร ซึ่งผลการวิจัยจะสามารถนำไปเป็นข้อมูลอ้างอิงของบริษัทจดทะเบียนในการนำแนวคิดเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมไปปฏิบัติและรายงานผลการปฏิบัติ ตลอดจนใช้เป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาของหน่วยงานกำกับดูแล และเป็นการเปิดเผยหลักฐานเชิงประจักษ์ในการวิจัยกระแสนี้ อันจะช่วยส่งเสริมการสร้างแนวคิดทฤษฎีทางการบัญชีเพื่อสังคมและสิ่งแวดล้อมต่อไป

#### วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลจากการรายงาน CSR ที่สะท้อนถึงทุนทางปัญญา กับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET 100 และตรวจสอบผลกระทบของคุณลักษณะของการรายงานข้อมูลเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณ ที่มีต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว

#### การทบทวนวรรณกรรมและกำหนดสมมติฐาน

CSR เป็นการดำเนินกิจกรรมของธุรกิจทั้งภายในและภายนอกองค์กร ที่คำนึงถึงผลกระทบต่อสังคม ทั้งในระดับใกล้และไกล ด้วยการให้ทรัพยากรที่มีอยู่ในองค์กรหรือทรัพยากรจากภายนอกองค์กร

เพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดอยู่ร่วมกันได้อย่างยั่งยืนและเป็นปกติสุข สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น ก.ล.ต. ได้กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลในหัวข้อความรับผิดชอบต่อสังคมเพิ่มเติมในแบบ 56-1 สำคัญประกอบด้วย 4 ส่วน ได้แก่ (1) นโยบายภาพรวม วิสัยทัศน์ภารกิจ และกลยุทธ์ที่นำไปสู่ความยั่งยืน (2) ข้อมูลการดำเนินงาน กระบวนการจัดทำรายงาน มาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลที่ใช้ และการดำเนินงานซึ่งเป็นไปตามนโยบายที่บริษัทได้เปิดเผยไว้ (3) การดำเนินธุรกิจที่มีผลกระทบต่อความรับผิดชอบต่อสังคม (ถ้ามี) ในกรณีที่บริษัทหรือบริษัทย่อย ถูกตรวจสอบ ถูกกล่าวหา หรือถูกฟ้องร้องในเรื่องเกี่ยวกับหลักการ 8 ข้อ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อการประกอบธุรกิจ ชื่อเสียง หรือความน่าเชื่อถือของบริษัทหรือบริษัทย่อยอย่างมีนัยสำคัญ และ (4) กิจกรรมเพื่อประโยชน์ต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม (CSR-After-Process) ตามที่ประสงค์จะเปิดเผย

กิจกรรม CSR ถูกนำมาเชื่อมโยงกับทุนทางปัญญา (Intellectual Capital) ขององค์กร อันประกอบด้วย ทุนมนุษย์ (Human Capital) ทุนองค์กร (Organizational or Structural Capital) และทุนความสัมพันธ์ (Relational Capital) งานวิจัยในอดีตทำการวิเคราะห์และจำแนกข้อมูลในรายงาน CSR ได้ตามกรอบทุนทางปัญญาทั้ง 3 ด้าน (Passetti, E. et al., 2009; Cormier, D. et al., 2009; Cormier, D. et al., 2011; จุลสุชดา และคณะ, 2560) โดยการเชื่อมโยงทุนทางปัญญาไปสู่มูลค่าของกิจการและมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น ได้อธิบายตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียว่ากิจกรรมเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคม เป็นกิจกรรมทางธุรกิจเพื่อตอบสนองต่อการแก้ปัญหาของสังคม (Gray, R., 2006) และตอบสนองต่อความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ การทำธุรกิจที่ตอบสนองต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกภาคส่วน จะทำให้เกิดความยั่งยืนของธุรกิจ อันเป็นการสร้างมูลค่าตลาดให้แก่กิจการ (McWilliams, A. et al., 2006) นอกจากนี้ทฤษฎี Resource Based Theory อธิบายไว้ว่าการบริหารองค์กรมีการให้ความสำคัญต่อปัจจัย 2 ด้าน คือ ทรัพยากร (Resources) และความสามารถ (Capabilities) ขององค์กร โดยทำการวางแผนทรัพยากรที่มีอยู่ให้สอดคล้องกับความสามารถที่ตนมีเพื่อตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมได้ทันที่ ทั้งนี้องค์กรธุรกิจมีทรัพยากรและความสามารถที่แตกต่างกัน และภายใต้ตลาดที่แข่งขันไม่สมบูรณ์ ทรัพยากรเหล่านั้นจึงไม่สามารถเคลื่อนย้ายระหว่างองค์กรได้อย่างสมบูรณ์ ทรัพยากรขององค์กรมีทั้งมีตัวตน เช่น สินทรัพย์ทางการเงิน ที่ดิน อาคาร อุปกรณ์ เป็นต้น และไม่มีตัวตน เช่น ชื่อเสียง วัฒนธรรมองค์กร ทรัพยากรมนุษย์ เป็นต้น ดังนั้นกิจการต้องพัฒนาความสามารถเพื่อจัดการทรัพยากรเหล่านั้นให้เหมาะสม แนวคิดดังกล่าวนำมาอธิบายเกี่ยวกับการสร้างทุนทางปัญญา โดยหลักความรับผิดชอบต่อสังคมได้ว่า การลงทุนเกี่ยวกับกิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคมจะช่วยสร้างผลประโยชน์ทั้งภายในกิจการ ได้แก่ การพัฒนาทรัพยากรใหม่ การสร้างองค์ความรู้และวัฒนธรรมองค์กร และภายนอกกิจการ ได้แก่ การพัฒนาความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสีย และด้านความมีชื่อเสียงของกิจการ อันนำมาซึ่งความสามารถในการแข่งขัน (Branco, M. and Rodinguez, L., 2006) มีงานวิจัยในอดีตแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ว่า ข้อมูลเกี่ยวกับทุนมนุษย์เป็นข้อมูลที่นักลงทุนนำไปใช้ในการกำหนดราคาหุ้นสามัญ (Lajili, K. and Zeghal, D., 2005; จุลสุชดา และวิชนี, 2560) และนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ตอบสนองต่อข้อมูลเกี่ยวกับทุนทางสังคม ทุนมนุษย์ และสิ่งแวดล้อม (Cormier, D. et al., 2009; Cormier, D. et al., 2011)

การวิจัยตลาดทุน (Capital Market Based Research) ทางทฤษฎีได้แสดงหลักฐานชี้ให้เห็นว่า ข้อมูลกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีเป็นข้อมูลหลักที่นักลงทุนนำมาใช้ในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

หุ้นทุน แต่ในช่วงหลังพบว่ามีความเกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์หุ้นทุนน้อยลง (Collins, D. et al., 1997) โดยพบว่าสาเหตุส่วนหนึ่งเกิดจากการที่กิจการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมากขึ้น โดยที่มาตรฐานการบัญชียังไม่รับรู้รายการเหล่านี้ไว้เป็นสินทรัพย์ ข้อมูลกำไรและมูลค่าตามบัญชีจึงไม่สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริง นักลงทุนจึงใช้ข้อมูลจากแหล่งอื่นประกอบการตัดสินใจกำหนดราคาหุ้นสามัญ (Lev, B. and Zarowin, P., 1999) ดังนั้นการที่กิจการมีการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมและมีการรายงานข้อมูลดังกล่าวที่สามารถสะท้อนถึงทุนทางปัญญาของกิจการ ซึ่งยังไม่มีกรรับรู้ไว้ในงบการเงินของกิจการ ก็ย่อมเป็นข้อมูลหนึ่งที่นักลงทุนจะนำไปใช้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญของกิจการ งานวิจัยนี้จึงกำหนดสมมติฐานดังนี้

H1: ข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมที่เกี่ยวกับทุนทางปัญญาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET 100 มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญ

นอกจากนี้ Cormier, D., Aerts, W., Ledoux, M., and Magnan, M. (Cormier, D. et al., 2009) ได้ศึกษาผลกระทบของคุณลักษณะด้านความเที่ยงตรงของการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับทุนด้านสังคมและทุนด้านมนุษย์ที่มีต่อความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูลข่าวสาร (Information Asymmetry) ของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจำแนกเป็น 3 ระดับ ได้แก่ การเปิดเผยเป็นข้อบ่งชี้ การเปิดเผยเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพและการเปิดเผยเป็นข้อมูลเชิงปริมาณ โดยมีแนวคิดว่าการเปิดเผยข้อมูลเป็นข้อบ่งชี้เป็นลักษณะการเปิดเผยข้อมูลที่ไม่สามารถตรวจสอบได้ ในขณะที่การเปิดเผยในลักษณะเชิงปริมาณนั้นเป็นการเปิดเผยข้อมูลที่สามารถตรวจสอบได้ ดังนั้นผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อการนำข้อมูลไปใช้ของนักลงทุนจึงไม่เท่ากัน ซึ่งผลการศึกษาพบว่าการเปิดเผยข้อมูลเป็นเชิงปริมาณทำให้ความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูลข่าวสารอยู่ในระดับต่ำ นั่นคือมีความเที่ยงตรงสูง ทำให้นักลงทุนสามารถนำไปใช้ได้อย่างเท่าเทียมกันมากกว่ารูปแบบอื่น ในขณะที่การเปิดเผยข้อมูลแบบข้อบ่งชี้และข้อมูลเชิงคุณภาพไม่แตกต่างกัน ดังนั้นการศึกษาค้นคว้าจึงตรวจสอบผลกระทบของคุณลักษณะการรายงานข้อมูล CSR โดยจำแนกเป็นข้อมูลที่รายงานเชิงปริมาณ และข้อมูลที่รายงานเชิงคุณภาพ จึงกำหนดสมมติฐานดังนี้

H2: ข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมที่เกี่ยวกับทุนทางปัญญาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET 100 ที่รายงานเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญแตกต่างกัน

## วิธีดำเนินการ

### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET 100 ในปี พ.ศ. 2557 ซึ่งมีการรายงานข้อมูลผลการดำเนินงานประจำปี พ.ศ. 2556 จำนวน 100 บริษัท ซึ่งประกอบด้วยอุตสาหกรรมที่จัดกลุ่มตามตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 8 กลุ่ม การศึกษาค้นคว้านี้ไม่นำบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและสถาบันการเงินเข้ามาร่วมในการศึกษา เนื่องจากเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีหน่วยงานที่ควบคุมโดยเฉพาะและมีความต้องการต่อการเปิดเผยข้อมูล

ที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ดังนั้นการศึกษานี้จึงครอบคลุมอุตสาหกรรม 7 กลุ่ม กลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลสมบูรณ์ทั้งสิ้น 85 บริษัท โดยกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนตัวอย่างมากที่สุด 3 ลำดับแรก ได้แก่ อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (ร้อยละ 32.94) บริการ (ร้อยละ 22.35) และทรัพยากร (ร้อยละ 18.82)

#### ข้อมูลและแหล่งข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลทศนิยมจากงบการเงินประจำปี (Annual Financial Statement) และแบบ 56-1 โดยรวบรวมจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Market Analysis and Reporting Tool: SETSMART)

#### ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร

มูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญ (Market Value of Equity) วัดโดยใช้มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์หุ้นสามัญ (Market Capital) ณ วันประกาศงบการเงินประจำปี พ.ศ. 2556 ทหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและถืออยู่ในมือบุคคลภายนอก (Outstanding Stocks)

มูลค่าตามบัญชี (Book Value of Equity) วัดโดยใช้มูลค่าตามบัญชีของส่วนของเจ้าของ ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีปี พ.ศ. 2556 ทหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและถืออยู่ในมือบุคคลภายนอก (Outstanding Stocks)

การรายงานทุนทางปัญญา (Intellectual Capital) วัดโดยการเก็บข้อมูลจากรายงานเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมในแบบ 56-1 ประจำปี พ.ศ. 2556 ดังนี้

#### 1. การรายงานทุนมนุษย์ (Human Capital) มีการวัด 2 แนวทาง ได้แก่

1.1 การวัดตามแนวคิดเศรษฐศาสตร์แรงงาน ใช้วิธีวัดค่าตามแนวทางของ Lajili, K. and Zeghal, D. (Lajili, K. and Zeghal, D., 2005; 2006) โดยวัดเป็นตัวแทน 2 ค่า ได้แก่ (1) ระดับทุนมนุษย์ (Level of Human Capital) วัดจากค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานสำหรับปีหารด้วยจำนวนพนักงาน และ (2) ผลผลิตแรงงาน (Labor Productivity) วัดจากยอดขายสำหรับปีหารด้วยจำนวนพนักงาน

1.2 การวิเคราะห์เนื้อหา วัดจากการวิเคราะห์เนื้อหาที่มีการรายงานตามแนวทางการวิจัยของ Passetti, E., Tenucc, A., Cinquini, L., and Frey, M. (Passetti, E. et al., 2009) ที่เปิดเผยข้อมูลไว้ในแบบ 56-1 โดยวัดค่าจากการวิเคราะห์และนับเป็นรายการจำนวน 24 รายการ ประกอบด้วย การรายงานทุนมนุษย์เชิงคุณภาพ และการรายงานทุนมนุษย์เชิงปริมาณ

ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้จึงมีการวัดค่าตัวแปรเกี่ยวกับทุนมนุษย์ 4 ตัวแปร ได้แก่ ระดับทุนมนุษย์ ผลผลิตแรงงาน การรายงานทุนมนุษย์เชิงคุณภาพ และการรายงานทุนมนุษย์เชิงปริมาณ

2. การรายงานทุนองค์กร วัดจากการวิเคราะห์เนื้อหาที่รายงานตามแนวทางการวิจัยของ Passetti, E., Tenucc, A., Cinquini, L., and Frey, M. (Passetti, E. et al., 2009) ที่เปิดเผยข้อมูลไว้ในแบบ 56-1 โดยวัดค่าจากการวิเคราะห์และนับเป็นรายการจำนวน 15 รายการ ซึ่งเป็นรายการที่รายงานเชิงคุณภาพทั้งหมด

3. การรายงานทุนความสัมพันธ์ วัดจากการสำรวจเนื้อหาที่รายงาน (Content Analysis) ตามแนวทางการวิจัยของ Passetti, E., Tenucc, A., Cinquini, L., and Frey, M. (Passetti, E. et al., 2009) ที่เปิดเผยข้อมูลไว้ในแบบ 56-1 โดยวัดค่าจากการวิเคราะห์และนับเป็นรายการจำนวน 27 รายการ ซึ่งเป็นรายการที่รายงานเชิงคุณภาพทั้งหมด

### โมเดลในการทดสอบสมมติฐาน

การวิจัยในครั้งนี้ทำการตรวจสอบการนำข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมไปใช้ในการกำหนดมูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญ โดยใช้แนวคิดการวัดมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งประยุกต์จากงานวิจัยของ Lajili, R. and Zeghal, D. (Lajili, R. and Zeghal, D., 2005) ดังสมการที่ (1)

$$MVE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BVE_{it} + \alpha_n CSR_{it} + e_{it} \quad (1)$$

โดยที่

- $MVE_{it}$  = มูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$   
 $BVE_{it}$  = มูลค่าตามบัญชีของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$   
 $CSR_{it}$  = ตัวแปรการรายงานทุนทางปัญญาที่รายงานโดยบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$   
 $e_{it}$  = ค่าความคลาดเคลื่อน

### ผลการวิจัย

ตัวแปรที่ทำการวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วย มูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญ (MVE) มูลค่าตามบัญชี (BVE) ระดับทุนมนุษย์ (HCA) และผลิตภาพแรงงาน (HCP) มีกลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลในการวัดค่าจำนวน 85 ตัวอย่าง การรายงานทุนมนุษย์เชิงคุณภาพ (HCQL) การรายงานทุนมนุษย์เชิงปริมาณ (HCQN) การรายงานทุนองค์กร (OC) และการรายงานทุนความสัมพันธ์ (RC) มีกลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลในการวัดค่าจำนวน 61 ตัวอย่าง ทั้งนี้เมื่อวัดจากมูลค่าสินทรัพย์รวม (TA) พบว่ากลุ่มตัวอย่างมีขนาดของกิจการที่แตกต่างกันค่อนข้างมาก โดยมีค่าเฉลี่ย 99,765.67 ล้านบาท (S.D. = 219,703.22) การวิจัยครั้งนี้จึงได้ทำการปรับค่าของข้อมูลมูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญและมูลค่าตามบัญชี โดยการหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญทำให้เป็นมูลค่าต่อหุ้นเพื่อลดปัญหาการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ ส่วนตัวแปรอื่นอยู่ในลักษณะอัตราส่วน และการนับจำนวน (Coding) จึงไม่ต้องต้องปรับค่าข้อมูล (ตารางที่ 1)

จากตารางที่ 1 พบว่ามูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญมีค่าเฉลี่ย 46.86 (S.D. = 76.17) มูลค่าตามบัญชีมีค่าเฉลี่ย 18.65 (S.D. = 34.62) ระดับทุนมนุษย์มีค่าเฉลี่ย 1.38 (S.D. = 3.32) ผลิตภาพแรงงานมีค่าเฉลี่ย 43.58 (S.D. = 101.97) การรายงานทุนมนุษย์เชิงคุณภาพมีค่าเฉลี่ย 7.54 (S.D. = 2.98) การรายงานทุนมนุษย์เชิงปริมาณมีค่าเฉลี่ย 6.54 (S.D. = 5.27) การรายงานทุนองค์กรมีค่าเฉลี่ย 3.72 (S.D. = 2.32) และการรายงานทุนความสัมพันธ์มีค่าเฉลี่ย 2.66 (S.D. = 2.65)

ตารางที่ 1 ค่าสถิติพื้นฐาน

ตัวแปร	N	Minimum	Maximum	$\bar{X}$	S.D.
MVE	85	0.15	422.00	46.86	76.17
BVE	85	0.27	229.68	18.65	34.62
HCA	85	0.09	22.40	1.38	3.32
HCP	85	0.70	646.80	43.58	101.97
HCQL	61	0.00	15.00	7.54	2.98
HCQN	61	0.00	20.00	6.54	5.27
OC	61	0.00	10.00	3.72	2.32
RC	61	0.00	13.00	2.66	2.65
TA	85	1,892.73	1,801,722	99,765.67	219,703.22

MVE = มูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญ BVE = มูลค่าตามบัญชี HCA = ระดับทุนมนุษย์ HCP = ผลผลิตภาพแรงงาน HCQL = การรายงานทุนมนุษย์เชิงคุณภาพ HCQN = การรายงานทุนมนุษย์เชิงปริมาณ OC = การรายงานทุนองค์กร RC = การรายงานทุนความสัมพันธ์ TA = มูลค่าสินทรัพย์รวม

#### การทดสอบสมมติฐาน

ก่อนการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเพื่อทดสอบสมมติฐาน ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์เบื้องต้น และเป็นการทดสอบความเป็นอิสระระหว่างตัวแปรอิสระ ซึ่งพบว่ามูลค่าตามบัญชี และตัวแปรทุนทางปัญญามีสหสัมพันธ์กับตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ โดยค่านัยสำคัญทางสถิติ (p-value) ซึ่งให้เห็ว่ามีสหสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ (ตารางที่ 2) ทั้งนี้พบว่าตัวแปรอิสระมีสหสัมพันธ์กันด้วย ดังนั้นในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุจึงอาจเกิดปัญหา Multicollineality จึงได้ตรวจสอบเพิ่มเติมโดยใช้ค่า VIF ในกระบวนการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ซึ่งพบว่าการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในการศึกษาครั้งนี้ทุกโมเดลมีค่าอยู่ระหว่าง 1.00 - 2.00 (ตารางที่ 3 - 7) แสดงให้เห็นว่าไม่เกิดปัญหาดังกล่าว

ตารางที่ 2 ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน

ตัวแปร	MVE	BVE	HCA	HCP	HCQL	HCQN	OC	RC
MVE	1.00	0.789**	-0.043	0.270**	0.094	0.078	0.201	0.294**
BVE		1.00	-0.011	0.543**	0.163	0.242*	0.301*	0.252*
HCA			1.00	0.042	-0.039	-0.218	0.203	-0.107
HCP				1.00	0.041	0.136	0.218	0.008
HCQL					1.00	0.971**	0.319*	0.307*

ตารางที่ 2 ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (ต่อ)

ตัวแปร	MVE	BVE	HCA	HCP	HCQL	HCQN	OC	RC
HCQN						1.00	0.238	0.203
OC							1.00	0.536**
RC								1.00

\*\* = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

\* = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05; MVE = มูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญ BVE = มูลค่าตามบัญชี HCA = ระดับทุนมนุษย์ HCP = ผลคุณภาพแรงงาน, HCQL = การรายงานทุนมนุษย์เชิงคุณภาพ HCQN = การรายงานทุนมนุษย์เชิงปริมาณ OC = การรายงานทุนองค์กร และ RC = การรายงานทุนความสัมพันธ์

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของมูลค่าตลาด มูลค่าตามบัญชี และระดับทุนมนุษย์

	Coef	t-value	p-value	VIF	F-value	AdjR <sup>2</sup>
	Coef	t-value	p-value	VIF	F-value	AdjR <sup>2</sup>
Constant	15.85	2.48	0.02	1.00	63.10**	0.608
BVE	1.70	11.22**	0.00	1.00		
HCA	-0.085	-0.53	0.60			

\*\* = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

\* = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05; ตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญ BVE = มูลค่าตามบัญชี และ HCA = ระดับทุนมนุษย์

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุตามตารางที่ 3 พบว่า มูลค่าตามบัญชีและระดับทุนมนุษย์สามารถอธิบายมูลค่าตลาดบริษัทจดทะเบียนได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (F-value = 63.10; p-value = 0.00) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์ปรับปรุงเท่ากับ 0.608 ค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าตามบัญชีเท่ากับ 1.70 (t-value = 11.22, p-value = 0.00) มีนัยสำคัญระดับ 0.01 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยอดีตที่พบว่ามูลค่าตามบัญชีเป็นข้อมูลที่น่าไปใช้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญ ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ของระดับทุนมนุษย์มีค่าเท่ากับ -0.085 (t-value = -0.53, p-value = 0.60) ไม่มีนัยสำคัญ จึงสรุปได้ว่าข้อมูลทุนทางปัญญาด้านทุนมนุษย์ที่วัดโดยระดับทุนมนุษย์ไม่ได้นำไปใช้ประโยชน์ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SET 100 ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน H1

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของมูลค่าตลาด มูลค่าตามบัญชี ทุนทางปัญญาด้านผลิตภาพแรงงาน

	Coef	t-value	p-value	VIF	F-value	AdjR <sup>2</sup>
Constant	16.74	2.94**	0.00		77.68**	0.649
BVE	2.00	11.75**	0.00	1.48		
HCP	-0.168	-2.89**	0.01	1.48		

\*\* = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

\* = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05; ตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญ BVE = มูลค่าตามบัญชี และ HCP = ผลิตภาพแรงงาน

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุตามตารางที่ 4 พบว่า มูลค่าตามบัญชีและผลิตภาพแรงงานสามารถอธิบายมูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (F-value = 77.68; p-value = 0.00) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์ปรับปรุงเท่ากับ 0.649 ค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าตามบัญชีเท่ากับ 2.00 (t-value = 7.73, p-value = 0.00) มีนัยสำคัญระดับ 0.01 และค่าสัมประสิทธิ์ของผลิตภาพแรงงานมีค่าเท่ากับ -0.168 (t-value = -2.06, p-value = 0.01) มีนัยสำคัญระดับ 0.01 จึงสรุปได้ว่าข้อมูลทุนทางปัญญาด้านทุนมนุษย์ที่วัดโดยผลิตภาพแรงงานมีการนำไปใช้ประโยชน์ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SET 100 จึงยอมรับสมมติฐาน H1 โดยค่าความสัมพันธ์เป็นลบสอดคล้องกับแนวคิดความหนาแน่นของพนักงาน (Labor Intensity) ที่อธิบายว่ากิจการที่มีพนักงานจำนวนมากจะส่งเสริมให้สร้างมูลค่าของกิจการในอนาคตได้ดีกว่ากิจการที่มีพนักงานจำนวนน้อย ซึ่งผลิตภาพแรงงาน (อัตราส่วนยอดขายต่อพนักงาน) ที่มีค่าสูงสะท้อนถึงการมีจำนวนพนักงานน้อย ดังนั้นตามแนวคิดนี้จึงพยากรณ์ความสัมพันธ์ระหว่างผลิตภาพแรงงานกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญเป็นลบ (Ballester, M. et al., 2002; จุลสุซดา และวิชณี, 2560)

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของมูลค่าตลาด มูลค่าตามบัญชี และการรายงานทุนมนุษย์เชิงคุณภาพ

	Coef	t-value	p-value	VIF	F-value	AdjR <sup>2</sup>
Constant	22.36	1.28	0.20		34.51**	0.691
BVE	1.78	10.99**	0.00	1.17		
HCQL	-1.57	-0.71	0.48	1.15		
OC	-4.43	-1.37	0.18	1.51		
RC	5.34	1.97	0.60	1.46		

\*\* = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

\* = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05; ตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญ BVE = มูลค่าตามบัญชี HCQL = การรายงานทุนมนุษย์เชิงคุณภาพ OC = การรายงานทุนองค์กร และ RC = การรายงานทุนความสัมพันธ์

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุตามตารางที่ 5 พบว่า มูลค่าตามบัญชี การรายงานทุนมนุษย์เชิงคุณภาพ การรายงานทุนองค์กร และการรายงานทุนความสัมพันธ์ สามารถอธิบายมูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (F-value = 34.51; p-value = 0.00) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์ปรับปรุงเท่ากับ 0.691 ค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าตามบัญชีเท่ากับ 1.78 (t-value = 10.99, p-value = 0.00) มีนัยสำคัญทางสถิติระดับ 0.01 ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรการรายงานทุนมนุษย์เชิงคุณภาพเท่ากับ -1.57 (t-value = -0.71, p-value = 0.48) การรายงานทุนองค์กรเท่ากับ -4.43 (t-value = -1.37, p-value = 0.18) และการรายงานทุนองค์กรเท่ากับ 5.34 (t-value = 1.97, p-value = 0.60) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงปฏิเสธสมมติฐาน H1

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของมูลค่าตลาดมูลค่าตามบัญชี และการรายงานทุนมนุษย์เชิงปริมาณ

	Coef	t-value	p-value	VIF	F-value	AdjR <sup>2</sup>
Constant	21.41	1.26	0.21		34.47**	0.691
BVE	1.78	10.98**	0.00	1.12		
HCQN	-1.10	-0.68	0.50	1.07		
OC	-4.52	-1.40	0.17	1.49		
RC	5.18	1.88	0.07	1.43		

\*\* = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

\* = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05; ตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญ BVE = มูลค่าตามบัญชี HCQN = การรายงานทุนมนุษย์เชิงปริมาณ OC = การรายงานทุนองค์กร และ RC = การรายงานทุนความสัมพันธ์

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุตามตารางที่ 6 พบว่า มูลค่าตามบัญชี การรายงานทุนมนุษย์เชิงคุณภาพ การรายงานทุนองค์กร และการรายงานทุนความสัมพันธ์ สามารถอธิบายมูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (F-value = 34.47; p-value = 0.00) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์ปรับปรุงเท่ากับ 0.691 ค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าตามบัญชีเท่ากับ 1.78 (t-value = 10.98, p-value = 0.00) มีนัยสำคัญทางสถิติระดับ 0.01 ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร การรายงานทุนมนุษย์เชิงปริมาณเท่ากับ -1.10 (t-value = -0.68 , p-value = 0.50) การรายงานทุนองค์กรเท่ากับ -4.52 (t-value = -1.40, p-value = 0.17) และการรายงานทุนองค์กรเท่ากับ 5.18 (t-value = 1.88, p-value = 0.07) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงปฏิเสธสมมติฐาน H1 และเมื่อพิจารณาผลจากตารางที่ 4 และ 5 แล้ว พบว่าการรายงานทุนมนุษย์เชิงคุณภาพ และการรายงานทุนมนุษย์เชิงปริมาณ ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญทั้ง 2 ตัวแปรชี้ให้เห็นว่าการรายงานข้อมูลเกี่ยวกับทุนทางปัญญาในเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณไม่มีความแตกต่างกันในการนำข้อมูลไปใช้กำหนดราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญ จึงปฏิเสธสมมติฐาน H2

## การวิเคราะห์เพิ่มเติม

ในปี พ.ศ. 2557 ก.ล.ด. สมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย และสถาบันไทยพัฒนา ได้ประกาศผลการจัดโครงการพัฒนาบริษัทจดทะเบียนด้านการจัดทำรายงานความรับผิดชอบต่อสังคมสำหรับการดำเนินงานปี พ.ศ. 2556 (สมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย, 2558) ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมโดยการวิเคราะห์ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SET 100 ที่ได้รับรางวัลทุกระดับในการประกาศดังกล่าว ซึ่งมีจำนวน 23 บริษัท (ตารางที่ 7)

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของมูลค่าตลาด มูลค่าตามบัญชี และทุนทางปัญญาด้านทุนมนุษย์ที่ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SET 100 ที่ได้รับรางวัลการรายงานผลประกอบการด้านความรับผิดชอบต่อสังคม

	Coef	t-value	p-value	VIF	F-value	AdjR <sup>2</sup>
<b>Model A</b>						
Constant	39.99	1.99	0.61		34.09**	0.768
BVE	1.82	8.06**	0.00	1.293		
HCA	-45.64	-2.25*	0.04	1.293		
<b>Model B</b>						
Constant	8.60	0.65	0.52		35.73**	0.759
BVE	1.89	7.73	0.00	1.605		
HCP	-0.17	-2.06*	0.05	1.605		
<b>Model C</b>						
Constant	-55.46	-1.31	0.21		23.775**	0.813
BVE	1.35	7.06**	0.00	1.194		
HCQL	1.26	0.31	0.76	1.048		
OC	2.11	0.41	0.69	1.144		
RC	13.05	3.22**	0.01	1.219		
<b>Model D</b>						
Constant	21.41	1.26	0.21		34.47**	0.691
BVE	1.78	10.98**	0.00	1.12		
HCQN	-1.10	-0.68	0.50	1.07		
OC	-4.52	-1.40	0.17	1.49		
RC	5.18	1.88	0.07	1.43		

\*\* = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

\* = มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05; ตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญ BVE = มูลค่าตามบัญชี HCA = ระดับทุนมนุษย์ HCP = ผลผลิตภาพแรงงาน, HCQL = การรายงานทุนมนุษย์เชิงคุณภาพ HCQN = การรายงานทุนมนุษย์เชิงปริมาณ OC = การรายงานทุนองค์กร และ RC = การรายงานทุนความสัมพันธ์

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุตามตารางที่ 7 พบว่ามูลค่าตามบัญชีและการรายงานทุนทางปัญญาสามารถอธิบายมูลค่าตลาดหลักทรัพย์หุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SET 100 ที่ได้รับรางวัลการรายงานผลประกอบการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทุกโมเดล (Model A - Model D) โดยมีค่า F-value อยู่ระหว่าง 23.775 - 35.73 และมีนัยสำคัญทางสถิติทุกโมเดล ทั้งนี้ค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าตามบัญชีมีนัยสำคัญทางสถิติระดับ 0.01 ทุกโมเดล และค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรผลิตภาพแรงงานใน Model B มีค่าเท่ากับ -0.17 (t-value = -2.06, p-value = 0.05) มีนัยสำคัญทางสถิติระดับ 0.05 สอดคล้องกับผลการวิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างบริษัทในดัชนี SET 100 ที่รายงานในตารางที่ 3 - 6 ทั้งนี้ค่าสัมประสิทธิ์ของระดับทุนมนุษย์ใน Model A มีค่าเท่ากับ -45.64 (t-value = -2.25, p-value = 0.04) มีนัยสำคัญทางสถิติระดับ 0.05 และค่าสัมประสิทธิ์ของการรายงานทุนความสัมพันธ์ใน Model C มีค่าเท่ากับ 13.05 (t-value = 3.22, p-value = 0.01) มีนัยสำคัญทางสถิติระดับ 0.01 แตกต่างไปจากผลการวิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างบริษัทในดัชนี SET 100 ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอื่นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างบริษัทในดัชนี SET 100 ผลการวิเคราะห์เพิ่มเติมข้างต้นจึงสะท้อนให้เห็นว่ามีการนำข้อมูลเกี่ยวกับทุนทางปัญญาของกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับรางวัลการรายงานผลประกอบการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมไปใช้ประกอบการกำหนดราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญมากกว่ากิจการที่ไม่ได้รับรางวัล โดยที่คุณลักษณะการรายงานข้อมูลเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพไม่ได้มีผลกระทบต่อกรนำข้อมูลไปใช้

## สรุปผลการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ในการตรวจสอบว่าการรายงานข้อมูลเกี่ยวกับ CSR ส่วนที่สะท้อนถึงทุนทางปัญญา มีประโยชน์ต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ โดยศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างบริษัทในดัชนี SET 100 ในปี พ.ศ. 2556 ผลการวิเคราะห์พบว่าข้อมูลทุนมนุษย์ที่วัดโดยผลิตภาพแรงงานมีความสัมพันธ์กับมูลค่าหลักทรัพย์หุ้นสามัญ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต (Passetti, E. et al., 2009; Lajili, K. and Zeghal, D., 2005; Ballester, M. et al., 2002) ทั้งนี้การวิจัยครั้งนี้พบว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวมีผลเชิงลบ จึงเป็นการสนับสนุนแนวคิดความหนาแน่นของพนักงาน (Labor Intensity) ตามแนวคิดเศรษฐศาสตร์แรงงาน อันชี้ให้เห็นว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการนำข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับทุนมนุษย์ไปใช้ในลักษณะของการเป็นตัววัดความหนาแน่นของพนักงาน โดยที่ผลิตภาพแรงงานและระดับแรงงานที่มีค่าต่ำแสดงถึงการมีพนักงานจำนวนมาก ซึ่งจะทำให้กิจการสร้างมูลค่ากิจการในอนาคตได้มาก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ballester, M., Livant, J., and Sinha, N. (Ballester, M. et al., 2002) และงานวิจัยของ จุลสุชดา สิริสม และวิชณี เขี่ยมชุ่ม (จุลสุชดา และวิชณี, 2560) ส่วนการรายงานข้อมูลทุนองค์กรและทุนความสัมพันธ์ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าหลักทรัพย์หุ้นสามัญ โดยอาจจะเป็นไปได้ว่านักลงทุนในประเทศไทยยังไม่มี ความคุ้นเคยและความเชื่อมั่นต่อข้อมูลส่วนนี้ เนื่องจากเป็นเพียงการรายงานข้อมูลโดยสมัครใจและเป็นข้อมูลที่เพิ่งได้รับการส่งเสริมให้มีการรายงานในปีที่ทำการศึกษา อย่างไรก็ตาม ผลการวิเคราะห์เพิ่มเติมในกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SET 100 ที่ได้รับรางวัลการรายงานผลประกอบการด้านความรับผิดชอบต่อ

ต่อสังคมพบว่า ผลผลิตภาพแรงงาน และระดับแรงงาน มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญ และการรายงานทุนความสัมพันธ์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญ ซึ่งให้เห็นว่ากิจการที่ได้รับการตรวจสอบข้อมูลโดยคณะกรรมการอิสระและเป็นกิจการที่มีผลการดำเนินงานที่ดีเกี่ยวกับ CSR นักลงทุนมีการนำข้อมูลเกี่ยวกับทุนทางปัญญาไปใช้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์มากกว่ากิจการที่ไม่ได้รับการตรวจสอบและประกาศว่ามีผลการดำเนินงานที่ดี นอกจากนี้ผลการวิจัยครั้งนี้พบว่าคุณลักษณะของการรายงานข้อมูลเกี่ยวกับทุนทางปัญญาที่รายงานเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณไม่มีความแตกต่างกันในการนำไปใช้กำหนดราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญ จึงไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Abeysekera, I. and Guthrie, J. (Abeysekera, I. and Guthrie, J., 2004) ทั้งนี้อาจเป็นไปได้ว่าการรายงานข้อมูลเกี่ยวกับ CSR ของประเทศไทยยังอยู่ในช่วงเริ่มต้น นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จึงยังไม่ได้ให้ความสำคัญต่อการพิจารณาข้อมูลตามความเที่ยงตรง ซึ่งควรมีการตรวจสอบเพิ่มเติมในอนาคต

ดังนั้น ผลการศึกษาค้างนี้จึงสรุปได้ว่าข้อมูลเกี่ยวกับทุนทางปัญญาที่รายงานในกรอบ CSR มีการนำไปใช้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มดัชนี SET 100 เป็นไปตามสมมติฐาน H1 แต่สนับสนุนเพียงบางกรณี ซึ่งอาจจะเป็นการนำไปใช้ในลักษณะที่แตกต่างกัน เช่น บริษัทในกลุ่มดัชนี SET 100 บริษัทที่ได้รับรางวัลด้าน CSR เป็นต้น โดยที่การรายงานในลักษณะข้อมูลเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณไม่มีผลแตกต่างกัน ไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน H2

ผลจากการศึกษาครั้งนี้จึงเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์สนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลอดจนหน่วยงานส่งเสริมและกำกับดูแลการประกอบกิจการและการรายงานข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน มีการดำเนินงานด้าน CSR และรายงานผลการดำเนินงานให้แก่นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้นำไปพิจารณาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน ตลอดจนสนับสนุนให้นักลงทุนพิจารณานำข้อมูลจากการรายงาน CSR ไปใช้ประกอบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากตามหลักฐานชี้ให้เห็นว่าข้อมูลบางส่วนจากการรายงาน CSR สะท้อนอยู่ในมูลค่าหลักทรัพย์หุ้นสามัญ

งานวิจัยในครั้งนี้มีข้อจำกัดในเรื่องจำนวนของกลุ่มตัวอย่างน้อย ใช้เฉพาะบริษัทในดัชนี SET 100 และศึกษาเพียง 1 ปี และเป็นปีแรกของการรายงานข้อมูล CSR ที่มีกรอบแนวคิดที่ชัดเจนตาม iCSR ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตอาจจะมีการตรวจสอบซ้ำโดยขยายขนาดของกลุ่มตัวอย่าง ขยายจำนวนปี รวมถึงการใช้วิธีการวัดค่าตัวแปรแนวทางอื่นเพื่อให้มีหลักฐานเชิงประจักษ์ที่ละเอียดและครอบคลุมมากยิ่งขึ้น

## References

- จุลสุขดา ศิริสม และวิชณี เอี่ยมชุ่ม. (2560). ทุนมนุษย์และการวัดมูลค่ากิจการ: หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสาร มทร อีสาน ฉบับมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์. ปีที่ 5, ฉบับที่ 1, หน้า 147-159
- จุลสุขดา ศิริสม อุษณา แจ้งคล้าย และมลจินทร์ ทองคำ. (2560). คุณค่าของการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับทุนทางปัญญาที่มีต่อนักลงทุน: กรณีบริษัทในดัชนี SET 100. วารสารการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม. ปีที่ 9, ฉบับที่ 3, หน้า 157-174
- สถาบันไทยพัฒนา. (2555). การรายงานข้อมูล CSR ขั้นพื้นฐานแบบบูรณาการ. กรุงเทพมหานคร: สถาบันไทยพัฒนา

- สมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย (2558). รายงานผลรางวัล **Sustainability Report Award 2013**. เข้าถึงเมื่อ (15 กุมภาพันธ์ 2558). เข้าถึงได้จาก (<http://www.thailca.com/csr/about/subsustainable/year/2013>)
- Abeyssekera, I. and Guthrie, J. (2004). Human Capital Reporting in a Developing Nation. **British Accounting Review**. Vol. 36, Issue 3, pp. 251-268. DOI: 10.1016/j.bar.2004.03.004
- Aerts, W., Cormier, D., and Magnan, M. (2007). The Association Between Web-Based Corporate Performance Disclosure and Financial Analyst Behaviour under Different Governance Regimes. **Corporate Governance: An International Review**. Vol. 15, Issue 6, pp. 1301-1328
- Aerts, W., Cormier, D., and Magnan, M. (2008). Corporate Environmental Disclosure, Financial Markets and the Media: An International Perspective. **Ecological Economics**. Vol. 64, No. 3, pp. 643-659
- Branco, M. and Rodrigues, L. (2006). Communication of Corporate Social Responsibility by Portuguese Banks: A Legitimacy Theory Perspective. **Corporate Communications An International Journal**. Vol. 11, Issue 3, pp. 232-248. DOI: 10.1108/13563280610680821
- Ballester, M., Livant, J., and Sinha, N. (2002). Labor Costs and Investments in Human Capital. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**. Vol. 17, pp. 351-373
- Collins, D., Maydew, E., and Weiss, I. (1997). Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values Over the Past Forty Years. **Journal of Accounting and Economics**. Vol. 24, Issue 1, pp. 39-67. DOI: 10.1016/S0165-4101(97)00015-3
- Cormier, D., Aerts, W., Ledoux, M., and Magnan, M. (2009). Attributes of Social and Human Capital Disclosure and Information Asymmetry Between Managers and Investors. **Canadian Journal of Administrative Sciences**. Vol. 26, pp. 71-78
- Cormier, D., Ledoux, M., and Magnan, M. (2011). The Informational Contribution of Social and Environmental Disclosures for Investors. **Management Decision**. Vol. 49, Issue 8, pp. 1276-1304. DOI: 10.1108/00251741111163124
- Gray, R. (2006). Social, Environmental and Sustainability Reporting and Organizational Value Creation?: Whose Value? Whose Creation?. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**. Vol. 19, Issue 6, pp.793-819. DOI: 10.1108/09513570610709872
- Guthrie, J., Petty, R., Yongvanich, K., and Ricceri, F. (2004). Using Content Analysis as a Research Method to Inquire Into Intellectual Capital Reporting. **Journal of Intellectual Capital**. Vol. 5, Issue 2, pp. 282-293. DOI: 10.1108/14691930410533704
- Lajili, K. and Zeghal, D. (2005). Labour Cost Voluntary Disclosures and Firm Equity Values: Is Human Capital Information Value-Relevant?. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**. Vol. 14, pp. 121-138. DOI: 10.1016/j.intaccudtax.2005.08.003
- Lajili, K. and Zeghal, D. (2006). Market Performance Impacts of Human Capital Disclosures. **Journal of Accounting and Public Policy**. Vol. 25, Issue 2, pp. 171-194. DOI: 10.1016/j.jaccpubpol.2006.01.006
- Lev, B. and Zarowin, P. (1999). The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. **Journal of Accounting Research**. Vol. 37, Issue 2, pp. 353-385

- McWilliams, A., Siegal, P. M., and Wright, D. (2006). Guest Editors' Introduction, Corporate Social Responsibility: Strategic Implications. **Journal of Management Studies**. Vol. 43, No. 1, pp. 1-18
- Passetti, E., Tenucci, A., Cinquini, L., and Frey, M. (2009). **Intellectual Capital Communication: Evidence from Social and Sustainability Reporting**. MPRA Paper. No. 16589, posted 7. ([https://mpra.ub.uni-muenchen.de/16589/1/MPRA\\_paper\\_16589.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/16589/1/MPRA_paper_16589.pdf))
- Wang, H., Tong, L., Takeuchi, R., and George, G. (2016). Corporate Social Responsibility: An Overview and New Research Directions. **Academy of Management Journal**. Vol. 59, No. 2, pp. 534-544. DOI: 10.5465/amj.2016.5001