

อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการ การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม และการเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญา ต่อมูลค่ากิจการ :
หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Influence of Corporate Governance, Corporate Social Responsibility Disclosure, and Intellectual Capital Disclosure towards Firm Value: Evidence from Companies Listed in the Stock Exchange of Thailand

¹สุพัตรา อภิชัยมงคล, ²สันนุดี เสลารัตน์ และ ³ภูมิฐาน รังकुณวิวัฒน์

¹Supattra Apichaimongkol, ²Sannudee Selaratana and ³Poomthan Rangakulnuwat

^{1, 2}คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

^{1, 2}School of Accountancy, The University of the Thai Chamber of Commerce, Thailand

³คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

³Faculty of Economics, Kasetsart University, Thailand

Email: ¹supattra.a@rmutp.ac.th, ²sannudee_sel@utcc.ac.th, ³poomthan.r@ku.ac.th

Received June 17, 2022; Revised July 21, 2022; Accepted August 13, 2022

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการ การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม และการเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญาที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลจำนวน 896 ตัวอย่าง ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561-2562 ตัวแปรมูลค่ากิจการ วัดจากอัตราส่วน Tobin's Q ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วย คะแนนการกำกับดูแลกิจการ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการ และค่าตอบแทนกรรมการ การวัดค่าตัวแปรการเปิดเผยข้อมูลใช้วิธีการวิเคราะห์เนื้อหา กำหนด 5 ระดับคะแนน (ต่ำสุด 0 คะแนน = ไม่มีการเปิดเผยข้อมูล สูงสุด 4 คะแนน = เปิดเผยข้อมูลทั้งข้อความ ตัวเลขที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน) โดยตัวแปรการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม จำนวน 43 ตัวชี้วัด ครอบคลุม 4 ด้าน คือ สิ่งแวดล้อม ชุมชน การทำงาน และการตลาด ส่วนตัวแปรการเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญา จำนวน 32 ตัวชี้วัด ครอบคลุม 6 ด้าน คือ พนักงาน เทคโนโลยีสารสนเทศ กระบวนการ การวิจัยและพัฒนา ลูกค้า และกลยุทธ์ ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดกิจการ อายุกิจการ ความเสี่ยงทางการเงิน นโยบายเงินปันผล โอกาสการลงทุน ผลผลิตกิจการ และกลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับการทดสอบสมมติฐานเป็นการวิเคราะห์ถดถอย

พหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า การกำกับดูแลกิจการ และการเปิดเผยข้อมูลทางบัญชีมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ตัวแปรควบคุมที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ โอกาสการลงทุน ผลผลิตกิจการ อายุกิจการ และความเสี่ยงทางการเงิน ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต ควรเพิ่มช่วงระยะเวลาในการศึกษา เนื่องจากการวัดประสิทธิภาพ และประสิทธิผลของการแสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคมอาจต้องใช้ระยะเวลานานกว่านี้

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ; ความรับผิดชอบต่อสังคม; ทูทางบัญชี; มูลค่ากิจการ

Abstract

The objective of this study was to explore the influences of corporate governance, corporate social responsibility disclosure, and intellectual capital disclosure on firm value of companies listed on the Stock Exchange of Thailand with 896 observations during the years 2018 and 2019. Tobin's Q ratio was used for the measurement of firm value variables. The corporate governance variables consisted of corporate governance score, major shareholder ratio, number of meetings of the board of directors, and directors' remuneration. Disclosure variables were measured using content analysis with 5 score levels (minimum 0=no disclosure, maximum 4=disclosure of text; monetary and non-monetary). The corporate social responsibility disclosure variable consisted of 43 indicators covering 4 areas, which were: environment, community, workplace, and marketplace. The intellectual capital disclosure variable consisted of 32 indicators covering 6 areas, which were: employees, information technology, processes, research and development, customers, and strategy. Control variables include firm size, firm age, financial leverage, dividend policy, investment opportunity, productivity of the firm and industry sector. In terms of hypothesis testing, multiple linear regression was applied. The findings revealed that corporate governance and intellectual capital disclosure significantly and positively impacted firm value. In addition, control variables that significantly impacted firm value consisted of investment opportunity, productivity of the firm, firm age, and financial leverage. A suggestion for future research is to extend the period of study because the measurement of efficiency and effectiveness of corporate social responsibility disclosure might take a long period of time.

Keywords: Corporate Governance; Corporate Social Responsibility; Intellectual Capital; Firm Value

บทนำ

วัตถุประสงค์สำคัญในการดำเนินงานของกิจการคือการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ผ่านการบริหารงานและนโยบายต่าง ๆ อันนำมาสู่การเพิ่มมูลค่ากิจการ โดยปัจจัยที่ส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของมูลค่ากิจการ แบ่งเป็นปัจจัยทางการเงิน เช่น มูลค่าของสินทรัพย์ ยอดขาย และกำไร และปัจจัยที่มีใช้ทางการเงิน เช่น การกำกับดูแลกิจการ ความรับผิดชอบต่อสังคม และทุนทางปัญญา ซึ่งปัจจัยทางการเงินได้ถูกแสดงไว้ในงบการเงิน ในขณะที่ปัจจัยที่มีใช้ทางการเงินไม่ได้ถูกแสดงในงบการเงิน แต่จะถูกระบุในรูปแบบรายงานประจำปี รายงานเพื่อความยั่งยืน รวมทั้งรายงานอื่น ๆ ที่เผยแพร่ต่อสาธารณะ ซึ่งปัจจัยทั้งสองรูปแบบส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ (Buallay, Hamdan & Zureigat, 2017; Astuti, Wahyudi & Mawardi, 2018; Salvi et al., 2020) โดยการตัดสินใจทางเศรษฐกิจของผู้บริหารและผู้ลงทุนไม่ได้ใช้เพียงแค่ข้อมูลเกี่ยวกับประสิทธิภาพทางการเงินเพียงอย่างเดียว (Astuti, Wahyudi & Mawardi, 2018) แต่ใช้ข้อมูลที่มีใช้ทางการเงินด้วย

งานวิจัยอดีตที่ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีใช้ทางการเงินที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ เช่น งานวิจัยของ Aslam et al. (2018) ใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทในประเทศออสเตรเลีย โดยกำหนดตัวแปรอิสระเป็นการกำกับดูแลกิจการ และทุนทางปัญญา และตัวแปรตามเป็นมูลค่ากิจการ และความรับผิดชอบต่อสังคม และงานวิจัยของ Putri et al. (2017) ใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทในกลุ่มเหมืองแร่ในประเทศอินโดนีเซีย โดยศึกษาผลกระทบของทุนทางปัญญา (คำนวณ VAIC) ความรับผิดชอบต่อสังคม (ดัชนี GRI) และการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ส่วนงานวิจัยของ Seangarvut, Prakobsaeng & Kumsuprom (2019) เลือกใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม MAI โดยทำการศึกษา การกำกับดูแลกิจการ ที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ จะเห็นได้ว่าการศึกษาผลกระทบต่อมูลค่ากิจการยังไม่มีการศึกษาในส่วนของการเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญาที่เป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

ถึงแม้หน่วยงานกำกับดูแลได้กำหนดและส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนปฏิบัติตามกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี แต่ยังปรากฏข่าวการไม่ปฏิบัติตามกลไกดังกล่าว เช่น กรณีบริษัท เนชั่น มัลติมีเดีย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (The Securities and Exchange Commission, 2022) ซึ่งผลของการกระทำดังกล่าวย่อมส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียทั้งภายในและภายนอกกิจการอีกด้วย

ดังนั้น เพื่อให้เกิดความครบถ้วนในมุมมองของการประเมินมูลค่ากิจการ และเพื่อเป็นการยืนยันว่าผู้ลงทุนให้ความสำคัญต่อข้อมูลอื่นที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินด้วย ผู้วิจัยจึงมีความสนใจในการศึกษาปัจจัยที่มีใช้ทางการเงิน คือ การกำกับดูแลกิจการ ความรับผิดชอบต่อสังคม และทุนทางปัญญาที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ และปัจจัยทางการเงิน คือ ความเสี่ยงทางการเงิน โอกาสการลงทุน และผลผลิตของกิจการ เป็นตัวแปรควบคุม นอกจากนี้ผู้วิจัยได้กำหนดหัวข้อตัวชี้วัดเพื่อประเมินความรับผิดชอบต่อสังคม และทุนทางปัญญา โดยรวบรวมจากงานวิจัยในอดีต

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการ การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม และการเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญาที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ

การทบทวนวรรณกรรม

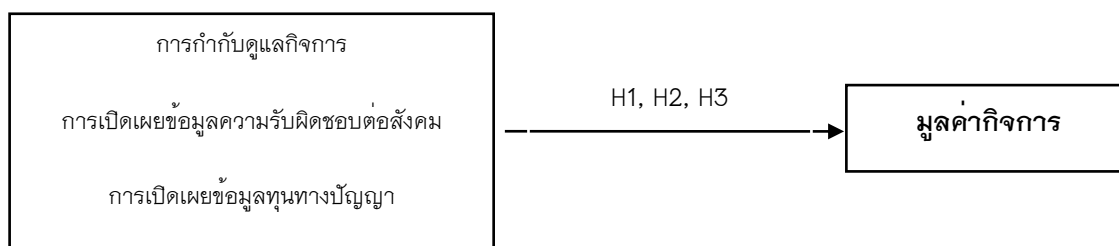
ทฤษฎีตัวแทนพัฒนามาจากงานวิจัยของ Jensen และ Meckling ที่ศึกษาทฤษฎีของกิจการ (Theory of The Firm) เมื่อปี ค.ศ.1976 โดยมีมุมมองว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานคนเดียวได้ จึงต้องให้บุคคลอื่นมาช่วยในการบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ หากผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนนี้เห็นแก่ประโยชน์ส่วนตน จะส่งผลให้ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะทำการบริหารงานที่ไม่โปร่งใสจนอาจเกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ดังนั้นกลไกการกำกับดูแลกิจการจะทำให้ผู้บริหาร หรือตัวแทนเปลี่ยนหรือลดการกระทำและพฤติกรรมนี้ได้ (Nguyen, Doan & Nguyen, 2020) โดยงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ และมูลค่ากิจการ มีผลการวิจัยที่มีความหลากหลาย เช่น Kongkadvanich (2020) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการ ส่วนงานวิจัยของ Pillai & Al-Malkawi (2018) ที่ศึกษาประเทศในกลุ่ม GCC และพบความสัมพันธ์เชิงลบของคณะกรรมการกับมูลค่ากิจการทุกประเทศ นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่พบว่าแต่ละหัวข้อย่อยของการกำกับดูแลกิจการส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่แตกต่างกัน เช่น Buallay et al. (2017) พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 3 รายแรกมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ ในขณะที่ขนาดของกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Khan, Tanveer & Malik (2017) ที่พบว่าขนาดของคณะกรรมการ และการควมตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุด (CEO) ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ในขณะที่กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร และคณะกรรมการตรวจสอบส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และงานวิจัยของ Mishra & Kapil (2017) ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการ และจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้น เพื่อให้เกิดความชัดเจนมากยิ่งขึ้น ผู้วิจัยจึงควรศึกษาเพิ่มเติมเพื่อหาหลักฐานเชิงประจักษ์สำหรับบทบาทของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ จึงตั้งสมมติฐานว่า H1 : การกำกับดูแลกิจการมีผลต่อมูลค่ากิจการ

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเป็นรากฐานในการสร้างแนวคิดความรับผิดชอบต่อสังคม ที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างกิจการกับผู้มีส่วนได้เสีย เช่น ลูกค้า พนักงาน ผู้ลงทุน คู่ค้า รัฐบาล (Mulyadi & Anwar, 2012) ที่อาจส่งผลกระทบ หรือได้รับผลกระทบจากนโยบาย กลยุทธ์ หรือการดำเนินงานของกิจการ ผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียภายในกิจการ เช่น การเพิ่มประสิทธิภาพงานและความรักดีของพนักงาน ซึ่งส่งผลต่อกำไรจากการดำเนินงาน และผู้มีส่วนได้เสียภายนอก เช่น ชื่อเสียงของกิจการ และความพึงพอใจของลูกค้า ซึ่งนำมาสู่มูลค่าเพิ่มของกิจการ (Yoon & Chung, 2018) โดยผลของงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่าความรับผิดชอบต่อสังคมส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Astuti, Wahyudi &

Mawardi, 2018; Machmuddah, Sari & Utomo, 2020; Adiputra & Hermawan, 2020) ส่วนงานวิจัยที่พบความสัมพันธ์เชิงลบ เช่น Crisóstomo, Freire & Vasconcellos (2011) ใช้การคำนวณดัชนี CSR โดยคำนวณจากค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับสังคม ทั้งผู้มีส่วนได้เสียภายใน (พนักงาน) ผู้มีส่วนได้เสียภายนอก และการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมหารด้วยยอดขายสุทธิ ในขณะที่งานวิจัยที่ไม่พบความสัมพันธ์เช่น Kurniasari & Warastuti (2015) ที่เลือกใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทในประเทศอินโดนีเซีย ซึ่งจากผลการวิจัยข้างต้น ทำให้ทราบว่า การแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมส่งผลต่อมูลค่ากิจการ แต่ไม่สามารถสรุปทิศทางได้ จึงตั้งสมมติฐานว่า H2 : การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมมีผลต่อมูลค่ากิจการ

ทุนทางปัญญาเป็นส่วนหนึ่งของการจัดการเชิงกลยุทธ์ และมีส่วนช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการ (Aslam et al., 2018) โดยทุนทางปัญญาเป็นสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนของกิจการ และอาจไม่มีการแสดงในงบการเงิน (Shubita, 2019) แนวทางประเมินทรัพย์สินทางปัญญา แบ่งออกเป็น 2 แนวทาง คือ แนวทางที่ 1 ประเมินจากการคำนวณประสิทธิภาพของทุนทางปัญญา ซึ่งแนวทางนี้เกิดจากความต้องการวัดมูลค่าของทุนทางปัญญาแต่ไม่สามารถคำนวณจากตัวเลขในงบการเงินได้ จึงมีการคิดค้นการคำนวณเพื่อวัดประสิทธิภาพของทุนทางปัญญาโดยใช้ข้อมูลจากตัวเลขในงบการเงิน เช่น VAIC ที่พัฒนาโดย Pulic เมื่อปี ค.ศ.1998 (Pulic, 2008) และแนวทางที่ 2 ประเมินจากการเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญา เนื่องจากข้อจำกัดของการคำนวณประสิทธิภาพทุนทางปัญญา ที่ไม่สามารถวัดมูลค่าได้ทุกมุมมองของทุนทางปัญญา ในหลายงานวิจัยที่ผ่านมาจึงใช้วิธีการวิเคราะห์เนื้อหาในรายงานประจำปี เช่น Indaryanti, Lestari & Fitriah (2020) งานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า การเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญาส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Subaida, Nurkholis & Mardiaty, 2018; Salvi et al., 2020) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานสำหรับงานวิจัยนี้ว่า H3 : การเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญามีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัย

1. กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 448 บริษัท โดยเกณฑ์การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างเป็นไปตามตารางที่ 1 และระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา ตั้งแต่ปี พ.ศ.2561-2562 คิดเป็น 896 ตัวอย่าง

ตารางที่ 1 การคำนวณกลุ่มตัวอย่าง

บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามข้อมูล ณ วันที่ 5 ตุลาคม 2563	794	บริษัท
หัก บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)	171	บริษัท
หัก บริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน	5	บริษัท
หัก บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เนื่องจากโครงสร้างธุรกิจที่แตกต่างกัน	61	บริษัท
หัก บริษัทในหมวดธุรกิจกองทุนอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์	59	บริษัท
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนในช่วงที่ทำการศึกษา	50	บริษัท
จำนวนบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้	448	บริษัท

2. ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย

2.1 ตัวแปรอิสระ : การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)

- คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ผู้วิจัยเลือกใช้ข้อมูลจากรายงานการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ซึ่งแสดงข้อมูลเฉพาะบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ได้รับสัญลักษณ์ 3 ดาวขึ้นไป ดังนั้นจึงกำหนดวัดค่าจากตัวแปรหุ่น โดยมีรายละเอียดตามตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ตัวแปรหุ่นคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR)	ตัวแปร	ตัวแปรหุ่น
บริษัทที่ได้รับคะแนน 90-100 หรือ 5 ดาว	CGR 1	1=บริษัทที่ได้รับคะแนนระหว่าง 90-100 0=บริษัทที่ได้รับคะแนนในระดับอื่น
บริษัทที่ได้รับคะแนน 80-89 หรือ 4 ดาว	CGR 2	1=บริษัทที่ได้รับคะแนนระหว่าง 80-89 0=บริษัทที่ได้รับคะแนนในระดับอื่น
บริษัทที่ได้รับคะแนน 70-79 หรือ 3 ดาว	CGR 3	1=บริษัทที่ได้รับคะแนนระหว่าง 70-79 0=บริษัทที่ได้รับคะแนนในระดับอื่น

- สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผู้วิจัยคำนวณอัตราการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น ดังนี้
 สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (OWN) = $\frac{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ถือโดยผู้ถือหุ้นสูงสุด 10 อันดับแรก}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายทั้งหมด}} \times 100$

- จำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการบริษัท (MET) ใช้จำนวนครั้งการประชุมที่มีการเปิดเผยไว้ในแบบรายงานประจำปีของแต่ละบริษัท

- ค่าตอบแทนกรรมการ (DIR) ใช้ค่าลอการิทึมธรรมชาติของค่าตอบแทนกรรมการบริษัทที่แสดงเป็นตัวเงิน เฉพาะค่าตอบแทนในฐานะกรรมการ

2.2 ตัวแปรอิสระ : การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibilities Disclosure – CSRD) ผู้วิจัยจึงเลือกใช้วิธีการวิเคราะห์เนื้อหา (Content Analysis) ในส่วนของการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมเป็นการวิเคราะห์เชิงปริมาณ ซึ่งผู้วิจัยเลือกใช้ข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนได้มีการเปิดเผยไว้ในรายงานประจำปี และกำหนดตัวชี้วัดที่ใช้ในการวัดค่าตัวแปร ทั้ง 4 ด้าน รวม 43 ตัวชี้วัด ดังนี้

- | | | | |
|--------------------------------|--------------|--------------------------|--------------|
| 1) สิ่งแวดล้อม (Environmental) | 13 ตัวชี้วัด | 2) ชุมชน (Community) | 11 ตัวชี้วัด |
| 3) การทำงาน (Workplace) | 12 ตัวชี้วัด | 4) การตลาด (Marketplace) | 7 ตัวชี้วัด |

2.3 ตัวแปรอิสระ : การเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญา (Intellectual Capital Disclosure – ICD) ผู้วิจัยเลือกใช้การวิเคราะห์เนื้อหาในการประเมินการเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญาตามแบบรายงานประจำปี เนื่องจากข้อจำกัดในการคำนวณเพื่อให้ทราบถึงประสิทธิภาพที่แท้จริงของทุนทางปัญญา และการไม่มีข้อกำหนดในการบังคับใช้สำหรับการรับรู้มูลค่าทุนทางปัญญาในงบการเงิน โดยกำหนดตัวชี้วัดที่ใช้ในการวัดค่าตัวแปร ทั้ง 6 ด้าน รวม 32 ตัวชี้วัด ดังนี้

- | | | | |
|--------------------------------|-------------|---------------------------------|-------------|
| 1) ด้านพนักงาน | 5 ตัวชี้วัด | 2) ด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ | 4 ตัวชี้วัด |
| 3) ด้านกระบวนการ | 6 ตัวชี้วัด | 4) ด้านการวิจัยและพัฒนา | 5 ตัวชี้วัด |
| 5) ทุนทางปัญญาที่เกิดจากลูกค้า | 7 ตัวชี้วัด | 6) ทุนทางปัญญาที่เกิดจากกลยุทธ์ | 5 ตัวชี้วัด |

เพื่อเป็นการลดความคลาดเคลื่อนของการใช้ภาษาที่แตกต่างกัน จึงกำหนดระดับคะแนนการเปิดเผยข้อมูลทั้ง 2 ตัวแปร (CSRD และ ICD) ออกเป็น 5 ระดับ โดยมีรายละเอียดในตารางที่ 3 เมื่อเก็บรวบรวมข้อมูลแล้ว ผู้วิจัยจะทำการรวมคะแนนของแต่ละบริษัทเป็นค่าคะแนนการเปิดเผยข้อมูล และเพื่อให้เกิดความเที่ยงและความเชื่อถือได้ของข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ โดยผู้วิจัยกำหนดให้มีผู้ช่วยนักวิจัย 2 คน เป็นคนเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูลเดียวกัน และหากเกิดความแตกต่างของการให้ระดับคะแนนการเปิดเผยข้อมูลของผู้ช่วยนักวิจัยทั้ง 2 คน ผู้วิจัยจะเป็นผู้ตัดสินใจเลือกให้ระดับคะแนนที่สอดคล้องและเหมาะสมกับตัวชี้วัดที่กำหนด

ตารางที่ 3 คาระดับคะแนนการเปิดเผยข้อมูล

คะแนน	เปิดเผยข้อมูลตามตัวชี้วัด		
	ข้อความ	ตัวเลขที่ไม่เป็นตัวเงิน	ตัวเลขที่เป็นตัวเงิน
0 คะแนน	-	-	-
1 คะแนน	/	-	-
2 คะแนน	/	/	-
3 คะแนน	/	-	/
4 คะแนน	/	/	/

หมายเหตุ : / หมายถึง เปิดเผยข้อมูล, - หมายถึง ไม่มีการเปิดเผยข้อมูล

2.4 ตัวแปรตาม : มูลค่ากิจการ (Firm Value) ผู้วิจัยคำนวณมูลค่ากิจการโดยใช้ Tobin's Q มาเป็นเครื่องมือในการประเมินมูลค่ากิจการ ตามแนวคิดของ Chung และ Pruitt (1994) โดยงานวิจัยนี้เลือกใช้สมการคำนวณที่ปรากฏในงานวิจัยของ Bijlmakers (2018) ดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \frac{(\text{DEBT}_{\text{ST}} - \text{ASSETS}_{\text{ST}}) + \text{DEBT}_{\text{LT}} + \text{No.of CS} * \text{MP} + \text{PS}}{\text{TOTAL ASSETS}}$$

โดยที่	Tobin's Q	= มูลค่ากิจการ
	DEBT _{ST}	= หนี้สินระยะสั้น
	ASSETS _{ST}	= สินทรัพย์ระยะสั้น
	DEBT _{LT}	= หนี้สินระยะยาว
	CS	= จำนวนหุ้นสามัญที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น
	MP	= ราคาตลาดของหุ้นสามัญ ณ วันที่ปิดงวดบัญชีประจำปี
	PS	= มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ

2.5 ตัวแปรควบคุม เพื่อเป็นการควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่อการอธิบายมูลค่ากิจการ ผู้วิจัยจึงเลือกใช้ตัวแปรควบคุม ดังนี้

- 1) ขนาดของกิจการ วัดค่าตัวแปรจากลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าสินทรัพย์รวม
- 2) อายุของกิจการ วัดค่าตัวแปรตั้งแต่เริ่มตั้งกิจการจนถึงปีที่ทำการวิจัย (ปี พ.ศ.2561)
- 3) ความเสี่ยงทางการเงิน คำนวณโดยนำหนี้สินรวมหารสินทรัพย์รวม
- 4) นโยบายเงินปันผล คำนวณโดยนำเงินปันผลต่อหุ้นหารกำไรต่อหุ้น
- 5) โอกาสการลงทุน คำนวณจากโดย (มูลค่าตามบัญชีสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน_t + มูลค่าตามบัญชีสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน_{t-1}) / สินทรัพย์รวม
- 6) ผลผลิตของกิจการ คำนวณโดยนำยอดขายสุทธิ/สินทรัพย์รวม
- 7) กลุ่มอุตสาหกรรม วัดค่าจาก ตัวแปรหุ่น โดยจำแนกเป็น 2 ค่า คือ 0 และ 1

ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ประกอบด้วย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน รวมทั้งความถี่ และร้อยละของตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย ซึ่งผลการวิเคราะห์พบว่าการที่ได้รับความเห็นการกำกับดูแลกิจการ (CGR) 5 ดาว จำนวน 107 แห่ง คิดเป็นร้อยละ 23.90 (ปี 2561) และ 137 แห่ง คิดเป็นร้อยละ 30.60 (ปี 2562) ความเห็นการกำกับดูแลกิจการ (CGR) 4 ดาว จำนวน 146 แห่ง คิดเป็นร้อยละ 32.60 (ปี 2561) และ 153 แห่ง คิดเป็นร้อยละ 34.20 (ปี 2562) ความเห็นการกำกับดูแลกิจการ (CGR) 3 ดาว จำนวน 116 แห่ง คิดเป็นร้อยละ 25.90 (ปี 2561) และ 93 แห่ง คิดเป็นร้อยละ 20.80 (ปี 2562) ในส่วนตัวแปรสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (OWN) มีค่าต่ำสุด เท่ากับ ร้อยละ 21.48 (ปี 2561) และ 23.47 (ปี 2562) ค่าสูงสุด เท่ากับร้อยละ 99.54 (ปี 2561) และ 99.20 (ปี 2562) โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 70.5263 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 70.5263 (ปี 2561) และ 71.20520 (ปี 2562) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 15.208 (ปี 2561) และ 15.189 (ปี 2562)

จำนวนครั้งการประชุม (MET) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 3 ครั้ง (ปี 2561) และ 4 ครั้ง (ปี 2562) ค่าสูงสุดเท่ากับ 29 ครั้ง (ปี 2561) และ 26 ครั้ง (ปี 2562) โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 7.683 (ปี 2561) และ 7.592 (ปี 2562) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 3.407 (ปี 2561) และ 3.481 (ปี 2562) สำหรับค่าตอบแทนกรรมการ (DIR) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 5.204 (ปี 2561) และ 5.230 (ปี 2562) ค่าสูงสุดเท่ากับ 7.907 (ปี 2561) และ 7.8997 (ปี 2562) โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.607 (ปี 2561) และ 6.606 (ปี 2562) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.470 (ปี 2561) และ 0.467 (ปี 2562)

กิจการมีการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 11 คะแนน (ปี 2561) และ 8 คะแนน (ปี 2562) ค่าสูงสุดเท่ากับ 84 คะแนน (ปี 2561) และ 89 คะแนน (ปี 2562) โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 35.853 คะแนน (ปี 2561) 36.962 คะแนน (ปี 2562) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 13.556 (ปี 2561) และ 14.306 (ปี 2562) ส่วนการเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญา มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 12 คะแนน (ปี 2561) และ 11 คะแนน (ปี 2562) ค่าสูงสุดเท่ากับ 59 คะแนน (ปี 2561) และ 56 คะแนน (ปี 2562) โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 27.196 คะแนน (ปี 2561) 27.362 คะแนน (ปี 2562) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 7.315 (ปี 2561) และ 7.294 (ปี 2562)

มูลค่ากิจการที่คำนวณจากอัตราส่วน Tobin's Q มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.272 (ปี 2561) และ -0.257 (ปี 2562) ค่าสูงสุดเท่ากับ 10.505 (ปี 2561) และ 5.887 (ปี 2562) โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.983 (ปี 2561) และ 0.912 (ปี 2562) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 1.029 (ปี 2561) และ 0.948 (ปี 2562)

3. แบบจำลองในการวิจัย

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{CGR1}_i + \beta_2 \text{CGR2}_i + \beta_3 \text{CGR3}_i + \beta_4 \text{OWN}_i + \beta_5 \text{MET}_i + \beta_6 \text{DIR}_i \\ & + \beta_7 \text{CSR}_i + \beta_8 \text{ICD}_i + \beta_9 \text{SIZE}_i + \beta_{10} \text{AGE}_i + \beta_{11} \text{LEV}_i + \beta_{12} \text{DPR}_i \\ & + \beta_{13} \text{Investment}_i + \beta_{14} \text{Productivity}_i + \beta_{15} \text{INDUS1} + \beta_{16} \text{INDUS2} \\ & + \beta_{17} \text{INDUS3} + \beta_{18} \text{INDUS4} + \beta_{19} \text{INDUS5} + \beta_{20} \text{INDUS6} + \varepsilon_i \end{aligned}$$

เมื่อ	Tobin's Q_i	=	มูลค่ากิจการ
	CGR_i	=	คะแนนการกำกับดูแลกิจการ วัดค่าจากตัวแปรหุ่น
	CGR_1	=	1 เมื่ออยู่ในกลุ่ม 5 ดาว 0, อื่น ๆ
	CGR_2	=	1 เมื่ออยู่ในกลุ่ม 4 ดาว 0, อื่น ๆ
	CGR_3	=	1 เมื่ออยู่ในกลุ่ม 3 ดาว 0, อื่น ๆ
	OWN_i	=	สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่
	MET_i	=	จำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการบริษัท
	DIR_i	=	ค่าตอบแทนกรรมการ
	$CSR D_i$	=	คะแนนการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม
	ICD_i	=	คะแนนการเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญา
	$SIZE_i$	=	ขนาดของกิจการ
	AGE_i	=	อายุของกิจการ
	LEV_i	=	ความเสี่ยงทางการเงิน
	DPR_i	=	นโยบายเงินปันผล
	$Investment_i$	=	โอกาสการลงทุน
	$Productivity_i$	=	ผลิตผลของกิจการ
	$INDUS1$	=	1, เมื่อกิจการอยู่ในกลุ่มทรัพยากร (RESOURCE)
	$INDUS2$	=	1, เมื่อกิจการอยู่ในกลุ่มเทคโนโลยี (TECH)
	$INDUS3$	=	1, เมื่อกิจการอยู่ในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMER)
	$INDUS4$	=	1, เมื่อกิจการอยู่ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (FOOD)
	$INDUS5$	=	1, เมื่อกิจการอยู่ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUSTRY)
	$INDUS6$	=	1, เมื่อกิจการอยู่ในกลุ่มบริการ (SERVICE)
	ε	=	ค่าความคลาดเคลื่อน (Error Term)
	i	=	บริษัท i

โดยก่อนดำเนินการเก็บข้อมูลการเปิดเผยข้อมูล ผู้วิจัยทดสอบความน่าเชื่อถือและความเที่ยงตรงของหัวข้อต่าง ๆ ในกระดาษทำการเก็บข้อมูล โดยค่าสัมประสิทธิ์ความเชื่อถือมีค่า Cronbach's alpha ของ CSR เท่ากับ 0.812 และของ IC เท่ากับ 0.946 ซึ่งมากกว่า 0.8 (Krippendorff, 2012 อ้างถึงใน Nili, Tate & Barros, 2017) และค่าความเที่ยงตรงเชิงเหมือน (Convergent Validity) ใช้การคำนวณหาค่า AVE (Average Variance Extracted) ของ CSR และ IC ได้เท่ากับ 0.836 และ 0.799 ตามลำดับ ซึ่งมากกว่า 0.5 (Hair et al., 2014 อ้างถึงใน Atan & Mahmood, 2019)

ผลการวิจัย

การประมาณค่าพารามิเตอร์ในแบบจำลอง จะใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross Section Data) ปี 2561 และ ปี 2562 โดยได้ทำการตรวจสอบเงื่อนไขก่อนการวิเคราะห์การถดถอย คือ ความสัมพันธ์เชิงเส้นต่อกันของตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) และความไม่คงที่ของความแปรปรวนในตัวแปรสุ่มคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity)

ผลการตรวจสอบความสัมพันธ์ของตัวแปร ตามตารางที่ 4 พบว่า ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กันมากที่สุดและเป็นไปในทิศทางเดียวกัน คือ การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) กับการเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญา (ICD) มีค่าสัมประสิทธิ์ Pearson Correlation เท่ากับ 0.577 ซึ่งไม่เกินกว่า 0.8 ตามเกณฑ์ของ Stevens (1992:26) (Kaiwan, 2014) แสดงว่าไม่เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) นอกจากนี้ผู้วิจัยยังได้นำค่า VIF มาตรวจสอบและพบว่า ค่า VIF (variance inflation factor) ไม่เกิน 10 แสดงว่าไม่เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) (Singchangchai, 2006 อ้างถึงใน Kaiwan, 2014) แต่การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ครั้งนี้ พบปัญหาความไม่คงที่ของความแปรปรวนในตัวแปรสุ่มคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity) ในแต่ละแบบจำลองและได้ทำการแก้ไขปัญหาดังกล่าว โดยใช้การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยวิธี Heteroskedasticity-robust standard errors (Tangtammaruk, 2022)

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ Pearson Correlation

ตัวแปร	OWN	MET	DIR	CSR	ICD
OWN	1				
MET	-0.078*	1			
DIR	-0.056	0.246**	1		
CSR	0.007	0.173**	0.446**	1	
ICD	-0.031	0.111**	0.404**	0.577**	1

หมายเหตุ : ระดับนัยสำคัญ *p<0.05, **p<0.01

การวิเคราะห์ตัวแบบ (Model) ที่ใช้ในการทดสอบเป็นไปตามแบบจำลองของงานวิจัย ซึ่งนำเสนอผลการทดสอบตามตารางที่ 5 ตัวแบบที่ 1 (Model1) และผู้วิจัยทำ Robustness Test เพื่อเป็นการยืนยันว่า กลุ่มอุตสาหกรรม ไม่มีผลกระทบต่อผลการทดสอบ จึงกำหนดเป็นตัวแบบที่ 2 (Model2)

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณตามวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square (OLS))

ตัวแปร	Model 1		Model 2	
	ปี2561	ปี2562	ปี2561	ปี2562
	Coef. (p-value)	Coef. (p-value)	Coef. (p-value)	Coef. (p-value)
Constant	-0.770197 (0.4213)	-2.85006*** (0.0005)	-1.11077 (0.2708)	-3.14440*** (0.0002)
CGR1	-0.0847910 (0.6364)	-0.161675 (0.2706)	-0.112813 (0.5469)	-0.109004 (0.5009)
CGR2	-0.101644 (0.4520)	-0.129251 (0.3084)	-0.0604688 (0.6652)	-0.0491923 (0.7198)
CGR3	-0.135767 (0.3257)	-0.0741143 (0.5568)	-0.118537 (0.4200)	-0.0813563 (0.5667)
OWN	0.00422321 (0.2702)	0.00693594*** (0.0070)	0.00250057 (0.5466)	0.00579666** (0.0376)
MET	-0.0165817 (0.1543)	0.00433094 (0.7084)	-0.0199831* (0.0741)	0.00267581 (0.8107)
DIR	0.249193 (0.1053)	0.399125*** (0.0007)	0.340147** (0.0377)	0.469626*** (0.0003)
CSR	-0.00148808 (0.7163)	-0.00496710 (0.2191)	-0.00482130 (0.2869)	-0.00806624** (0.0438)
ICD	0.0157201 (0.1027)	0.0156517* (0.0659)	0.0205819** (0.0497)	0.0176816** (0.0411)
SIZE	-0.0407784 (0.6932)	0.0279371 (0.7767)	-0.0734036 (0.4945)	0.00962981 (0.9244)
LEV	-0.674770** (0.0129)	-0.514077** (0.0190)	-0.583001** (0.0418)	-0.500364** (0.0324)
AGE	-0.00826616** (0.0117)	-0.00857897*** (0.0042)	-0.00819128** (0.0129)	-0.00848350*** (0.0047)
DPR	-0.0102174 (0.6169)	-0.000124429 (0.1487)	0.00946707 (0.6402)	0.000162371** (0.0465)
Investment	0.390090*** (0.0004)	0.389773*** (0.0001)	0.5776612*** (0.0000)	0.583054*** (0.0000)
Productivity	0.178583** (0.0432)	0.180004*** (0.0084)	0.156982* (0.0753)	0.196267** (0.0108)
RESOURCE	-0.0297755 (0.8107)	0.0155092 (0.8919)		
TECH	-0.0615040 (0.7390)	0.0184066 (0.9157)		
CONSUMER	-0.361957** (0.0431)	-0.203662 (0.1821)		
FOOD	-0.00389023 (0.9792)	0.305897* (0.0843)		
INDUSTRY	-0.346438*** (0.0036)	-0.278940** (0.0150)		
SERVICE	0.695724*** (0.0002)	0.669270*** (0.0000)		
R Square	0.240326	0.296456	0.121441	0.179734
Adj. R ²	0.204744	0.263503	0.093035	0.153213
Sig F-statistic	8.799515*** (0.0000)	8.550386*** (0.0000)	9.853868*** (0.0000)	8.915251*** (0.0000)

หมายเหตุ : ระดับนัยสำคัญ * p<0.10, ** p<0.05, ***p<0.01

จากตารางที่ 5 พบว่า ทั้ง 2 ตัวแบบ มีค่า F-statistic อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ $p < 0.01$ แสดงว่า ในแต่ละตัวแบบที่ใช้ในการวิจัยมีความเหมาะสม และมีตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวที่มีผลกระทบต่อตัวแปรตาม โดยตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ คือ การกำกับดูแลกิจการ การเปิดเผยข้อมูลทางปัญญา อายุของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงิน โอกาสการลงทุน และผลิตผลกิจการ

ผลการวิจัยในส่วนของการกำกับดูแลกิจการพบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) มีค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง -0.0491923 ถึง -0.161675 ทั้ง 2 Model ทั้ง 2 ปี แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่า ถึงแม้กิจการจะได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ในระดับ 3-5 ดาว จะไม่ส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการ และกลุ่มอุตสาหกรรมไม่ส่งผลกระทบต่อผลการทดสอบ ส่วนจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัท (MET) มีค่าสัมประสิทธิ์ของปี 2561 เท่ากับ -0.0165817 (Model1) และ -0.0199831 (Model2) และมีค่าสัมประสิทธิ์ของปี 2562 เท่ากับ 0.00433094 (Model1) และ 0.00267581 (Model2) โดยไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ยกเว้นปี 2561 Model2 ที่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.10 แสดงว่า การเพิ่มขึ้นหรือลดลงของจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัท จะไม่ส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการ และกลุ่มอุตสาหกรรมไม่ส่งผลกระทบต่อผลการทดสอบ

นอกจากนี้สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (OWN) มีค่าสัมประสิทธิ์ของปี 2561 เท่ากับ 0.00422321 (Model1) และ 0.00250057 (Model2) แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ค่าสัมประสิทธิ์ของปี 2562 เท่ากับ 0.00693594 (Model1) และ 0.00579666 (Model2) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ แสดงว่า การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการ และกลุ่มอุตสาหกรรมไม่ส่งผลกระทบต่อผลการทดสอบ ในขณะที่ค่าตอบแทนกรรมการ (DIR) มีค่าสัมประสิทธิ์ของปี 2561 เท่ากับ 0.249193 (Model1) และ 0.340147 (Model2) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เฉพาะ Model2 ส่วนปี 2562 มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.399125 (Model1) และ 0.469626 (Model2) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทั้ง 2 Model รวมทั้งกลุ่มอุตสาหกรรมไม่ส่งผลกระทบต่อผลการทดสอบ แสดงว่า การที่กิจการมีการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการมากขึ้น จะส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการ

เมื่อพิจารณาจากตัวแปรอิสระที่อธิบายถึงการกำกับดูแลกิจการ ที่ประกอบด้วย คะแนนการกำกับดูแลกิจการ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการ และค่าตอบแทนกรรมการ จะมีเฉพาะค่าตอบแทนกรรมการ และสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก และมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ว่า การกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐาน H1

ผลการวิจัยในส่วนของการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของปี 2561 ของ Model 1 เท่ากับ -0.00148808 และของ Model 2 เท่ากับ -0.00482130 และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ รวมทั้งกลุ่มอุตสาหกรรมไม่ส่งผลกระทบต่อผลการทดสอบ ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ของปี 2562 Model 1 เท่ากับ -0.00496710 แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ใน Model2 มีค่า

สัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.00806624 ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 แสดงว่า เมื่อกิจการมีการเปิดเผยข้อมูล ความรับผิดชอบต่อสังคมเพิ่มขึ้นจะส่งผลต่อการลดลงของมูลค่ากิจการ แต่ด้วยผลการทดสอบทางสถิติไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงสรุปว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ว่า การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมมีผลต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐาน H2

ผลการวิจัยในส่วนของการเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญา (ICD) พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของปี 2561 เท่ากับ 0.0157201 (Model1) และ 0.0205819 (Model2) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เฉพาะ Model2 ส่วนปี 2562 มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0156517 (Model1) และ 0.0176816 (Model2) และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 และ 0.05 ตามลำดับ แสดงว่า เมื่อกิจการมีการเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญาที่มากขึ้น จะส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการ โดยกลุ่มอุตสาหกรรมมีผลกระทบต่อการทดสอบ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ว่า การเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญา มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐาน H3

ผลการวิจัยในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่า ความเสี่ยงทางการเงิน และอายุของกิจการมีผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนโอกาสการลงทุน และผลิตผลกิจการ มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งกลุ่มอุตสาหกรรมส่งผลกระทบต่อผลการทดสอบเฉพาะการเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญา

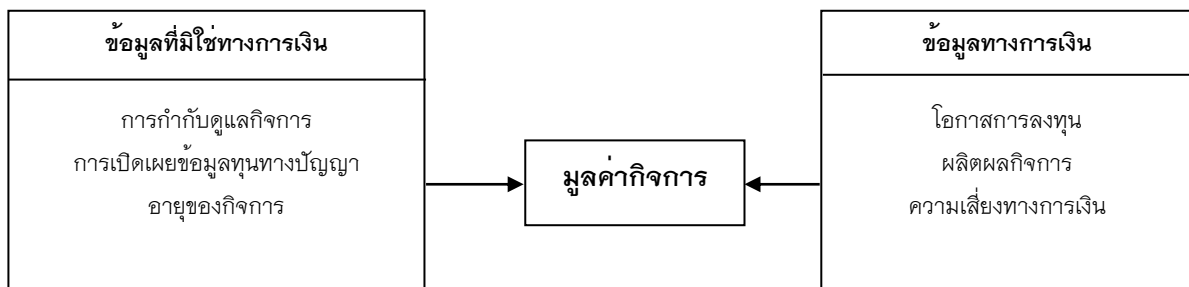
อภิปรายผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการ การเปิดเผยข้อมูลรับผิดชอบต่อสังคม และการเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญาที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งผลการวิจัยพบว่า การกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยถ้าดูแลการประกอบกิจการกำกับดูแลกิจการ พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และค่าตอบแทนกรรมการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยของ Buallya, Hamdan & Zureigat (2017) ที่ศึกษาในประเทศซาอุดีอาระเบียพบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 3 อันดับแรก (ถือหุ้นเกิน 50%) ส่งผลกระทบบางอย่างต่อมูลค่ากิจการ ความแตกต่างดังกล่าวเกิดจากการใช้สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ต่างกันโดยงานวิจัยนี้เลือก 10 อันดับแรก และมีความหลากหลายในร้อยละของการถือหุ้น

นอกจากนี้ผลการวิจัยยังพบว่า การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมส่งผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Omar & Zallom (2016) ที่พบว่า ความรับผิดชอบต่อสังคมที่ประกอบด้วยด้านสิ่งแวดล้อม ทรัพยากรมนุษย์ ชุมชน และผลิตภัณฑ์ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ที่แตกต่างกันตามประเภทอุตสาหกรรม (เคมีภัณฑ์ อาหาร และเครื่องดื่ม ยาและเวชภัณฑ์) เช่นอุตสาหกรรมเคมีภัณฑ์ที่พบว่าความรับผิดชอบต่อสังคมไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) นอกจากนี้งานวิจัยของ Yoon & Chung (2018) ที่แยกประเภท

ความรับผิดชอบต่อสังคมออกเป็นต่อผู้มีส่วนได้เสียภายใน และผู้มีส่วนได้เสียภายนอก ผลการวิจัยพบว่า ความรับผิดชอบต่อสังคมต่อผู้มีส่วนได้เสียภายในไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) แต่ความรับผิดชอบต่อสังคมต่อผู้มีส่วนได้เสียภายนอกส่งผลกระทบบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) จึงสรุปว่า การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการอาจต้องใช้เวลาระยะเวลาที่แตกต่างกันในการส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ โดยอาจขึ้นอยู่กับประเภทของอุตสาหกรรม หรือลักษณะของผู้มีส่วนได้เสีย รวมถึงการเผยแพร่กิจกรรมที่แสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคมมีช่องทางที่หลากหลายมากขึ้น ไม่เพียงแต่ในรายงานประจำปีเท่านั้น ในส่วนของการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับทุนทางปัญญาที่มีอยู่ในกิจการมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดทุนทางปัญญาที่ว่าหากกิจการมีทรัพยากรทุนทางปัญญา่อมสร้างความได้เปรียบในการแข่งขัน อันนำมาสู่การสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการ (Salvi et al., 2020)

องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย



ปัจจัยที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ ได้แก่ ข้อมูลที่มีใช้ทางการเงิน และข้อมูลทางการเงิน โดยข้อมูลที่มีใช้ทางการเงิน ประกอบด้วย การกำกับดูแลกิจการ การเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญา และอายุของกิจการ ในส่วนของข้อมูลทางการเงิน ประกอบด้วย โอกาสการลงทุน ผลิตผลกิจการ และความเสี่ยงทางการเงิน

สรุป

การวิจัยอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการ การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม และการเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญาจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงมูลค่ากิจการหรือไม่ ซึ่งผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า ข้อมูลที่มีใช้ทางการเงิน ได้แก่ การกำกับดูแลกิจการ การเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญา และอายุของกิจการ และข้อมูลทางการเงิน ได้แก่ โอกาสการลงทุน ผลิตผลกิจการ และความเสี่ยงทางการเงิน เป็นตัวแปรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ

ดังนั้น กิจการจึงควรปฏิบัติตามกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี และมีการลงทุนในทรัพยากรทุนทางปัญญา รวมถึงการลงทุนในสินทรัพย์อื่นๆ เพื่อสร้างโอกาสในการเติบโตและผลผลิตที่สูงขึ้นของกิจการ อันนำไปสู่มูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้นด้วย ในขณะที่เดียวกันหากอายุของกิจการที่เพิ่มขึ้น และมีภาระหนี้สินที่มากขึ้นแล้ว ย่อมส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่ลดลง โดยที่กิจกรรมที่แสดงออกถึงความรับผิดชอบต่อสังคมกลับไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งอาจเกิดจากการที่กิจกรรมความรับผิดชอบต่อสังคมเป็นการลงทุนที่กว่าจะส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอาจต้องใช้เวลาที่ยาวนานกว่าระยะเวลาที่ศึกษาในงานวิจัยนี้

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์

ผู้ลงทุนสามารถนำองค์ความรู้เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ ความรับผิดชอบต่อสังคม และทุนทางปัญญา ซึ่งเป็นข้อมูลที่มีใช้ตัวเลขทางการเงิน สามารถนำมาใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจ เนื่องจากปัจจัยดังกล่าวมีความสัมพันธ์กันและอาจช่วยให้การตัดสินใจมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

1. งานวิจัยนี้เก็บข้อมูล ระหว่างปี 2561-2562 จำนวน 2 ปี ซึ่งเป็นระยะเวลาที่อาจสั้นเกินไปในการเห็นคุณค่าของการทำกิจกรรมเพื่อความรับผิดชอบต่อสังคมที่จะส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้นงานวิจัยในครั้งต่อไปควรเพิ่มจำนวนปีในการเก็บข้อมูลเพื่อการวิเคราะห์ผลงานวิจัยที่ชัดเจนยิ่งขึ้น

2. งานวิจัยนี้มีการเลือกใช้ตัวแปรอิสระที่หลากหลายที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งตัวแปรดังกล่าวนั้นอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร ดังนั้นเพื่อให้เห็นถึงประโยชน์และประสิทธิภาพของตัวแปรอิสระ งานวิจัยในครั้งต่อไปควรเลือกใช้ความสามารถในการทำกำไร เช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

References

- Adiputra, I. G., & Hermawan, A. (2020). The Effect of Corporate Social Responsibility, Firm Size, Dividend Policy and Liquidity on Firm Value: Evidence from Manufacturing Companies in Indonesia. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 11(6), 325–338.
- Aslam, S., Ahmad, M., Amin, S., Usman, M., & Arif, S. (2018). The Impact of Corporate Governance and Intellectual Capital on Firm's Performance and Corporate Social Responsibility Disclosure: Evidence from Australian Listed Companies. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 12(1), 283–308.

- Astuti, F. Y., Wahyudi, S., & Mawardi, W. (2018). Analysis of Effect of Firm Size, Institutional Ownership, Profitability, and Leverage on Firm Value with Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure as Intervening Variables (Study on Banking Companies Listed on BEI Period 2012–2016). *Jurnal Bisnis STRATEGI*, 27(2), 95–109.
- Atan, J. b., & Mahmood, N. H. N. (2019). The role of transformational leadership style in enhancing employees' competency for organization performance. *Management Science Letters*, 9, 2191–2200. doi: 10.5267/j.msl.2019.7.033
- Bijlmakers, L. (2018). *The influence of Integrated Reporting on Firm Value an Application to the European Banking industry*[Master Degree dissertation, University of Amsterdam].
Scripties.uba.uva.nl
- Buallay, A., Hamdan, A., & Zureigat, Q. (2017). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Saudi Arabia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 78–98. doi:10.14453/aabfj.v11i1.6
- Crisóstomo, V. L., Freire, F. S., & Vasconcellos, F. C. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295–309. DOI 10.1108/174711111111141549
- Indaryanti, T. R., Lestari, R., & Fitriah, E. (2020). Intellectual Capital Disclosure and CSR Disclosure on Company Performance. *Proceedings of the International Conference on Management, Accounting, and Economy (ICMAE 2020). Advances in Economics, Business and Management Research*, 151. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200915.020>
- Kaiwan, Y. (2014). *Multivariate Statistical Analysis for Research* (2nd ed.). Chulalongkorn University.
- Khan, A., Tanveer, S., & Malik, U. (2017). An empirical analysis of corporate governance and firm value: Evidence from KSE–100 Index. *Accounting*, 3, 119–130. doi: 10.5267/j.ac.2016.7.003
- Kongkadvanich, L. (2020). Assessment of Good Corporate Governance and Firm Value of the Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Social Science and Buddhist Anthropology*, 5(9), 425–441.

- Kurniasari, W., & Warastuti, Y. (2015). The Relationship between CSR and Profitability to Firm Value in Sri-Kehati Index. *Journal of Economic Behavior*, 5, 31–42.
- Machmuddah, Z., Sari, D. W., & Utomo, D. (2020). Corporate Social Responsibility, Profitability and Firm Value: Evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(9), 631–638. doi: 10.13106/jafeb.2020.vol7.no9.631
- Mishra, R. K., & Kapil, S. (2017). Effect of board characteristics on firm value: evidence from India. *South Asian Journal of Business Studies*, 7(1), 41–72. DOI 10.1108/SAJBS-08-2016-0073
- Mulyadi, M. S., & Anwar, Y. (2012). Impact of Corporate Social Responsibility toward firm value and Profitability. *The Business Review*, 19(2), 316–322.
- Nguyen, A. H., Doan, D. T., & Nguyen, L. H. (2020). Corporate Governance and Agency Cost: Empirical Evidence from Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(103), 1–15. doi:10.3390/jrfm13050103
- Nili, A., Tate, M., & Barros, A. (2017). A Critical Analysis of Inter-Coder Reliability Methods in Information System Research. *Australasian Conference on Information Systems 2017* (pp.1–11).
- Omar, B. F., & Zallom, N. O. (2016). Corporate social responsibility and market value: evidence from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 14(1), 2–29. DOI 10.1108/JFRA-11-2014-0084
- Pillai, R., & Al-Malkawi, H. N. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*, 44, 394–410. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.110>
- Pulic, A. (2008). *The Principles of Intellectual Capital Efficiency–A Brief Description*.
- Putri, N. A., Gumanti, T. A., Fadah, I., & Supriyadi. (2017). Do Intellectual Capital, Corporate Social Responsibility, and Good Corporate Governance Affect Indonesia's Mining Companies Value?. *Accounting and Finance Review*, 2(2), 57–63.

- Salvi, A., Vitolla, F., Giakoumelou, A., Raimo, N., & Rubino, M. (2020). Intellectual capital disclosure in integrated reports: The effect on firm value. *Technological Forecasting & Social Change*, 160, 120228. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120228>
- Seangarvut, P., Prakobsaeng, P. & Kumsuprom, S. (2019). Corporate Governance, Firm Performance and Market Value: Listed Firms in Thailand (MAI). *Suthiparithat Journal*, 34(109), 1–16.
- Shubita, M. F. (2019). Intellectual Capital and Market Value: Evidence from Jordan. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(4), 37–45.
[http://dx.doi.org/10.21511/imfi.16\(4\).2019.04](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.16(4).2019.04)
- Subaida, I., Nurkholis., & Mardiaty, E. (2018). Effect of Intellectual Capital and Intellectual Capital Disclosure of Firm Value. *Journal of Applied Management*, 16(1), 125–135.
DOI: <http://dx.doi.org/10.21776/ub.jam.2018.016.01.15>
- Tangtammaruk, P. (2022). *Foundations of Econometrics* (2nd ed.). Triple Education.
- The Securities and Exchange Commission. (2022, January 7). *S.E.C. has accused 4 former directors and executives of NMG in case of deprave decorating the company's revenue accounts*. https://www.sec.or.th/TH/Pages/News_Detail.aspx?SECID=9282
- Yoon, B., & Chung, Y. (2018). The effects of corporate social responsibility on firm performance: A stakeholder approach. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 37, 89–96.
<https://doi.org/10.1016/j.jhtm.2018.10.005>