

ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนและผลตอบแทนของ

หลักทรัพย์: การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

แห่งประเทศไทยที่ได้รับรางวัลดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

The Relationship between Sustainability Performance and Stock Return:

An Empirical Study of the Listed Companies on the Stock Exchange

of Thailand Awarded Dow Jones Sustainability Index (DJSI)

<sup>1</sup>ธนวันต์ อภิมนต์บุตร, <sup>2</sup>พศ.ดร.สุรางค์ เห็นสว่าง

Tanawat Apimolbud, A Dr. Assistant.Dr.Surang Hansawong

<sup>1</sup>นิสิตหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, <sup>2</sup>ที่ปรึกษา, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

Master of Business Administration Program, Advisor, Kasetsart University

E-mail: fang\_fang101@hotmail.com

#### Abstract

This paper investigates the relation between corporate sustainability performance and corporate financial performance by analyzing stocks in the Stock Exchange of Thailand during 2012–2016 that they were invited to participate in the Dow Jones Sustainability Index (DJSI), whether or not a DJSI reward has been given to an investor. The study was conducted in order to find out abnormal returns by event studies method. The results indicated that DJSI awarded company has a normalized return and positive return on each test period. As a result, the share price of the company has increased significantly. And it affects the permanent increase in the long run. For companies that do not receive DJSI awards. It is found that abnormal return on each test period has a negative return. However, there was no statistically significant. Research shows that investors have responded positively to the DJSI awarded.

**Keywords:** Dow Jones Sustainability Index, Abnormal Returns, Event Study

#### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยศึกษาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2555 – 2559 ที่ได้รับเชิญให้เข้าร่วมรับการประเมินดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์(DJSI)ว่าการได้รับหรือไม่ได้รับรางวัลมีผลกับนักลงทุนหรือไม่ โดยใช้วิธีเหตุการณ์ศึกษาในการหาผลตอบแทนเกินปกติในแต่ละช่วงเวลา จากผลการวิจัยพบว่า บริษัทที่ได้รับรางวัลมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของแต่ละช่วงที่ทำการทดสอบ มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเชิง

[37]

บวกทั้งหมด ส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นแบบถาวรในระยะยาวสำหรับบริษัทที่ไม่ได้รับรางวัลDJSI พบว่าอัตราผลตอบแทนเกินเกินปกติสะสมของแต่ละช่วงเวลามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเชิงลบทั้งหมด แต่ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติการวิจัยแสดงให้เห็นว่านักลงทุนมีการตอบสนองเชิงบวกต่อหลักทรัพย์ที่ได้รับรางวัล DJSI

**คำสำคัญ:** ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์, ผลตอบแทนเกินปกติ, เหตุการณ์ศึกษา

## 1. บทนำ

ในปัจจุบันทั่วโลกต่างให้สนใจและให้ความสำคัญเกี่ยวกับรายงานด้านความยั่งยืนของธุรกิจมากขึ้น โดยเน้นการพัฒนาอย่างยั่งยืนเป็นสิ่งสำคัญ เนื่องจากการพัฒนากลยุทธ์ขององค์กรให้มีเป้าหมายที่ไกลเกินกว่าคำว่าผลประโยชน์เพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียวนั้น อาจไม่สามารถสร้างความยั่งยืนแก่กิจการได้มากนัก ทำให้เกิดแนวคิดที่มุ่งเน้นเรื่องผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียขึ้น(Freeman, 1984) จึงเป็นที่มาของการได้เปรียบในเชิงการแข่งขันทางธุรกิจเพื่อให้ทันต่อโลกธุรกิจในยุคสมัยใหม่

สำหรับประเทศไทยแม้ว่าในปัจจุบันแนวคิดเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทจะเป็นที่นิยมและได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางว่าเป็นสิ่งสำคัญและเป็นเรื่องจำเป็นในการดำเนินธุรกิจแต่การผลักดันและขับเคลื่อนการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ายังเผชิญกับปัญหาและจำเป็นจะต้องได้รับการพัฒนา ซึ่งสอดคล้องกับผลการสำรวจความคิดเห็นด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของสมาชิกสมาคมจดทะเบียนไทยที่สนับสนุนว่าการขับเคลื่อนการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อ

สังคมของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยนั้นยังเผชิญกับปัญหาต่าง ๆ มากมาย(CSR Club, 2552)

นอกจากผลการดำเนินงานทางการเงินแล้ว สังคมและผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องกับองค์กรยังให้ความสนใจกับรายงานขององค์กรในเรื่องของผลการดำเนินงานเพื่อความยั่งยืน(Corporate Sustainability Performance: CSP) มากขึ้นและผลกระทบของการดำเนินงานขององค์กรที่มีต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมกลับกลายเป็นเรื่องที่มีความสำคัญมากซึ่งแต่งงานวิจัยพบทั้งความสัมพันธ์เชิงบวกและความสัมพันธ์เชิงลบ แม้ว่าการวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่าง CSP และ CFP จะมีอยู่มาก แต่ข้อมูลส่วนใหญ่จะบ่งบอกว่าปัจจัยทั้งสองมีความสัมพันธ์ในเชิงลบ

งานวิจัยส่วนใหญ่ที่ผ่านมาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง CSP และผลตอบแทน ที่ให้ผลลัพธ์แบบผสม ซึ่งอาจจะเกิดขึ้นจากหลายสาเหตุ เช่น การใช้ตัวชี้วัดที่ไม่เพียงพอ ไม่มีพื้นฐานทางทฤษฎีหรือหลักฐานที่เพียงพอ(Jones et al., 2007) เป็นต้น นอกจากนี้ การศึกษาส่วนใหญ่ใช้การวัด CSP ที่แตกต่างกันเช่น Cheung (2011), Chih et al. (2010) และLourenço et al. (2012) ค่อนข้างที่จะละเลยตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางด้านความยั่งยืนที่สำคัญไป นั่นก็คือ ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์(DJSI) และการศึกษา

ส่วนใหญ่เกิดขึ้นในตลาดของต่างประเทศ และยังไม่มีการศึกษาใดที่เกิดขึ้นในประเทศไทยที่ใช้ดัชนี DJSI เป็นตัวชี้วัด

งานวิจัยนี้มีเป้าหมายเพื่อเพิ่มองค์ความรู้ด้านความยั่งยืน โดยจะศึกษาว่า CSP ส่งผลกระทบต่อระดับผลตอบแทนขององค์กรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ เมื่อวัดโดยใช้ดัชนีความยั่งยืนดาวนั้โจนส์ (Dow Jones Sustainability Index หรือ DJSI) ซึ่งเป็นอีกหนึ่งดัชนีหลักทรัพย์ได้รับความนิยมนำมาใช้ประเมินประสิทธิผลการดำเนินธุรกิจตามแนวทางการบริหารและการพัฒนาอย่างยั่งยืนของบริษัทชั้นนำระดับโลก และยังสามารถช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน เพราะนักลงทุนสามารถมั่นใจได้ว่าบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีและยั่งยืนให้กับผู้ลงทุนได้

ทั้งนี้ดัชนีดังกล่าวยังไม่เป็นที่รู้จักมากนักสำหรับนักลงทุนในประเทศไทย ซึ่งในปี 2555 มีบริษัทในประเทศไทยเริ่มให้ความสำคัญกับการพัฒนาอย่างยั่งยืนมากขึ้นทำให้เริ่มมีการได้รับการคัดเลือกผ่านเกณฑ์การประเมินและผ่านการคัดเลือกจนได้รับรางวัล DJSI Emerging Market และ DJSI World เป็นปีแรกและเริ่มมีจำนวนบริษัทที่ได้รับรางวัลเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่องจนถึงปัจจุบัน

## 2.วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการประกาศรางวัล DJSI กับผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ในประเทศไทยในระยะยาว

## 3.ทบทวนวรรณกรรม

### สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด

ตลาดที่มีนักลงทุนจำนวนมากและราคาหลักทรัพย์ทั้งหลาย สะท้อนข่าวสารข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นๆอย่างรวดเร็วโดยที่นักลงทุนแต่ละคนมีความครบถ้วนของข้อมูลข่าวสารที่แตกต่างกัน แนวคิดนี้มีรากฐานจากความเชื่อว่าผู้ลงทุนสามารถซึมซับข่าวสารที่มีอยู่ทั้งหมดในรูปของราคาหลักทรัพย์ที่ทำให้มีการตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้นๆ ดังนั้นราคาในปัจจุบันของหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลที่เป็นที่รู้แล้วทั้งหมดตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน และข่าวที่ประกาศออกไปแล้วแต่เหตุการณ์นั้นยังไม่เกิดขึ้นจริง หรือแม้แต่ข่าวสารข้อมูลที่อนุมานขึ้นก็เป็นข้อมูลที่สะท้อนอยู่ในราคาของหลักทรัพย์ด้วยเช่นกัน โดยนักลงทุนจะเลือกลงทุนในสิ่งที่ให้ผลตอบแทนสูงที่สุดภายใต้ความเสี่ยงต่ำที่สุด แต่ตามสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) เชื่อว่าหากตลาดมีประสิทธิภาพราคาของหลักทรัพย์นั้นจะอยู่ที่จุดดุลยภาพและมีราคายุติธรรมเนื่องจากราคาของหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลทั้งหมดแล้ว ผู้ลงทุนจึงจะไม่สามารถเก็งกำไรหรือทำกำไรจากการลงทุนได้เลย

ตามแนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพเชื่อว่า ราคาหลักทรัพย์สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงตลอดเวลาสามารถแบ่งได้ 3 ระดับตามประเภทของควมมีประสิทธิภาพของข่าวสารข้อมูลที่แพร่ไปยังผู้ลงทุนดังนี้

1. ประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak-Form) หรือตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับที่หนึ่ง หมายถึง ตลาด

ที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารในอดีตที่เกิดขึ้นแล้ว โดยสามารถเรียกข้อมูลในอดีตนั้นว่าเป็นข้อมูลตลาด รวมถึงข้อมูลเกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์และข้อมูลการซื้อขายในอดีตที่ผ่านมา ดังนั้นหากผู้ลงทุนเชื่อว่าตลาดมีประสิทธิภาพอยู่ในระดับต่ำ ดังนั้นการพยายามด้วยการวิเคราะห์เชิงเทคนิค(Technical Analysis) การลงทุนที่เกิดจากการใช้ข้อมูลตลาดมาพยากรณ์ราคาของหลักทรัพย์ในอนาคต จึงไม่สามารถก่อให้เกิดกำไรเกินปกติ(Abnormal Return)ได้

2. ประสิทธิภาพในระดับกลาง(Semi Strong – Form) หรือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับที่สอง หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้อง รวมถึงข้อมูลของตลาดและข้อมูลสาธารณะอื่นๆที่เกี่ยวข้อง ไม่ว่าจะเป็นงบการเงิน ข้อมูลปัจจัยเศรษฐกิจ ตั้งแต่อดีต ปัจจุบันและการคาดการณ์ที่จะเกิดขึ้นด้วยดังนั้นหากผู้ลงทุนใช้การวิเคราะห์ด้วยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน(Fundamental Analysis) เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนแล้ว ผู้ลงทุนสามารถหากำไรเกินปกติได้ แสดงให้เห็นว่าตลาดยังไม่มีประสิทธิภาพ

3. ประสิทธิภาพในระดับสูง(Strong – Form) หรือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับที่สามหมายถึง ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลทุกประเภทไว้ทั้งหมดแล้ว รวมถึงข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลสาธารณะ เช่น ข้อมูลภายใน(Inside Information) ดังนั้นถ้าตลาดมีประสิทธิภาพในระดับสูงแล้ว ผู้ลงทุนทุกคนในตลาดจะไม่สามารถหากำไรส่วนเกินปกติ(Abnormal Return) จากการลงทุนได้เลย

## ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย มีหลักการตีความขององค์ประกอบของผู้มีส่วนได้เสียซึ่งขึ้นอยู่กับลักษณะของบริษัทไม่มีรูปแบบที่แน่นอน หากแต่ต้องสามารถนำมาประยุกต์ใช้เพื่อให้เกิดความเหมาะสมในแต่ละองค์กรหรือแต่ละสถานการณ์ โดยองค์กรต้องเป็นผู้วิเคราะห์เพื่อให้ทราบถึงส่วนของผู้มีส่วนได้เสียอย่างถูกต้องครบถ้วน โดยเน้นการคำนึงถึงและความเข้าใจของผู้มีส่วนได้เสียขององค์กรทั้งทางตรงและทางอ้อมเพื่อสามารถนำไปต่อยอดตามแนวทางบรรษัทภิบาลที่ดี

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย Freeman(1984) ได้กำหนดว่าผู้มีส่วนได้เสียเป็นกลุ่มหรือบุคคลที่อาจมีผลต่อองค์กร หรือได้รับผลกระทบจากการบรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กร ทฤษฎีนี้พยายามที่จะระบุว่าคนกลุ่มใดที่อยู่ภายในและภายนอกองค์กรที่เป็นผู้มีส่วนได้เสียและควรได้รับการพิจารณาจากฝ่ายบริหาร ซึ่งผู้มีส่วนได้เสียนั้นแบ่งเป็น 2 ประเภท ได้แก่ กลุ่มผู้มีส่วนได้เสียปฐมภูมิ คือ กลุ่มที่อยู่ใกล้ชิดกับองค์กรมากที่สุดและหากเกิดผลกระทบจะได้รับผลกระทบก่อนหรืออาจกล่าวได้ว่าบุคคลที่หากไม่ได้มีส่วนร่วมอย่างต่อเนื่องในบริษัทแล้วจะทำให้บริษัทไม่สามารถอยู่รอดได้” และกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียทุติยภูมิ คือ กลุ่มผู้มีส่วนได้เสียวงนอก ซึ่งเป็นกลุ่มที่จะได้รับผลกระทบเบาลงรองจากกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียปฐมภูมิ ได้แก่ ผู้บริโภค คู่แข่ง รัฐบาล สื่อต่างๆ ซึ่งทั้งสองกลุ่มนี้ องค์กรและผู้บริการต้องให้ความสำคัญด้วย

## ผลการศึกษความสัมพันธ์ระหว่าง CSP กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง CSP กับมูลค่าของกิจการโดยส่วนใหญ่จะพิจารณาจากมุมมองด้านการลงทุน โดยเน้นว่าผลการดำเนินงานที่ยั่งยืนเป็นราคาในตลาดหุ้น หรือบริษัทที่มีความยั่งยืนสูงกว่าบริษัทอื่นในแง่ของผลการดำเนินงานทางการเงิน การศึกษาเหล่านี้ก่อให้เกิดผลลัพธ์ที่น่าสนใจถึงแม้ว่าจะมีความขัดแย้งกันบ้างก็ตาม

Waddock&Graves (1997) ได้ศึกษาความเชื่อมโยงระหว่างผลการปฏิบัติงานทางด้านสังคมขององค์กรกับผลปฏิบัติงานด้านการเงิน พบว่าการปฏิบัติงานด้านสังคมส่งผลเชิงบวกต่อผลการปฏิบัติงานด้านการเงิน

Konar&Cohen (2001) ได้ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดของบริษัทใน S&P 500 และการวัดผลการดำเนินงานหรือประสิทธิภาพทางสิ่งแวดล้อม และสรุปว่า ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมที่ไม่ดีนั้น มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนของบริษัท

Bauer และคณะ (2004) ใช้ฐานข้อมูลระหว่างประเทศที่มีกองทุนรวมเกี่ยวกับการมีจริยธรรมของบริษัทในเยอรมันอังกฤษ และสหรัฐอเมริกา 103 แห่ง พบว่าไม่มีหลักฐานแสดงถึงความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญเมื่อมีการตรวจสอบรูปแบบการลงทุนรวมถึงผลตอบแทนที่ปรับเปลี่ยนตามความเสี่ยงระหว่างเงินทุนจริยธรรมและกองทุนทั่วไปสำหรับช่วง 1990-2001 ก็ไม่มีความแตกต่างเช่นกัน

Lopez และคณะ (2007) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างประสิทธิภาพทางการเงินและความยั่งยืน หรืออย่างน้อยในช่วงปีแรกก็สามารถนำแนวทางการพัฒนาอย่างยั่งยืนมาใช้ได้

Contrariwise และคณะ (2009) ศึกษาเหตุการณ์ที่เกี่ยวกับ Dow Jones Sustainability Stox Index (DJSI Stox) สรุปได้ว่า การประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทนั้น CSP เป็นเกณฑ์สำคัญสำหรับการจัดสรรสินทรัพย์ในช่วงปี 2001-2006

Chih และคณะ (2010) ทำการศึกษาโดยพยายามกำหนดเงื่อนไข ซึ่งอาจมีหรือไม่มีผลเกี่ยวกับการดำเนินงานที่เกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคม โดยพบว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีความรับผิดชอบต่อสังคม ประสิทธิภาพทางการเงิน และ CSR ไม่มีความเกี่ยวข้องกัน

Cheung (2011) ได้พบว่าการประกาศรางวัลไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหุ้น เมื่อเขาได้วิเคราะห์ถึงผลกระทบจากการได้รับรางวัลหรือถูกถอดออกจากรางวัลของ Dow Jones World Index (DJSI World) เพื่อเป็นตัวอย่างของหุ้นในอเมริกาช่วงปี 2002-2008

การศึกษาอื่นๆ ใช้วิธีการจัดกิจกรรมมาตรฐาน ซึ่งเป็นข้อได้เปรียบหลักเมื่อเทียบกับวิธีการที่กล่าวไปข้างต้น นั่นคือ การพิจารณาว่าตลาดหุ้นตอบสนองต่อเหตุการณ์เหล่านี้ได้อย่างไร CSP มีความสำคัญต่อนักลงทุนหรือไม่ นอกจากนี้ยังมองการเปลี่ยนแปลงระยะเวลาของเหตุการณ์ที่จะช่วยให้เข้าใจถึงพฤติกรรมของหุ้นทั้งในระยะสั้นและระยะยาว

## 1. แบบจำลองในการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ ใช้วิธีการวิจัยแบบเหตุการณ์ศึกษา (Event studies) โดยการวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่เกิดจากช่วงเวลา ก่อนและหลังการรับรางวัล DJSI ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่ารางวัลดังกล่าวมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์หรือไม่

การจัดเตรียม และการวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย 3 ขั้นตอน

1. ระบุเหตุการณ์และวันที่เกิดเหตุการณ์
2. วัดอัตราผลตอบแทนปกติของหุ้นหากไม่เกิดเหตุการณ์
3. วัดอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นในช่วงเวลารอบๆเหตุการณ์

โดยการศึกษาเหตุการณ์จะแบ่งออกเป็น 2 ช่วง คือ

1. ช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ (Estimation Period) โดยนับย้อนจากวันที่เกิดเหตุการณ์(-66,-16) ตามการศึกษาของ Brechhetti et al(2011) โดยข้อมูลของราคาหลักทรัพย์ในช่วงนี้จะใช้ในการคำนวณ  $\beta_i$  ในสมการแสดงอัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์ ในการเลือกใช้ระยะเวลา เนื่องจากไม่นานจนเกินไป เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ของไทยมีลักษณะค่อนข้างผันผวนมาก หากใช้ข้อมูลย้อนหลังมากเกินไป อาจไม่สะท้อนข้อมูลที่แท้จริง

2. ช่วงเหตุการณ์ (Event Period) โดยนับจากวันที่เกิดเหตุการณ์(-15,+60) โดยจะมีการทดสอบช่วงเวลาที่เกี่ยวข้องสำหรับหลักทรัพย์แต่ละตัว โดยเริ่มจาก 15 วันก่อนวันที่มีการประกาศรางวัล(-15AD)

ไปจนถึง 60 วันหลังจากวันที่มีการประกาศรางวัลอย่างเป็นทางการ(+60CD) ตามการศึกษาของ Lynch & Mendenhall(1997) และ Cheung(2011) โดยในช่วงนี้ จะมีการคำนวณผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากเหตุการณ์และวัดว่าอัตราผลตอบแทนนี้แตกต่างไปจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่โดยจะแบ่งย่อยออกเป็นช่วงๆ ดังต่อไปนี้

**ช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ (Pre-announcement windows)** (AD-15,AD-1) เพื่อตรวจจับผลคาดหวังก่อนประกาศรางวัล หรือป้องกันการรั่วข้อมูลล่วงหน้า

**ช่วงหลังจากวันที่ประกาศรางวัลแต่ก่อนวันที่มีการประกาศรางวัลอย่างเป็นทางการ (Run-up windows)** ( AD+1,CD-1) เพื่อใช้ทดสอบการเปลี่ยนแปลงของราคาในช่วง AD และ CD

**ช่วงหลังจากวันที่มีการประกาศรางวัลอย่างเป็นทางการ (Three release-related windows)** (CD,CD+10) เพื่อทดสอบผลกระทบในระยะสั้น หลังจากวันที่ประกาศเปลี่ยนแปลงว่ามีผลต่อราคาหลักทรัพย์อย่างไรโดยทดสอบทั้งหมด 3 ช่วง คือ CD ถึง CD+4, CD ถึง CD+5 และ CD ถึง CD+10 ตามลำดับ

**ช่วงก่อนวันที่ประกาศรางวัลถึงวันหลังจากที่มีการประกาศเปลี่ยนแปลง(AD-15,CD+10) และ (AD-15,CD+60)** เพื่อหาความแตกต่างระหว่างการเปลี่ยนแปลงแบบชั่วคราวและการเปลี่ยนแปลงแบบถาวรของราคาหลักทรัพย์

การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์จะใช้ข้อมูลช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์(Estimation Period)



ด้วยสมการ Market Model (1) ตามการศึกษาของ MacKinlay (1997)

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

โดยที่  $E(R_{it})$  คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้น  $i$  ในเวลา  $t$

$R_{mt}$  คือ อัตราผลตอบแทนจริงของตลาดหุ้น  $i$  ในเวลา  $t$

โดยอัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นนั้นใช้เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของ SET index ในแต่ละวันทำการ

จากนั้นสามารถคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติ ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าเป็นผลกระทบจากการได้รับรางวัล DJSI โดยดูจากผลต่างของผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงที่เกิดเหตุการณ์และผลตอบแทนที่คาดการณ์ของตลาดในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ แทนค่าในสมการ (1)

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2)$$

โดยที่  $AR_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น  $i$  ในเวลา  $t$

ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของการตอบสนองของราคาหุ้นจากเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น ควรพิจารณาจากการเปลี่ยนแปลงสะสมในช่วงของเหตุการณ์ โดยคำนวณจากอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในสมการ (3)

$$CAR_{(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t} \quad (3)$$

โดยที่  $CAR_{t_1, t_2}$  คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหุ้น  $i$  ในช่วงเวลา  $t_1$  ถึง  $t_2$

แม้ว่าสมการที่ (2) และ (3) จะสามารถทดสอบนัยสำคัญทางสถิติได้ แต่มาจากข้อมูลตัวอย่างเดียว ทำให้ไม่สามารถสรุปผลของเหตุการณ์ได้ วิธีการวิจัยแบบเหตุการณ์ศึกษาจึงนำค่าเฉลี่ยของทุกตัวอย่าง จากการคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return : AAR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ได้ตามสมการที่ (4) และ (5)

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N} \quad (4)$$

$$CARR_t = AAR_t + CAAR_{t-1} \quad (5)$$

โดยที่  $AAR_t$  คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย

และ  $CARR_t$  คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม

การทดสอบนัยสำคัญของสมการ (4) โดยใช้ Cross-Sectional Test โดยตั้งสมมติให้ไม่มีการแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนเนื่องจากการเกิดเหตุการณ์ และอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ต้องการทดสอบใน Null Hypothesis คือ 0 ดังนั้นค่ามาตรฐานของอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ใช้ในการทดสอบว่าแตกต่างไปจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ในสมการ (6)

$$\frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{iE}}{\frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{1}{T-1} \sum_{i=1}^N (AR_{it} - \sum_{t=1}^T \frac{AR_{it}}{T})^2}} \quad (6)$$

โดยที่  $AR_{iE}$  คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติที่คิดในช่วงเหตุการณ์

$AR_{it}$  คืออัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์

$T$  คือ จำนวนตัวอย่างเพื่อใช้ในการประมาณค่าสมการ (1)

$N$  คือ จำนวนเหตุการณ์ที่ใช้ในการศึกษา

เนื่องจากอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ประมาณด้วยวิธี OLS นั้นมีการกระจายแบบปกติ (Normal Distribution) ดังนั้นการตรวจสอบความสัมพันธ์ในตัวอย่างขนาดเล็ก ( $N < 30$ ) จึงใช้การกระจายแบบ  $t$  ซึ่งเป็นการทดสอบตามการศึกษาของ Fama et al (1969) ที่ใช้การหารอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยช่วงเหตุการณ์ด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวอย่างที่คำนวณจากช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์

การศึกษางานวิจัยนี้เป็นการศึกษาเหตุการณ์การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของหุ้นต่อบริษัทที่ได้รับรางวัล DJSI จึงมีการสมมติฐาน คือนักลงทุนไม่มีการตอบสนองต่อบริษัทที่ได้รับรางวัล DJSI ซึ่งหากจะปฏิเสธสมมติฐานนี้แสดงว่าการได้รับรางวัล DJSI มีผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากนักลงทุน โดยมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติแตกต่างไปจากศูนย์

เนื่องจากการทดสอบนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนเกิดปกติเฉลี่ย และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมนั้นมีจุดอ่อนเรื่องสมมติฐานของการกระจายข้อมูลของอัตราผลตอบแทนปกติที่ต้องมีค่าเฉลี่ยและค่าความแปรปรวนที่แน่นอน ดังนั้นจึงใช้วิธีการทดสอบนัยสำคัญและทิศทางของอัตรา

ผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) ด้วยวิธี Non-Parametric แบบ Sign Test ซึ่งค่าสถิตินี้จะมีการกระจายแบบปกติ โดยค่าเฉลี่ยเป็น 0 และค่าความแปรปรวนเท่ากับ 1 กำหนดค่าสถิติเพื่อทดสอบตั้งสมการ(7)

$$t_{sign} = \left[ \frac{N^+}{N} - 0.5 \right] \frac{\sqrt{N}}{0.5} \quad (7)$$

โดยที่  $N^+$  คือจำนวนตัวอย่าง CAR ที่มีค่าเป็นบวก และ  $N$  คือจำนวนตัวอย่างทั้งหมด

ทั้งนี้สมมติฐานในการทดสอบ คือ หากค่าสถิตินี้มีค่ามากกว่าศูนย์และมีนัยสำคัญแสดงว่านักลงทุนให้การตอบสนองต่อเหตุการณ์การได้รับรางวัล DJSI

### 5.วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง โดยประชากร คือ รายชื่อบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี 2555 - 2559 ที่ได้รับการคัดเลือกให้เข้าร่วมรับการประเมินรางวัลและได้รับรางวัล DJSI

การเก็บรวบรวมข้อมูลรายชื่อรายชื่อบริษัทที่ได้รับการคัดเลือกให้เข้าร่วมรับการประเมินและรับรางวัล DJSI จาก Robeco SAM และข้อมูลทางการเงินจากงบการเงิน แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) และ [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย ได้แก่ การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา โดยค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานค่าความเบ้ และค่าความโด่ง และการวิจัยเชิงปริมาณด้วยวิธีวิจัยแบบเหตุการณ์ศึกษา (Event Studies) เป็นวิธีการเพื่อวัดการตอบสนองของนักลงทุนต่อการตัดสินใจต่อการได้รับหรือไม่ได้รับรางวัล



DJSI โดยการคำนวณอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) สำหรับบริษัทที่ได้รับและไม่ได้รับรางวัลDJSI ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่ามีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่

1. สถิติเชิงพรรณนาโดยค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าความเบ้ และค่าความโด่ง แสดงดังตารางที่4 และตารางที่ 5 ดังนี้

### 6.ผลการวิจัยและสรุปผลการวิจัย

| ตารางที่ 4 แสดงค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มตัวอย่างแต่ละปี |              |                 |                      |                 |
|--|--------------|-----------------|----------------------|-----------------|
| ปี   | ค่าเฉลี่ย    |                 | ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน |                 |
|  | ได้รับรางวัล | ไม่ได้รับรางวัล | ได้รับรางวัล         | ไม่ได้รับรางวัล |
| 2555   | 0.124%       | 0.154%          | 1.271%               | 1.848%          |
| 2556   | 0.009%       | -0.087%         | 1.724%               | 5.663%          |
| 2557   | -0.082%      | -0.019%         | 1.705%               | 1.597%          |
| 2558   | -0.036%      | -0.080%         | 2.298%               | 2.070%          |
| 2559   | -0.015%      | -0.057%         | 1.688%               | 1.744%          |

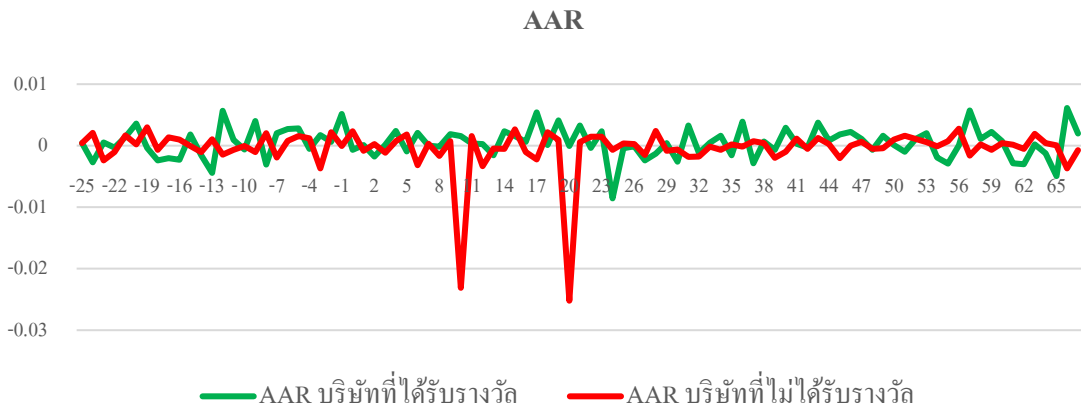
| ตารางที่5แสดงค่าสถิติโดยรวมของกลุ่มตัวอย่าง |                      |                         |                 |
|---|----------------------|-------------------------|-----------------|
|   | กลุ่มที่ได้รับรางวัล | กลุ่มที่ไม่ได้รับรางวัล | ตัวอย่างทั้งหมด |
| ค่าเฉลี่ย                                   | -2.48E-04            | -2.44E-04               | -2.45E-04       |
| ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน                        | 1.87E-02             | 3.97E-02                | 3.59E-02        |
| ค่าความเบ้                                  | 0.178                | 0.353                   | 0.288           |
| ค่าความโด่ง                                 | 3.326                | 5.172                   | 4.289           |

จากตารางที่ 4 แสดงค่าสถิติค่าเฉลี่ย ผลตอบแทนรายวันและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของแต่ละกลุ่มตัวอย่าง และตารางที่ 5 แสดงค่าสถิติของผลตอบแทนรายวันโดยรวม ค่าความเบ้ ค่าความโด่งของข้อมูล เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนรายวันของทั้งสองกลุ่มแล้วค่อนข้างแตกต่างกัน และมีความโด่งค่อนข้างสูง จึงสันนิษฐานว่าข้อมูลสูงกว่าโด่งปกติ ข้อมูลมีการกระจายน้อยกว่าการแจกแจงปกติ จึงใช้ sign-test ในการทดสอบสมมติฐานในขั้นตอนต่อไป

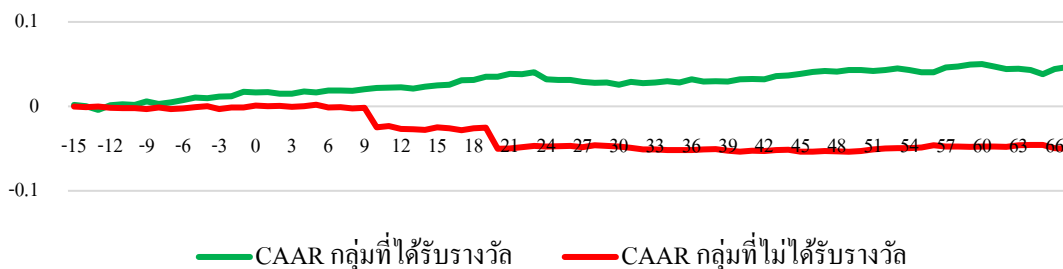
2. ผลการวิจัยเชิงปริมาณด้วยวิธีวิจัยแบบเหตุการณ์ศึกษา (Event Studies) เพื่อวัดการตอบสนองของนักลงทุนในการตัดสินใจต่อการได้รับหรือไม่ได้รับรางวัลDJSI โดยการคำนวณอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม(Cumulative Average Abnormal Return: CAAR) สำหรับบริษัทที่ได้รับและไม่ได้รับรางวัลDJSI ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การศึกษาการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศผลรางวัลดัชนีความยั่งยืนดาวนิโจนส์ โดยผู้วิจัยได้ทำการคัดเลือกเฉพาะบริษัทที่ได้รับการเสนอชื่อให้เข้าร่วมรับการประเมินออกเป็นสองกลุ่ม คือกลุ่มที่ได้รับรางวัลDJSI และกลุ่มที่ไม่ได้รับรางวัล DJSI มาพิจารณาผลกระทบต่อราคาของหุ้น ในช่วงเวลารอบๆ ระยะเวลาการประกาศผลรางวัลเพื่อตรวจสอบว่าพฤติกรรมการซื้อขายสำหรับหุ้นที่ได้รับหรือไม่ได้รับรางวัล DJSI ว่ามีพฤติกรรมของราคาแบบไม่ปกติหลังจากที่มีการประกาศรางวัลหรือวันที่มีการมีประกาศอย่างเป็นทางการหรือไม่

ภาพที่ 3 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ของบริษัทที่ได้รับรางวัลDJSIและไม่ได้รับรางวัล DJSI และ ภาพที่ 4 อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAAR) ของบริษัทที่ได้รับรางวัล DJSI และไม่ได้รับรางวัล DJSI



### CAAR



จากรูปที่ 3 แสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเกินปกติ(AAR) ของบริษัทที่ไม่ได้รับรางวัล DJSI มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยไม่คงที่ในช่วงหลังจากวันที่มีการประกาศผลรางวัลอย่างเป็นทางการ แสดงถึงการรับรู้ข้อมูลของนักลงทุนที่เกิดขึ้นหลังจากการประกาศรางวัลอย่างเป็นทางการ

จากรูปที่ 4 แสดงให้เห็นถึงพฤติกรรมของผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAAR) ในรูปแบบของอนุกรมเวลาในช่วง 15 วันก่อนการประกาศรางวัลถึง 60 วันหลังการประกาศรางวัลอย่างเป็นทางการ ซึ่งสามารถทำให้เห็นภาพรวมทั้งหมด โดยจะเห็นว่า CAAR ของกลุ่มที่ได้รับรางวัลจะมีแนวโน้มของผลตอบแทนเกินปกติสะสมเพิ่มขึ้นในช่วง 12 วันก่อนการประกาศผลรางวัล แสดงถึงบริษัทที่ได้รับรางวัล DJSI มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เพิ่มขึ้นในทิศทางบวกตั้งแต่ช่วงก่อนการประกาศผลรางวัลและมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมอยู่ที่ประมาณ 4% รอบช่วงระยะเวลาที่เกิดเหตุการณ์แสดงให้เห็นว่านักลงทุนมีความคาดหวังและให้ความสำคัญกับการได้รับรางวัลดังกล่าวส่งผลต่อราคาหุ้นของบริษัทที่ได้รับรางวัล ซึ่งดูเหมือนบริษัทที่ได้รับรางวัลจะไม่มี

โมเมนตัมขาลง แม้ว่ากราฟจะมีความลาดเอียงอยู่บ้าง แต่กลับมีผลตอบแทนเกินปกติที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง แสดงให้เห็นว่าตลาดตอบโต้ต่อบริษัทที่ได้รับรางวัล ในขณะที่บริษัทที่ไม่ได้รับรางวัล DJSI มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เพิ่มขึ้นในทิศทางตรงกันข้ามโดย CAAR ค่อนข้างคงที่และเริ่มปรับตัวลดลงนับแต่วันที่มีการประกาศรางวัลอย่างเป็นทางการ

ทั้งนี้เพื่อพิสูจน์ว่าการได้รับรางวัลหรือไม่ได้รับรางวัล DJSI นั้นส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์อย่างไร ในแต่ละช่วงเวลา จึงมีแบ่งช่วงการศึกษาออกเป็นช่วงเวลาต่าง ๆ โดยใช้ วิธี Event Study ได้ผลการศึกษา และเพื่อพิสูจน์ความมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในแต่ละช่วงเวลา

จากตารางที่ 5 แสดงการทดสอบนัยสำคัญด้วยวิธี t-test cross-sectional และ Sign test ของบริษัทที่ได้รับรางวัล DJSI และบริษัทที่ไม่ได้รับรางวัล DJSI ในแต่ละช่วงเวลา

จากผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของบริษัทที่ได้รับรางวัลของแต่ละช่วงที่ทำการทดสอบ มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเชิงบวกทั้งหมด และพบนัยสำคัญทางสถิติในแต่ละช่วงเวลา

ได้แก่ ช่วงก่อนวันประกาศผลรางวัล (AD-15,AD-1) มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% อาจเกิดจากนักลงทุนมีความคาดหวังของนักลงทุนที่คาดการณ์ไว้ล่วงหน้า ช่วงหลังจากวันที่มีการประกาศอย่างเป็นทางการ (CD,CD+10) (CD+5,CD+10) มีระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 90% สำหรับ t-test cross-sectional และ 95% สำหรับ Sign test ช่วงก่อนวันประกาศถึงหลังประกาศอย่างเป็นทางการ (AD-15,CD+10) มีระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 99% สำหรับ t-test cross-sectional และ 95% สำหรับ Sign test แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของราคาชั่วคราวอย่างมีนัยสำคัญ และช่วงการทดสอบการเปลี่ยนแปลงราคาอย่างถาวร (AD-15,CD+60) t-test cross-sectional มีความเชื่อมั่นทางสถิติที่ระดับ 90% แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่ได้รับรางวัลDJSI และได้รับรางวัลอย่างต่อเนื่องส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นอย่างถาวรในระยะยาวได้ซึ่งแสดงให้เห็นว่านักลงทุนตอบสนองต่อบริษัทที่มีการเติบโตอย่างยั่งยืนสูง และมี CSP สูงด้วย

สำหรับบริษัทที่ไม่ได้รับรางวัล พบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของแต่ละช่วงที่ทำการทดสอบมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเชิงลบทั้งหมด แต่กลับไม่พบนัยสำคัญทางสถิติแต่ละช่วงเวลาเมื่อทดสอบด้วย t-test cross-sectional แต่พบนัยสำคัญทางสถิติเมื่อทดสอบด้วย Sign-test คือช่วงหลังการ

ประกาศรางวัลถึงก่อนการประกาศรางวัลอย่างเป็นทางการ(AD+1,CD-1) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% อาจเกิดจากการตอบสนองของตลาดที่ล่าช้า ณ วันที่มีการประกาศผลรางวัลอย่างเป็นทางการสำหรับช่วงวันประกาศอย่างเป็นทางการ (CD,CD+10) และช่วงการทดสอบการเปลี่ยนแปลงราคาอย่างถาวร(AD-15,CD+60) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90 %

ดังนั้นจากผลการศึกษาสम्मัติฐานนี้แสดงให้เห็นว่านักลงทุนมีการตอบสนองเชิงบวกต่อหลักทรัพย์ที่ได้รับรางวัล DJSI ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Freeman(1984)และการได้รับรางวัล DJSI ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการส่งสัญญาณทางบวกต่อนักลงทุนตามแนวคิดของ Brammer et al (2009) และ Brechetti (2011)

ดังนั้นผลการศึกษาจึงปฏิเสธสมมติฐานที่ว่า นักลงทุนไม่มีการตอบสนองต่อบริษัทที่ได้รับรางวัล DJSInั้นคือ การได้รับรางวัล DJSI มีผลต่อราคาหุ้นของบริษัทในเชิงบวก ซึ่งการได้รับรางวัลส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในระยะยาว ซึ่งจะส่งผลให้นักลงทุนให้ความสนใจกับบริษัทที่ได้รับรางวัล และการเปลี่ยนแปลงของราคาในระยะยาวแสดงถึงความยั่งยืนของบริษัทนั่นเอง

ตารางที่ 5 อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงก่อนและหลังการประกาศผลรางวัลอย่างเป็นทางการในแต่ละช่วงเวลา

| ปี 2555 – 2559 | บริษัทที่ได้รับรางวัล DJSI |                           |                        |         | บริษัทที่ไม่ได้รับรางวัล DJSI |                           |                        |         |
|----------------|----------------------------|---------------------------|------------------------|---------|-------------------------------|---------------------------|------------------------|---------|
|                | CAAR                       | t-test<br>cross-sectional | Sign-Test<br>statistic |         | CAAR                          | t-test<br>cross-sectional | Sign-Test<br>statistic |         |
| AD-15,AD-1     | 0.0173                     | 2.1353                    | **                     | 2.3545  | **                            | -0.0012                   | -0.219                 | 0.1404  |
| AD+1,CD-1      | 0.002                      | 0.3919                    |                        | -0.3609 |                               | -0.0024                   | -0.6504                | -1.9883 |
| CD,CD+4        | 0.0037                     | 0.9539                    |                        | -0.0592 |                               | -0.0221                   | -1.0103                | -1.0207 |
| CD,CD+5        | 0.004                      | 0.8838                    |                        | 0.2426  |                               | -0.0254                   | -1.161                 | -1.0207 |
| CD,CD+10       | 0.0124                     | 1.996                     | *                      | 2.0528  | **                            | -0.027                    | -1.207                 | -1.7948 |
| CD+5,CD+10     | 0.0087                     | 1.8473                    | *                      | 2.0528  | **                            | -0.0049                   | -1.2405                | -0.4402 |
| AD-15,CD+10    | 0.031                      | 2.6056                    | ***                    | 2.3545  | **                            | -0.0282                   | -1.2205                | 0.5274  |
| AD-15,CD+60    | 0.0463                     | 1.8285                    | *                      | 0.5443  |                               | -0.0502                   | -1.3059                | -1.7948 |

\*, \*\*, \*\*\* แสดงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 90, 95, 99%

### 6.อภิปรายผลการวิจัย

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ได้รับรางวัลดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ.2555 – 2559 ซึ่งได้มีการโดยศึกษาการได้รับหรือไม่ได้รับรางวัล DJSI มีผลกับนักลงทุนหรือไม่ การได้รับรางวัลดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นรางวัลที่ทั่วโลกต่างให้การยอมรับนั้นสามารถส่งผลกระทบต่อมูลค่าหุ้นของบริษัทหรือไม่ ซึ่งจากผลการวิจัยพบว่าบริษัทที่ได้รับรางวัลดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นแบบถาวรในระยะยาว จากการ

ตรวจสอบนัยสำคัญทางสถิติ โดยสามารถอธิบายได้จากมุมมองบนพื้นฐานเชิงทฤษฎีการ ที่กล่าวว่าบริษัทที่มีการลงทุนและให้ความสำคัญใน CSP จะมีทรัพยากรที่เหนือกว่าบริษัทอื่น และ CSP นั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลการดำเนินงานทางการเงิน เนื่องจากการลงทุนใน CSP จะช่วยสร้างผลการดำเนินงานทางการเงินที่สูงขึ้น และเป็นการพัฒนาความสัมพันธ์ในทางที่ดีแก่ผู้มีส่วนได้เสีย ดังนั้นการมีเครื่องชี้วัดประเมินความรับผิดชอบต่อสังคมในมิติการพัฒนาที่ยั่งยืนก็เป็นข้อมูลเพิ่มความน่าสนใจแก่นักลงทุนมากยิ่งขึ้น ซึ่งจากผลในการวิจัยในครั้งนี้ สอดคล้องกับแนวคิดของ Alexander&Bucholz(1978)Waddock&Graves(1997)–Clarkson et al (2006) และ Laurenço et al (2012)

## 7.เอกสารอ้างอิง

อาณัติ สีมัคเดช. (2556). การส่งสัญญาณด้วยรางวัลรับผิดชอบต่อสังคม: กรณีศึกษาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารบริหารธุรกิจ, 36(139), 27-42.

### Reference

- Bauer, R., Guenster, N., Otten, Roger, 2004. Empirical evidence on corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management* 5, 91-104.
- Brecchetti, L., R. Ciciretti, I. Hasan, and N. Kobeissi.2011, “Corporate Social Responsibility and Shareholder’s Value,” *Journal of Business Research*, vol. 65(11), 1628-1635.
- Cheung, Adrian Wai Kong. 2011. “Do Stock Investors Value Corporate Sustainability? Evidence from an Event Study.” *Journal of Business Ethics*, 99(2): 145-65.
- Chih, H. L., Chih, H. H., & Chen, T. Y. (2010). On the Determinants of Corporate Social Responsibility: International Evidence on the Financial Industry. *Journal of Business Ethics*, 93, 115-135.
- Consolandi, C., Jaiswal-Dale, A., Poggiani, E., & Vercelli, A. (2009). Global Standards and Ethical Stock Indexes: The Case of the Dow Jones Sustainability Stoxx Index. *Journal of Business Ethics*, 87, 185-197.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C. and Roll, R. (1969), The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review* 10(1), 1-21.
- Freeman, R.E. 1984. *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman, Boston.
- Jones, R.N., P. Dettmann, G. Park, M. Rogers and T. White, 2007: The relationship between adaptation and mitigation in managing climate change risks: a regional approach. *Mitig. Adapt. Strat.Glob. Change*, 12, 685-712
- Konar, Shameek and Mark Cohen (2001), “Does the Market Value Environmental Performance?” *Review of Economics and Statistics*, 83(2), pp. 281-289.
- Lopez, M.V., Garcia, A., Rodriguez,L., “Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 75, 2007, pp. 285-300
- Lourenc,o, I. C., Branco, M. C., Curto, J. D., &Euge´nio, T. (2012). How does the market value corporate sustainability performance. *Journal of Business Ethics*, 108(4), 417-428.



Lynch, A.W. and Mendenhall, R.R., “New Evidence on Stock Price Effects Associated with Changes in the S & P 500 Index”, The Journal of Business, Vol. 70, 1997, pp.351–383

Signs of social responsibility: A case study of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. Journal of Business Administration, 36 (139), 27–42.

Waddock, S.A. and Graves, S.B., “The Corporate Social Performance–Financial Performance Link”, Strategic Management Journal, Vol. 18, 1997, pp. 303–319

Waldman, D.A., Siegel, D. and Javidan, M. (2006) ‘Components of transformational leadership and corporate social responsibility’, Journal of Management Studies 43.



**Name:** Miss Thanawan Apimonbutra

**Address:** 695/411 Udelight2@Bangsue,Bangsue,Bangsue,Bangkok  
10800

**Education:** Master Degree of Business Administration at Kasetsart  
University

**Work:** PTT Global Chemical Public Company Limited