



# The Relationship Between Corporate Social Responsibility Performance and Financial Performance of Listed Companies in Thailand

Sukanya Rukphanichmanee, Ph.D.\*

Wasinee Thammasiri, Ph.D.\*

Sartja Duangchaiyoosook\*\*

Received: November 28, 2018 / Accepted: September 11, 2019

## Abstract

This study investigates the relationship between corporate social responsibility (CSR) performance and financial performance of listed companies in Thailand. CSR award, CG award, Sustainability award, and Thailand Sustainability Investment (THSI) are proxies for corporate social responsibility performance. Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), sales growth, revenue growth, 3-day cumulative abnormal return, and 1 year, 3 years, and 5 years cumulative abnormal return are proxies for financial performance. The results show that CSR performance has a positive relationship with ROA for sample with industry-year-size match. However, there is insufficient evidence of a relationship between CSR performance and cumulative 1 year, 3 years, and 5 years abnormal returns. For event study using 3-day cumulative abnormal return around the announcement of award day, investors in agricultural and food industry, and property and construction industry react positively to the award news. On the contrary, investors in industrial, resources, services and technology industries react negatively to the award news.

**Keywords:** Corporate Social Responsibility, CSR Performance, Financial Performance

\* School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce.

\*\* Ph.D. Candidate, Ph.D. in Economics, University of Thai Chamber of Commerce.



# ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม กับผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

ดร.สุกัญญา รักพานิชฌณี\*

ดร.วศินี ธรรมศิริ\*

ลัจจา ดวงชัยอยู่สุข\*\*

## บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยใช้รางวัลด้านความรับผิดชอบต่อสังคม บรรษัทภิบาล การพัฒนาอย่างยั่งยืน และหุ้นยั่งยืน เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม และใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) การเติบโตของยอดขาย และรายได้ รวมถึงผลตอบแทนที่ผิดปกติจากหลักทรัพย์ (Abnormal Return) ในช่วง 3 วัน 1 ปี 3 ปี และ 5 ปี เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านการเงินของกิจการ ผลการวิจัยพบว่า ผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย เมื่อเปรียบเทียบกับในกลุ่มบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันและมีขนาดใกล้เคียงกัน แต่ไม่พบหลักฐานที่แสดงความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติจากการลงทุนในบริษัทที่ได้รับรางวัลในระยะเวลา 1, 3 และ 5 ปีหลังจากได้รับรางวัล เมื่อศึกษาการตอบสนองของนักลงทุนต่อข่าวการได้รับรางวัลของบริษัทโดยวัดจากผลตอบแทนที่ผิดปกติจากหลักทรัพย์ในช่วง 3 วันที่มีการประกาศรางวัล พบว่า นักลงทุนในบริษัทกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) ตอบสนองเป็นบวกต่อข่าวการได้รับรางวัล แต่ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) กลุ่มบริการ (SERVICE) และกลุ่มเทคโนโลยี (TECH) การตอบสนองของนักลงทุนเป็นในเชิงลบ

**คำสำคัญ:** ความรับผิดชอบต่อสังคม ผลการดำเนินงานด้านการเงิน ผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม

\* คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

\*\* นักศึกษาปริญญาเอก หลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ (หลักสูตรนานาชาติ) คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย



## บทนำ (Introduction)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนมีการพัฒนาอย่างยั่งยืน หนึ่งในปัจจัยสำคัญต่อการพัฒนาอย่างยั่งยืนคือความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility: CSR) รวมถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance) โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดประกวดและมอบรางวัลด้านความรับผิดชอบต่อสังคมและการพัฒนาอย่างยั่งยืนให้แก่บริษัทจดทะเบียนมาเป็นเวลานานกว่า 10 ปี งานวิจัยชิ้นนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์เป็นข้อมูลที่ครอบคลุมระยะเวลาตั้งแต่ปี ค.ศ. 2003-2017 โดยใช้รางวัลด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การกำกับดูแลกิจการที่ดีมาเป็นตัวชี้วัดระดับผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการ และใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) การเติบโตของยอดขายและรายได้ รวมถึงผลตอบแทนที่ผิดปกติจากหลักทรัพย์ (Abnormal Return) เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านการเงินของกิจการ

Professor Michael E. Porter และ Mark R. Kramer แห่งมหาวิทยาลัย Harvard ได้อธิบายความสัมพันธ์ที่ต้องพึ่งพิงกันระหว่างกิจการและสังคมไว้อย่างน่าสนใจว่า กิจการที่จะประสบความสำเร็จจะต้องอยู่ในสังคมที่มีคุณภาพ โดยสังคมที่มีคุณภาพจะสามารถผลิตแรงงานที่มีคุณภาพป้อนเข้าสู่กิจการ และเพิ่มกำลังซื้อ ซึ่งส่งผลให้กิจการสามารถขยายตัวได้ในขณะเดียวกัน กิจการที่ผลิตสินค้าที่มีคุณภาพ มีกระบวนการผลิตที่ปลอดภัย ก็จะสามารถเพิ่มยอดขายและลดค่าใช้จ่ายอันเกิดจากอุบัติเหตุในกระบวนการผลิต การใช้ทรัพยากรและพลังงานอย่างมีประสิทธิภาพ ไม่เพียงแต่เป็นการรักษาสภาพแวดล้อม แต่ยังเป็นการลดต้นทุนในการผลิตอีกด้วย นอกจากนี้ ในบทความเดียวกันนี้ ผู้เขียนยังชี้ให้เห็นว่า กิจกรรม CSR สามารถเชื่อมโยงกับแผนกลยุทธ์ของกิจการ อันเป็นการสร้างความสามารถในการแข่งขันในระยะยาวให้แก่กิจการได้ (Porter and Kramer, 2006)

McGuire et al. (1988) อธิบายถึงประโยชน์ที่กิจการจะได้รับจากการทำ CSR ไว้ว่า กิจกรรม CSR ช่วยสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่กิจการ ช่วยสร้างทัศนคติที่ดีของพนักงานและลูกค้าต่อกิจการ ลดความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม และดึงดูดนักลงทุนที่สนใจลงทุนในกิจการที่มีการเติบโตอย่างยั่งยืน ประโยชน์เหล่านี้ของกิจกรรม CSR ควรส่งผลทางบวกแก่ผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ โดยงานวิจัยหลายชิ้นสนับสนุนความสัมพันธ์เชิงบวกของกิจกรรม CSR และผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ งานวิจัยดังกล่าวรวมถึง Moskowitz (1972), Cochran and Wood (1984), Klassen and McLaughlin (1996), Preston and O'Bannon (1997) และ Waddock and Graves (1997) งานวิจัยโดยใช้ข้อมูลของบริษัทในประเทศไทยและสนับสนุนความสัมพันธ์เชิงบวกของการทำ CSR และผลการดำเนินงานของกิจการคืองานของ Janamrung and Issarawornrawanich (2015) ซึ่งใช้ข้อมูลจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมและทรัพยากรจำนวน 204 บริษัท และสร้างดัชนี CSR จาก KLD Rating Data ซึ่งมาจากงานวิจัยของ Kinder, Lydenberge, and Domin (2003) และใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น และ Tobin's Q ในการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ

อย่างไรก็ดี กิจกรรมอันเป็นการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมบางกิจกรรมมีต้นทุนที่สูง ในขณะที่ประโยชน์ทางตรงด้านตัวเงินอาจไม่สามารถเห็นได้อย่างชัดเจน กล่าวคือบริษัทได้รับประโยชน์ทางอ้อมหรือประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากกิจกรรม CSR ไม่สูงเท่าค่าใช้จ่ายที่กิจการใช้ในการทำกิจกรรม หรืออีกกรณีคือประโยชน์จากการทำกิจกรรมไม่ได้เกิดขึ้นในอนาคตอันใกล้ งานวิจัยในต่างประเทศ ได้แก่ Vance (1975), Brammer et al. (2006) และ Makni et al. (2009) ได้ให้หลักฐาน

อันแสดงให้เห็นความสัมพันธ์เชิงลบของผลการดำเนินงานด้าน CSR กับผลการดำเนินงานด้านการเงินของกิจการ โดยวัดผลการดำเนินงานด้านการเงินของกิจการโดยใช้ตัวชี้วัดทั้งทางบัญชีและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

งานวิจัยของ Abbott and Monsen (1979) ไม่พบความสัมพันธ์ของระดับการทำ CSR กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทขนาดใหญ่ 500 บริษัท โดยการจัดอันดับของนิตยสาร Fortune ในสหรัฐอเมริกา (Fortune 500) งานวิจัยที่ใช้ข้อมูลในประเทศไทยและไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว ได้แก่ งานวิจัยของ Mongkolkachit (2016) ซึ่งวิเคราะห์ข้อมูล CSR จากแบบสอบถามจำนวน 200 ชุด และไม่พบความสัมพันธ์ของการทำ CSR กับผลการดำเนินงานของกิจการ แต่พบความสัมพันธ์เชิงบวกต่อความได้เปรียบทางการแข่งขัน

ในขณะที่นักลงทุน หน่วยงานกำกับดูแล และสังคมให้ความสำคัญกับ CSR มากขึ้น งานวิจัยด้าน CSR ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยยังมีจำนวนน้อย การอ้างอิงผลจากงานวิจัยในต่างประเทศมาเทียบเคียงกับบริษัทในประเทศไทยควรทำด้วยความระมัดระวัง เนื่องจากสภาพแวดล้อมทางธุรกิจและสังคมของประเทศไทยมีความแตกต่างกับประเทศอื่นๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งใน 2 ประเด็น ดังนี้

**1. ความเสี่ยงจากการฟ้องร้องดำเนินคดี** ประโยชน์หลักด้านหนึ่งของการทำ CSR ซึ่งมีผลทางบวกต่อการดำเนินงานทางการเงิน คือการลดความเสี่ยงจากการถูกฟ้องร้องดำเนินคดี และการถูกปรับเนื่องจากละเมิดกฎหมายหรือกฎระเบียบ โดยเฉพาะอย่างยิ่งด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม แต่ในประเทศไทย การฟ้องร้องดำเนินคดียังเกิดขึ้นไม่มากเท่าในประเทศทางตะวันตก ความสัมพันธ์เชิงบวกของการทำ CSR กับผลการดำเนินงานทางการเงินจึงอาจถูกลดทอนลง

**2. การให้ความสำคัญด้านสิ่งแวดล้อม** ถึงแม้ว่าสังคมจะให้ความสำคัญด้านสิ่งแวดล้อมมากขึ้น แต่ในภาพรวมประเทศไทยก็ยังเป็นอันดับท้ายๆ ในด้านการให้ความสำคัญด้านสิ่งแวดล้อม โดยมหาวิทยาลัย Yale ประเทศสหรัฐอเมริกา ได้จัดทำ Environmental Performance Index (EPI) โดยใช้ตัวชี้วัด 24 ตัว ทั้งด้าน Environmental Health และ Ecosystem Vitality โดยผลจากการจัดอันดับในปี ค.ศ. 2018 พบว่า ประเทศไทยอยู่ในอันดับที่ 121 จากทั้งหมด 180 ประเทศ เมื่อความสำคัญด้านสิ่งแวดล้อมในประเทศไทยอยู่ในระดับต่ำ กิจกรรม CSR ด้านสิ่งแวดล้อมอาจไม่ก่อประโยชน์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานด้านการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในมุมมองของนักลงทุนซึ่งสะท้อนในราคาหลักทรัพย์

งานวิจัยชิ้นนี้ นอกจากจะเป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานที่มีอำนาจในการกำหนดนโยบายและกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน ยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน นักวิชาการ และบุคคลทั่วไปที่สนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัท

## วิธีวิจัยและกลุ่มตัวอย่าง (Research Methodologies and Samples)

### ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (Measure of Corporate Social Responsibility (CSR) Performance)

ผลการดำเนินงานทางด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัทสามารถวัดได้จากข้อมูลประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลที่บริษัทเปิดเผยในงบการเงิน อย่างไรก็ตาม วิธีการวัดนี้มีข้อเสีย เนื่องจากข้อมูลที่บริษัทเปิดเผยอาจไม่ครบถ้วนและอาจไม่สัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางด้านสิ่งแวดล้อมที่แท้จริงของบริษัท (Ullmann, 1985) ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงใช้วิธีเดียวกับงานวิจัยของ Klassen and Mclaughlin (1996) ที่ใช้รางวัลที่มอบให้แก่บริษัทที่มีความโดดเด่นในด้านสิ่งแวดล้อม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี มาใช้เป็นตัววัดผลการดำเนินงานทางด้านสิ่งแวดล้อม โดยรางวัลที่เข้มีดังต่อไปนี้



1. Corporate Social Responsibility Awards ซึ่งเป็นรางวัลที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand) มอบให้แก่บริษัทจดทะเบียนที่มีความโดดเด่นในด้านการดำเนินธุรกิจอย่างรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม โดยวัดจากนโยบายและการดำเนินกิจกรรมด้านสังคม ชุมชน และสิ่งแวดล้อม รวมถึงพิจารณาความต่อเนื่องและความยั่งยืนทั้งด้านการดำเนินนโยบายดังกล่าว

2. รางวัล Corporate Governance (CG) Awards ซึ่งเป็นรางวัลที่มอบให้แก่บริษัทจดทะเบียนที่มีความโดดเด่นด้านรายงานการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

3. รางวัล SET Sustainability Awards ซึ่งมอบให้แก่บริษัทจดทะเบียนที่ดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนโดยมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี คำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอย่างรอบด้านเพื่อให้ธุรกิจมีการเติบโตทางเศรษฐกิจควบคู่ไปกับการพัฒนาสังคมและสิ่งแวดล้อมอย่างสมดุล

4. Thailand Sustainability Investment (THSI) หรือหุ้นยั่งยืน ซึ่งเป็นรายชื่อของบริษัทจดทะเบียนที่ดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ซึ่งมีคะแนนจากการตอบแบบประเมินความยั่งยืนอย่างน้อยร้อยละ 50 ในแต่ละมิติด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และเศรษฐกิจ ซึ่งรวมถึงบรรษัทภิบาลหรือเป็นบริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับการคัดเลือกให้เป็นสมาชิกของ Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

โดยรางวัล Corporate Social Responsibility Awards และ Corporate Governance (CG) Awards ได้มีการมอบให้บริษัทตั้งแต่ปี ค.ศ. 2003-2014 (ยกเว้นปี ค.ศ. 2007) และ SET Sustainability Awards และ Thailand Sustainability Investment (THSI) ได้มีการมอบให้บริษัทตั้งแต่ปี ค.ศ. 2015 เป็นต้นมา ข้อมูลรายชื่อบริษัทที่ได้รับรางวัลได้รับการสนับสนุนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET, 2019)

### ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านการเงิน (Measure of Corporate Financial Performance)

งานวิจัยในอดีตที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัทได้วัดผลการดำเนินงานทางการเงินโดยใช้ทั้งตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชี (Accounting-Based Measure) และตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางตลาด (Market-Based Measure) เนื่องจากการวัดผลการดำเนินงานทางการเงินด้วยตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชี อาจได้รับผลกระทบจากการที่แต่ละบริษัทใช้นโยบายการบัญชีที่แตกต่างกัน จึงควรนำตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางตลาด (Market-Based Measure) มาใช้ในการวิเคราะห์ด้วย

ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชี (Accounting-Based Measure) ที่ใช้ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Returns on Assets) (Preston and O'Bannon (1997), Turban and Greening (1997) and Makni et al. (2009)) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Returns on Equity) (Makni et al. (2009) and Ruf et al. (2001)) การเปลี่ยนแปลงของยอดขายและรายได้ (Sales or Revenues Growth) (Ruf et al. (2001)) และตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางตลาด (Market-Based Measure) ที่คำนวณจากอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ที่สนใจ (Event Study) โดยผู้วิจัยได้รับการสนับสนุนข้อมูลผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์จากสถาบันวิจัยเพื่อการประเมินและออกแบบนโยบาย (Research Institute for Policy Evaluation and Design: RIPED) ซึ่งคำนวณผลตอบแทนรวมโดยรวมผลของการประกาศจ่ายปันผล การจ่ายหุ้นปันผล การแตกหุ้น และการรวมหุ้นแล้ว

## วิธีวิจัย (Research Methodologies)

งานวิจัยนี้อ้างอิงสมการตาม Waddock and Graves (1997) ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลการดำเนินงานด้านการเงินด้วยตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชี

$$CFP_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Award_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 Leverage_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

ซึ่ง CFP คือผลการดำเนินงานด้านการเงินซึ่งวัดจากตัวเลขทางบัญชี โดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น และการเปลี่ยนแปลงของยอดขายและรายได้

Award คือตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ซึ่งมีค่าเท่ากับ 1 ในกรณีที่บริษัทได้รับรางวัลด้านความรับผิดชอบต่อสังคม

เนื่องจากขนาดของกิจการและความเสี่ยงมีผลต่อทั้งผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม และผลการดำเนินงานด้านการเงิน (Ullman, (1985), Waddock and Graves (1997)) ตัวแปรทั้งคู่จึงถูกนำมาเป็นตัวแปรควบคุม

อย่างไรก็ดี การใช้ Multiple Regression Analysis อาจไม่สามารถระบุความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมและผลการดำเนินงานด้านการเงินได้ ด้วยเหตุนี้ผู้วิจัยได้ใช้ตัวแบบที่สองที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลการดำเนินงานด้านการเงิน โดยการวิเคราะห์การตอบสนองของนักลงทุนต่อข่าวการได้รับรางวัลของบริษัท โดยใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) วิเคราะห์นี้วัดผลการดำเนินงานด้วยตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางตลาด (Market-Based Measure) ซึ่งคำนวณจากอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ (Abnormal Return) จากสมการ

$$A_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{m,t}$$

โดย  $\alpha_i$  เป็นค่าพารามิเตอร์ที่ได้จากการประมาณด้วยวิธีกำลังสองที่น้อยที่สุด (OLS) โดยใช้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วง 200 วันก่อนวันประกาศรางวัล

จากนั้นนำผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์  $A_{it}$  มาคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม

$$CAR_{i,ep} = \sum_{t \in ep} A_{it}$$

โดยที่  $CAR_{i,ep}$  คืออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์  $i$  หนึ่งวันก่อนวันประกาศผล วันประกาศผล และ 1 วันหลังวันประกาศผล ( $t-1, t, t+1$ )

สมมติฐานในการทดสอบโดยใช้วิธีนี้ คือนักลงทุนตอบสนองเป็นบวกต่อข่าวการได้รับรางวัลทางด้าน CSR ของบริษัทจนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม

## ตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย (Samples)

จำนวนตัวอย่างทั้งหมดที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลตามสมการข้างต้นมีทั้งสิ้น 6,002 ตัวอย่าง ครอบคลุมช่วงเวลาตั้งแต่ปี ค.ศ. 2003-2016 ยกเว้นปี ค.ศ. 2007 ซึ่งไม่มีการให้รางวัล ดังแสดงในตารางที่ 1



ตารางที่ 1 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล จำแนกตามปีและการได้รับรางวัล

Year	All Samples			Industry-size-year match 1:5 without replacement samples		
	No Award	Receive Award	Total	No Award	Receive Award	Total
2003	376	13	389	43	13	56
2004	407	9	416	36	9	45
2005	425	16	441	48	16	64
2006	428	22	450	62	22	84
2008	442	10	452	32	10	42
2009	440	12	452	36	12	48
2010	440	15	455	46	15	61
2011	442	17	459	36	17	53
2012	435	37	472	119	37	156
2013	441	49	490	138	49	187
2014	480	26	506	80	26	106
2015	462	45	507	134	45	179
2016	468	45	513	125	45	170
Total	5,686	316	6,002	935	316	1,251

ตารางที่ 1 แสดงจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล โดยการวิเคราะห์ข้อมูลใช้ทั้งกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดคือ 6,002 ตัวอย่าง และวิเคราะห์จากการสร้างกลุ่มควบคุมด้วยการเลือกบริษัทที่ไม่ได้รับรางวัล และอยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันกับบริษัทที่ได้รับรางวัลในปีนั้นๆ และมีขนาดที่ใกล้เคียงบริษัทที่ได้รับรางวัลมากที่สุดจำนวน 5 บริษัทมาเป็นกลุ่มเปรียบเทียบ สาเหตุที่ต้องมีการสร้างกลุ่มควบคุมเช่นนี้เนื่องจากสมมติฐานที่ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลการดำเนินงานด้านการเงิน มีความแตกต่างระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมที่ต่างกันและบริษัทที่มีขนาดต่างกัน ในขณะที่บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน จะเผชิญกับปัญหาด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมที่คล้ายกัน ดังนั้นบริษัทเหล่านี้จะมีการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมที่ใกล้เคียงกัน ประโยชน์จากการทำ CSR อาจมีความแตกต่างกันสำหรับบริษัทที่มีขนาดต่างกัน ซึ่งเป็นตัวชี้วัดจำนวนผู้มีส่วนได้เสีย และการได้รับความสนใจจากสังคมที่ต่างกัน การสร้างกลุ่มควบคุมดังกล่าว น่าจะเป็นการสร้างกลุ่มควบคุมที่เป็นบรรทัดฐานที่เหมาะสมในการเปรียบเทียบกับบริษัทที่ได้รับรางวัล

## ตารางที่ 2 ข้อมูลทางสถิติของกลุ่มตัวอย่าง

Variable	All Samples				Industry-size-year match 1:5 without replacement samples			
	No Award (N=5,686)	Award (N=316)	t-value	p-value	No Award (N=935)	Award (N=316)	t-value	p-value
Size	15.3198	17.7862	-21.97	<.0001	16.7830	17.7862	-8.09	<.0001
Leverage	0.4616	0.5436	-6.94	<.0001	0.5261	0.5436	-1.27	0.2060
ROA	0.0520	0.0656	-2.74	0.0062	0.0467	0.0656	-3.99	<.0001
ROE	0.0215	0.1455	-2.01	0.0447	0.1010	0.1455	-4.03	<.0001
SG	2.0098	0.0628	1.82	0.0682	3.0049	0.0628	1.52	0.1289
RG	0.2232	0.0560	2.86	0.0042	0.1304	0.0560	2.58	0.0099

ตารางที่ 2 เป็นการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของขนาดบริษัท (Size) ซึ่งวัดจาก Log of Total Assets สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Leverage) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) การเปลี่ยนแปลงของยอดขาย (SG) และการเปลี่ยนแปลงของรายได้รวม (RG) ของบริษัทที่ได้รับรางวัลและไม่ได้รับรางวัล โดยเฉลี่ย บริษัทที่ได้รับรางวัลมีขนาดที่ใหญ่กว่า มีสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมสูงกว่า และมีความสามารถในการทำกำไรโดยวัดจากผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นสูงกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับรางวัล แต่มีการเติบโตของยอดขายและรายได้ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับรางวัล เมื่อเปรียบเทียบข้อมูลของบริษัทที่ได้รับรางวัล และกลุ่มควบคุมพบว่า ผลเป็นไปในทิศทางเดียวกับผลของกลุ่มตัวอย่างโดยรวม แต่ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมและการเปลี่ยนแปลงของยอดขายระหว่างบริษัทที่ได้รับรางวัลและไม่ได้รับรางวัล ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

### ผลการวิจัย (Results)

ตารางที่ 3 เป็นผลของการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยใช้สมการในการวิเคราะห์คือ

$$CFP_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Award_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 Leverage_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

ซึ่ง CFP คือผลการดำเนินงานด้านการเงิน ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น และการเปลี่ยนแปลงของยอดขายและรายได้ Award คือตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ซึ่งมีค่าเท่ากับ 1 ในกรณีที่บริษัทได้รับรางวัลด้านความรับผิดชอบต่อสังคม ผลใน Panel A ซึ่งเป็นผลจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดพบว่า ผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของรายได้รวมใน Panel B เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเปรียบเทียบบริษัทที่ได้รับรางวัลและไม่ได้รับรางวัล โดยสร้างกลุ่มควบคุมจากบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกับบริษัทที่ได้รับรางวัลและมีขนาดใกล้เคียงกัน ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม





มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น และมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของรายได้รวม ดังเช่นผลการวิเคราะห์ข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

**ตารางที่ 3** ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลการดำเนินงานด้านการเงินโดยใช้ตัวชี้วัดทางบัญชี

**Panel A** Full Samples

	ROA		ROE		Sales Growth		Revenues Growth	
	Coef	P-value	Coef	P-value	Coef	P-value	Coef	P-value
Intercept	0.0071	0.8686	-1.2699	0.3681	-15.4319	0.0462	0.6128	0.3624
Award	0.0074	0.3299	-0.0764	0.5660	-4.7722	0.1059	-0.0958	0.0507
Size	0.0067	0.0487	0.1135	0.3357	0.9675	0.0308	-0.0437	0.3983
Leverage	-0.1244	<.0001	-0.9684	0.3339	6.7183	0.2318	0.6276	0.1869
No. of Obs		6,002		6,002		2,888		5,436
R-Square		0.0130		0.0030		0.0019		0.0014
F-value		33.24		0.94		3.86		46.33
Pr > F		0.0002		0.4711		0.0643		<.0001

**Panel B** Industry-size-year match 1:5 without replacement samples

	ROA		ROE		Sales Growth		Revenues Growth	
	Coef	P-value	Coef	P-value	Coef	P-value	Coef	P-value
Intercept	0.0202	0.3863	0.0133	0.8210	-18.5630	0.2362	-0.3346	0.1260
Award	0.0151	0.0067	0.0386	0.0061	-4.3404	0.2186	-0.1007	0.0364
Size	0.0068	<.0001	0.0068	0.0790	1.2667	0.2077	0.0270	0.0526
Leverage	-0.1671	<.0001	-0.0515	0.0829	1.6602	0.8336	0.0423	0.6809
No. of Obs		1,251		1,251		585		1,071
R-Square		0.1547		0.0117		0.0049		0.0071
F-value		76.07		4.93		0.95		2.56
Pr > F		<.0001		0.0021		0.4144		0.0539

เนื่องจากในแต่ละอุตสาหกรรมมีความต้องการความรับผิดชอบต่อสังคมที่แตกต่างกัน ด้วยเหตุนี้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม กับผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัท จึงควรศึกษาแยกเป็นรายอุตสาหกรรม (Griffin and Mahon, 1997) โดยเมื่อวิเคราะห์ข้อมูลเป็นรายอุตสาหกรรมโดยใช้กลุ่มตัวอย่างที่มีขนาดใกล้เคียงกับบริษัทที่ได้รับรางวัลพบว่า ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) ผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการโดยวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น สำหรับกลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCIAL) และสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) ผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ แต่ไม่พบหลักฐานที่แสดงความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น

**ตารางที่ 4** ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลการดำเนินงานด้านการเงินโดยใช้ตัวชี้วัดทางบัญชี จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

**Panel A** ROA by Industry-size-year match 1:5 samples

	AGRO	CONSUMP	FINANCIAL	INDUS	PROPCON	RESOURCE	SERVICE	TECH
Intercept	0.2728 (<.0001)	-0.3944 (0.0502)	0.0679 (<.0001)	0.2358 (0.0101)	-0.0783 (0.0847)	0.0767 (0.1113)	0.1618 (0.0404)	-0.0992 (0.6774)
Award	0.0505 (0.0003)	-0.0013 (0.9399)	0.0078 (0.0603)	0.0340 (0.0395)	0.0421 (<.0001)	-0.0009 (0.9162)	-0.0034 (0.8598)	0.0070 (0.8721)
Size	-0.0085 (0.0514)	0.0299 (0.0300)	-0.0031 (0.0158)	-0.0067 (0.2433)	0.0095 (0.0006)	0.0028 (0.3180)	-0.0006 (0.9030)	0.0260 (0.0702)
Leverage	-0.1721 (<.0001)	-0.0481 (0.2250)	0.0045 (0.7510)	-0.2089 (<.0001)	-0.0798 (<.0001)	-0.1060 (0.0002)	-0.1655 (0.0003)	-0.5378 (<.0001)
No. of Obs	128	80	207	192	175	214	168	87
R-Square	0.3170	0.0643	0.0590	0.2596	0.2843	0.0661	0.0930	0.3318
F Value	19.18	1.74	4.25	21.97	22.64	4.96	5.61	13.74
Pr > F	<.0001	0.1657	0.0062	<.0001	<.0001	0.0024	0.0011	<.0001



Panel B ROE by Industry-size-year match 1:5 samples

	AGRO	CONSUMP	FINANCIAL	INDUS	PROPCON	RESOURCE	SERVICE	TECH
Intercept	0.2745	-0.4895	-0.0732	0.2625	-0.3156	-0.0285	0.2254	0.2445
	(0.0749)	(0.1021)	(0.6980)	(0.3583)	(0.0397)	(0.8091)	(0.1817)	(0.3789)
Award	0.1212	-0.0092	0.0586	0.0316	0.0944	-0.0192	-0.0143	0.0746
	(0.0002)	(0.7211)	(0.2029)	(0.5402)	(0.0009)	(0.3642)	(0.7265)	(0.1429)
Size	-0.0042	0.0369	0.0105	-0.0160	0.0270	0.0119	-0.0022	-0.0048
	(0.6768)	(0.0714)	(0.4601)	(0.3707)	(0.0037)	(0.0801)	(0.8417)	(0.7717)
Leverage	-0.2859	-0.0096	-0.0599	0.1812	-0.1215	-0.0533	-0.1128	-0.0731
	(<.0001)	(0.8707)	(0.7031)	(0.0403)	(0.0409)	(0.4378)	(0.2379)	(0.4717)
No. of Obs	128	80	207	192	175	214	168	87
R-Square	0.2093	0.0455	0.0133	0.0245	0.1493	0.0161	0.0127	0.0359
F Value	10.94	1.21	0.91	1.57	10.01	1.15	0.70	1.03
Pr > F	<.0001	0.3127	0.4358	0.1973	<.0001	0.3307	0.5525	0.384

ตารางที่ 5 Panel A แสดงผลค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) เมื่อมีการประกาศรางวัล ผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม โดยวิเคราะห์จากการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ผลการศึกษาไม่พบหลักฐานว่าบริษัทที่ได้รับรางวัลความรับผิดชอบต่อสังคมมีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม

ตารางที่ 5 Panel B แสดงผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) เมื่อมีการประกาศรางวัลผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม โดยเปรียบเทียบระหว่างบริษัทที่ได้รับรางวัลและบริษัทที่มีขนาดใกล้เคียงและอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันแต่ไม่ได้รับรางวัล ผลการเปรียบเทียบพบว่า นักลงทุนตอบสนองด้านลบต่อข่าวการได้รับรางวัล โดยเฉลี่ยบริษัทที่ได้รับรางวัลมีผลตอบแทนที่ผิดปกติต่ำกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับรางวัลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลดังกล่าวเกิดขึ้นในการวิเคราะห์ข้อมูลทั้งกลุ่มตัวอย่างที่มีการสร้างกลุ่มควบคุมโดยใช้สินทรัพย์รวม และมูลค่าตลาดเป็นตัวชี้วัดขนาดของกิจการ

**ตารางที่ 5** ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศรางวัล

**Panel A** ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) เมื่อมีการประกาศรางวัลผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม

Full Samples		
Mean	T-Statistics	P-Value
-0.0009	-0.0172	0.9863

**Panel B** ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศรางวัล

Industry-size-year match 1:5 (size based on total assets)					Industry-size-year match 1:5 (size based on market capital)				
Award	N	Mean	t Value	Pr >  t	Award	N	Mean	t Value	Pr >  t
0	947	0.0359			0	941	0.0223		
1	326	-0.0347			1	326	-0.0347		
Diff (1-0)		-0.0706	-21.65	0.00	Diff (1-0)		-0.057	-17.46	0.00

ตารางที่ 6 เป็นการขยายผลจากตารางที่ 5 โดยเป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศรางวัล จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ผลการศึกษาพบว่า นักลงทุนมีการตอบสนองเชิงบวกต่อข่าวการได้รับรางวัลของบริษัทในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับการดำเนินงานด้านการเงินโดยใช้ตัวชี้วัดทางบัญชี ในตารางที่ 4 ในขณะที่บริษัทที่อยู่ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี นักลงทุนมีการตอบสนองทางลบต่อข่าวการได้รับรางวัลของบริษัท



**ตารางที่ 6** ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศรางวัล จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

	AGRO	CONSUMP	FINANCIAL	INDUS	PROPCON	RESOURCE	SERVICE	TECH
Diff (Award-No Award)	0.0745	0.0471	0.0163	-0.0870	0.1506	-0.1130	-0.2655	-0.1555
Sig.	0.0403	0.5075	0.4157	0.0017	0.0000	0.0000	0.0000	0.0078
Obs	134	72	200	186	179	228	168	81

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการปรับเปลี่ยนรูปแบบการให้รางวัลที่เกี่ยวข้องกับความรับผิดชอบต่อสังคมและการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยตั้งแต่ปี ค.ศ. 2015 มีการมอบรางวัล Sustainability และรายชื่อ THSI แทนการให้รางวัลด้านความรับผิดชอบต่อสังคมและการกำกับดูแลกิจการที่ดี เมื่อทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม กับการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศรางวัล Sustainability และรายชื่อหุ้น THSI ดังแสดงในตารางที่ 7 **Panel A** ไม่พบหลักฐานว่าบริษัทที่ได้รับรางวัลมีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ต่อมาเมื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) ระหว่างบริษัทที่ได้รับรางวัลและบริษัทที่มีขนาดใกล้เคียงและอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันแต่ไม่ได้รับรางวัลพบว่า ในกลุ่มตัวอย่างที่มีการสร้างกลุ่มควบคุมโดยใช้สินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดขนาดของกิจการ ไม่พบหลักฐานที่แสดงความแตกต่างของผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงการประกาศรางวัล ระหว่างกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับรางวัลและไม่ได้รับรางวัล แต่เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลโดยจัดให้มีกลุ่มควบคุมซึ่งใช้มูลค่าตลาดเป็นตัวชี้วัดขนาดของกิจการพบว่า ตลาดตอบสนองต่อข่าวการได้รับรางวัลในทิศทางบวก

**ตารางที่ 7** ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม กับการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศรางวัล Sustainability และรายชื่อหุ้น THSI

**Panel A** ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) เมื่อมีการประกาศรางวัล Sustainability และรายชื่อหุ้น THSI

Full Samples		
Mean	T-Statistics	P-Value
0.0925	1.1746	0.2416

**Panel B** ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม กับการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศรางวัล Sustainability และรายชื่อหุ้น THSI ปี ค.ศ. 2015-2017

Industry-size-year match 1:5 (size based on total assets)					Industry-size-year match 1:5 (size based on market capital)				
Award	N Obs	Mean	t Value	Pr >  t	Award	N Obs	Mean	t Value	Pr >  t
0	285	0.0358			0	268	0.0043		
1	101	0.0531			1	101	0.0531		
Diff (1-0)		0.0172	1.63	0.11	Diff (1-0)		0.0488	4.59	0.00

ตารางที่ 8 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลตอบแทนที่ผิดปกติ ในช่วงระยะเวลา 1 ปี 3 ปี และ 5 ปี จากการลงทุนในหลักทรัพย์ การวิเคราะห์นี้อ้างอิงสมมติฐานว่าประโยชน์ของการทำ CSR น่าจะส่งผลในระยะยาวแก่กิจการ อย่างไรก็ตาม ผลจากการวิเคราะห์ข้อมูลไม่พบหลักฐานที่แสดงให้เห็นว่าการได้รับหรือไม่ได้รับรางวัลด้านการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติ



**ตารางที่ 8** ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม กับผลตอบแทนที่ต่างจากผลตอบแทนปกติในช่วงระยะเวลา 1 ปี 3 ปี และ 5 ปี จากการลงทุนในหลักทรัพย์

	One-Year Returns			Three-Year Returns			Five-Year Returns		
	Full Sample (Cluster by Ind)	1:5 Industry-Size-Year Match	1:5 Industry-MK Cap-Year Match	Full Sample (Cluster by Ind)	1:5 Industry-Size-Year Match	1:5 Industry-MK Cap-Year Match	Full Sample (Cluster by Ind)	1:5 Industry-Size-Year Match	1:5 Industry-MK Cap-Year Match
Intercept	-0.5473 (0.4836)	-2.0138 (0.0739)	-1.8251 (0.0861)	0.6207 (0.5782)	-2.1408 (0.0688)	-2.0012 (0.0707)	1.9801 (0.3646)	-3.5494 (0.0408)	-2.9948 (0.0667)
Award	-0.1849 (0.2594)	-0.2827 (0.3120)	-0.2873 (0.3028)	-0.3107 (0.1118)	-0.3334 (0.2679)	-0.2683 (0.3701)	-0.4008 (0.3721)	-0.4932 (0.2597)	-0.3822 (0.3735)
Size	0.0607 (0.2946)	0.1644 (0.0202)	0.1471 (0.0268)	0.0240 (0.7622)	0.2022 (0.0070)	0.1847 (0.0083)	-0.0065 (0.9653)	0.3440 (0.0021)	0.3039 (0.0038)
Ret <sub>t-1</sub>	0.0245 (0.6979)	0.1487 (0.1623)	-0.0247 (0.5119)	-0.0435 (0.5782)	0.0414 (0.6783)	-0.0663 (0.0706)	-0.2263 (0.1105)	0.0108 (0.9293)	-0.1270 (0.0107)
Beta	-0.1211 (0.2371)	-0.4969 (0.0562)	-0.3395 (0.1594)	-0.2069 (0.2940)	-0.8030 (0.0050)	-0.6710 (0.0099)	-0.0350 (0.9363)	-1.3423 (0.0021)	-1.2490 (0.0017)
PTB	-0.0167 (0.1414)	-0.0062 (0.8464)	0.0032 (0.9156)	-0.0583 (0.1009)	-0.0102 (0.7373)	0.0014 (0.9612)	-0.2118 (0.0226)	-0.0100 (0.7874)	-0.0031 (0.9342)
No. of Obs	5,352	1,120	1,146	4,264	796	815	3,303	539	554
R-Square	0.0024	0.0075	0.0050	0.0043	0.0137	0.0123	0.0086	0.0236	0.0229
F Value	1.70	1.68	1.15	124.33	2.20	2.02	34.27	2.58	2.57
Pr > F	0.2534	0.1375	0.3346	<.0001	0.0526	0.0733	<.0001	0.0255	0.0261

### สรุปผลการวิจัย (Conclusion)

จากผลการวิจัยพบว่า บริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมที่ดี เป็นบริษัทขนาดใหญ่ และมีความสามารถในการทำกำไรสูงกว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมในระดับต่ำกว่า แต่เมื่อวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ โดยมีการควบคุมขนาดของกิจการและสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ไม่พบว่าผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กับผลการดำเนินงานด้านการเงิน ซึ่งวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น และการเติบโตของยอดขาย แต่พบว่าผลการดำเนินงานด้านความ

รับผิดชอบต่อสังคมมีความสัมพันธ์ด้านลบกับการเปลี่ยนแปลงของรายได้รวม เมื่อพิจารณารายละเอียดของกลุ่มตัวอย่างพบว่า บริษัทที่ได้รับรางวัล เป็นบริษัทขนาดใหญ่ ซึ่งดำเนินกิจการมานาน เมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้รับรางวัล จึงมีการเติบโตของรายได้ในอัตราที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กและเพิ่งเริ่มดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม เมื่อมีการสร้างกลุ่มควบคุมโดยเลือกจากบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน และมีขนาดใกล้เคียงกับบริษัทที่ได้รับรางวัลมากที่สุด 5 บริษัทก็พบว่า ผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานด้านการเงิน ซึ่งวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น เมื่อพิจารณารายกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ

ในการศึกษาผลการดำเนินงานด้านการเงิน โดยการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) พบว่า นักลงทุนในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ตอบสนองเป็นบวกต่อข่าวการได้รับรางวัลด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การกำกับดูแลกิจการ และการพัฒนาอย่างยั่งยืน ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการที่พบความสัมพันธ์เชิงบวก แต่ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี การตอบสนองของนักลงทุนเป็นในเชิงลบ สำหรับการศึกษาค่าตอบแทนที่ผิดปกติในระยะยาว ไม่พบว่าการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมมีผลต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติ ทั้งในช่วงเวลา 1, 3 และ 5 ปี หลังจากได้รับรางวัล การตอบสนองของตลาดที่เป็นลบในการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) อาจเกิดจากการที่นักลงทุนของบริษัทในกลุ่มดังกล่าว เห็นว่าต้นทุนการทำกิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคมมีมากกว่าประโยชน์ที่บริษัทจะได้รับ อย่างไรก็ตาม สาเหตุที่นักลงทุนตอบสนองเป็นลบ จำเป็นต้องได้รับการศึกษาเพิ่มเติมในงานวิจัยถัดไป

จากผลการทดสอบที่แสดงผลในทิศทางที่ตรงข้ามกันในแต่ละอุตสาหกรรม อาจเกิดจากการปรับเปลี่ยนเกณฑ์ในการมอบรางวัลด้านความรับผิดชอบต่อสังคมอย่างต่อเนื่อง จนกระทั่งปี ค.ศ. 2015 เป็นต้นมา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับเปลี่ยนรูปแบบการให้รางวัลที่จากรางวัลด้านความรับผิดชอบต่อสังคมและการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Awards) เป็น Sustainability Awards และการประกาศรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) เมื่อวิเคราะห์เฉพาะกลุ่มตัวอย่างในช่วงปี ค.ศ. 2015-2016 โดยเปรียบเทียบในกลุ่มตัวอย่างที่มีการควบคุมอุตสาหกรรมและขนาดบริษัทให้ใกล้เคียงกัน โดยใช้มูลค่าตลาดพบว่า นักลงทุนตอบสนองต่อข่าวการได้รับรางวัลในเชิงบวก

## ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย (Recommendations)

จากผลการวิจัยไม่พบว่าการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมส่งผลเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการ แต่นักลงทุนบางกลุ่มกลับมีการตอบสนองต่อการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมในทางลบ โดยเฉพาะอย่างยิ่งนักลงทุนในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี ประเด็นนี้เป็นประเด็นที่ควรศึกษาในรายละเอียดเพื่อให้ทราบทัศนคติของนักลงทุนต่อการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรจัดอบรมให้แก่บริษัทจดทะเบียนในเรื่องการทำกิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคม โดยมุ่งเน้นกิจกรรมที่เป็นประโยชน์ต่อสังคมและสอดคล้องกับแผนกลยุทธ์ของบริษัทในการเพิ่มความสามารถในการแข่งขันและผลกำไรให้แก่บริษัท ในแง่มุมด้านงานวิจัย ควรมีการศึกษาถึงผลประโยชน์ทางอ้อมที่ได้รับจากการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม





## References

- Abbott, W. F., & Monsen, R. J. (1979). On the measurement of corporate social responsibility: Self-reported disclosures as a method of measuring corporate social involvement. *Academy of management journal*, 22(3), 501-515.
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. *Financial management*, 35(3), 97-116.
- Cochran, P. L., & Wood, R. A. (1984). Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of management journal*, 27(1), 42-56.
- Griffin, J.J. and Mahon, J.F., 1997. The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business & society*, 36(1), pp.5-31.
- Janamrung, B., & Issarawornrawanich, P. (2015). The association between corporate social responsibility index and performance of firms in industrial products and resources industries: empirical evidence from Thailand. *Social responsibility journal*, 11(4), 893-903.
- Kinder, P. Lydenberg, S. & Domini, A. (2003). KLD Rating Data: Inclusive Social Rating Criteria, KLD Research and Analytics.
- Klassen, R. D., & McLaughlin, C. P. (1996). The impact of environmental management on firm performance. *Management science*, 42(8), 1199-1214.
- Kramer, M. R., & Porter, M. E. (2006). Strategy and society. *Harvard Business Review*, (84).
- Makni, R., Francoeur, C., & Bellavance, F. (2009). Causality between corporate social performance and financial performance: Evidence from Canadian firms. *Journal of business ethics*, 89(3), 409.
- McGuire, J. B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of management journal*, 31(4), 854-872.
- Mongkolkachit, P. (2016). The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Performance: Empirical Study of Thai Public Listed Companies. *Veridian e-Journal ฉบับภาษาไทย สาขามนุษยศาสตร์ สังคมศาสตร์ และศิลปะ และฉบับ International Humanities, Social sciences and arts*, 9(5), 24-36.
- Moskowitz, M. (1972). Choosing socially responsible stocks. *Business and society review*, 1(1), 71-75.
- Preston, L. E., & O'bannon, D. P. (1997). The corporate social-financial performance relationship: A typology and analysis. *Business & Society*, 36(4), 419-429.
- Ruf, B.M., Muralidhar, K., Brown, R.M., Janney, J.J. and Paul, K., 2001. An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective. *Journal of business ethics*, 32(2), pp.143-156.
- SET. 2016. SET. (ONLINE) Available at: [https://www.set.or.th/sustainable\\_dev/th/sr/sd/awards\\_p1.html](https://www.set.or.th/sustainable_dev/th/sr/sd/awards_p1.html) (Accessed 30 March 2019).



- Turban, D.B. and Greening, D.W., 1997. Corporate social performance and organizational attractiveness to prospective employees. *Academy of management journal*, 40(3), pp.658-672.
- Ullmann, A.A., 1985. Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of US firms. *Academy of management review*, 10(3), pp.540-557.
- Vance, S. C. (1975). Are socially responsible corporations good investment risks? *Management review*, 64(8), 19-24.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic management journal*, 18(4), 303-319.
- <https://epi.envirocenter.yale.edu/2018/report/category/hlt.2018>. Environmental Performance Index. (ONLINE) Available at: <https://epi.envirocenter.yale.edu>. (Accessed 15 May 2018).