

ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล
ต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ : หลักฐานเชิงประจักษ์
จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

The Impact of Environmental, Social and Governance Disclosure
on Investor Confidence and Economic Value Added: Empirical
Evidence from Listed Companies on the Market for Alternative
Investment (mai)

หทัยกาญจน์ ไชยวงศ์^{1*} กิตติมา อัครนุพงศ์¹ และศิรินุช นิมตระกูล¹

Hataikan Chaiwong^{1*} Kittima Acaranupong¹ and Sirinuch Nimtrakoon¹

Received: June 2, 2025; Revised: August 20, 2025; Accepted: August 21, 2025

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ โดยพิจารณาบทบาทของความเชื่อมั่นของนักลงทุนในฐานะตัวแปรคั่นกลางกลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 116 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2564 - 2566 รวมทั้งสิ้น 348 รายปีรายบริษัท โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากรายงานแบบ 56-1 รายงานความยั่งยืน และฐานข้อมูล SETTRADE การวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนา สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน การถดถอยพหุคูณ และ PROCESS Macro Model 4 พร้อมเทคนิค Bootstrapping ผลการวิจัยพบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ส่งผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน แต่ไม่มีอิทธิพลโดยตรงต่อมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ ขณะที่ความเชื่อมั่นของนักลงทุนมีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ ในระดับนัยสำคัญที่ 0.10 และทำหน้าที่เป็นตัวแปรคั่นกลางอย่างสมบูรณ์ในความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ งานวิจัยนี้มีส่วนเสริมในวรรณกรรมที่มีอยู่โดยให้มุมมองใหม่เกี่ยวกับบทบาทของการเปิดเผยข้อมูล ESG ในการกำหนดมูลค่าองค์กร โดยเฉพาะในบริบทของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ผลการวิจัยสะท้อนให้เห็นว่าทั้งภาคธุรกิจและนักลงทุนควรพิจารณาประเด็น ESG ในการตัดสินใจลงทุน และให้เห็นถึงความสำคัญของการรายงานที่โปร่งใส ซึ่งมีส่วนช่วยลดความเสี่ยงของผู้มีส่วนได้เสีย สนับสนุนการตัดสินใจที่มีข้อมูลครบถ้วน และส่งเสริมการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน

คำสำคัญ : การเปิดเผยข้อมูล ESG; ความเชื่อมั่นของนักลงทุน; มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ; ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

¹ คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

¹ School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce

* Corresponding Author, Tel. 098 539 0163, E - mail: hataikan63@gmail.com

Abstract

The purpose of this study is to examine the impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure on investor confidence and economic value added (EVA) with a particular focus on the mediating role of investor confidence. The sample comprises 116 listed companies on the Market for Alternative Investment (mai) between 2021 and 2023, resulting in a total of 348 firm-year observations. Secondary data were collected from 56-1 and sustainability reports of the SETTRADE database. The Statistics used for analyzing were descriptive statistics analysis, Pearson correlation coefficients analysis, multiple regression analysis, and PROCESS Macro Model 4 with bootstrapping techniques. The findings indicate that ESG disclosure has a statistically significant positive effect on investor confidence. However, ESG disclosure does not directly influence economic value added. Investor confidence, in contrast, significantly affects economic value added at the 0.10 significance level and serves as a full mediator in the relationship between ESG disclosure and EVA. This study contributes to the existing literature by offering a fresh perspective on the role of ESG disclosure in determining firm value, particularly within the context of the Market for Alternative Investment (mai). The results underscore the importance for both businesses and investors to consider ESG factors in investment decisions. Moreover, the findings highlight the value of transparent reporting in reducing stakeholder risk, supporting informed decision-making, and promoting sustainable business practices.

Keywords: ESG Disclosure; Investor Confidence; Economic Value Added; The Market for Alternative Investment (mai)

บทนำ

ในปัจจุบัน โลกกำลังเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงที่รวดเร็วและซับซ้อนในหลายมิติ ทั้งในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และเศรษฐกิจ ไม่ว่าจะเป็นภาวะโลกร้อน ความเหลื่อมล้ำทางสังคม หรือความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ เหล่านี้ล้วนส่งผลให้ภาคธุรกิจทั่วโลกต้องเผชิญกับความเสี่ยงรอบด้าน และจำเป็นต้องปรับตัวอย่างมีนัยสำคัญ แนวคิด ESG (Environmental, Social, and Governance) จึงได้รับความสนใจในฐานะกลไกสำคัญที่ช่วยส่งเสริมการดำเนินธุรกิจให้มีความยั่งยืนมากยิ่งขึ้น โดยมีจุดเริ่มต้นจากโครงการ Who Cares Wins ขององค์การสหประชาชาติในปี ค.ศ. 2004 ซึ่งส่งเสริมให้ภาคธุรกิจบูรณาการปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ในการดำเนินงานและการตัดสินใจลงทุน การดำเนินธุรกิจตามหลัก ESG ไม่เพียงช่วยลดความเสี่ยงด้านกฎหมายและการเงินเท่านั้น แต่ยังมีบทบาทในการสร้างภาพลักษณ์ที่ดีขององค์กร สร้างความไว้วางใจจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และสามารถดึงดูดนักลงทุนที่ให้ความสำคัญกับความยั่งยืน องค์กรที่ดำเนินการด้าน ESG อย่างจริงจังจึงมีผลการดำเนินงานทางการเงินที่ดีกว่าองค์กรทั่วไปในระยะยาว ในบริบทของประเทศไทย งานวิจัยหลายฉบับสนับสนุนแนวโน้มที่ว่า การดำเนินงานด้าน ESG มีความเชื่อมโยงเชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินขององค์กร โดยเฉพาะในตัวชี้วัดสำคัญ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) กำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share: EPS) อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin: NPM) และ Tobin's Q ซึ่งใช้สะท้อนมูลค่าตลาดของกิจการ ตัวชี้วัดเหล่านี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระดับความรับผิดชอบต่อสังคม (กัลย์สุตา แหวนทองคำ, 2563) รวมถึงการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมที่มีคุณภาพ ซึ่งส่งผลดีต่อยอดขาย อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin: GPM) และอัตรากำไรสุทธิ (NPM) (สมบุญ สาระพัด, 2565) ขณะเดียวกัน การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีบทบาทสำคัญในการเสริมสร้างความเชื่อมั่นและความน่าเชื่อถือในหมู่นักลงทุน (จิรณัฐ เหมราช และคณะ, 2567) โดยเฉพาะการจัดทำรายงาน

ความยั่งยืนที่โปร่งใสและน่าเชื่อถือ สามารถช่วยดึงดูดนักลงทุนใหม่ และส่งเสริมประสิทธิภาพในการทำกำไรในระยะยาว (วัฒน์ รัมมะพ้อ และนิมนวล วิเศษสรรพ, 2563)

แม้งานวิจัยเหล่านี้จะยังไม่กล่าวถึง มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) โดยตรง แต่ได้สะท้อนความเชื่อมโยงระหว่าง ESG กับตัวชี้วัดทางการเงินที่แสดงศักยภาพในการสร้างมูลค่า เช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) กำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share: EPS) อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin: NPM) และ Tobin's Q ซึ่งสามารถใช้เป็นฐานข้อมูลในการต่อยอดวิเคราะห์ EVA ที่สะท้อนถึงความสามารถขององค์กรในการสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าต้นทุนเงินทุนอย่างแท้จริง นอกจากนี้ EVA ยังสามารถแปลงเป็นอัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน (Return on Invested Capital: ROIC) เพื่อใช้เปรียบเทียบและประเมินประสิทธิภาพในการใช้เงินทุนได้อย่างแม่นยำ (Clieaf et al., 2014; Sanga, 2024) อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับ EVA โดยเฉพาะในบริบทของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ซึ่งในปี พ.ศ. 2567 มีบริษัทจดทะเบียนรวม 219 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567) ยังเป็นประเด็นที่ควรศึกษาเพิ่มเติมแม้ตลาด mai จะมีบทบาทสำคัญในการสนับสนุนการระดมทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ที่มีศักยภาพ แต่บริษัทจำนวนมากยังคงเผชิญข้อจำกัดด้านทรัพยากรในการจัดทำรายงาน ESG อย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนยังไม่มั่นคง และอาจกระทบต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจในระยะยาว

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) โดยมุ่งวิเคราะห์บทบาทของความเชื่อมั่นของนักลงทุนในฐานะตัวแปรคั่นกลาง เพื่อเติมเต็มช่องว่างองค์ความรู้ และเสนอแนวทางในการส่งเสริมกลยุทธ์การดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนในกลุ่ม SMEs ของไทย

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA)
3. เพื่อศึกษาผลกระทบของความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA)
4. เพื่อวิเคราะห์บทบาทของความเชื่อมั่นของนักลงทุนในฐานะตัวแปรคั่นกลางระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA)

การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดการพัฒนายั่งยืนและการเปิดเผยข้อมูล ESG

แนวคิดการพัฒนายั่งยืน (Sustainable Development) มุ่งสร้างสมดุลระหว่างเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม โดยไม่กระทบต่อศักยภาพคนรุ่นหลัง ซึ่งถ่ายทอดผ่านเป้าหมายการพัฒนายั่งยืน (SDGs) 17 เป้าหมายภายใต้กรอบ 5Ps ของสหประชาชาติ และในประเทศไทยได้ถูกบูรณาการผ่าน UNSDCF 2022 - 2026 ภาคธุรกิจจึงนำปัจจัย ESG (สิ่งแวดล้อม สังคม บรรษัทภิบาล) มาผสานในกระบวนการดำเนินงาน โดยการเปิดเผยข้อมูล ESG กลายเป็นกลไกสำคัญในการสร้างความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือ ตลอดจนเป็นปัจจัยที่นักลงทุนใช้ประเมินความเสี่ยงและการลงทุนอย่างยั่งยืน แนวทางนี้ได้รับการสนับสนุนทั้งในระดับสากล เช่น ISSB และมาตรการของสหภาพยุโรป รวมถึงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่พัฒนาระบบ SET ESG Ratings และดัชนี SETTHSI เพื่อยกระดับการรายงาน โดยเฉพาะกลุ่มวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)

แนวคิดความเชื่อมั่นของนักลงทุน (Investor Confidence) หมายถึง ความมั่นใจที่นักลงทุนมีต่อบริษัทจดทะเบียน ซึ่งได้รับอิทธิพลจากผลการดำเนินงานทางการเงิน ในงานวิจัยนี้ ความเชื่อมั่นของนักลงทุนทำหน้าที่เป็นตัวแปรคั่นกลาง ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) การประเมินมูลค่าบริษัทด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสด (DCF) โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การใช้กระแสเงินสดอิสระของกิจการ (FCFF) ในการประเมินมูลค่าหุ้น (นงนภัส แก้วพลอย และเฉลิมพงษ์ อัครเศรษฐการ, 2567) ซึ่งสะท้อนการคาดการณ์เชิงบวกของนักลงทุนต่อความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดในอนาคตและความมั่นคงทางการเงินของบริษัท (Brodersen and Pysh, 2014)

แนวคิดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) เป็นแนวคิดที่พัฒนาและจดทะเบียนเครื่องหมายทางการค้าโดยบริษัท Stern Stewart Consulting Group ซึ่งเป็นบริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน แนวคิด EVA ได้รับความนิยมอย่างแพร่หลายในปัจจุบัน เนื่องจากเป็นเครื่องมือที่สามารถวัดผลการดำเนินงานได้อย่างครอบคลุม โดยเฉพาะการคำนึงถึงต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด รวมถึงต้นทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) ซึ่งมักไม่ปรากฏในการคำนวณกำไรทางบัญชีทั่วไป ดังนั้น EVA จึงเป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนมูลค่าเพิ่มที่แท้จริงของกิจการได้ดีกว่าตัวชี้วัดกำไรตามหลักบัญชีแบบดั้งเดิม (Clieaf et al., 2014; Sanga, 2024; Sanga and Situmorang, 2024)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเสนอว่า ความสำเร็จขององค์กรไม่ได้ขึ้นอยู่กับผลกำไรเพียงอย่างเดียว แต่ขึ้นอยู่กับการบริหารความสัมพันธ์กับกลุ่มผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง เช่น ลูกค้า พนักงาน นักลงทุน และเจ้าหนี้ โดยต้องคำนึงถึงความรับผิดชอบต่อทางจริยธรรมและการสร้างคุณค่าให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ซึ่งเป็นพื้นฐานสำคัญในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (Freeman, 1994)

การพัฒนาสมมติฐานในการวิจัย

ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน

ในยุคที่การเงินยั่งยืน (Sustainable Finance) มีบทบาทเพิ่มขึ้น ข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) กลายเป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจลงทุน งานวิจัย Liu (2022) ชี้ให้เห็นว่า ESG Ratings ได้รับความสนใจจากทั้งนักลงทุน นักวิจัย บริษัทจดทะเบียน และหน่วยงานกำกับดูแล เนื่องจากเป็นข้อมูลที่สะท้อนความรับผิดชอบต่อและแนวทางการดำเนินงานที่ยั่งยืนขององค์กร สอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศไทย ดังเช่นงานวิจัยของวัฒน์ รัมมะพ้อ และนิมมวล วิเศษสรรพ (2563) พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างโปร่งใสมีผลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน โดยนักลงทุนมีแนวโน้มไว้วางใจบริษัทที่เปิดเผยข้อมูล ESG อย่างชัดเจนมากขึ้น ขณะที่งานวิจัยของจิรัญฐ์ เหมราช และคณะ (2567) แสดงให้เห็นว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล สัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นในสายตานักลงทุนนอกจากนี้ งานวิจัยของเพ็ญพระพักตร์ มานะปรีชาดีเลิศ และบุญญรัตน์ ฤชา (2566) ยังยืนยันว่า รายงานความยั่งยืนที่เป็นไปตามแนวทางของ GRI รวมถึงการได้รับการจัดอันดับด้านความยั่งยืน ส่งผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุนผ่านการเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุน อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของรัตติชา รัตนวโรชา (2561) ชี้ว่า ผลกระทบของ ESG ต่อความเชื่อมั่นอาจเกิดขึ้นเพียงระยะสั้น โดยเฉพาะในช่วงเวลาประกาศรายชื่อ ESG100 ซึ่งบ่งชี้ว่านักลงทุนอาจยังไม่ใช้ข้อมูล ESG เป็นปัจจัยหลักในการประเมินมูลค่ากิจการในระยะยาว จึงนำมาตั้งสมมติฐานดังนี้

H1: การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน

ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA)

การเปิดเผยข้อมูล ESG ไม่เพียงมีบทบาทในการเสริมสร้างภาพลักษณ์องค์กรที่รับผิดชอบต่อสังคม แต่ยังเชื่อมโยงกับศักยภาพในการสร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ของกิจการผ่านกลไกทางการเงิน ดังเช่นงานวิจัยของ Sanga (2024) ข้อมูล ESG ที่เปิดเผยอย่างโปร่งใสและสม่ำเสมอสามารถส่งผลต่อระดับความเชื่อมั่นของนักลงทุน และสะท้อนผ่านผลการดำเนินงานทางการเงิน เช่นเดียวกับงานวิจัยของกัลย์สุตา แหวนทองคำ (2563) และสมบุรณ์ สารพัด (2565) EVA เป็นดัชนีทางการเงินที่สะท้อนถึงความสามารถของกิจการในการสร้างผลตอบแทนจากการดำเนินงานสุทธิหลังหักภาษีให้สูงกว่าต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ซึ่งถือเป็นองค์ประกอบสำคัญในการวัดประสิทธิภาพในการสร้างมูลค่าแก่ผู้ถือหุ้นอย่างแท้จริง นอกจากนี้ ROIC ซึ่งสะท้อนประสิทธิภาพในการใช้เงินลงทุนของกิจการ เป็นตัวชี้วัดสำคัญที่ใช้ประกอบการตีความ EVA โดยเมื่อ ROIC สูงกว่า WACC จะสะท้อนว่ากิจการสามารถสร้าง EVA เป็นบวกได้ ซึ่งบ่งชี้ถึงศักยภาพในการสร้างมูลค่าทางเศรษฐกิจอย่างยั่งยืน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Clieaf et al. (2014) แนวคิดการประเมินมูลค่ากิจการจึงได้ขยายกรอบการวิเคราะห์จากปัจจัยทางการเงินเพียงอย่างเดียว ไปสู่การบูรณาการข้อมูลที่ไม่ใช่การเงิน เช่น การเปิดเผยข้อมูล ESG เข้ากับตัวชี้วัดทางเศรษฐกิจอย่าง EVA เพื่อสะท้อนการสร้างมูลค่าในระยะยาวอย่างรอบด้านมากยิ่งขึ้น ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานดังนี้

H2: การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA)

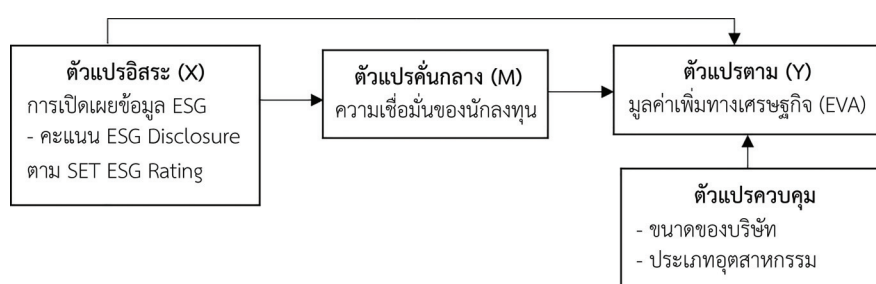
ความเชื่อมั่นของนักลงทุนกับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ และบทบาทในฐานะตัวแปรคั่นกลาง

แม้การเปิดเผยข้อมูล ESG จะมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน (Financial Performance) และมูลค่ากิจการ (Firm Value) แต่กลไกการส่งผ่านผลกระทบดังกล่าวอาจไม่เกิดขึ้นโดยตรงในทุกกรณี งานวิจัยที่ผ่านมา เช่น Liu (2022), กนกพร รัตนอำพล และคณะ (2564) และเพ็ญพระพิตร มานะปรีชาดีเลิศ และบุญญารัตน์ ฤๅชา (2566) พบว่า ความเชื่อมั่นของนักลงทุน มีแนวโน้มเชื่อมโยงระหว่าง ESG และผลลัพธ์ทางเศรษฐกิจ เช่น ROA, ROE, Tobin's Q และราคาหุ้น อย่างมีนัยสำคัญในบางบริบท ซึ่งสะท้อนถึงบทบาทที่เป็นไปได้ในฐานะตัวแปรคั่นกลาง อย่างไรก็ตาม งานวิจัยส่วนใหญ่ในอดีตยังไม่ได้ศึกษา ความเชื่อมั่นของนักลงทุน ในบทบาทของตัวแปรคั่นกลางอย่างเป็นระบบ โดยเฉพาะในกรอบของการประเมิน มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนทั้งประสิทธิภาพการดำเนินงานและโครงสร้างต้นทุนของกิจการ เพื่อเติมเต็มช่องว่างดังกล่าว ผู้วิจัยจึงมุ่งทดสอบว่า ความเชื่อมั่นของนักลงทุน สามารถทำหน้าที่ ส่งผ่านอิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูล ESG ไปยัง EVA ได้หรือไม่ โดยใช้แนวทางการวิเคราะห์ตัวแปรคั่นกลางตามแนวคิดของ Baron and Kenny (1986) และ Hayes (2022) เพื่อเสริมความแข็งแกร่งและความน่าเชื่อถือให้กับการวิเคราะห์เชิงสาเหตุ จากกรอบแนวคิดข้างต้น ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานดังนี้

H3: ความเชื่อมั่นของนักลงทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA)

H4: ความเชื่อมั่นของนักลงทุนมีบทบาทเป็นตัวแปรคั่นกลางในความสัมพันธ์ระหว่าง การเปิดเผยข้อมูล ESG กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA)

กรอบแนวคิดของงานวิจัย จากการศึกษาทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยได้พัฒนากลอบแนวคิดเพื่อใช้เป็นแนวทางในการศึกษาตามวัตถุประสงค์ โดยแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรคั่นกลาง ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม ดังรูปที่ 1



รูปที่ 1 กรอบแนวคิดงานวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

กลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยนี้ใช้วิธีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive Sampling) จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ทั้งหมด 219 บริษัท โดยตัดออกบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน 11 บริษัท บริษัทที่ถูกตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเครื่องหมาย 13 บริษัท และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนต่อเนื่องเป็นเวลา 3 ปี จำนวน 79 บริษัท ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างสุดท้าย 116 บริษัท รวม 348 หน่วยข้อมูลตลอดระยะเวลา 3 ปี จำนวนตัวอย่างดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง	กลุ่มตัวอย่าง
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)	219
หัก บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน	11
บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างถูกตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเครื่องหมาย	13
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนต่อเนื่องตลอดระยะเวลา 3 ปี	79
คงเหลือ (กลุ่มตัวอย่างสุดท้าย)	116
รวมจำนวนข้อมูลตลอดระยะเวลา 3 ปี (116 บริษัท × 3 ปี)	348

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยในครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยรวบรวมข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) รายงานความยั่งยืน รายงานสรุปข้อสนเทศของบริษัทจดทะเบียน และฐานข้อมูล SETTRADE ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ที่ผ่านเกณฑ์คัดเลือกคุณสมบัติ ระหว่างปี พ.ศ. 2564 - 2566

การเก็บรวบรวมข้อมูลตัวแปร

ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) การเปิดเผยข้อมูล ESG (ESGD) เป็นตัวแปรที่ใช้สะท้อนถึงการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลของบริษัทจดทะเบียน โดยการวัดค่าอ้างอิงจากระดับ SET ESG Ratings ซึ่งจัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) สำหรับบริษัทที่สมัครใจเข้าร่วมการประเมินความยั่งยืน การประเมินนี้ครอบคลุมกว่า 200 ตัวชี้วัดใน 3 มิติ ผู้วิจัยได้ทำการแปลงระดับการจัดอันดับดังกล่าวให้อยู่ในรูปมาตราส่วนอันดับ (Ordinal Scale) โดยพัฒนากระดาษทำการ (Worksheet) เพื่อกำหนดค่า AAA, AA, A, BBB และไม่มีระดับ เป็นตัวเลข 5 ถึง 1 ตามลำดับ เพื่อสะท้อนลำดับความสูง-ต่ำของระดับการเปิดเผยข้อมูล โดยไม่ได้ใช้เป็นตัวชี้วัดความแตกต่างในเชิงปริมาณ

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจใช้เป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพเชิงเศรษฐกิจของกิจการ โดยสะท้อนความสามารถในการสร้างผลตอบแทนจากการลงทุน (ROIC) ที่สูงกว่าต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ซึ่งค่าผลต่างนี้ถูกนำมาคูณกับเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินกิจการ (Invested Capital) เพื่อคำนวณ EVA ในงานวิจัยนี้ WACC คำนวณโดยอ้างอิงแบบจำลอง CAPM (Sharpe, 1964) ส่วน ROIC ใช้เพื่อประเมินประสิทธิภาพในการบริหารทุนของกิจการ (Cleaf et al., 2014)

ตัวแปรคนกลาง (Mediator Variable) ความเชื่อมั่นของนักลงทุน ทำหน้าที่ส่งผ่านอิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูล ESG ไปยังมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) โดยอิงแนวคิดการประเมินมูลค่ากิจการผ่านวิธีคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow: DCF) โดยใช้กระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to Firm: FCFF) คิดลดด้วยต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) รวมถึงการประเมินค่ามูลค่าคงเหลือ (Terminal Value) เพื่อสะท้อนมูลค่าปัจจุบันของกิจการ (Brodersen and Pysh, 2014; นงนภัส แก้วพลอย และเฉลิมพงษ์ อัครเศรษฐการ, 2567)

งานวิจัยนี้กำหนดตัวแปรควบคุม (Control Variables) ได้แก่ ขนาดบริษัท (Firm Size: FS) และประเภทอุตสาหกรรม (Industry Type: IT) เพื่อขจัดอคติจากความแตกต่างเชิงโครงสร้างของกิจการ โดยเฉพาะบริษัทในตลาด mai ที่ส่วนใหญ่เป็น SMEs ซึ่งมีข้อจำกัดด้านทรัพยากรในการจัดทำรายงาน ESG และพฤติกรรมนักลงทุนรายย่อยที่มุ่งข้อมูลทางการเงินระยะสั้น โดยความแตกต่างเชิงโครงสร้างเหล่านี้อาจส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG, IC และ EVA การวัดขนาดของบริษัท (FS) วัดโดยใช้ค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม (LN Total Assets) การแปลงค่าด้วยลอการิทึมธรรมชาติช่วยปรับลดความเอนเอียงของข้อมูลและความกระจายตัวของขนาดกิจการ ทำให้ข้อมูลมีความปกติและเหมาะสมกับการวิเคราะห์ทางสถิติมากยิ่งขึ้น ข้อมูลสินทรัพย์รวมที่ใช้ในการคำนวณได้มาจากฐานข้อมูลทุติยภูมิ เช่น รายงานแบบ 56-1 และ SETTRADE การวัดประเภทอุตสาหกรรม (IT): วัดโดยใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) ใช้ตัวแปรหุ่น เพื่อแทนกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด 7 กลุ่ม ในการนี้ได้กำหนด

กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) เป็นกลุ่มอ้างอิง เนื่องจากมีลักษณะโครงสร้างที่สมดุลและเป็นกลาง ซึ่งเหมาะสมที่สุดสำหรับการเปรียบเทียบผลกระทบของกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ ในทางสถิติ เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหา Multicollinearity ซึ่งเกิดขึ้นเมื่อตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันสูงอันอาจนำไปสู่ผลลัพธ์ที่บิดเบือน จึงสร้างเพียง (k - 1) ตัวแปรหุ่นจาก k กลุ่ม ซึ่งหมายถึงการใช้เพียง 6 ตัวแปรหุ่นจาก 7 กลุ่มอุตสาหกรรมตามหลักการทางสถิติ

แนวทางในการกำหนดและวัดตัวแปรควบคุมนี้ไม่เพียงช่วยให้การวิเคราะห์ผลกระทบของ ESGD ต่อ IC และ EVA มีความแม่นยำมากขึ้นเท่านั้น แต่ยังสอดคล้องกับแนวปฏิบัติในงานวิจัยก่อนหน้านี้ และระเบียบวิธีวิจัยที่เป็นที่ยอมรับในสาขาการเงินและการบัญชี (แวมณี ยั่งยืน, 2563; วัฒน รัมมะพ้อ และนิมมวล วิเศษสรรพ, 2563; เรวดี พานิช, 2565; เพ็ญพระพักตร์ มานะปรีชาดีเลิศ และบุญญารัตน์ ฤชา, 2566)

การวิเคราะห์ข้อมูลผู้วิจัยได้นำข้อมูลที่เก็บรวบรวมมาวิเคราะห์ข้อมูล โดยใช้สถิติดังนี้

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) คือ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด
2. การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient)
3. การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)
4. การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างใช้โปรแกรม PROCESS Macro (Model 4) ของ Hayes (2022) โดยอ้างอิงแนวทางการวิเคราะห์ตัวแปรคั่นกลางของ Baron and Kenny (1986) เพื่อทดสอบบทบาทของตัวแปรคั่นกลางด้วยวิธี Bootstrapping ในการประเมินค่าผลกระทบทางอ้อม (Indirect Effect)

แบบจำลองที่ใช้ในงานวิจัยสมการที่ (1) - (4)

$$IC_{it} = \beta_0 + \beta_1(ESGD_{it}) + \beta_2(LNFS_{it}) + \sum_{j=1}^n \beta_j(IT_{itj}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$LNEVA_{it} = \beta_0 + \beta_1(ESGD_{it}) + \beta_2(LNFS_{it}) + \sum_{j=1}^n \beta_j(IT_{itj}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$LNEVA_{it} = \beta_0 + \beta_1(IC_{it}) + \beta_2(LNFS_{it}) + \sum_{j=1}^n \beta_j(IT_{itj}) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$LNEVA_{it} = \beta_0 + \beta_1(ESGD_{it}) + \beta_2(IC_{it}) + \beta_3(LNFS_{it}) + \sum_{j=1}^n \beta_j(IT_{itj}) + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

โดย

$ESGD_{it}$	คือ ระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG ของบริษัท i ในปี t
IC_{it}	คือ ระดับความเชื่อมั่นของนักลงทุน
$LNEVA_{it}$	คือ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจที่แปลงเป็นลอการิทึมธรรมชาติ
$LNFS_{it}$	คือ ขนาดของบริษัทในรูปของลอการิทึมธรรมชาติ
IT_{itj}	คือ ตัวแปรหุ่นแทนประเภทอุตสาหกรรม
ε_{it}	คือ ค่าคลาดเคลื่อน
β	คือ ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของตัวแปรอิสระในแต่ละสมการ (ตารางที่ 2)

ตารางที่ 2 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร

ชื่อตัวแปร	ชื่อย่อตัวแปร	วิธีการวัด/การคำนวณ
การเปิดเผยข้อมูล ESG	ESGD	ระดับคะแนน ESG (1-5) ที่ได้จากการแปลงคะแนน SET ESG Ratings (มาตราเชิงอันดับ: Ordinal Scale)
มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ	EVA	คำนวณจาก $(ROIC - WACC) \times \text{Invested Capital}$
ความเชื่อมั่นของนักลงทุน	IC	คำนวณด้วยวิธี DCF โดยใช้ FCFF, WACC และ Terminal Value
ขนาดของบริษัท	FS	ใช้ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวม: $\text{LN}(\text{Total Assets})$
ประเภทของอุตสาหกรรม	IT	จำแนกโดยใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy Variables)

ผลการวิจัย

งานวิจัยได้วิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาเพื่อแสดงลักษณะของตัวแปรหลัก ตัวแปรควบคุม และการจำแนกกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ลักษณะและข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร

ตัวแปร	N	Min	Max	Mean	Std.	หมายเหตุ
ESGD	348	1.00	4.00	1.08	0.43	ระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG
IC	348	63.42	100.00	76.23	5.95	ราคาหุ้นที่ได้จากการประเมินด้วยวิธี DCF
EVA	348	4.08	32.40	17.72	4.98	มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (ล้านบาท)
LNEVA	348	15.22	17.29	16.65	0.31	log EVA
FS	348	4.65	59.87	38.45	13.23	ขนาดบริษัท (พันล้านบาท)
LNFS	348	8.44	11.00	10.56	0.42	log FS
จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรม (Dummy Variables)						
กลุ่มอุตสาหกรรม	ชื่อย่อตัวแปร		จำนวนบริษัท (N)		ร้อยละ	
ITAGRO (ภาคเกษตรและอาหาร)	IT1		7		6	
ITCONSUMP (สินค้าอุปโภคบริโภค)	IT2		10		9	
ITINDUS (อุตสาหกรรม)	IT3		36		31	
ITPROPCON (อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง)	IT4		22		19	
ITSERVICE (บริการ)	IT5		29		25	
ITTECH (เทคโนโลยี)	IT6		6		5	

หมายเหตุ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURCE) ถูกใช้เป็นกลุ่มอ้างอิงในการวิเคราะห์ตัวแปรหุ่น

จากตารางที่ 3 พบว่า ระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG (ESGD) มีค่าเฉลี่ย 1.08 จากคะแนนเต็ม 5 ซึ่งมาจากการแปลงค่าระดับการจัดอันดับ ESG เป็นมาตราส่วนตัวเลข 1-5 (โดย 1 = ระดับต่ำสุด และ 5 = ระดับสูงสุด) เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลพบว่าค่าต่ำสุดเท่ากับ 1.00 และค่าสูงสุดเท่ากับ 4.00 สะท้อนว่าบริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มตัวอย่างยังมีการเปิดเผยข้อมูล ESG ในระดับที่ยังไม่สูงนัก และไม่มีบริษัทใดที่ได้รับการจัดอันดับระดับ AAA (5 คะแนน) สำหรับความเชื่อมั่นของนักลงทุน (IC) มีค่าเฉลี่ย 76.23 บาทต่อหุ้น แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ค่อนข้างสูง มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) เฉลี่ย 17.72 ล้านบาท และมีการแปลงเป็นลอการิทึมธรรมชาติ (LNEVA) เช่นเดียวกับขนาดบริษัท (FS) ที่แปลงเป็น LNFS ซึ่งมีค่าเฉลี่ย 10.56 สำหรับตัวแปรหุ่นที่ควบคุมประเภทอุตสาหกรรมพบว่า กลุ่มหลัก ได้แก่ อุตสาหกรรม (ITINDUS) มีสัดส่วนร้อยละ 31 บริการ (ITSERVICE) ร้อยละ 25 และอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

(ITPROPCON) ร้อยละ 19 ส่วนกลุ่มอื่น ได้แก่ สินค้าอุปโภคบริโภค (ITCONSUMP) เกษตรและอาหาร (ITAGRO) และ เทคโนโลยี (ITTECH) มีสัดส่วนร้อยละ 9 6 และ 5 ตามลำดับ

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์และผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

ตัวแปร	ESGD	IC	LNEVA	LNFS	IT ₁	IT ₂	IT ₃	IT ₄	IT ₅	IT ₆	Collinearity Statistics	
											Tolerance	VIF
ESGD	1										0.884	1.131
IC	.318**	1									0.849	1.178
LNEVA	-.023	.101	1									
LNFS	-.093	.046	.012	1								
IT ₁	.009	-.027	.029	.022	1							
IT ₂	-.010	.086	.102	.080	-.078	1						
IT ₃	.106*	.194**	-.015	.008	-.170**	-.206**	1					
IT ₄	-.022	-.085	-.053	-.058	-.058	-.123*	-.149**	1				
IT ₅	-.047	-.098	.084	-.013	-.146**	-.177**	-.387**	-.279**	1			
IT ₆	-.044	-.097	-.035	-.015	-.059	-.072	-.157**	-.113*	-.135*	1		

หมายเหตุ *** ระดับนัยสำคัญ 0.01, ** ระดับนัยสำคัญ 0.05, * ระดับนัยสำคัญ 0.1

จากตารางที่ 4 พบว่า ESGD มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ IC อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ($r = .318$) สะท้อนว่าเมื่อ ESGD เพิ่มขึ้น ความเชื่อมั่นของนักลงทุนก็มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ขณะที่ ESGD ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับ LNEVA และ LNFS นอกจากนี้ IC มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอุตสาหกรรม IT₃ ($r = .194$) และพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างบางกลุ่มอุตสาหกรรม เช่น IT₃ กับ IT₄ ($r = -.149$) และ IT₄ กับ IT₅ ($r = -.279$) แสดงถึงความแตกต่างเชิงโครงสร้างของกลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับการตรวจสอบ Multicollinearity พบว่า VIF ของตัวแปรอิสระอยู่ในเกณฑ์ที่เหมาะสม (< 10) จึงไม่พบปัญหาความสัมพันธ์กันสูงระหว่างตัวแปร

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์และผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม

ตัวแปร	Model 1			Model 2			Model 3			Model 4		
	IC on ESGD			LNEVA on ESGD			LNEVA on IC			LNEVA on ESGD + IC		
	B	t	Sig.	B	t	Sig.	B	t	Sig.	B	t	Sig.
Constant	61.64	8.09	<.001***	16.55	38.87	<.001***	16.80	37.85	<.001***	16.10	37.88	<.001***
ESGD	4.23	6.01	<.001***	-0.02	-.563	.574	—	—	—	-.04	-1.13	.260
IC	—	—	—	—	—	—	.005	1.79	.074	.006	2.05	.041**
LNFS	.875	1.24	.216	.002	.050	.960	.012	.341	.733	.008	.213	.831
IT ₁	.042	.025	.984	.051	.567	.571	.049	.542	.588	.053	.583	.560
IT ₂	2.42	1.56	.119	.189	2.22	.027**	.158	1.87	.063	.159	1.87	.062
IT ₃	.983	.743	.458	.086	1.19	.234	.073	1.00	.316	.076	1.05	.293
IT ₄	-.167	-.12	.904	.052	.691	.490	.053	.707	.480	.055	.737	.461
IT ₅	-.092	-.07	.946	.143	1.96	.051	.142	1.94	.054	.144	1.96	.051
IT ₆	-1.33	-.77	.442	.039	.415	.678	.048	.509	.611	.049	.522	.602

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์และผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม (ต่อ)

สถิติ	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Adjusted R ²	0.581	0.419	0.663	0.651
F	24.388	18.912	29.851	29.937
Sig. F	<.001	<.001	<.001	<.001
Durbin-Watson	1.833	1.821	1.819	1.822

หมายเหตุ *** ระดับนัยสำคัญ 0.01, ** ระดับนัยสำคัญ 0.05, * ระดับนัยสำคัญ 0.10

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพลของ ESGD ต่อ EVA โดยมี IC เป็นตัวแปรคั่นกลาง (PROCESS Model 4)

Paths	β	SE	t	Sig.	LLCI	ULCI	Result
ESGD $\rightarrow$ IC	4.4204	0.7097	6.2284	< .001	3.0245	5.8163	สนับสนุน
IC $\rightarrow$ EVA	0.0060	0.0027	2.2184	0.0272	0.0007	0.0113	สนับสนุน
ESGD $\rightarrow$ EVA (Direct Effect)	-0.0456	0.0375	-1.2185	0.2238	-0.1193	0.0280	ปฏิเสธ
ESGD $\rightarrow$ IC $\rightarrow$ EVA (Indirect Effect)	0.0264	0.0120	-	-	0.0033	0.0510	สนับสนุน

หมายเหตุ Direct Effect หมายถึง ผลกระทบโดยตรงของ ESGD ต่อ EVA; Indirect Effect หมายถึง ผลกระทบทางอ้อมผ่าน IC ในฐานะตัวแปรคั่นกลาง; LLCI และ ULCI คือช่วงความเชื่อมั่น 95 %; ค่า p-value < 0.05 แสดงถึงนัยสำคัญทางสถิติ

จากผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณในตารางที่ 5 พบว่า แบบจำลอง Model 1 ซึ่งวิเคราะห์ผลกระทบของ ESGD ต่อ IC มีค่า Adjusted R² = 0.581 และค่า F = 24.388 (p < .001) แสดงว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของ IC ได้อย่างมีนัยสำคัญ โดย ESGD มีอิทธิพลเชิงบวกต่อ IC อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (B = 4.23, t = 6.01, p < .001) สะท้อนว่าเมื่อระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG เพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะส่งผลให้ IC เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 4.23 บาท ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานที่ 1 (H1) อย่างไรก็ตาม แม้แบบจำลอง Model 2 ซึ่งวิเคราะห์ผลกระทบของ ESGD ต่อ LNEVA จะสามารถอธิบายความแปรปรวนของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจได้ในระดับปานกลาง (Adjusted R² = 0.419, F = 18.912, p < .001) โดยมีตัวแปรควบคุมประเภทอุตสาหกรรมบางกลุ่ม เช่น กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (IT2) มีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อ LNEVA แต่ไม่พบความสัมพันธ์เชิงนัยสำคัญระหว่าง ESGD กับ LNEVA (p = .574) ซึ่งสะท้อนว่า ESGD ไม่ได้มีอิทธิพลอย่างชัดเจนในเชิงสถิติต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจในบริบทของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ส่งผลให้ไม่สามารถยืนยันสมมติฐานที่ 2 (H2) ขณะที่ Model 3 วิเคราะห์ผลของ IC ต่อ LNEVA พบว่า IC มีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในระดับ 0.10 (B = 0.005, t = 1.79, p = .074) และ Model 4 ซึ่งวิเคราะห์ ESGD และ IC ร่วมกัน พบว่า ESGD ไม่มีผลทางตรงต่อ LNEVA (p = .260) แต่ IC ยังคงมีผลอย่างมีนัยสำคัญ (B = 0.006, t = 2.05, p = .041) ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานที่ 3 (H3)

นอกจากนี้ ผลการวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพล (ตารางที่ 6) โดยใช้ PROCESS Macro (Model 4) ของ Hayes (2022) ซึ่งพัฒนาแนวทางวิเคราะห์ตัวแปรคั่นกลางตามหลักการของ Baron and Kenny (1986) ระบุว่า ESGD ไม่มีผลทางตรงต่อ EVA อย่างมีนัยสำคัญ (Direct Effect = -0.0456, p = .2238) แต่มีผลทางอ้อมผ่าน IC อย่างมีนัยสำคัญ (Indirect Effect = 0.0264, 95 % CI [0.0033, 0.0510]) โดยอาศัยการประเมินค่าผลกระทบทางอ้อมด้วยวิธี Bootstrapping ซึ่งช่วงความเชื่อมั่น (Confidence Interval) ไม่ครอบคลุมศูนย์ สอดคล้องกับเกณฑ์การแปลผลของ Baron and Kenny (1986) ที่ระบุว่า หากผลกระทบทางตรงไม่มีนัยสำคัญ แต่ผลกระทบทางอ้อมมีนัยสำคัญ แสดงถึงบทบาทของตัวแปรคั่นกลางอย่างสมบูรณ์ (Full Mediation) จึงสามารถยืนยันสมมติฐานที่ 4 (H4) ได้

สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผล

ผู้วิจัยสรุปผลและอภิปรายผลในประเด็นสำคัญตามสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 (H1) ซึ่งเสนอว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่ได้รับการยืนยัน ซึ่งศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESGD) ที่มีต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนนั้น ได้รับการยืนยันผลการวิเคราะห์จาก Model 1 (IC ต่อ ESGD) การยืนยันสมมติฐานนี้บ่งชี้ว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างโปร่งใสและตรวจสอบได้มีส่วนช่วยเสริมสร้างความไว้วางใจของนักลงทุน และยังสะท้อนถึงการสื่อสารที่มีประสิทธิภาพระหว่างกิจการกับผู้มีส่วนได้เสีย ข้อค้นพบนี้สอดคล้องกับแนวคิดของทฤษฎีกลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) ซึ่งมองว่าความโปร่งใสและความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนเกี่ยวข้องเป็นองค์ประกอบสำคัญในการสร้างความเชื่อมั่นและความยั่งยืนทางธุรกิจงานวิจัยของ He et al. (2025) ได้เน้นว่า ESG Disclosure ที่คลุมเครือส่งผลกระทบต่อตอบสนองของผู้มีส่วนได้เสีย โดยเฉพาะในบริษัทที่มี ESG performance ต่ำ การเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใสจึงเป็นกลยุทธ์สำคัญในการลดความเสี่ยงด้านชื่อเสียงและเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Liu (2022) ที่ชี้ว่า ESG Disclosure เชิงปริมาณช่วยลดความคลุมเครือของข้อมูลและเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุน รวมถึงสนับสนุนผลการวิจัยของแววมณี ยั่งยืน (2563) ซึ่งพบว่า การดำเนินงาน ESG โดยเฉพาะในมิติบรรษัทภิบาล และสิ่งแวดล้อม มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลประกอบการทางการเงินในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความอ่อนไหว ข้อมูล ESG ที่ชัดเจน วัดผลได้ และเปิดเผยอย่างต่อเนื่อง ช่วยส่งเสริมภาพลักษณ์และความน่าเชื่อถือขององค์กรในสายตานักลงทุน สิ่งนี้สามารถสะท้อนถึงศักยภาพการเติบโตในระยะยาว และตอกย้ำว่า ESG ไม่ได้เป็นเพียงแนวทางด้านจริยธรรม แต่ยังเป็นกลยุทธ์สำคัญในการสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันอย่างยั่งยืน แม้ว่าค่าเฉลี่ยระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่พบในตารางที่ 3 จะอยู่ที่ 1.08 ซึ่งสะท้อนว่าบริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มตัวอย่าง ตลาด mai ยังคงมีการเปิดเผยข้อมูลในระดับที่ไม่สูงนัก แต่ผลการวิเคราะห์ข้างต้นแสดงให้เห็นว่า การเพิ่มขึ้นของการเปิดเผยข้อมูล ESG ไม่ว่าจะเริ่มต้นจากระดับใด ส่งผลให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นการยืนยันสมมติฐาน H1

สมมติฐานที่ 2 (H2) ซึ่งเสนอว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ไม่ได้รับการสนับสนุนจากผลการวิเคราะห์ โดยพบว่า ESGD ไม่มีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อ EVA ข้อค้นพบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้า (กัลย์สุตา แหวนทองคำ, 2563; รัตติชา รัตนวโรชา, 2561) ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG หรือการจัดอันดับ ESG ยังไม่ส่งผลเชิงบวกที่ชัดเจนต่อผลการดำเนินงานทางการเงินหรือมูลค่าตลาดของบริษัทขนาดเล็ก โดยเฉพาะในบริบทของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ซึ่งส่วนใหญ่ประกอบด้วย ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ที่มีข้อจำกัดด้านทรัพยากรและแรงจูงใจในการดำเนิน ESG อย่างเป็นระบบ อีกทั้งนักลงทุนในตลาด mai ส่วนใหญ่เป็นรายย่อยที่ให้ความสำคัญกับข้อมูลทางการเงินระยะสั้น เช่น งบการเงินรายไตรมาสหรือผลตอบแทนจากราคาหุ้น มากกว่าการพิจารณาผลกระทบระยะยาวจากการดำเนิน ESG ส่งผลให้ ESGD ยังไม่ถูกใช้เป็นปัจจัยหลักในการประเมินมูลค่ากิจการ และยังถูกมองว่าเป็นต้นทุนที่ไม่สามารถแปลงเป็นผลตอบแทนทางเศรษฐกิจได้ในทันที

สมมติฐานที่ 3 (H3) ซึ่งเสนอว่า ความเชื่อมั่นของนักลงทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ได้รับการยอมรับในระดับนัยสำคัญปานกลาง โดยแสดงให้เห็นว่าความไว้วางใจของนักลงทุนมีบทบาทต่อการสร้างมูลค่าทางเศรษฐกิจขององค์กร โดยเฉพาะในสภาวะที่การลงทุนต้องการข้อมูลที่น่าเชื่อถือและยั่งยืน สอดคล้องกับงานของวัฒน์ รัมมะพ้อ และนิมนวล วิเศษสรรพ (2563) ที่พบว่า รายงานความยั่งยืนและการกำกับดูแลกิจการที่มีคุณภาพช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุนและนำไปสู่การประเมินมูลค่ากิจการในเชิงบวก โดยเฉพาะจากมุมมองของผู้ถือหุ้นและนักลงทุนระยะยาว ข้อค้นพบนี้ยังสอดคล้องกับผลการศึกษาของจิรณัฐ เหมราช และคณะ (2567) ที่ชี้ว่า บริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยรวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยเฉพาะการเปิดเผยที่โปร่งใสสามารถเสริมสร้างความน่าเชื่อถือ ดึงดูดนักลงทุน และนำไปสู่ประสิทธิภาพในการทำกำไรที่สูงขึ้นในระยะยาว

สมมติฐานที่ 4 (H4) ได้รับการสนับสนุน โดยแสดงให้เห็นว่า ความเชื่อมั่นของนักลงทุนทำหน้าที่เป็นตัวแปรคั่นกลางอย่างสมบูรณ์ระหว่าง ESGD และ EVA สอดคล้องกับแนวคิดของ Baron and Kenny (1986) และผลการศึกษาโดย Mohammad and Wasiuzzaman (2021) ที่ชี้ว่า ESG ซึ่งเป็นข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน จะสามารถแปลงเป็นมูลค่าทางเศรษฐกิจได้ ก็ต่อเมื่อองค์กรสามารถสร้างการรับรู้ถึงความน่าเชื่อถือในสายตานักลงทุน นำไปสู่การลดความเสี่ยง เพิ่มโอกาสในการเข้าถึงแหล่งทุน และลดต้นทุนทางการเงิน (WACC) ซึ่งล้วนเป็นปัจจัยสำคัญต่อการสร้าง EVA

ข้อสรุป งานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างโปร่งใสสามารถสร้างมูลค่าทางเศรษฐกิจได้อย่างมีนัยสำคัญ แต่ผลกระทบไม่ได้ส่งผ่านโดยตรง ทว่าการสร้างมูลค่าดังกล่าวจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อองค์กรสามารถสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้มีส่วนได้เสียอย่างเป็นระบบและน่าเชื่อถือ โดยความเชื่อมั่นของนักลงทุน (IC) มีบทบาทสำคัญในฐานะตัวแปรคั่นกลางอย่างสมบูรณ์ในความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจอย่างชัดเจน ทั้งนี้ แนวคิดด้านการพัฒนาอย่างยั่งยืนไม่ได้เป็นเพียงกรอบทางจริยธรรม หากแต่เป็นกลยุทธ์สำคัญในการสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขัน การดำเนินธุรกิจตามหลัก ESG ช่วยเสริมสร้างภาพลักษณ์ที่ดีขององค์กร เพิ่มความไว้วางใจจากผู้มีส่วนได้เสีย และดึงดูดนักลงทุนที่ให้ความสำคัญกับความยั่งยืน อีกทั้งยังส่งผลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพภายในองค์กรและผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจโดยรวม (Eccles et al., 2014)

ข้อเสนอแนะและข้อจำกัดของการวิจัย

ความสัมพันธ์ระหว่างความเชื่อมั่นของนักลงทุน (IC) กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) พบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 ซึ่งบ่งชี้ว่า ความเชื่อมโยงดังกล่าวยังไม่มั่นคงนัก หรือยังไม่แข็งแรงเท่าที่ควร และมีความเป็นไปได้ที่จะได้รับอิทธิพลจากปัจจัยอื่น ๆ ที่งานวิจัยยังไม่ได้นำมารวมไว้ในแบบจำลอง เช่น ประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการ กลยุทธ์ทางธุรกิจหรือนโยบายเกี่ยวกับต้นทุนเงินทุน ตัวแปรควบคุม ขนาดบริษัทและประเภทอุตสาหกรรม ไม่แสดงอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญในทุกสมการ ซึ่งอาจเกิดจากข้อจำกัดของกลุ่มตัวอย่างที่จำกัดเฉพาะบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) เท่านั้น

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

ควรขยายกลุ่มตัวอย่างให้ครอบคลุมบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หรือเปรียบเทียบข้ามกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อเพิ่มความหลากหลายและความครอบคลุมของข้อมูล รวมถึงควรเพิ่มตัวแปรที่เกี่ยวข้อง เช่น ประสิทธิภาพทางการเงิน กลยุทธ์ ESG เพื่อให้เข้าใจกระบวนการสร้างมูลค่าทางเศรษฐกิจจาก ESG ได้อย่างรอบด้านมากขึ้น

คุณค่าและความสำคัญของงานวิจัย

งานวิจัยนี้มีคุณค่าต่อวิชาชีพบัญชี ภาครธุรกิจ นักลงทุน และหน่วยงานกำกับดูแล โดยแสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ไม่เพียงสะท้อนความรับผิดชอบต่อสังคม แต่ยังช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุน ซึ่งส่งผลต่อการเพิ่มมูลค่าทางเศรษฐกิจของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ข้อมูล ESG ที่มีคุณภาพและโปร่งใสสามารถทำหน้าที่เป็น “ทุนแห่งความเชื่อมั่น” (Trust Capital) ที่ควรบูรณาการในระบบบัญชีและการรายงานทางการเงิน โดยเฉพาะในบริบทของการเปลี่ยนผ่านสู่การรายงานความยั่งยืนตามมาตรฐานสากล เพื่อสนับสนุนการลงทุนที่ยั่งยืนและความโปร่งใสในตลาดทุน

References

- กนกพร รัตนอำพล, ธารินี พงศ์สุพัฒน์ และอภิชาติ พงศ์สุพัฒน์. (2564). ปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Buddhist Education and Research (JBER)*, 7(3), 62-76.
<https://so06.tci-thaijo.org/index.php/jber/article/view/248717/171662>
- กัลย์สุตา แหวนทองคำ. (2563). คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมที่ส่งผลต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *วารสารมหาวิทยาลัยราชภัฏลำปาง*, 9(1), 1-11.
<https://so04.tci-thaijo.org/index.php/JLPRU/article/view/240284/166099>

- จิณัฐ เหมราช, นวลปราง แจบไธสง และสมใจ บุญหมื่นไวย. (2567). ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท. *วารสาร มทร.อีสาน ฉบับมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, 11(2), 36-48. https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RMUTI_SS/article/view/272887/184161
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2567). *ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนและดัชนี ESG Ratings*. เข้าถึงเมื่อ (18 ตุลาคม 2567). <https://www.set.or.th/th/sustainable-investment.pdf>
- นงนภัส แก้วพลอย และเฉลิมพงษ์ อัครเศรษฐการ. (2567). การวิเคราะห์หลักทรัพย์ของบริษัท ABC จำกัด (มหาชน). *วารสารเครือข่ายส่งเสริมการวิจัยทางมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, 7(1), 127-140. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/hsrnj/article/view/268671/182589>
- เพ็ญพระพักตร์ มานะปริชาติเลิศ และบุญญารัตน์ ฤชา. (2566). ระดับการรายงานเพื่อความยั่งยืนที่มีต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารการจัดการใช้คุณค่าและกลยุทธ์ธุรกิจ*, 2(3), 55-72. <https://so08.tci-thaijo.org/index.php/VCMBs/article/view/1900/1718>
- รัตติชา รัตนโรชา. (2561). *ผลกระทบของการประกาศรายชื่อบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินงานโดดเด่น ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ติดอันดับ ESG100 ต่อการตอบสนองตลาดและผลการดำเนินงานของกิจการ [วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์]*. หอสมุดแห่งมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. https://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2018/TU_2018_6002113121_10018_10596.pdf
- เรวดี พานิช. (2565). ความสัมพันธ์เชิงพลวัตระหว่างผลตอบแทนและผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มธุรกิจยั่งยืนที่ถูกจัดอันดับด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาล ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการสมาคมสถาบันอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทย (สสอท.)*, 28(2), 31-45. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/apheit-ss/article/view/256670/175344>
- วัฒน์ รัมมะพ้อ และนิมนวล วิเศษสรรพ. (2563). ผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนของคุณค่าของรายงานความยั่งยืน การกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานทางการเงิน: หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 16(49), 1-20. <http://www.jap.tbs.tu.ac.th/files/Article/Jap49/Full/Jap49WatNim.pdf>
- แววมณี ยั่งยืน. (2563). *การศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง ESG Performance กับประสิทธิภาพทางการเงินในกลุ่มบริษัทอุตสาหกรรมที่อ่อนไหว (Sensitive Industries) กรณีศึกษาในกลุ่มสมาชิกสหภาพยุโรป [สารนิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยมหิดล]*. <https://archive.cm.mahidol.ac.th/bitstream/123456789/3457/1/TP%20FM.007%202563.pdf>
- สมบูรณ์ สารพัด. (2565). ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์*, 1(2), 56-81. <https://kuojs.lib.ku.ac.th/index.php/jmsku/article/view/5175/2452>
- Baron, R.M. and Kenny, D.A. (1986). The Moderator - Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173-1182. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.51.6.1173>
- Brodersen, S. and Pysh, P. (2014). *Warren Buffett Accounting Book: Reading Financial Statements for Value Investing*. CreateSpace Independent Publishing, US.
- Clieaf, V.M., Leeflang, K. and Byrne, O.S. (2014). *The Alignment Gap Between Value Creation, Performance Measurement and Long-Term Incentive Design*. Access (25 April 2025). <https://www.researchgate.net/publication/309662398>

- Eccles, R.G., Ioannou, I. and Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1964011>
- Freeman, R.E. (1994). The Politics of Stakeholder Theory Some Future Directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409-421. <https://doi.org/10.2307/3857340>
- Hayes, A.F. (2022). *Introduction to Mediation, Moderation, and Conditional Process Analysis: A Regression-Based Approach* (3rded). The Guilford Press, New York.
- He, H., Chen, Y., Guo, R. and He, L. (2025). Cost of Vagueness: Stakeholders' Responses to Firms' ESG Information. *Journal of Business Ethics*, Springer. <https://doi.org/10.1007/s10551-025-06001-0>
- Liu, M. (2022). Quantitative ESG Disclosure and Divergence of ESG Ratings. *Journal of Frontiers in Psychology*, 13, 1-19. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.936798>
- Mohammad, W.M.W. and Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosure, Competitive Advantage and Performance of Firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 100015. 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.cesys.2021.100015>
- Sanga, H.M. and Situmorang, R. (2024). The Future of Valuation: Combining ESG impact with EVA Methodology for Corporate's Value. *International Journal of Novel Research and Development*, 9(5), 274-277. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4932437>
- Sanga, H.M. (2024). The Role of EVA in Enhancing Corporate Value and Sustainability: a Case Study Approach. *ARTOKULO: Journal of Accounting, Economic and Management*, 1(1), 91-102. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4932441>
- Sharpe, W.F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442. <https://doi.org/10.2307/2977928>