

# บทบาทของกลไกการกำกับดูแลกิจการในการกำกับ ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับกับผลการดำเนินงาน ด้าน ESG

**ดร.จิรารัช พิพัฒน์นราพงศ์**

อาจารย์ประจำกลุ่มวิชาเทคโนโลยีสารสนเทศ

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

**เยาวรักษ์ สุขวิบูลย์**

รองศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต

(ผู้ประสานงานหลัก)

**วัฒน์ รัมมะพ้อ**

อาจารย์ประจำประจำสาขาวิชาการบัญชี

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 20 มิถุนายน 2568

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 12 สิงหาคม 2568

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 22 สิงหาคม 2568

## บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับกับผลการดำเนินงานด้าน ESG และศึกษาบทบาทของกลไกการกำกับดูแลกิจการในการกำกับความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2561 – 2565 การวัดค่าผลการดำเนินงานด้าน ESG ใช้คะแนน ESG จากฐานข้อมูล Refinitive Eikon ส่วนการวัดการจัดการกำกับใช้โมเดล Jones, Modified Jones และ Modified Jones with ROA control ทั้งในรูปแบบที่พิจารณาทิศทางของการจัดการกำกับ และรูปแบบที่พิจารณาขนาดของการจัดการกำกับโดยไม่สนใจทิศทาง ผลการวิเคราะห์พบว่า การจัดการกำกับเชิงทิศทางที่วัดโดยโมเดล Modified Jones with ROA control มีความสัมพันธ์เชิงลบกับคะแนน ESG อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% สะท้อนว่า องค์กรที่ตกแต่งกำกับมีแนวโน้มให้ความสำคัญกับ ESG น้อย ในส่วนของรูปแบบที่พิจารณาขนาดของการจัดการกำกับ พบความสัมพันธ์เชิงลบในโมเดล Jones และ Modified Jones อย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ในโมเดล Modified Jones with ROA control ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเป็นผลจากการควบคุมผลการดำเนินงาน (ROA) ในแบบจำลองดังกล่าว ทำให้ผลกระทบของการจัดการกำกับต่อ ESG ลดลงในเชิงสถิติ สะท้อนให้เห็นว่า ความสัมพันธ์

ที่ตรวจพบในโมเดล Jones และ Modified Jones อาจเป็นผลลงจากข้อจำกัดของแบบจำลองมากกว่าจะเป็นความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นจริงระหว่างตัวแปร ซึ่งทำให้ค่าคงค้างสูงถูกตีความว่า เป็นผลจากการจัดการกำกับดูแลทั้งที่ในความเป็นจริงอาจเกิดจากประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกิจการเอง สำหรับบทบาทของกลไกการกำกับดูแลพบว่า ขนาดและความเป็นอิสระของคณะกรรมการไม่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับดูแลกับการดำเนินงานด้าน ESG อย่างไรก็ตามพบว่า ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ โดยเฉพาะสัดส่วนกรรมการหญิงมีผลในเชิงลดทอนความสัมพันธ์เชิงลบดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญในบางโมเดล ซึ่งชี้ให้เห็นถึงบทบาทของความหลากหลายทางเพศในการกำกับดูแลและควบคุมพฤติกรรมที่อาจส่งผลเสียต่อความยั่งยืนขององค์กร

**คำสำคัญ:** การจัดการกำกับดูแล ความยั่งยืน ผลการดำเนินงานด้าน ESG การกำกับดูแลกิจการ กรรมการหญิง

# The Moderating Role of Corporate Governance Mechanisms on the Relationship between Earnings Management and ESG Performance

**Dr.Jirarat Pipatnarapong**

*Lecturer in Department of Information Technology,  
School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce*

Received: June 20, 2025

Revised: August 12, 2025

Accepted: August 22, 2025

**Yaowarak Sukwiboon**

*Associate Professor in Accounting,  
Faculty of Accountancy, Rangsit University  
(Corresponding Author)*

**Wattanee Rammapor**

*Lecturer in Accounting,  
Faculty of Accountancy, Rangsit University*

## ABSTRACT

This study aims to examine the relationship between earnings management and ESG performance, as well as to explore the role of corporate governance mechanisms that may influence this relationship. The data consists of firms listed on the Stock Exchange of Thailand during the period 2018 – 2022. ESG performance is measured using ESG scores from the Refinitiv Eikon database. Earnings management is assessed using the Jones model, the Modified Jones model, and the Modified Jones with ROA control, with both directional (signed) and magnitude-based (absolute) approaches. The analysis reveals that directional earnings management, as measured by the Modified Jones with ROA control, is significantly negatively associated with ESG scores at the 1% significance level. This suggests that firms engaging in earnings manipulation tend to place less emphasis on ESG initiatives. For the magnitude-based approach, a significant negative relationship was found under the Jones and Modified Jones models. In contrast, the Modified Jones model with ROA control did not yield a statistically significant relationship. This may

result from the inclusion of return on assets (ROA) in the model, which reduces the statistical impact of earnings management on ESG performance. This finding suggests that the relationships observed in the Jones and Modified Jones models may reflect model misspecification rather than a true association between the variables. Specifically, high accruals may have been misinterpreted as earnings management, when in fact they could stem from the firm's operational efficiency. Regarding the role of corporate governance, board size and independence do not significantly influence the relationship between earnings management and ESG performance. However, gender diversity on the board—the proportion of female directors—significantly moderates the negative relationship in some models. This highlights the important role of gender diversity in overseeing and mitigating behaviors that may undermine organizational sustainability.

**Keywords:** Earnings Management, Sustainability, ESG Performance, Corporate Governance, Female Directors

## บทนำ

ในปัจจุบัน ภูมิทัศน์ทางธุรกิจได้เปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ โดยองค์กรต่าง ๆ ให้ความสำคัญต่อการดำเนินงานที่ควบรวมมิติด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) เข้ากับกลยุทธ์ขององค์กรและการรายงานผลการดำเนินงานอย่างจริงจัง แนวโน้มนี้ได้รับแรงสนับสนุนจากนักลงทุน ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และกระแสโลกที่ผลักดันให้ธุรกิจมีบทบาทเชิงบวกต่อความยั่งยืน งานวิจัยของ Flammer (2015) พบว่า บริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG แข็งแรงมีแนวโน้มที่จะเผชิญความเสี่ยงทางธุรกิจในระยะยาวน้อยลง และได้รับผลตอบแทนที่ดีขึ้น ขณะที่ Hein et al. (2020) ชี้ให้เห็นว่า ผู้บริโภคมีแนวโน้มยอมจ่ายมากขึ้นให้กับสินค้าและบริการที่มีผลกระทบเชิงบวกต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม ซึ่งนำไปสู่ความภักดีและความพึงพอใจต่อแบรนด์ในระยะยาว ในอีกด้านหนึ่ง การดำเนินงานด้าน ESG ยังส่งผลดีต่อองค์กรผ่านการพัฒนาทักษะของพนักงาน (Lin & Lin, 2025) และการได้รับเงินกู้หรือเบี้ยประกันภัยที่ดีขึ้นจากสถาบันการเงิน (Qian et al., 2023) สำหรับประเทศไทยก็ให้ความสำคัญต่อ ESG อย่างชัดเจนผ่านการขับเคลื่อนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างต่อเนื่อง รวมถึงการจัดตั้ง SET ESG Index (SETESG) เพื่อใช้เป็นดัชนีสะท้อนบริษัทจดทะเบียนที่มีผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนโดดเด่น ซึ่งไม่เพียงช่วยสร้างภาพลักษณ์ที่ดีต่อผู้ลงทุน แต่ยังกลายเป็นเกณฑ์สำคัญที่สถาบันการเงินและผู้กำกับดูแลใช้ในการพิจารณาความเสี่ยงในเชิงระบบ (The Stock Exchange of Thailand, 2024) นอกจากนี้ ยังพบว่าผู้บริโภคคนไทยให้ความสำคัญกับสินค้าและบริการที่รับผิดชอบต่อสังคมมากขึ้น ดังที่เห็นได้จากการที่ผู้บริโภคจำนวนมากปรับเปลี่ยนพฤติกรรมการพกถุงผ้าแทนการใช้ถุงพลาสติก หรือการสนับสนุนสินค้าที่มีฉลากรักษ์โลกมากขึ้น นอกจากนี้ สถาบันการเงินก็เริ่มนำเกณฑ์ ESG มาประกอบการอนุมัติสินเชื่อหรือกำหนดอัตราดอกเบี้ยเช่นเดียวกัน ไม่ว่าจะเป็นการออกผลิตภัณฑ์สินเชื่อ ESG-linked loan ของธนาคารไทยพาณิชย์ หรือ Sustainability-Linked Loan ของธนาคารกสิกรไทย ซึ่งได้นำเกณฑ์ ESG มาใช้ในการพิจารณาอนุมัติสินเชื่อ โดยเฉพาะในกลุ่มธุรกิจหรือโครงการที่มีผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมหรือสังคม อย่างไรก็ดี แม้การดำเนินงานอย่างยั่งยืนจะเป็นเป้าหมายสำคัญขององค์กร แต่ผู้บริหารยังคงต้องเผชิญแรงกดดันจากผู้ถือหุ้นที่ให้ความสำคัญกับผลกำไรและผลตอบแทนในระยะสั้น ซึ่งความกดดันดังกล่าวอาจทำให้เกิดพฤติกรรม “การจัดการกำไร” (Earnings Management) เพื่อปรับปรุงรายงานทางการเงินให้สอดคล้องกับความคาดหวังโดยอาศัยดุลยพินิจตามหลักการบัญชีที่ยอมรับได้ (GAAP) เพื่อบรรลุวัตถุประสงค์บางประการ เช่น การเพิ่มผลประกอบการ การเข้าถึงแหล่งเงินทุน หรือการรักษาภาพลักษณ์ขององค์กร พฤติกรรมดังกล่าวแม้อยู่ภายใต้ขอบเขตของมาตรฐานการรายงานทางการเงิน แต่ก็อาจขัดกับหลักจริยธรรม ความโปร่งใส และเจตนารมณ์ของการดำเนินงานด้าน ESG

ด้วยเหตุนี้ ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG จึงได้รับความสนใจอย่างต่อเนื่องโดยมีการอธิบายผ่านกรอบแนวคิดที่หลากหลาย หนึ่งในนั้นคือ “ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory)” (Freeman, 1984) ซึ่งเสนอว่า ความสำเร็จขององค์กรเกิดจากการตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่ม ไม่ใช่เฉพาะผู้ถือหุ้นเพียงฝ่ายเดียว แม้ความมุ่งมั่นในการดำเนินงานตามแนวทางเพื่อเคลื่อนสู่ความยั่งยืนเป็นปัจจัยที่ผลักดันให้องค์กรมีการจัดทำรายงานทางการเงินอย่างโปร่งใสและมีจริยธรรม แต่ความกดดันในการบรรลุเป้าหมายด้านความยั่งยืนนั้นก็สามารถสร้างโอกาสให้แก่ผู้บริหารขององค์กรในการบิดเบือนข้อมูลในรายงานเพื่อวัตถุประสงค์บางอย่างได้ในเวลาเดียวกัน งานวิจัยจำนวนหนึ่งชี้ให้เห็นว่า พฤติกรรมรายงานทางการเงินที่โปร่งใสและไม่เน้นการบิดเบือนตัวเลขจะช่วยเสริมสร้างความน่าเชื่อถือขององค์กร และสอดคล้องกับการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ที่มีคุณภาพ (Adeneye et al.

2024; Martinez-Ferrero et al. 2015 Ricapito, 2024; Velte, 2019) อย่างไรก็ตาม แรงกดดันที่มาจากความคาดหวังของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในหลายทิศทางก็อาจเปิดโอกาสให้ผู้บริหารใช้กลยุทธ์จัดการกำกับเพื่อสร้างสมดุลให้กับภาพลักษณ์ขององค์กร ในขณะที่ “ทฤษฎีตัวการตัวแทน (Agency Theory)” (Jensen & Meckling, 1976) มองว่าความไม่สอดคล้องกันระหว่างเป้าหมายของเจ้าของกิจการ (ผู้ถือหุ้น) กับผู้บริหาร (ตัวแทน) เป็นสาเหตุสำคัญของพฤติกรรมที่ไม่โปร่งใส เช่น การจัดการกำกับ โดยเฉพาะเมื่อผู้บริหารพยายามแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น งานวิจัยที่อ้างอิงทฤษฎีนี้พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG (Adeneye et al. 2024; Ricapito, 2024) ซึ่งสะท้อนว่า พฤติกรรมการจัดการกำกับเป็นอุปสรรคต่อการดำเนินงานด้านความยั่งยืนขององค์กร อีกกรอบแนวคิดที่น่าสนใจคือ “ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory)” (Pfeffer & Salancik, 1978) ซึ่งอธิบายว่า องค์กรไม่สามารถดำรงอยู่ได้โดยลำพัง แต่ต้องพึ่งพาทรัพยากรจากภายนอก เช่น เงินทุน ความรู้ และเครือข่ายความร่วมมือ จากแนวคิดของทฤษฎีนี้ คณะกรรมการบริษัท (Board of Directors) จึงมีบทบาทสำคัญในฐานะตัวกลางที่เชื่อมโยงองค์กรกับสิ่งแวดล้อมภายนอก โดยเฉพาะในด้านการจัดหาและประกันทรัพยากรที่จำเป็นให้กับองค์กร Hillman et al. (2002) และ Hillman & Dalziel (2003) ระบุว่า คณะกรรมการที่มีความหลากหลาย โครงสร้างที่เหมาะสม และมีความเชี่ยวชาญสามารถลดความไม่แน่นอนจากภายนอกและหลีกเลี่ยงพฤติกรรมที่สร้างความเสี่ยง เช่น การจัดการกำกับ ซึ่งเป็นพฤติกรรมที่อาจบ่อนทำลายคุณภาพของข้อมูลทางการเงินและการดำเนินงานด้านความยั่งยืน บทบาทดังกล่าวสอดคล้องกับงานศึกษาที่ชี้ให้เห็นว่า คณะกรรมการสามารถเป็นกลไกสำคัญในการลดแรงจูงใจของฝ่ายบริหารในการจัดการกำกับ ผ่านการควบคุมภายในที่เข้มแข็ง และการส่งเสริมความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูล (Hillman et al., 2000; 2002) ดังนั้นหากองค์กรมีคณะกรรมการที่มีคุณภาพและมีบทบาทเชิงรุกในการบริหารความสัมพันธ์และกลยุทธ์ องค์กรย่อมมีแนวโน้มที่จะหลีกเลี่ยงพฤติกรรมที่ไม่พึงประสงค์ และสามารถบรรลุเป้าหมายด้าน ESG ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

จากแนวคิดและหลักฐานเชิงประจักษ์ที่กล่าวมาข้างต้น คณะผู้วิจัยเห็นว่า พฤติกรรมทางธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการจัดการกำกับ การดำเนินงานด้าน ESG และกลไกการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กันในลักษณะของระบบที่ไม่ควรพิจารณาแยกจากกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง กลไกการกำกับดูแลกิจการในระดับคณะกรรมการบริษัท ซึ่งประกอบด้วยขนาดของคณะกรรมการ จำนวนกรรมการอิสระ และความหลากหลายทางเพศของกรรมการ ซึ่งล้วนส่งผลต่อการตัดสินใจของฝ่ายบริหารทั้งในด้านการจัดการทางบัญชีและการดำเนินงานเพื่อความยั่งยืน องค์กรประกอบเหล่านี้จึงสมควรถูกพิจารณาเป็นตัวแปรที่มีบทบาทสำคัญในการทำความเข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับและผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างครบถ้วน การศึกษาความสัมพันธ์เชิงสาเหตุระหว่างตัวแปรเหล่านี้พร้อมกันจะช่วยให้เข้าใจว่า การจัดการกำกับส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพด้าน ESG อย่างไร และกลไกกำกับดูแลกิจการใดที่สามารถลดผลกระทบเชิงลบดังกล่าวได้อย่างแท้จริง ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรม คณะผู้วิจัยพบว่า แม้งานวิจัยในระดับนานาชาติจะมีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับกับผลการดำเนินงานด้าน ESG และบทบาทของกลไกการกำกับดูแลกิจการอย่างต่อเนื่อง แต่ในบริบทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังไม่พบงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งสามร่วมกันในลักษณะบูรณาการและเป็นระบบ โดยเฉพาะการวิเคราะห์เชิงสาเหตุที่สามารถแสดงให้เห็นถึงกลไกที่เชื่อมโยงระหว่างพฤติกรรมการจัดการกำกับกับประสิทธิภาพด้าน ESG และบทบาทของกลไกการกำกับดูแลกิจการในการลดทอนผลกระทบเชิงลบ

ดังกล่าว ดังนั้นงานวิจัยนี้เป็นการเปิดช่องว่างที่ช่วยให้สามารถทำความเข้าใจพฤติกรรมทางธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนไทยได้อย่างครอบคลุมยิ่งขึ้น และให้ข้อเสนอเชิงนโยบายที่เหมาะสมกับบริบทในประเทศ

## วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG
2. เพื่อศึกษาบทบาทของกลไกการกำกับดูแลกิจการในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG

## บททวนวรรณกรรม

### 1. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

#### 1.1 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) เป็นกรอบแนวคิดที่เสนอว่า องค์กรควรคำนึงถึงผลกระทบจากการดำเนินงานต่อกลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่หลากหลาย ไม่ว่าจะเป็นพนักงาน ลูกค้า คู่ค้า ชุมชน และสังคมโดยรวม มิใช่เพียงผู้ถือหุ้นเท่านั้น (Freeman, 1984) แนวคิดนี้เน้นว่า การสร้างคุณค่าในระยะยาวจำเป็นต้องมีการจัดการความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างเหมาะสมและสมดุล การดำเนินธุรกิจที่มุ่งตอบสนองผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียหลายฝ่ายจะช่วยให้องค์กรได้รับการสนับสนุนทางสังคม และสร้างความสามารถในการแข่งขันอย่างยั่งยืน ทฤษฎีนี้ยังสามารถอธิบายประเด็นด้านความไม่สมดุลของข้อมูล (Information Asymmetry) และความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างกลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความน่าเชื่อถือของข้อมูลที่องค์กรเปิดเผย (Freeman, 1984) โดย Morsing & Schultz (2006) เน้นว่า การสื่อสารอย่างมีประสิทธิภาพกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างความเข้าใจและความไว้วางใจ ซึ่งมีผลต่อการยอมรับขององค์กรในระยะยาว ในด้านผลลัพธ์เชิงประจักษ์ Servaes & Tamayo (2013) แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีส่วนร่วมกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างจริงจังจะมีผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีกว่า และส่งผลในเชิงบวกต่อความสามารถในการแข่งขันและความยั่งยืนของกิจการ ผลการศึกษาของ Eccles et al. (2014) ยังชี้ให้เห็นว่า องค์กรที่บริหารจัดการผู้มีส่วนได้ส่วนเสียร่วมกับการดำเนินงานด้าน ESG อย่างจริงจังจะมีผลประกอบการทางการเงินที่ดีกว่า เนื่องจากสามารถสร้างความเชื่อมั่นจากลูกค้า พนักงาน และชุมชนได้มากกว่าองค์กรทั่วไป โดยสรุป ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียให้กรอบความคิดสำคัญในการอธิบายว่า ESG ไม่ใช่เพียงแนวทางด้านจริยธรรมหรือการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์เท่านั้น แต่ยังเป็นกลไกหนึ่งในการสร้างคุณค่าที่ยั่งยืนให้แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่ม และช่วยให้องค์กรก้าวข้ามการมุ่งเน้นเฉพาะผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ไปสู่แนวทางการดำเนินธุรกิจที่มีความรับผิดชอบและสมดุลมากยิ่งขึ้น

#### 1.2 ทฤษฎีตัวการตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวการตัวแทน (Agency Theory) อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้น (ตัวการ) และผู้บริหาร (ตัวแทน) โดยเน้นปัญหาที่เกิดจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์และข้อมูลที่ไม่สมดุลระหว่างทั้งสองฝ่าย (Jensen & Meckling, 1976) ผู้ถือหุ้นมักคาดหวังผลตอบแทนระยะยาว ขณะที่ผู้บริหารอาจมีแรงจูงใจในระยะสั้นเพื่อตอบสนองผลประโยชน์ส่วนตน ปัญหานี้ทวีความซับซ้อนขึ้นเมื่อผู้บริหารมีข้อมูลภายในที่เหนือกว่าผู้ถือหุ้น ทำให้เกิดความไม่สมดุลของข้อมูล

(Information Asymmetry) และการตัดสินใจที่อาจไม่สอดคล้องกับเป้าหมายของผู้ถือหุ้น (Eisenhardt, 1989) ในบริบทของ ESG ทฤษฎีตัวการตัวแทนถูกนำมาใช้เพื่ออธิบายว่า การดำเนินงานด้าน ESG สามารถเป็นกลไกหนึ่งในการลดความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น โดย Eccles et al. (2014) ชี้ให้เห็นว่า ESG ช่วยส่งเสริมความโปร่งใสและความรับผิดชอบในระยะยาว และ Liang & Renneboog (2020) พบว่า การมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นในการกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ช่วยผลักดันให้องค์กรดำเนินงานด้าน ESG อย่างจริงจัง นอกจากนี้ ด้านแรงจูงใจ Gao et al. (2014) และ Jensen & Murphy (1990) สนับสนุนว่า การเชื่อมโยงค่าตอบแทนของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานด้าน ESG เป็นแนวทางหนึ่งในการปรับเป้าหมายของตัวแทนให้สอดคล้องกับเป้าหมายของตัวการ ช่วยให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการสร้างคุณค่าในระยะยาว ขณะที่การเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างโปร่งใสก็สามารถลดช่องว่างของข้อมูลระหว่างทั้งสองฝ่ายได้ (Birindelli et al., 2019) โดยสรุป การนำทฤษฎีตัวการตัวแทนมาใช้ในการศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานด้าน ESG เป็นเรื่องที่สำคัญในปัจจุบัน เนื่องจากการดำเนินงานด้าน ESG สามารถช่วยลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร และเพิ่มความโปร่งใสและความรับผิดชอบในการบริหาร การใช้ระบบการตรวจสอบและควบคุมที่ดีในด้าน ESG รวมถึงการเชื่อมโยงค่าตอบแทนของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานด้าน ESG เป็นเครื่องมือที่สำคัญในการสร้างความยั่งยืนและผลประโยชน์ที่ดีในระยะยาว

### 1.3 ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory)

ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory: RDT) เสนอว่า องค์กรไม่สามารถดำรงอยู่โดยลำพังได้ แต่ต้องพึ่งพาทรัพยากรจากภายนอก เช่น เงินทุน เทคโนโลยี เครือข่าย และองค์ความรู้ เพื่อความอยู่รอดและการเติบโต (Pfeffer & Salancik, 1978) แหล่งทรัพยากรเหล่านี้มักมาจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียภายนอก เช่น นักลงทุน ลูกค้า ผู้ผลิต หน่วยงานรัฐ และพันธมิตรธุรกิจ ซึ่งมีบทบาทในฐานะผู้ให้บริการทรัพยากร (Resource Provision Role: RPR) ที่มีอิทธิพลต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานขององค์กร รวมถึงในด้าน ESG ที่ RDT ช่วยอธิบายว่า องค์กรสามารถใช้กลยุทธ์ด้านความสัมพันธ์เพื่อเข้าถึงทรัพยากรที่จำเป็นต่อการดำเนินงานด้าน ESG ได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยองค์กรที่สร้างความร่วมมือที่ดีและยั่งยืนกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย มักมีผลการดำเนินงาน ESG ที่ดีกว่า (Shu et al., 2024) ไม่เพียงเพราะได้รับการสนับสนุนด้านทรัพยากรเท่านั้น แต่ยังเป็นการลดความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนภายนอกได้อีกด้วย นอกจากนี้ องค์กรที่มีคณะกรรมการบริหารที่หลากหลายและมีความเชี่ยวชาญเฉพาะทาง ยังสามารถจัดการทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ส่งผลให้การตัดสินใจด้าน ESG มีคุณภาพและครอบคลุมมุมมองที่หลากหลาย (Jeyhunov et al., 2025) โดยสรุป RDT เน้นย้ำว่า การเข้าถึงและบริหารจัดการทรัพยากรจากภายนอกเป็นปัจจัยสำคัญต่อความสำเร็จในการดำเนินงานด้าน ESG โดยเฉพาะเมื่อผู้ให้ทรัพยากรมีคุณภาพ มีความเชื่อถือ และสนับสนุนการดำเนินงานในเชิงกลยุทธ์ องค์กรที่สามารถบริหารความสัมพันธ์กับกลุ่มทรัพยากรภายนอกได้อย่างมีประสิทธิภาพจึงมีแนวโน้มที่จะดำเนินงานด้าน ESG ได้อย่างยั่งยืนและแข่งขันได้ในระยะยาว

## 2. ผลการดำเนินงานด้าน ESG

ผลการดำเนินงานด้าน ESG (Environmental, Social, and Governance Performance) หมายถึง การวัดประสิทธิภาพขององค์กรในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ซึ่งมีบทบาทสำคัญต่อการบริหารความเสี่ยง ความยั่งยืน และการสร้างมูลค่าให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในระยะยาว (Eccles et al., 2014) การดำเนินงานด้าน ESG

ที่ดีไม่เพียงส่งผลต่อภาพลักษณ์ขององค์กร แต่ยังช่วยเสริมศักยภาพในการแข่งขันทางธุรกิจ โดยเฉพาะในยุคที่นักลงทุนและผู้บริโภคให้ความสำคัญกับความโปร่งใสและความรับผิดชอบต่อองค์กร งานวิจัยจำนวนมากได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และผลประกอบการทางการเงิน โดยพบว่า ESG มีความเชื่อมโยงกับผลลัพธ์เชิงบวกทั้งในด้านการลงทุนและการเข้าถึงแหล่งทุน ตัวอย่างเช่น Eccles et al. (2014) พบว่า องค์กรที่มีการดำเนินงานด้าน ESG อย่างจริงจังสามารถสร้างผลตอบแทนทางการเงินในระยะยาวได้ดีกว่าองค์กรทั่วไป ขณะที่ Friede et al. (2015) ได้สังเคราะห์งานวิจัยมากกว่า 2,000 ชิ้น และสรุปว่า การดำเนินงานด้าน ESG ส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนทางการเงิน โดยเฉพาะในองค์กรที่เน้นการบริหารความเสี่ยงอย่างมีระบบนอกจากนี้ Amel-Zadeh & Serafeim (2018) ยังพบว่า บริษัทที่เปิดเผยข้อมูล ESG อย่างโปร่งใสจะได้รับความเชื่อมั่นจากนักลงทุนและผู้บริโภคมากขึ้น ขณะที่ Cheng et al. (2014) ชี้ว่า องค์กรที่มีคะแนน ESG สูงสามารถเข้าถึงเงินทุนได้ง่ายขึ้น และมีต้นทุนทางการเงินต่ำกว่าองค์กรที่ละเลย ESG โดยสรุป ผลการดำเนินงานด้าน ESG เป็นตัวชี้วัดสำคัญที่สะท้อนความสามารถขององค์กรในการบริหารจัดการความเสี่ยงและสร้างความยั่งยืนในระยะยาว ทั้งในมิติของสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ซึ่งส่งผลโดยตรงต่อความเชื่อมั่นของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การเข้าถึงแหล่งทุน และศักยภาพในการสร้างมูลค่าทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง

### 3. การจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG

การจัดการกำไร (Earnings Management: EM) หมายถึง กระบวนการที่ผู้บริหารใช้เทคนิคทางบัญชีในการปรับเปลี่ยนรายได้และค่าใช้จ่ายเพื่อให้ผลประกอบการดูดีขึ้น หรือสอดคล้องกับความคาดหวังของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Healy & Wahlen, 1999) โดยวิธีการที่นิยมใช้ ได้แก่ การเลื่อนหรือเร่งการรับรู้รายได้ (Stubben, 2010) การเปลี่ยนแปลงนโยบายบัญชี (Aboody et al., 2005) และการปรับปรุงประมาณการทางบัญชี (McNichols & Wilson, 1988) ซึ่งใช้แนวทางการศึกษาการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง (Accrual-Based Earnings Management: AEM) นอกจากนี้ กิจการมีการปรับเปลี่ยนกิจกรรมทางธุรกิจจริงเพื่อจัดการกำไร (Real Earnings Management: REM) เช่น การควบคุมช่วงเวลาของรายได้และค่าใช้จ่าย (Roychowdhury, 2006) และการควบคุมต้นทุนการผลิต (Gunny, 2010) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยฉบับนี้มุ่งศึกษาเฉพาะในมิติของ AEM ซึ่งเน้นการจัดการกำไรผ่านรายการบัญชีคงค้าง แม้ว่า การจัดการกำไรจะช่วยเสริมภาพลักษณ์ในระยะสั้น แต่กลับสร้างความเสี่ยงต่อความยั่งยืนในระยะยาว และลดความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงิน (Ehsan et al., 2021) ทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมีความระมัดระวังในการใช้ข้อมูลดังกล่าวมากขึ้นเพื่อลดข้อกังวลนี้ ผู้บริหารจึงอาจหันมาให้ความสำคัญกับการดำเนินงานตามแนวทาง ESG เพื่อแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมและสร้างความไว้วางใจ แต่ในขณะเดียวกันก็มีหลักฐานชี้ว่า องค์กรบางแห่งใช้กลยุทธ์ Greenwashing ในการบิดเบือนหรือเสริมภาพลักษณ์ด้าน ESG เพื่อกลบเกลื่อนพฤติกรรมจัดการกำไร (Adeneye et al. 2024) ด้วยเหตุนี้จึงทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและ ESG ได้รับความสนใจเพิ่มมากขึ้นในวงวิชาการ อย่างไรก็ตาม หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับผลกระทบของการจัดการกำไรที่มีต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG ยังคงมีอยู่จำกัด เพราะงานวิจัยที่ผ่านมาส่วนใหญ่ศึกษาความสัมพันธ์ของความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (CSR) และการจัดการกำไร

งานวิจัยบางส่วนพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการจัดการกำไรและ CSR เช่น งานวิจัยของ Kim et al. (2012) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของกำไร ซึ่งวัดค่าด้วยการจัดการกำไรกับความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (CSR) ซึ่งพบว่า บริษัทที่มีระดับ CSR สูงจะมีคุณภาพของกำไรสูง (นั่นคือ มีการจัดการกำไรต่ำ) สนับสนุนแนวคิดที่ว่า บริษัทที่

ดำเนินกิจกรรม CSR มักมีความรอบคอบและโปร่งใสในการรายงานทางการเงิน เพื่อผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย งานวิจัยของ Martinez-Ferrero et al. (2015) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ใช่กลุ่มการเงินจำนวน 1,960 บริษัทจาก 26 ประเทศ และพบว่า ในบริษัทที่ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการจัดการกำกับน้อย มักให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมากขึ้น ซึ่งนำไปสู่การนำแนวปฏิบัติด้านความรับผิดชอบต่อสังคมมาใช้อย่างจริงจัง ในทำนองเดียวกัน Ehsan et al. (2021) ศึกษาบริษัทในอุตสาหกรรมการผลิตของประเทศปากีสถาน และพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่าง CSR กับการจัดการกำกับ โดยทั้งสามงานวิจัยสนับสนุนมุมมองของทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งเสนอว่า ผู้บริหารที่ต้องการรักษาความสัมพันธ์ที่ดีและยั่งยืนกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย มักหลีกเลี่ยงการปรับแต่งข้อมูลในงบการเงิน และให้ความสำคัญกับการรายงานที่ถูกต้อง โปร่งใส และน่าเชื่อถือ รวมถึงใช้กิจกรรม CSR เป็นกลยุทธ์ในการเสริมสร้างคุณภาพของการรายงานทางการเงินอีกด้วย ในทางกลับกัน งานวิจัยอีกส่วนหนึ่งสนับสนุนมุมมองเรื่องการฉวยโอกาสของผู้บริหาร ซึ่งมีรากฐานจากทฤษฎีตัวแทน ซึ่งมองว่า CSR เป็นเครื่องมือของผู้บริหารในการสร้างฐานอำนาจและปกปิดพฤติกรรมจัดการข้อมูล รวมถึงหลอกลวงผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Gras-Gil et al., 2016) หากแรงจูงใจลักษณะนี้มีอยู่จริง เราก็จะเห็นความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่าง CSR กับการจัดการกำกับ มุมมองดังกล่าวสอดคล้องกับ Lauren et al. (2018) ศึกษาข้อมูลการเปิดเผย CSR ของบริษัทในประเทศแอฟริกาใต้ในปี ค.ศ. 2008, 2011 และ 2013 พบว่า บริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน CSR อยู่ในระดับสูง มีแนวโน้มที่จะมีพฤติกรรมจัดการกำกับผ่านรายการคงค้างที่ทำให้รายได้เพิ่มขึ้นมากกว่า ซึ่งบ่งชี้ว่า ผู้บริหารที่ปรับแต่งกำไรให้สูงขึ้นอาจใช้กิจกรรม CSR เป็นเครื่องมือในการหลีกเลี่ยงการถูกตรวจสอบจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย

การศึกษาส่วนใหญ่ที่ผ่านมาเลือกที่จะใช้ CSR เป็นตัวแปรต้นโดยอิงจากแนวคิดที่ว่า องค์กรที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมย่อมไม่ดำเนินพฤติกรรมที่ขัดต่อธรรมาภิบาล เช่น การจัดการกำกับ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ผู้วิจัยมอง CSR ว่าเป็นปัจจัยภายนอกที่มีอิทธิพลต่อผู้บริหาร แต่แนวคิดดังกล่าวละเลยที่จะตรวจสอบว่า อาจเป็นพฤติกรรมของผู้บริหารเองที่เป็นแรงจูงใจที่อยู่เบื้องหลังการดำเนินกิจกรรม CSR ในลักษณะเชิงกลยุทธ์หรือฉวยโอกาสได้เช่นกัน ดังนั้นการพลิกทิศทางการศึกษาโดยใช้การจัดการกำกับเป็นปัจจัยกำหนด จึงมีคุณค่าทางวิชาการในการเปิดเผยด้านมืดของ CSR ที่อาจถูกใช้เพื่อสร้างความชอบธรรมชั่วคราว หรือเบี่ยงเบนความสนใจจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ในมุมมองนี้ CSR จึงไม่ใช่เพียงเครื่องมือยั่วยุ แต่อาจเป็นกลยุทธ์ของผู้บริหารที่มีแรงจูงใจในการปกปิดพฤติกรรมไม่โปร่งใส นอกจากนี้ แม้ว่า CSR จะเป็นองค์ประกอบสำคัญของ ESG โดยเฉพาะในมิติ “S” (Social) แต่ ESG ยังครอบคลุมในมิติสภาพแวดล้อม (Environmental) และธรรมาภิบาล (Governance) ซึ่งเป็นมิติที่มีความสำคัญเพิ่มขึ้นในยุคปัจจุบัน และอาจได้รับผลกระทบจากพฤติกรรมรายงานทางการเงินของผู้บริหารเช่นเดียวกัน ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงมีเป้าหมายเพื่อศึกษาว่า พฤติกรรมจัดการกำกับของผู้บริหารจะส่งผลกระทบต่อระดับผลการดำเนินงานด้าน ESG ขององค์กรอย่างไร โดยมีสมมติฐานว่า พฤติกรรมการฉวยโอกาสของผู้บริหารสามารถบ่อนทำลายเป้าหมายด้าน ESG ได้ โดยผู้บริหารอาจใช้กลยุทธ์การเปิดเผย ESG เกินจริง (Greenwashing) เพื่อปกปิดคุณภาพกำไรที่ไม่ดี หรือเบี่ยงเบนความสนใจจากการดำเนินงานที่ไม่ยั่งยืน

แม้ในวรรณกรรมด้านความยั่งยืนจะยังมีการกล่าวถึงอย่างจำกัดในมุมมองที่ว่า การจัดการกำกับส่งผลอย่างไรต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG แต่งานวิจัยในแนวทางนี้ส่วนใหญ่พบว่า ผู้บริหารที่ให้ความสำคัญกับการตกแต่งกำไรอาจมุ่งเน้นเป้าหมายทางการเงินระยะสั้นเป็นหลัก เช่น งานวิจัยของ Adeneye et al. (2024) วิเคราะห์ข้อมูลของบริษัทในสหราชอาณาจักรที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน ระหว่างปี ค.ศ. 2016–2020 พบหลักฐานว่า พฤติกรรมจัดการกำกับส่งผลให้ผลการดำเนินงานด้าน ESG ลดลง ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่มีพฤติกรรมจัดการกำกับ

ผ่านกลยุทธ์ต่าง ๆ มักเข้าไปแทรกแซงการลงทุนด้านความยั่งยืนในลักษณะที่บิดเบือนหรือไม่จริงใจ ซึ่งนำไปสู่ผลกระทบเชิงลบต่อคุณค่าของการดำเนินงานด้าน ESG โดยรวม และส่งผลให้ความโปร่งใสและความรับผิดชอบขององค์กรลดลง และยังเป็นการบ่อนทำลายความไว้วางใจของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียต่อบริษัทอีกด้วย สอดคล้องกับ Velte (2019) ศึกษาผลของการจัดการกำไรที่มีต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG ในบริษัทเยอรมันที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ โดยวิเคราะห์ข้อมูลครอบคลุมช่วงปี ค.ศ. 2011–2017 พบว่า ตัวชี้วัดการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างมีความสัมพันธ์เชิงลบและมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานด้าน ESG สะท้อนว่า เมื่อผู้บริหารมีพฤติกรรมบิดเบือนกำไรเพื่อสร้างภาพลักษณ์ด้านผลประกอบการมากเท่าไร ก็ยังมีแนวโน้มละเลยการดำเนินงานที่สอดคล้องกับหลัก ESG มากขึ้น

ดังนั้นพฤติกรรมจัดการกำไรจึงอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG ได้ในหลายมิติ กล่าวคือ ในมุมมองของทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การปรับแต่งตัวเลขทางบัญชีเพื่อประโยชน์เฉพาะของผู้บริหารเป็นการบั่นทอนความโปร่งใสและลดความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งเป็นหลักการพื้นฐานของ ESG ขณะที่จากมุมมองของทฤษฎีตัวการตัวแทน การที่ผู้บริหารมีแรงจูงใจเชิงฉวยโอกาสในการตกแต่งกำไร อาจนำไปสู่การดำเนินกิจกรรม ESG ในลักษณะที่เน้นภาพลักษณ์มากกว่าคุณค่า เช่น การใช้กลยุทธ์ Greenwashing เพื่อเบี่ยงเบนความสนใจจากพฤติกรรมที่ไม่โปร่งใส ส่งผลให้ ESG ที่เกิดขึ้นขาดความจริงจังและยั่งยืน นอกจากนี้ ตามทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร การจัดการกำไรอาจทำให้ทรัพยากรถูกใช้เพื่อเป้าหมายการเงินระยะสั้น และลดทอนการลงทุนในโครงการ ESG ที่ต้องการความมุ่งมั่นและทรัพยากรในระยะยาว ซึ่งโดยรวมแล้วสิ่งเหล่านี้ล้วนส่งผลให้ระดับผลการดำเนินงานด้าน ESG ขององค์กรลดลง ทั้งในแง่ของผลลัพธ์เชิงคุณภาพและการรับรู้จากผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย งานวิจัยนี้จึงตั้งสมมติฐานว่า

H1: การจัดการกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานด้าน ESG

#### 4. บทบาทของกลไกการกำกับดูแลกิจการในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG

แม้ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไร ผลการดำเนินงานด้าน ESG และกลไกการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance: CG) จะได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นในช่วงหลัง แต่บทบาทของ CG ในการกำหนดทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่าง EM และ ESG ยังคงเป็นประเด็นที่ศึกษาน้อย หากอ้างอิงตามทฤษฎีตัวการตัวแทน กลไก CG เช่น ความเป็นอิสระของคณะกรรมการหรือโครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหาร มีบทบาทสำคัญในการลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น (Jensen & Meckling, 1976) CG ที่มีประสิทธิภาพสามารถลดแรงจูงใจในการจัดการกำไร และส่งเสริมให้ผู้บริหารมุ่งเน้นการสร้างมูลค่าในระยะยาวผ่านการดำเนินงานด้าน ESG (Bebchuk & Cohen, 2005) และจากมุมมองของทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย CG ยังช่วยรักษาสমดุลผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียหลากหลายกลุ่มโดยบูรณาการหลักการของ ESG เข้ากับการตัดสินใจขององค์กร ซึ่งช่วยลดผลกระทบเชิงลบจากการจัดการกำไรต่อผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเหล่านี้ งานวิจัยหลายชิ้นสนับสนุนแนวคิดนี้ เช่น Adeneye et al. (2024) ที่พบว่า CG ที่มีคุณภาพ โดยเฉพาะความเป็นอิสระและความหลากหลายของคณะกรรมการ สามารถลดผลกระทบเชิงลบจากพฤติกรรมจัดการกำไรต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG ได้อย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับ Buerter et al. (2020) ที่ชี้ให้เห็นว่า การมีกรรมการอิสระช่วยยกระดับการติดตามตรวจสอบ ส่งเสริมธรรมาภิบาล และสนับสนุนประสิทธิภาพทางการเงินควบคู่กับ ESG

#### 4.1 ขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับบทบาทการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับดูแลและผลการดำเนินงานด้าน ESG

ขนาดของคณะกรรมการของบริษัท (Board Size) ถือเป็นองค์ประกอบสำคัญที่ส่งผลต่อทั้งการกำกับดูแลกิจการและการดำเนินงานด้าน ESG โดยมีมุมมองที่หลากหลายภายใต้กรอบทฤษฎีต่างกัน จากมุมมองของทฤษฎีตัวการตัวแทน นักวิจัยเชื่อว่า คณะกรรมการขนาดเล็กมีประสิทธิภาพมากกว่าในการตรวจสอบและควบคุมพฤติกรรมของผู้บริหาร โดยช่วยลดการจัดการกำกับดูแล (Dechow et al., 1996) เพราะสามารถเพิ่มประสิทธิภาพในการสื่อสาร การประสานงาน และการรับผิดชอบต่อนักถือหุ้น (Hussain et al., 2018) อย่างไรก็ตาม มุมมองนี้ขัดแย้งกับทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร ซึ่งชี้ว่า คณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่และมีความหลากหลายทางประสบการณ์สามารถเพิ่มขีดความสามารถของบริษัทในการกำกับดูแลและผลักดันนโยบาย ESG ได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Buerter et al., 2020) โดยเฉพาะเมื่อการดำเนินงานด้าน ESG ต้องการการจัดสรรทรัพยากร ความเชี่ยวชาญเฉพาะทาง และการประสานงานของคณะกรรมการชุดย่อย เช่น คณะกรรมการด้านจริยธรรมและ CSR อย่างไรก็ตาม การมีคณะกรรมการขนาดใหญ่ก็อาจนำมาซึ่งความท้าทายในการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ เช่น การใช้เวลานานขึ้นในการเจรจา การลดประสิทธิภาพในการกำกับดูแล และความเสี่ยงจากอำนาจที่ไม่สมดุลของผู้บริหารบางราย (Husted & de Sousa-Filho, 2019) สะท้อนให้เห็นว่า ขนาดของคณะกรรมการมีทั้งข้อดีและข้อจำกัดในมิติต่าง ๆ ซึ่งองค์กรจำเป็นต้องพิจารณาให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ทางกลยุทธ์ โดยเฉพาะในด้าน ESG ที่ต้องอาศัยทั้งความคล่องตัวและทุนทางปัญญาในการขับเคลื่อน

คณะผู้วิจัยเห็นว่า ขนาดของคณะกรรมการมีบทบาทสำคัญต่อการกำกับดูแลและการดำเนินงานด้าน ESG โดยอาจเสริมสร้างหรือจำกัดผลของการจัดการกำกับดูแลต่อ ESG ได้ กรรมการขนาดเล็กอาจเพิ่มประสิทธิภาพในการควบคุมผู้บริหาร ขณะที่กรรมการขนาดใหญ่เพิ่มทรัพยากรและความเชี่ยวชาญ แต่ลดความคล่องตัวในการตัดสินใจ ดังนั้นขนาดของคณะกรรมการจึงอาจเป็นตัวแปรที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับดูแลและผลการดำเนินงานด้าน ESG จึงตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H2a: ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีบทบาทกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับดูแลและผลการดำเนินงานด้าน ESG

#### 4.3 คณะกรรมการอิสระของบริษัทกับบทบาทการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับดูแลและผลการดำเนินงานด้าน ESG

คณะกรรมการบริษัท (Board of Directors) ทำหน้าที่ในการกำกับดูแลและให้คำปรึกษาฝ่ายจัดการ โดยมีบทบาทในการสร้างความโปร่งใส รับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น และส่งเสริมการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (The Stock Exchange of Thailand, 2024) คณะกรรมการอิสระ (Independent Directors) จึงเป็นองค์ประกอบสำคัญของคณะกรรมการบริษัท โดยมีหน้าที่ในการตรวจสอบ ถ่วงดุล และให้ความเห็นอย่างเป็นกลางในเรื่องที่อาจมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ คณะกรรมการอิสระจึงเป็นกลไกที่สะท้อนความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (Board Independence) ซึ่งเป็นหนึ่งในหลักสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Fama & Jensen, 1983) โดยทั่วไป องค์ประกอบด้านความเป็นอิสระมักวัดผ่านสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการทั้งหมด คณะกรรมการอิสระของบริษัทถูกมองว่า เป็นหนึ่งในกลไกสำคัญในการส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยเฉพาะในบริบทของการป้องกันพฤติกรรมฉ้อโกงของฝ่ายบริหาร เช่น การจัดการกำกับดูแล และการบิดเบือนข้อมูลด้านความยั่งยืน (Greenwashing) (Kim & Lyon, 2015) จากมุมมองของทฤษฎี

ตัวการตัวแทน คณะกรรมการอิสระมีบทบาทในการลดต้นทุนที่เกิดจากความไม่สมดุลของข้อมูลและการบิดเบือนรายได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อกรรมการอิสระมีความรู้ทางด้านการบัญชีหรือการเงินที่สามารถตรวจจับเทคนิคการจัดการกำไรได้ (Beekes et al., 2004) ขณะเดียวกัน กรรมการอิสระที่ได้รับการแต่งตั้งจากภายนอก ยังมีแรงจูงใจในการรักษาชื่อเสียงวิชาชีพของตนผ่านการควบคุมดูแลกิจกรรมขององค์กรอย่างโปร่งใส (Fama & Jensen, 1983) ซึ่งจะส่งผลต่อการยกระดับคุณภาพของรายงานทางการเงิน และการรายงานข้อมูลด้าน ESG อย่างโปร่งใส ในเชิงของการส่งเสริม ESG งานวิจัยในระดับนานาชาติพบว่า องค์กรที่มีกรรมการอิสระมากกว่ามักเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG มากกว่า และมีแนวโน้มดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมที่แข็งแกร่งกว่า (Hussain et al., 2018) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า คณะกรรมการอิสระไม่ได้มีบทบาทเพียงการควบคุม แต่ยังเป็นผู้ผลักดันกลยุทธ์ CSR ที่มุ่งสร้างความสัมพันธ์ระยะยาวกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและเสริมสร้างภาพลักษณ์ขององค์กรในเชิงบวก อย่างไรก็ตาม คุณภาพของกรรมการอิสระ ก็เป็นปัจจัยสำคัญ หากกรรมการไม่มีความรู้ความเข้าใจในประเด็น ESG หรือเข้าร่วมประชุมไม่สม่ำเสมอ ก็อาจลดทอนประสิทธิภาพในการติดตามตรวจสอบ (Gracia Osmá, 2008) และส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใสน้อยลง ทั้งนี้ แสดงให้เห็นว่า การมีคณะกรรมการอิสระเพียงอย่างเดียวอาจไม่เพียงพอ หากขาดคุณสมบัติด้านความเชี่ยวชาญหรือความมุ่งมั่นในการปฏิบัติหน้าที่ โดยสรุป คณะกรรมการอิสระถือเป็นองค์ประกอบสำคัญในการยกระดับธรรมาภิบาล ลดพฤติกรรมกรรมการจัดการกำไร และส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีคุณภาพ หากมีองค์ประกอบครบถ้วนทั้งในด้านแรงจูงใจ ความเชี่ยวชาญ และการมีส่วนร่วมที่เพียงพอ คณะกรรมการอิสระจึงเป็นกลไกสำคัญในการบรรลุเป้าหมายด้านความยั่งยืนและการเติบโตระยะยาวขององค์กร ดังนั้น คณะผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานต่อไปนี้

คณะผู้วิจัยเห็นว่า ความเป็นอิสระของคณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการควบคุมพฤติกรรมการฉวยโอกาสของฝ่ายบริหาร เช่น การจัดการกำไร และในการส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างโปร่งใส โดยเฉพาะเมื่อกรรมการมีความรู้ ความเชี่ยวชาญ และมีแรงจูงใจในการรักษามาตรฐานวิชาชีพ ซึ่งอาจมีบทบาทในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG จึงตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H2b: ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทมีบทบาทกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG

### 4.3 ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการกับบทบาทการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG

งานวิจัยจำนวนมากชี้ให้เห็นว่า ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ โดยเฉพาะการมีกรรมการหญิง มีบทบาทสำคัญในการลดการจัดการกำไรและส่งเสริมประสิทธิภาพด้าน ESG เนื่องจากกรรมการหญิงมักมีลักษณะไม่ชอบความเสี่ยง มีจริยธรรมสูง และเน้นความโปร่งใสในการรายงาน ซึ่งช่วยลดพฤติกรรมการฉวยโอกาสของฝ่ายบริหารและส่งเสริมการสื่อสารกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Albitar et al., 2020) อีกทั้งยังมีทักษะและมุมมองที่หลากหลาย ส่งผลให้การตัดสินใจของคณะกรรมการมีคุณภาพมากขึ้น (Aladwey et al., 2021) นอกจากนี้ คุณลักษณะเฉพาะของผู้หญิง เช่น ความเอาใจใส่ มาตรฐานจริยธรรม และทักษะการสื่อสาร (Arayssi et al., 2020) ยังเอื้อต่อการผลักดันกิจกรรมเพื่อความยั่งยืน นอกจากนี้ ตามแนวคิด Resource Dependence Theory ความหลากหลายของคณะกรรมการช่วยเพิ่มการเข้าถึงทรัพยากรจากภายนอก และลดความลำเอียงในกลุ่มผู้ตัดสินใจ ส่งผลให้บริษัทสามารถตอบสนองต่อความต้องการของ

ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียได้ดีขึ้น (Brammer et al., 2009) งานวิจัยยังพบว่า ความหลากหลายทางเพศสามารถลดความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการจัดการกำกับและ ESG ได้ในบางบริบท (Adeneye et al., 2024) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่มีคณะกรรมการที่หลากหลายทางเพศมักมุ่งเน้นการดำเนินงานที่โปร่งใส รับผิดชอบ และยั่งยืนมากขึ้น

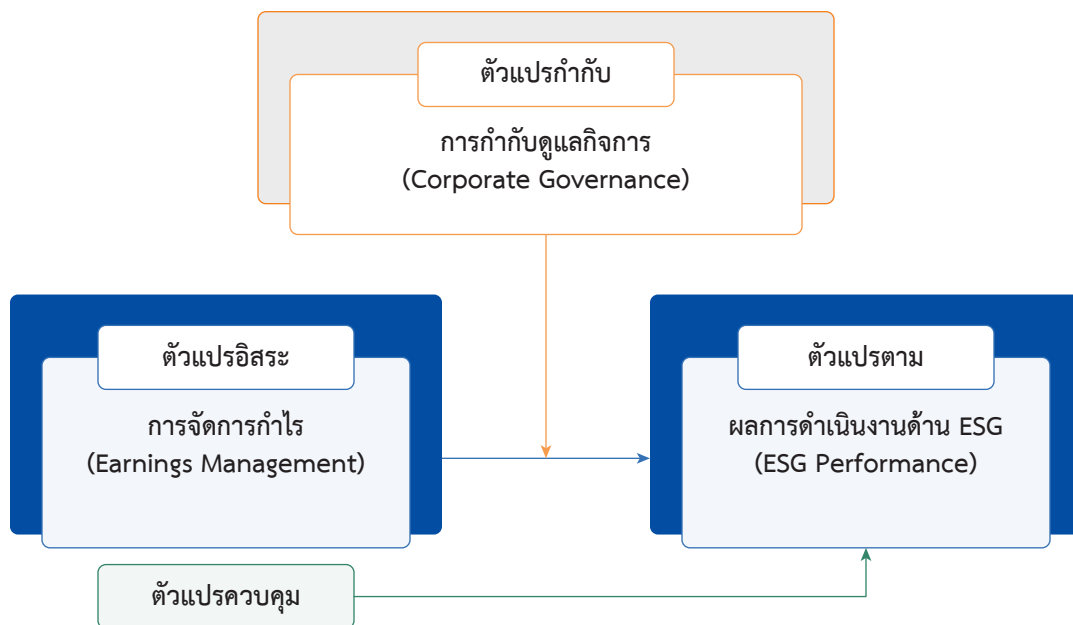
คณะผู้วิจัยเห็นว่า ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ โดยเฉพาะการมีกรรมการหญิง ช่วยลดการจัดการกำกับและส่งเสริม ESG ผ่านลักษณะนิสัยที่เน้นจริยธรรม ความโปร่งใส และทักษะการสื่อสารที่ดี อีกทั้งยังช่วยเพิ่มคุณภาพการตัดสินใจและการเข้าถึงทรัพยากรจากภายนอก จึงอาจมีบทบาทต่อความสัมพันธ์ของการจัดการกำกับกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ดังนั้นคณะผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H2c: ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการมีบทบาทกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับและผลการดำเนินงานด้าน ESG

## วิธีการวิจัย

### 1. กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมของคณะผู้วิจัย นำไปสู่การพัฒนารอบแนวคิดในการวิจัยของการศึกษาครั้งนี้ ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

2. กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยฉบับนี้มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG รวมถึงบทบาทของกลไกการกำกับดูแลกิจการในการกำกับความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ระหว่างปี พ.ศ. 2561–2565 รวมระยะเวลา 5 ปี ทั้งนี้เนื่องจากข้อมูลผลการดำเนินงานด้าน ESG ยังมีค่อนข้างจำกัดในประเทศไทย จากจำนวนบริษัททั้งหมด 694 แห่ง ได้คัดกรองบริษัทที่ไม่มีข้อมูล ESG อย่างน้อย 3 ปีออกจำนวน 520 บริษัท สำหรับตัวแปรที่มีข้อมูลขาดหายไป การวิจัยนี้ใช้วิธีการ Linear Interpolation เพื่อประมาณค่าที่หายไปภายในแต่ละบริษัท ซึ่งเป็นวิธีที่เหมาะสมกับข้อมูล Panel ที่มีลักษณะต่อเนื่องตามเวลา และช่วยลดความผิดเพี้ยนจากการคาดการณ์โดยไม่กระทบต่อโครงสร้างข้อมูลหลัก (Honaker & King, 2010) นอกจากนี้ มีตัดกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินออกอีก 66 บริษัท ส่งผลให้ได้กลุ่มตัวอย่างสุดท้ายจำนวน 108 บริษัท รวมเป็นข้อมูลทั้งหมด 540 ชุดข้อมูล (Observations) สำหรับการวิเคราะห์ในครั้งนี้ ดังรายละเอียดซึ่งปรากฏในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างตามเกณฑ์ที่กำหนด

| เกณฑ์ที่ใช้ในการคัดเลือก                         | จำนวน (บริษัท) |
|--------------------------------------------------|----------------|
| บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด           | 694            |
| หัก บริษัทที่ไม่มีข้อมูลคะแนน ESG อย่างน้อย 3 ปี | (520)          |
| บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน             | (66)           |
| จำนวนที่ใช้บริษัทที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้        | 108            |
| จำนวนปีที่เก็บข้อมูลรายปี (ปี พ.ศ. 2561–2565)    | 5              |
| จำนวนชุดข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา                   | 540            |

3. ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

3.1 ตัวแปรอิสระของงานวิจัยนี้คือ “การจัดการกำกับ” ซึ่งวัดโดยใช้รายการคงค้างที่ต้องใช้ดุลยพินิจ (Discretionary Accruals) เนื่องจากรายการดังกล่าวสะท้อนการประมาณการและการตัดสินใจของผู้บริหาร เช่น ค่าเสื่อมราคา การรับรู้รายได้ และการตั้งหนี้สิน ซึ่งเปิดโอกาสให้ผู้บริหารเลือกใช้นโยบายบัญชีเพื่อบรรลุวัตถุประสงค์ที่ต้องการ (Dechow et al., 1995) งานวิจัยส่วนใหญ่จึงใช้รายการนี้เป็นสัญญาณเตือนของการจัดการกำกับ โดยเฉพาะเมื่อพบความสัมพันธ์ระหว่างระดับ Discretionary Accruals ที่สูงกับการแก้ไขงบการเงิน อย่างไรก็ตาม รายการดังกล่าวไม่สามารถวัดได้โดยตรง นักวิจัยจึงคำนวณจากรายการคงค้างรวม (Total Accruals) หักด้วยรายการคงค้างที่ไม่ใช้ดุลยพินิจ (Non-Discretionary Accruals) ซึ่งเป็นรายการที่ไม่สามารถเลือกปฏิบัติได้ (Healy, 1985) โดยงานวิจัยในอดีตได้มีการนำเสนอวิธีการประมาณค่าของรายการคงค้างที่ไม่ต้องใช้ดุลยพินิจของบริษัทไว้หลากหลายโมเดล แต่เนื่องจากแต่ละโมเดลมีข้อสันนิษฐานและข้อจำกัดในการประมาณค่า คณะผู้วิจัยจึงเลือกใช้การวัดค่ามากกว่าหนึ่งโมเดลเพื่อเป็นการตรวจสอบผลการวิเคราะห์ซึ่งกันและกัน ดังนี้

(1) โมเดลของ Jones (1991) ซึ่งประมาณค่ารายการคงค้างที่ไม่ต้องใช้ดุลยพินิจของบริษัทด้วยการเปลี่ยนแปลงรายได้และระดับที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ โดยเขียนในรูปแบบของสมการได้ดังนี้

$$\frac{TA_{i,t}}{TAss_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{TAss_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{(\Delta REV)_{i,t}}{TAss_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}^{gross}}{TAss_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

(2) โมเดล Modified Jones พัฒนาโดย Dechow et al. (1995) ที่ได้ประมาณค่ารายการคงค้างที่ไม่ต้องใช้ดุลยพินิจของบริษัทด้วยการปรับปรุงโมเดล Jones โดยการเพิ่มการเปลี่ยนแปลงในลูกหนี้จากการคำนวณรายได้ ซึ่งจะช่วยลดอิทธิพลของการขายสินค้าที่อาจขึ้นอยู่กับการจัดการกำไร โดยเขียนในรูปแบบของสมการได้ดังนี้

$$\frac{TA_{i,t}}{TAss_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{TAss_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{(\Delta REV - \Delta AR)_{i,t}}{TAss_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}^{gross}}{TAss_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(3) โมเดล Modified Jones with ROA control โดย Kothari et al. (2005) ซึ่งทำการประมาณค่ารายการคงค้างที่ไม่ต้องใช้ดุลยพินิจของบริษัทโดยใช้โมเดล Modified Jones ที่ได้รับการปรับปรุงเพิ่มเติม โดยการรวมตัวแปรผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เข้ามาในสมการถดถอย เพื่อควบคุมผลกระทบจากความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งมีจุดมุ่งหมายเพื่อเพิ่มความแม่นยำในการประมาณค่ารายการคงค้าง โดยเขียนในรูปแบบของสมการได้ดังนี้

$$\frac{TA_{i,t}}{TAss_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{TAss_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{(\Delta REV - \Delta AR)_{i,t}}{TAss_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}^{gross}}{TAss_{i,t-1}} + \alpha_4 \frac{ROA_{i,t}}{TAss_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

โดยกำหนดให้

$TA_{i,t}$  = รายการคงค้างรวมของบริษัท i ในปี t

โดย  $TA$  สำหรับโมเดล Jones วัดจาก การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียน - การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียน - การเปลี่ยนแปลงของเงินสด - ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

$TA$  สำหรับโมเดล Modified Jones วัดจาก การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียน + การเปลี่ยนแปลงของเงินกู้ระยะสั้น - การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียน - การเปลี่ยนแปลงของเงินสด - ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

$TAss_{i,t-1}$  = สินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปี t-1

$\Delta REV_{i,t}$  = การเปลี่ยนแปลงของยอดขายของบริษัท i ในปี t

$PPE_{i,t}^{gross}$  = มูลค่าที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ก่อนหักค่าเสื่อมราคาสะสมของบริษัท i ในปี t

$\Delta AR_{i,t}$  = การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าของบริษัท i ในปี t

$ROA_{i,t}$  = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท i ในปี t

อย่างไรก็ตาม ในการศึกษาครั้งนี้ คณะผู้วิจัยวัดค่าการจัดการกำไรโดยพิจารณาทั้งทิศทางและขนาดของการจัดการกำไร เพื่อให้สะท้อนพฤติกรรมการแทรกแซงกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้อย่างครอบคลุม โดยในด้านทิศทางใช้ค่า Signed Abnormal Accruals ซึ่งได้จากโมเดลต่างๆ เช่น Jones Model, Modified Jones Model และ Modified Jones with ROA control เพื่อชี้ว่า บริษัทมีแนวโน้มเพิ่มหรือลดกำไร ส่วนในด้านขนาดใช้ Absolute Abnormal Accruals ซึ่งเป็นค่าสัมบูรณ์ของค่าคงค้างที่ผิดปกติ เพื่อประเมินระดับของการแทรกแซงตัวเลขบัญชีโดยไม่คำนึงถึงทิศทาง ทั้งนี้ การใช้ทั้งสองตัวชี้วัดช่วยให้การวิเคราะห์ครอบคลุมทั้งมิติของเจตนาและความเข้มข้นในการจัดการกำไร

**3.2 ตัวแปรตาม**ของงานวิจัยนี้คือ “ผลการดำเนินงานด้าน ESG” ซึ่งวัดค่าโดยใช้คะแนน ESG จากฐานข้อมูล Refinitiv Eikon โดยคะแนนดังกล่าวได้จากการรวบรวมข้อมูลจากหลายแหล่ง เช่น รายงานประจำปีของบริษัท สื่อมวลชน และรายงานจากองค์กรภายนอกที่เกี่ยวข้อง จากนั้นจึงนำมาประเมินผ่านวิธีวิเคราะห์ที่เป็นระบบ ซึ่งอาจอิงจากตัวชี้วัดของ Refinitiv หรือดัชนีมาตรฐานสากล เช่น MSCI ESG Index, FTSE Russell ESG Index หรือ Dow Jones Sustainability Index (DJSI) โดยคะแนน ESG มีช่วงคะแนนตั้งแต่ 0–100 และประกอบด้วยคะแนนภาพรวม รวมถึงคะแนนย่อยใน 3 มิติ ได้แก่ สิ่งแวดล้อม (Environment) สังคม (Social) และบรรษัทภิบาล (Governance)

**3.3 ตัวแปรกำกับ**ของงานวิจัยนี้คือ “กลไกการกำกับดูแลกิจการ” ซึ่งวัดค่าโดย (1) ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) คำนวณจากจำนวนกรรมการทั้งหมด รวมถึงกรรมการผู้บริหาร กรรมการภายนอกที่ไม่ได้มีบทบาทในการบริหาร กรรมการที่อิสระจากบริษัท รวมถึง Chair หรือ Vice-chair หากมีในโครงสร้าง (2) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (Board Independence) คำนวณจากเปอร์เซ็นต์ของคณะกรรมการอิสระต่อจำนวนคณะกรรมการทั้งหมด และ (3) ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ (Board Diversity) คำนวณจากอัตราส่วนกรรมการที่เป็นผู้หญิงต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด

**3.4 ตัวแปรควบคุม**ประกอบด้วย ขนาดกิจการ (Firm Size) วัดค่าโดยลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม อายุกิจการ (Firm Age) วัดค่าด้วยจำนวนปีที่นับจากปีเริ่มต้นกิจการหรือเริ่มให้บริการจนถึงปีที่ศึกษาในแต่ละปี ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) วัดค่าโดยหนี้สินไม่หมุนเวียนหารด้วยสินทรัพย์รวม ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) วัดค่าโดยกำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น การเติบโตของกิจการ (Growth) วัดค่าด้วยการเปลี่ยนแปลงของยอดขายหารด้วยสินทรัพย์รวม ขาดทุนจากการดำเนินงาน (Loss) วัดค่าด้วยตัวแปรหุ่น โดยกำหนดค่าเป็น 1 หากกิจการมีผลขาดทุนสุทธิ และกำหนดค่าเป็น 0 หากกิจการมีผลกำไรสุทธิ โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure) วัดค่าด้วยปริมาณการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (% Free Float) ทั้งนี้เพื่อลดอคติการละเว้นตัวแปร ที่มีอิทธิพลต่อทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ซึ่งนำไปสู่ความสัมพันธ์ปลอม ตัวแปรควบคุมที่เชื่อมโยงในทางทฤษฎีกับทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม สามารถช่วยลดข้อผิดพลาดของตัวแปรที่ไม่ได้อยู่ในโมเดลที่สนใจศึกษาได้บางส่วน ทำให้เห็นภาพความสัมพันธ์ที่แท้จริงของตัวแปรที่ศึกษาได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

#### 4. การวิเคราะห์ข้อมูล

ในการวิจัยครั้งนี้ คณะผู้วิจัยใช้โปรแกรม STATA ในการวิเคราะห์ข้อมูล โดยแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 2 ส่วนหลัก ได้แก่ การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis) เพื่อสรุปลักษณะทั่วไปของข้อมูล เช่น ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน พร้อมทั้งวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์แบบ Spearman's Correlation เนื่องจากแม้การทดสอบพบว่า ค่าคงเหลือของโมเดลมีลักษณะใกล้เคียงกับการแจกแจงแบบปกติ แต่เมื่อพิจารณาตัวแปรเป็นรายตัวแล้วพบว่า ตัวแปรบางตัวไม่เหมาะสมที่จะใช้ Pearson's Correlation ดังนั้นเพื่อให้การประมาณค่าของโมเดลมีความน่าเชื่อถือมากขึ้น คณะผู้วิจัยจึงดำเนินการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วย Spearman's rank correlation ซึ่งเป็นวิธีที่ไม่ต้องอาศัยสมมติฐานเรื่องการแจกแจงแบบปกติของตัวแปร

สำหรับการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Analysis) โดยการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) ด้วยวิธี Ordinary Least Squares (OLS) เพื่อตรวจสอบสมมติฐานของงานวิจัย โดยจะทำการทดสอบข้อตกลงเบื้องต้นตามหลักของ Classical Linear Regression Model (CLRM) คือ การทดสอบความคลาดเคลื่อนเฉลี่ยเป็นศูนย์ (One-sample t-test) การแจกแจงปกติ (Shapiro-Wilk test) ความแปรปรวนคงที่ (Breusch-Pagan Test) ความเป็นอิสระของค่าคลาดเคลื่อน (Durbin-Watson d-statistic) และการทดสอบ Multicollinearity (Variance Inflation Factor: VIF) จากนั้นทำการทดสอบ Hausman Test เพื่อเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมระหว่าง Fixed Effect (FE) กับ Random Effect (RE) เนื่องจากข้อมูลแบบ Panel Data ที่มีทั้งความแตกต่างระหว่างหน่วยตัวอย่างและความเปลี่ยนแปลงตามช่วงเวลา ซึ่งอาจมีอิทธิพลแฝงจากตัวแปรเฉพาะรายบริษัท และจากการทดสอบ Hausman เพื่อพิจารณาความเหมาะสมของโมเดล พบว่า p-value เท่ากับ 0.5675 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานตั้งต้นได้ แสดงว่า ไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญระหว่าง FE และ RE แต่ RE เป็นวิธีที่คำนึงถึงความแตกต่างระหว่างบริษัท และไม่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงเลือกใช้โมเดลแบบ RE ในการวิเคราะห์ข้อมูล เนื่องจากสามารถใช้ข้อมูลได้ครบถ้วนกว่า และให้ผลที่แม่นยำกว่ามากกว่า จากนั้นข้อมูลที่ผ่านการทดสอบแล้วจะนำไปวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัยต่อไป

วัตถุประสงค์ข้อแรกคือ การหาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับและผลการดำเนินงานด้าน ESG เพื่อตอบคำถามการวิจัยที่ว่า การจัดการกำกับจำกัดประสิทธิภาพผลการดำเนินงานด้าน ESG หรือไม่ คณะผู้วิจัยใช้ค่าสังเกตที่ถูกคัดเลือกให้เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดในตัวอย่างต่อไป

$$\begin{aligned} ESG_{i,t} = & \gamma_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 FAge_{i,t} + \beta_4 FinRisk_{i,t} + \beta_5 Profit_{i,t} + \beta_6 Growth_{i,t} \\ & + \beta_7 Loss_{i,t} + \beta_8 ConOwn_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

ผลการวิเคราะห์ที่คาดหวังคือ  $\beta_1$  แสดงค่าลบ (-) ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ เพื่อยอมรับสมมติฐาน

วัตถุประสงค์ข้อที่สองคือ เพื่อศึกษาบทบาทของกลไกการกำกับดูแลกิจการในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับกับผลการดำเนินงานด้าน ESG เพื่อตอบคำถามการวิจัยที่ว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับกับผลการดำเนินงานด้าน ESG หรือไม่ อย่างไร

$$\begin{aligned} ESG_{i,t} = & \gamma_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 BSize_{i,t} + \beta_3 BIndDirect_{i,t} + \beta_4 BWoman_{i,t} + \beta_5 (DA * BSize)_{i,t} \\ & + \beta_6 (DA * BIndDirect)_{i,t} + \beta_7 (DA * BWoman)_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 FAge_{i,t} + \beta_9 Lev_{i,t} \\ & + \beta_{10} Profit_{i,t} + \beta_{11} Growth_{i,t} + \beta_{12} Loss_{i,t} + \beta_{13} ConOwn_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

ผลการวิเคราะห์ที่คาดหวังคือ  $\beta_5$ - $\beta_7$  แสดงค่าที่มีนัยสำคัญทางสถิติ เพื่อยอมรับสมมติฐาน โดยกำหนดให้

|                     |                                                    |
|---------------------|----------------------------------------------------|
| $ESG_{i,t}$         | = ผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัท i ในปี t        |
| $DA_{i,t}$          | = การจัดการกำไรของบริษัท i ในปี t                  |
| $BSize_{i,t}$       | = ขนาดของคณะกรรมการของบริษัท i ในปี t              |
| $BIndDirect_{i,t}$  | = ความเป็นอิสระของคณะกรรมการของบริษัท i ในปี t     |
| $BWoman_{i,t}$      | = ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการของบริษัท i ในปี t |
| $FSize_{i,t}$       | = ขนาดกิจการของบริษัท i ในปี t                     |
| $FAge_{i,t}$        | = อายุกิจการของบริษัท i ในปี t                     |
| $Lev_{i,t}$         | = ความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท i ในปี t           |
| $Profit_{i,t}$      | = ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท i ในปี t          |
| $Growth_{i,t}$      | = การเติบโตของกิจการของบริษัท i ในปี t             |
| $Loss_{i,t}$        | = ผลขาดทุนสุทธิของบริษัท i ในปี t                  |
| $ConOwn_{i,t}$      | = การกระจุกตัวของการถือหุ้นของบริษัท i ในปี t      |
| $\varepsilon_{i,t}$ | = ค่าความคาดเคลื่อนของบริษัท i ในปี t              |

## ผลการศึกษา

### 1. ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตารางที่ 2 แสดงสถิติเชิงพรรณนาเกี่ยวกับตัวแปรทั้งหมด 540 รายการในงานวิจัยนี้ ซึ่งครอบคลุมตัวแปรตาม (ผลการดำเนินงานด้าน ESG) ตัวแปรอิสระ (การจัดการกำไร) ตัวแปรกำกับ และตัวแปรควบคุม โดยพบว่า ค่าเฉลี่ยของ ESG อยู่ที่ 50.64 แสดงว่า บริษัทส่วนใหญ่มีระดับ ESG อยู่ในระดับปานกลางถึงสูง สำหรับตัวแปรที่วัดทิศทางการจัดการกำไร (Abn\_Jones, Abn\_MoJones, Abn\_MJROA) มีค่าเฉลี่ยติดลบเล็กน้อยชี้ว่า บริษัทมีแนวโน้มเลื่อนการรับรู้รายได้หรือเร่งบันทึกค่าใช้จ่ายมากกว่าการเร่งรับรู้รายได้ สำหรับตัวแปรที่วัดขนาดการจัดการกำไรพบว่า ค่าเฉลี่ยของค่า Abs\_Jones ให้ค่าการจัดการกำไรเฉลี่ยสูงที่สุด (0.164) ขณะที่ Abs\_MoJones และ Abs\_MJROA ให้ค่าเฉลี่ยใกล้เคียงกันที่ 0.079 อาจสะท้อนว่า แบบจำลอง Jones อาจประเมินค่าการจัดการกำไรสูงเกินจริง เนื่องจากไม่ได้ควบคุมผลกระทบจากผลการดำเนินงานของกิจการ ส่วนค่าเฉลี่ยของ Abs\_MoJones และ Abs\_MJROA ที่ใกล้เคียงกัน อาจสะท้อนว่า ตัวแปร ROA ในกลุ่มตัวอย่างมีการกระจายตัวต่ำ หรือค่าของ DA ได้รับการปรับลดจากการปรับสัดส่วน PPE และยอดขายไปแล้ว ในขั้นตอน Modified Jones จึงทำให้การควบคุม ROA เพิ่มเติม ไม่ได้เปลี่ยนแปลงค่าโดยรวมอย่างมีนัยสำคัญ สำหรับตัวแปรกำกับที่ใช้แทนกลไกการกำกับดูแลกิจการพบว่า Bsize (ขนาดคณะกรรมการ) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 11.65 คน ซึ่งจัดว่า

ค่อนข้างใหญ่ เมื่อเทียบกับแนวปฏิบัติที่แนะนำให้มีการประมาณ 7–11 คน โดยมีความแปรปรวนระดับปานกลาง ( $SD = 2.894$ ,  $CV \approx 24.84\%$ ) สะท้อนความหลากหลายของขนาดคณะกรรมการในกลุ่มตัวอย่าง ด้าน BlindDirect (สัดส่วนกรรมการอิสระ) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 43.60% สูงกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แนะนำไว้ที่ 1 ใน 3 ของคณะกรรมการทั้งหมด แสดงถึงความพยายามในการส่งเสริมธรรมาภิบาล แม้จะมีบริษัทบางแห่งที่มีสัดส่วนต่ำเพียง 17.39% ขณะที่บางแห่งสูงถึง 81.25% ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความแตกต่างที่ชัดเจนระหว่างบริษัท ส่วน BWoman (สัดส่วนกรรมการหญิง) มีค่าเฉลี่ย 20.49% โดยมีความแปรปรวนในระดับปานกลางถึงค่อนข้างสูง ( $SD = 11.80$ ,  $CV \approx 57.61\%$ ) สะท้อนให้เห็นว่าแม้ค่าเฉลี่ยจะยังต่ำกว่าระดับ 30% ที่หลายองค์กรกำกับดูแลทั่วโลกกำหนดเป็นเป้าหมายขั้นต่ำในด้านความหลากหลายทางเพศ (World Economic Forum, 2022) แต่บางบริษัทในกลุ่มตัวอย่างก็มีการหญิงมากกว่า 70% ซึ่งอาจบ่งชี้ถึงการตื่นตัวในเรื่องความหลากหลายทางเพศในระดับคณะกรรมการของบริษัทไทยบางแห่ง

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

| ตัวแปร              | N   | Min    | Mean   | Max     | SD     |
|---------------------|-----|--------|--------|---------|--------|
| <b>ตัวแปรตาม</b>    |     |        |        |         |        |
| ESG                 | 540 | 2.950  | 50.637 | 92.020  | 18.921 |
| <b>ตัวแปรอิสระ</b>  |     |        |        |         |        |
| Abn_Jones           | 540 | -2.177 | -0.004 | 1.213   | 0.236  |
| Abn_MoJones         | 540 | -2.354 | -0.002 | 1.212   | 0.156  |
| Abn_MJROA           | 540 | -2.345 | -0.001 | 1.203   | 0.156  |
| Abs_Jones           | 540 | 0.000  | 0.164  | 2.177   | 0.170  |
| Abs_MoJones         | 540 | 0.000  | 0.079  | 2.354   | 0.135  |
| Abs_MJROA           | 540 | 0.000  | 0.079  | 2.345   | 0.134  |
| <b>ตัวแปรกำกับ</b>  |     |        |        |         |        |
| Bsize (N)           | 533 | 6.000  | 11.651 | 23.000  | 2.894  |
| IndDirect (%)       | 435 | 17.390 | 43.602 | 81.250  | 11.231 |
| Bwoman (%)          | 403 | 5.260  | 20.492 | 71.430  | 11.800 |
| <b>ตัวแปรควบคุม</b> |     |        |        |         |        |
| Size (lnToAsst)     | 540 | 7.807  | 10.694 | 15.044  | 1.426  |
| FAge (N)            | 540 | 3.000  | 28.796 | 109.000 | 15.477 |
| FinRisk (เท่า)      | 540 | -0.071 | 0.303  | 0.786   | 0.187  |
| Profit (เท่า)       | 540 | 0.096  | 1.883  | 14.910  | 2.432  |

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (ต่อ)

| ตัวแปร             | N   | Min    | Mean   | Max    | SD     |
|--------------------|-----|--------|--------|--------|--------|
| ตัวแปรควบคุม (ต่อ) |     |        |        |        |        |
| Growth (เท่า)      | 540 | -0.499 | 0.055  | 1.033  | 0.204  |
| ConOwn (%)         | 540 | 20.130 | 44.649 | 76.340 | 15.798 |
| Loss (0/1)         | 540 | 0.000  | 0.094  | 1.000  | 0.293  |

หมายเหตุ: คณะผู้วิจัยได้ดำเนินการปรับแต่งค่าผิดปกติ (Outliers) ของตัวแปรบางตัว ซึ่งได้แก่ Profit, ConOwn และ Growth โดยใช้วิธี Winsorize ที่ระดับ Percentile 1 และ 99 ซึ่งเป็นระดับที่นิยมใช้ทั่วไปในงานวิจัยเชิงเศรษฐศาสตร์และการเงิน เพื่อรักษาสมาดุลระหว่างการลดผลกระทบของ Outliers และการรักษาความหลากหลายของข้อมูลไว้ในระดับที่เพียงพอ และตัวแปร Profit ได้รับการแปลงค่าด้วยฟังก์ชันลอการิทึม (Log transformation) เนื่องจากตัวแปรดังกล่าวมีความผันผวนสูง

ในส่วนของตัวแปรควบคุมพบว่า บริษัทในกลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดกลางถึงใหญ่ (Size เฉลี่ย 10.694 โดยแปลงค่าจากสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 129,493 ล้านบาท) และมีอายุ (FAge) เฉลี่ยเกือบ 29 ปี แสดงถึงความมั่นคงและประสบการณ์ที่หลากหลาย ขณะที่ความเสี่ยงทางการเงิน (FinRisk) มีค่าเฉลี่ย 30.3% นั่นคือ บริษัทมีการพึ่งพาแหล่งเงินทุนระยะยาว (คำนวณค่าจากหนี้สินไม่หมุนเวียน) ในระดับปานกลาง และบริษัทใช้เงินทุนของผู้ถือหุ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพในการสร้างรายได้ (Profit) เฉลี่ยอยู่ที่ 1.88% แสดงถึงผลประโยชน์การทั่วไป ส่วนอัตราการเติบโตของรายได้ (Growth) มีค่าต่ำที่ค่าเฉลี่ย 5.5% สะท้อนความไม่แน่นอนทางธุรกิจ ด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น (ConOwn) พบว่ามีความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัวในระดับหนึ่ง โดยเฉลี่ยถือหุ้นอยู่ที่ประมาณ 45% และมีเพียง 9.4% ของชุดข้อมูลที่บริษัทขาดทุน (Loss) ซึ่งแสดงว่า บริษัทส่วนใหญ่สามารถสร้างกำไรได้ในระยะเวลาที่ศึกษา

2. ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์แบบ Spearman จากตารางที่ 3 พบว่า ตัวแปร ESG มีความสัมพันธ์ทางลบกับการจัดการกำไรในทุกรูปแบบ โดยเฉพาะการจัดการกำไรแบบไม่มีทิศทางตามโมเดล Jones ซึ่งมีความสัมพันธ์ทางลบในระดับปานกลาง (( $p = -0.3385$ ,  $p < 0.001$ ) ส่วนโมเดล Modified Jones และ Modified Jones with ROA control ก็แสดงความสัมพันธ์ทางลบในระดับอ่อนเช่นกัน สะท้อนว่า เมื่อบริษัทมีพฤติกรรมจัดการกำไรสูง ไม่ว่าจะเพิ่มหรือลดกำไร คะแนน ESG มีแนวโน้มต่ำลง สำหรับการจัดการกำไรแบบไม่มีทิศทางพบว่า ทั้งสามโมเดลให้ผลสอดคล้องกัน โดยมีความสัมพันธ์ทางลบกับ ESG ในระดับอ่อนและมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลเหล่านี้ชี้ให้เห็นว่า ยิ่งบริษัทมีการแทรกแซงกำไรในเชิงบัญชีมาก ไม่ว่าจะเพิ่มเป้าหมายเพื่อเพิ่มหรือลดกำไร ก็มีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบต่อการทำงานด้าน ESG ขณะเดียวกัน ESG มีความสัมพันธ์ทางบวกกับตัวแปรควบคุมหลายตัว ได้แก่ ขนาดกิจการ ( $p = 0.6219$ ) ความเสี่ยงทางการเงิน ( $p = 0.3229$ ) อายุของกิจการ ( $p = 0.1526$ ) สัดส่วนกรรมการอิสระ ( $p = 0.1377$ ) และสัดส่วนผู้ถือหุ้นทั่วไป ( $p = 0.2201$ ) สะท้อนว่า องค์กรที่มีขนาดใหญ่ มีหนี้สินมากขึ้น มีการดำเนินงานที่ยาวนาน และมีธรรมาภิบาลในบางด้านที่เข้มแข็ง มักมี ESG สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ผลการวิเคราะห์ยังพบความสัมพันธ์ทางลบระหว่าง ESG กับสัดส่วน

กรรมการหญิง ( $p = -0.3195$ ,  $p < 0.001$ ) ซึ่งถือว่า ค่อนข้างน่าสนใจ เพราะขัดแย้งกับวรรณกรรมบางส่วนที่เสนอว่า คณะกรรมการหญิงมีแนวโน้มส่งเสริม ESG ได้ดี สุดท้ายพบว่า มีบางคู่ตัวแปรที่มีค่าสหสัมพันธ์สูงมาก ( $p > 0.99$ ) เช่น โมเดล Modified Jones และ MJROA ทั้งในรูปแบบ Signed และ Absolute แต่เนื่องจากตัวแปรดังกล่าวไม่ได้ถูกรวมในโมเดลเดียวกันในการวิเคราะห์ถดถอย จึงไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity

### 3. ผลการวิเคราะห์ผลการถดถอย

เพื่อทดสอบสมมติฐาน H1 ว่า การจัดการกำกับมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานด้าน ESG หรือไม่ คณะผู้วิจัยได้วิเคราะห์ถดถอยจำนวน 6 โมเดล โดยแบ่งเป็นกลุ่มการจัดการกำกับที่มีทิศทาง และแบบไม่มีทิศทาง ซึ่งแต่ละกลุ่มประเมินด้วยโมเดลของ Jones, Modified Jones และ Modified Jones with ROA control โดยคณะผู้วิจัยได้ดำเนินการทดสอบสมมติฐานเบื้องต้นของโมเดลก่อนจะวิเคราะห์ผลการถดถอย ผลการตรวจสอบพบว่า ค่าคลาดเคลื่อนของทั้ง 6 โมเดลมีลักษณะเป็น Autocorrelation อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความแม่นยำของการประมาณค่า ดังนั้นเพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือของผลลัพธ์ คณะผู้วิจัยจึงเลือกใช้วิธีการประมาณค่าแบบ Robust Standard Errors โดยกำหนดการจัดกลุ่ม (Cluster) ตามรายบริษัท ซึ่งช่วยควบคุมทั้งปัญหา Autocorrelation และ Heteroskedasticity ที่มักเกิดในข้อมูลลักษณะ Panel อย่างมีประสิทธิภาพ

สรุปผลจากตารางที่ 4 พบว่า ในกลุ่มโมเดลที่วัดการจัดการกำกับแบบมีทิศทางโมเดลเดียวที่แสดงความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีนัยสำคัญคือ โมเดล MJROA โดยตัวแปร Abn\_MJROA มีค่าสัมประสิทธิ์  $-4.924$  ( $p = 0.045$ ) แสดงว่าเมื่อบริษัทมีพฤติกรรมจัดการกำกับในเชิงบวกมากขึ้น (เช่น การเร่งรับรู้รายได้หรือเลื่อนการรับรู้ค่าใช้จ่ายเพื่อปรับแต่งกำไรให้สูงขึ้น) คะแนนด้าน ESG มีแนวโน้มลดลง ส่วนโมเดล Abn\_Jones และ Abn\_MoJones ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญ สำหรับกลุ่มโมเดลที่วัดขนาดของการจัดการกำกับแบบไม่พิจารณาทิศทางพบว่า โมเดล Abs\_Jones และ Abs\_MoJones มีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย  $-4.691$  ( $p = 0.059$ ) และ  $-3.464$  ( $p = 0.087$ ) ตามลำดับ แสดงถึงความสัมพันธ์เชิงลบในระดับนัยสำคัญ 10% ขณะที่โมเดล Abs\_MJROA แม้มีทิศทางเชิงลบเช่นกัน แต่ไม่ถึงระดับนัยสำคัญทางสถิติ ( $p = 0.114$ ) โดยสรุป มีหลักฐานสนับสนุนสมมติฐาน H1 อย่างจำกัด โดยเฉพาะเมื่อใช้โมเดล MJROA ซึ่งมีความแม่นยำสูงที่สุดในการแยกแยะพฤติกรรมจัดการกำกับจากผลประกอบการปกติของธุรกิจ

สำหรับตัวแปรควบคุมพบว่า ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างสม่ำเสมอและมีนัยสำคัญทางสถิติคือ ขนาดของบริษัท (Size) และอายุของบริษัท (FAge) โดยขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ESG อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 1% ในทุกโมเดล สะท้อนว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มดำเนินงานด้านความยั่งยืนได้ดีกว่า อันอาจเป็นผลมาจากการมีทรัพยากรที่เพียงพอและแรงกดดันจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่มากกว่า ขณะที่อายุของบริษัทก็มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ESG เช่นกัน โดยมีนัยสำคัญที่ระดับ 1% ในโมเดลที่ใช้ตัวแปร Abs\_Jones และที่ระดับ 5% ในโมเดลอื่นๆ แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่ดำเนินกิจการมาเป็นเวลานานย่อมมีประสบการณ์ และโครงสร้างธรรมาภิบาลที่เข้มแข็งกว่าบริษัทใหม่ ซึ่งส่งผลดีต่อการดำเนินงานด้าน ESG ในทางตรงกันข้าม ตัวแปรอัตราการเติบโตของรายได้ (Growth) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ESG อย่างมีนัยสำคัญในทุกโมเดลที่ระดับ 1% บ่งชี้ว่า บริษัทที่มีการเติบโตสูงอาจให้ความสำคัญกับการขยายกิจการ มากกว่าการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน สำหรับตัวแปรควบคุมอื่นๆ ได้แก่ ความเสี่ยง

ทางการเงิน (FinRisk) ความสามารถในการทำกำไร (Profit) สัดส่วนผู้ถือหุ้นทั่วไป (ConOwn) และสถานะขาดทุน (Loss) ไม่พบว่า มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับ ESG ในการวิเคราะห์ทุกรูปแบบ

นอกจากนี้ คุณภาพของโมเดลทั้ง 6 มีความน่าเชื่อถือในระดับที่น่าพอใจ โดยค่า Overall  $R^2$  อยู่ในช่วงระหว่าง 0.4358 ถึง 0.4765 แสดงว่า แบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของผลการดำเนินงานด้าน ESG ได้ประมาณ 43% ถึง 48% ขึ้นอยู่กับรูปแบบของตัวแปรอิสระที่ใช้วัดค่าการจัดการกำไร ส่วนค่า Within  $R^2$  และ Between  $R^2$  ของแต่ละโมเดลก็อยู่ในระดับที่เหมาะสม สะท้อนว่า แบบจำลองสามารถอธิบายความแตกต่างทั้งภายในและระหว่างบริษัท ได้อย่างดี นอกจากนี้ ค่า F-statistic ของทุกโมเดลมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ซึ่งยืนยันความเหมาะสมของแบบจำลองโดยรวมในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ สำหรับการทดสอบตามวัตถุประสงค์ที่สอง ซึ่งมุ่งศึกษาบทบาทของกลไกการกำกับดูแลกิจการในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG โดยกำหนดสมมติฐานย่อย H2a ถึง H2c ครอบคลุม 3 มิติ ได้แก่ ขนาดคณะกรรมการ (Bsize) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BlndDirect) และสัดส่วนกรรมการหญิง (BWoman) ผลการวิเคราะห์จากตารางที่ 5 พบว่า ไม่พบความสัมพันธ์เชิงเสริมอรรถิพลของขนาดคณะกรรมการ หรือความเป็นอิสระของคณะกรรมการต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและ ESG อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในการวิเคราะห์ทุกรูปแบบ จึงไม่สามารถยืนยันสมมติฐาน H2a และ H2b ได้ อย่างไรก็ตาม สำหรับสมมติฐาน H2c ซึ่งพิจารณาบทบาทของความหลากหลายทางเพศ (ผ่านสัดส่วนกรรมการหญิง) พบว่า ผลการวิเคราะห์สนับสนุนบางส่วน โดยเฉพาะในโมเดลที่วัดการจัดการกำไรแบบมีทิศทางด้วย Modified Jones และ Modified Jones with ROA control ซึ่งให้ค่าสัมประสิทธิ์ของ Interaction term ระหว่างการจัดการกำไรและ BWoman เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ทั้งสองโมเดล ผลการวิเคราะห์ดังกล่าวสะท้อนว่า บริษัทที่มีกรรมการหญิงมากขึ้นจะมีความสัมพันธ์ระหว่างพฤติกรรมจัดการกำไรกับ ESG ลดลง กล่าวคือ ความหลากหลายทางเพศในระดับคณะกรรมการมีส่วนช่วยลดผลกระทบด้านลบของการจัดการกำไรต่อการดำเนินงานด้าน ESG ได้บางส่วน โดยสรุป สมมติฐาน H2c ได้รับการสนับสนุนบางส่วน ขณะที่ไม่พบหลักฐานสนับสนุนสมมติฐาน H2a และ H2b อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Spearman's Correlation

| Variables            | (1)        | (2)        | (3)        | (4)        | (5)        | (6)       | (7)        | (8)      | (9)      | (10)       | (11)     | (12)     | (13)       | (14)     | (15)       | (16)  | (17)  |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|------------|----------|----------|------------|----------|----------|------------|----------|------------|-------|-------|
| (1) ESG              | 1.000      |            |            |            |            |           |            |          |          |            |          |          |            |          |            |       |       |
| (2) Abn_Jones        | (0.339)*** | 1.000      |            |            |            |           |            |          |          |            |          |          |            |          |            |       |       |
| (3) Abn_Mojones      | (0.126)**  | 0.479***   | 1.000      |            |            |           |            |          |          |            |          |          |            |          |            |       |       |
| (4) Abn_MJROA        | (0.128)**  | 0.475***   | 0.996***   | 1.000      |            |           |            |          |          |            |          |          |            |          |            |       |       |
| (5) Abs_Jones        | (0.192)*** | (0.053)    | (0.175)*** | (0.169)*** | 1.000      |           |            |          |          |            |          |          |            |          |            |       |       |
| (6) Abs_Mojones      | (0.126)**  | 0.002      | 0.019      | 0.018      | 0.223***   | 1.000     |            |          |          |            |          |          |            |          |            |       |       |
| (7) Abs_MJROA        | (0.138)**  | 0.005      | 0.016      | 0.019      | 0.990***   | 0.232***  | 1.000      |          |          |            |          |          |            |          |            |       |       |
| (8) Bsize (n)        | 0.300***   | (0.174)*** | 0.011      | 0.012      | (0.083)    | (0.090)*  | (0.095)*   | 1.000    |          |            |          |          |            |          |            |       |       |
| (9) IndDirect (%)    | 0.138**    | 0.065      | 0.121*     | 0.121*     | (0.243)*** | 0.007     | 0.011      | 0.969    | 1.000    |            |          |          |            |          |            |       |       |
| (10) Bwoman (%)      | (0.320)*** | 0.277***   | 0.013      | 0.015      | 0.090      | 0.104*    | 0.093      | 0.000*** | (0.033)  | 1.000      |          |          |            |          |            |       |       |
| (11) Size (LnToAsst) | 0.622***   | (0.574)*** | (0.063)    | (0.064)    | (0.235)*** | (0.129)** | (0.145)*** | 0.000*** | 0.215*** | (0.401)*** | 1.000    |          |            |          |            |       |       |
| (12) Fage (n)        | 0.153***   | 0.093*     | 0.010      | 0.012      | (0.009)    | (0.018)   | (0.025)    | 0.001**  | (0.100)* | (0.133)**  | 0.048    | 1.000    |            |          |            |       |       |
| (13) FinRisk (%)     | 0.323***   | (0.339)*** | (0.063)    | (0.064)    | 0.004      | (0.061)   | (0.062)    | 0.000*** | 0.174*** | (0.153)**  | 0.579*** | 0.014    | 1.000      |          |            |       |       |
| (14) Profit (%)      | 0.007      | 0.190***   | 0.098*     | 0.096*     | (0.162)*** | 0.048     | 0.046      | 0.992    | (0.068)  | (0.075)    | 0.092*   | 0.092*   | (0.156)*** | 1.000    |            |       |       |
| (15) Growth (%)      | (0.001)    | 0.104*     | 0.172***   | 0.173***   | (0.057)    | 0.068     | 0.074      | 0.707    | 0.033    | (0.031)    | (0.072)  | (0.072)  | (0.066)    | 0.309*** | 1.000      |       |       |
| (16) Freefloat (n)   | 0.220***   | (0.169)*** | (0.086)*   | (0.085)*   | (0.035)    | (0.063)   | (0.062)    | 0.298    | (0.069)  | (0.243)*** | 0.404*** | 0.404*** | 0.235***   | (0.027)  | (0.059)    | 1.000 |       |
| (17) Loss (0/1)      | 0.053      | (0.006)    | (0.053)    | (0.050)    | (0.086)*   | (0.007)   | (0.001)    | 0.715    | 0.008    | (0.026)    | 0.111**  | 0.111**  | 0.208***   | 0.021    | (0.245)*** | 0.044 | 1.000 |

โดย \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.10$   
ค่าตัวเลขในวงเล็บแสดงทิศทางของความสัมพันธ์ โดยหมายถึง ความสัมพันธ์เชิงลบ

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์โมเดลถดถอยแบบสุ่มผล (Random Effects Model)

| ตัวแปร                                     | โมเดล 1               | โมเดล 2               | โมเดล 3               | โมเดล 4               | โมเดล 5               | โมเดล 6               |
|--------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|                                            | ESG-AbnJones          | ESG-AbnMoJones        | ESG-AbnMJROA          | ESG-AbsJones          | ESG-AbsMoJones        | ESG-AbsMJROA          |
| การจัดการกำไรที่มีทิศทาง (Signed Accruals) |                       |                       |                       |                       |                       |                       |
| Abn_Jones                                  | -3.277<br>(2.223)     |                       |                       |                       |                       |                       |
| Abn_MoJones                                |                       | -4.255<br>(3.631)     |                       |                       |                       |                       |
| Abn_MJROA                                  |                       |                       | -4.924**<br>(2.508)   |                       |                       |                       |
| ขนาดของการจัดการกำไร (Absolute Accruals)   |                       |                       |                       |                       |                       |                       |
| Abs_Jones                                  |                       |                       |                       | -4.691*<br>(2.486)    |                       |                       |
| Abs_MoJones                                |                       |                       |                       |                       | -3.464*<br>(2.022)    |                       |
| Abs_MJROA                                  |                       |                       |                       |                       |                       | -3.243<br>(2.054)     |
| ตัวแปรควบคุม                               |                       |                       |                       |                       |                       |                       |
| Size                                       | 8.082***<br>(0.853)   | 8.857***<br>(0.859)   | 7.992***<br>(0.795)   | 7.368***<br>(0.821)   | 7.806***<br>(0.780)   | 7.801***<br>(0.779)   |
| FAge                                       | 0.151**<br>(0.070)    | 0.140**<br>(0.070)    | 0.148**<br>(0.069)    | 0.179***<br>(0.069)   | 0.149**<br>(0.069)    | 0.149**<br>(0.069)    |
| FinRisk                                    | -7.758<br>(6.748)     | -8.813<br>(7.172)     | -8.273<br>(6.375)     | -8.407<br>(6.140)     | -8.847<br>(6.196)     | -8.831<br>(6.192)     |
| Profit                                     | -2.58<br>(1.912)      | -3.468<br>(1.975)     | -2.091<br>(1.790)     | -3.036<br>(1.912)     | -1.95<br>(1.778)      | -1.946<br>(1.779)     |
| ConOwn                                     | 0.079<br>(0.089)      | 0.088<br>(0.090)      | 0.077<br>(0.089)      | 0.086<br>(0.089)      | 0.078<br>(0.089)      | 0.078<br>(0.089)      |
| Growth                                     | -9.197***<br>(3.013)  | -9.705***<br>(3.317)  | -7.538***<br>(2.488)  | -8.120***<br>(3.001)  | -7.307***<br>(2.487)  | -7.301***<br>(2.489)  |
| Loss                                       | -0.628<br>(2.389)     | -0.85<br>(2.416)      | -0.14<br>(2.340)      | 0.36<br>(2.323)       | -0.018<br>(2.321)     | -0.01<br>(2.319)      |
| Constant                                   | -42.653***<br>(7.609) | -50.835***<br>(7.557) | -40.470***<br>(7.268) | -33.132***<br>(7.714) | -37.640***<br>(7.359) | -37.595***<br>(7.345) |

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์โมเดลถดถอยแบบสุ่มผล (Random Effects Model) (ต่อ)

| ตัวแปร                       | โมเดล 1      | โมเดล 2        | โมเดล 3      | โมเดล 4      | โมเดล 5        | โมเดล 6      |
|------------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|----------------|--------------|
|                              | ESG-AbnJones | ESG-AbnMoJones | ESG-AbnMJROA | ESG-AbsJones | ESG-AbsMoJones | ESG-AbsMJROA |
| <i>within R<sup>2</sup></i>  | 0.2864       | 0.3054         | 0.2621       | 0.2665       | 0.255          | 0.2543       |
| <i>between R<sup>2</sup></i> | 0.5252       | 0.54           | 0.5082       | 0.489        | 0.4966         | 0.4965       |
| <i>overall R<sup>2</sup></i> | 0.4645       | 0.4765         | 0.4496       | 0.4358       | 0.4394         | 0.4392       |
| <i>F</i>                     | 324.11***    | 311.05***      | 322.88***    | 354.56***    | 370.73***      | 364.53***    |
| <i>N</i>                     | 540          | 540            | 540          | 540          | 540            | 540          |

Robust standard errors clustered by firm (n = 108) are reported in parentheses.

โดย \*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.10

### อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับและผลการดำเนินงานด้าน ESG และเพื่อศึกษาบทบาทของกลไกการกำกับดูแลกิจการในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2561–2565 โดยใช้วิธีการวัดค่าผลการดำเนินงานด้าน ESG ด้วยคะแนน ESG ที่ประเมินโดย Refinitive Eikon และใช้วิธีวัดการจัดการกำกับผ่านโมเดล Jones, Modified Jones และ Modified Jones with ROA control ทั้งในรูปแบบที่พิจารณาทิศทางของการจัดการกำกับ (Signed Accruals) และรูปแบบที่พิจารณาเฉพาะขนาดของการจัดการกำกับ (Absolute Accruals)

ผลการวิเคราะห์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับและผลการดำเนินงานด้าน ESG แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีการจัดการกำกับแบบมีทิศทาง โดยเฉพาะเมื่อวัดด้วยโมเดล Modified Jones with ROA control มีความสัมพันธ์เชิงลบ แสดงว่า เมื่อบริษัทมีพฤติกรรมจัดการกำกับในเชิงบวกมากขึ้น (เช่น การเร่งรับรู้รายได้หรือเลื่อนการรับรู้ค่าใช้จ่ายเพื่อปรับแต่งกำไรให้สูงขึ้น) มีแนวโน้มที่จะมีคะแนน ESG ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะผลการดำเนินงาน (ROA) ช่วยแยกแยะบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีจริง ๆ ออกจากบริษัทที่ผลการดำเนินงานดีเพราะตกแต่งกำไร ในขณะที่โมเดลที่ไม่มีการจับคู่ตามผลการดำเนินงานตามแบบ Jones และแบบ Modified Jones อาจสับสนระหว่างบริษัทที่มีกำไรดีที่เกิดจากการตั้งใจที่จะจัดการกำกับกับกำไรดีที่เกิดจากผลการดำเนินงานจริง จึงไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ ในโมเดลที่วัดเพียงขนาดแต่ไม่พิจารณาทิศทางของการจัดการกำกับของ Jones และ Modified Jones ก็พบความสัมพันธ์เชิงลบด้วยเช่นกันที่ระดับนัยสำคัญ 10% แต่ไม่พบความสัมพันธ์เมื่อวัดค่าด้วย Modified Jones with ROA control ความแตกต่างนี้สามารถอธิบายได้ว่า โมเดล Jones และ Modified Jones อาจมีแนวโน้มประเมินค่าการจัดการกำกับเกินจริง โดยเฉพาะในกรณีที่กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดี ที่มีค่า Accruals สูงแต่ถูกตีความว่า เป็นผลจากการจัดการกำกับ ทั้งที่ในความเป็นจริงอาจเกิดจากประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกิจการเอง ในขณะที่โมเดล Modified Jones with ROA control ของ Kothari et al. (2005) ได้รับการพัฒนาขึ้นเพื่อควบคุมผลกระทบจากผลการดำเนินงานของกิจการ (ROA) ซึ่งการควบคุมด้วย ROA ช่วยแยกแยะได้ว่า Accruals

ที่สูงเกิดจากการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ หรือเกิดจากพฤติกรรมการจัดการกำไรที่ไม่โปร่งใส ทำให้ความสัมพันธ์เชิงลบหายไป และอาจเป็นไปได้ว่า ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโมเดล Jones และ Modified Jones ไม่ใช่ความสัมพันธ์ที่แท้จริง

ผลการวิจัยเชิงลบดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของ Velte (2019) และ Adeneye et al. (2024) ซึ่งพบว่า บริษัทที่บริษัทที่มีการจัดการกำไรสูงกลับมักมี ESG ต่ำ อธิบายภายใต้ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียได้ว่า บริษัทที่ให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างรอบด้านจะมีแนวโน้มหลีกเลี่ยงพฤติกรรมที่อาจกระทบต่อความไว้วางใจ เช่น การจัดการกำไรในอีกแง่หนึ่ง ผลการวิจัยยังสอดคล้องกับทฤษฎีตัวการตัวแทน ซึ่งอธิบายว่า ผู้บริหารในบางบริษัทอาจมีแรงจูงใจในการจัดการกำไรเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว แม้จะขัดกับผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น จึงไม่ให้ความสำคัญกับการดำเนินงานตามแนวทางของ ESG นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังสามารถอธิบายผ่านกรอบของทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากรได้ว่า การจัดการกำไรเป็นบ่อนทำลายความน่าเชื่อถือของกิจการต่อผู้ถือทรัพยากรหลัก ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุน เจ้าหนี้ หรือคู่ค้า ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนสูง เงื่อนไขก็ยิ่งเข้มงวดมากขึ้น จึงทำให้ทรัพยากรคงเหลือสำหรับการดำเนินงานด้าน ESG ลดลง นอกจากนี้ การจัดการกำไรยังสะท้อนวัฒนธรรมมุ่งผลการดำเนินงานระยะสั้น ซึ่งเบียดบังงบประมาณ เวลา และความสนใจผู้บริหารไปจากการลงทุนในการดำเนินงานด้าน ESG ที่ให้ผลตอบแทนระยะยาว (Velte, 2019; Kim & Lyon, 2015)

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สหพาทของกลไกการกำกับดูแลกิจการในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับกับการดำเนินงานด้าน ESG

|                                                  | โมเดล 1          | โมเดล 2             | โมเดล 3             | โมเดล 4           | โมเดล 5           | โมเดล 6           |
|--------------------------------------------------|------------------|---------------------|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                                                  | ESG-AbnJones     | ESG-AbnMoJones      | ESG-AbnMJROA        | ESG-AbsJones      | ESG-AbsMoJones    | ESG-AbsMJROA      |
| M1: ขนาดของคณะกรรมการ<br>(Bsize) (N)             | 1.373<br>(1.052) | 1.795<br>(1.723)    | 1.769<br>(1.712)    | -1.592<br>(1.526) | -0.263<br>(2.266) | -0.562<br>(2.315) |
| M2: ความเป็นอิสระของกรรมการ<br>(BlindDirect) (%) | 0.076<br>(0.324) | -0.377<br>(0.461)   | -0.348<br>(0.462)   | -0.079<br>(0.488) | 0.216<br>(0.593)  | 0.177<br>(0.607)  |
| M3: ความหลากหลายทางเพศของกรรมการ<br>(Bwoman) (%) | 0.123<br>(0.237) | -0.537**<br>(0.248) | -0.510**<br>(0.244) | -0.137<br>(0.361) | -0.245<br>(0.323) | -0.242<br>(0.321) |
| <i>within R<sup>2</sup></i>                      | 0.3368           | 0.3399              | 0.3389              | 0.3325            | 0.3299            | 0.3298            |
| <i>between R<sup>2</sup></i>                     | 0.3566           | 0.3736              | 0.3734              | 0.3525            | 0.3541            | 0.3543            |
| <i>overall R<sup>2</sup></i>                     | 0.3699           | 0.3835              | 0.3834              | 0.3661            | 0.3669            | 0.3668            |
| <i>F</i>                                         | 169.65***        | 177.36***           | 176.27***           | 175.17***         | 184.85***         | 184.29***         |
| <i>N</i>                                         | 403              | 403                 | 403                 | 403               | 403               | 403               |

โดย \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.10$

สำหรับผลการวิเคราะห์เพื่อศึกษาบทบาทของกลไกการกำกับดูแลกิจการในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG พบว่า ขนาดของคณะกรรมการ และความเป็นอิสระของคณะกรรมการไม่แสดงผลอย่างมีนัยสำคัญในเชิงสถิติในทุกโมเดลที่ทดสอบ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า ปัจจัยดังกล่าวอาจไม่สามารถลดผลกระทบเชิงลบของการจัดการกำกับต่อ ESG ได้อย่างมีประสิทธิภาพในบริบทของบริษัทในประเทศไทย อย่างไรก็ตาม ในมิติของความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ ซึ่งวัดค่าด้วยสัดส่วนกรรมการหญิงพบว่า มีผล Interaction term ที่ติดลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในโมเดลที่ใช้ตัวชี้วัดการจัดการกำกับแบบมีทิศทางเมื่อใช้โมเดล Modified Jones และ Modified Jones with ROA control โดยแสดงให้เห็นว่า การมีกรรมการหญิงในคณะกรรมการสามารถลดความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการจัดการกำกับกับ ESG ได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งหมายความว่า ความหลากหลายทางเพศมีบทบาทในการกลั่นกรองพฤติกรรมของผู้บริหารที่อาจส่งผลกระทบต่อความยั่งยืนขององค์กร และผลการวิเคราะห์ครั้งนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Adeneye et al. (2024) ที่ค้นพบว่า ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการจัดการกำกับและผลการดำเนินงานด้าน ESG จะลดลงในบริษัทที่มีความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ

ผลการศึกษาสามารถอธิบายได้ภายใต้กรอบของทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่ระบุว่า บริษัทควรดำเนินกลยุทธ์โดยคำนึงถึงผลกระทบต่อกลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่หลากหลาย ไม่ใช่เฉพาะผู้ถือหุ้นเพียงกลุ่มเดียว โดยการมีกรรมการหญิงในคณะกรรมการอาจสะท้อนถึงความอ่อนไหวต่อมิติด้านจริยธรรม ความโปร่งใส และความรับผิดชอบต่อสังคม ส่งผลให้คณะกรรมการมีแนวโน้มที่จะควบคุมหรือลดการใช้กลยุทธ์จัดการกำกับที่อาจบั่นทอนภาพลักษณ์ด้าน ESG ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Ben-Amar et al. (2017) ที่พบว่า ความหลากหลายทางเพศมีความสัมพันธ์กับคุณภาพของการรายงานด้านความยั่งยืน และการลดพฤติกรรมฉ้อโกงโอกาสของผู้บริหาร ในขณะเดียวกัน ภายใต้ทฤษฎีตัวการตัวแทน การมีกรรมการหญิงอาจเพิ่มประสิทธิภาพของกระบวนการกำกับดูแล เนื่องจากกรรมการหญิงมีแนวโน้มเข้าร่วมประชุมบ่อยและมีความละเอียดรอบคอบสูง ซึ่งช่วยลดปัญหาความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและคณะกรรมการ (Adams & Ferreira, 2009) ส่งผลให้ผู้บริหารสามารถดำเนินกลยุทธ์จัดการกำกับที่แฝงความเสี่ยงด้าน ESG ได้น้อยลง ยิ่งไปกว่านั้น ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร ยังช่วยอธิบายว่า กรรมการหญิงนำมาซึ่งเครือข่าย ความเชี่ยวชาญ และมุมมองใหม่ที่หลากหลาย ซึ่งเป็นทรัพยากรสำคัญที่ช่วยให้องค์กรตอบสนองต่อความคาดหวังด้าน ESG ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น (Hillman et al., 2007) และ Liao et al. (2015) ก็พบว่า การมีกรรมการหญิงในสัดส่วนที่สูงมีความสัมพันธ์กับระดับการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม และการมีส่วนร่วมในการกำหนดนโยบายด้านความยั่งยืนอย่างชัดเจนเช่นเดียวกัน

## ประโยชน์และข้อเสนอแนะการวิจัย

จากผลการวิจัยของทั้งสองวัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้ จึงสรุปประโยชน์เชิงวิชาการได้ว่า งานวิจัยนี้ช่วยเติมเต็มช่องว่างทางวรรณกรรม โดยบูรณาการแนวคิดด้านการจัดการกำกับ ความยั่งยืน (ESG) และกลไกการกำกับดูแลกิจการเข้าไว้ด้วยกัน ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยในอดีต ที่มีมุ่งศึกษาเพียงมิติใดมิติหนึ่ง ผลการวิจัยครั้งนี้ให้หลักฐานเชิงประจักษ์ที่ทำนายแนวคิดเดิมที่ว่าองค์กรที่มี ESG สูงมักมีพฤติกรรมโปร่งใส แต่เนื่องจากพบความเป็นไปได้อีกว่าการเปิดเผยด้าน ESG อาจถูกใช้เพื่อสร้างภาพลักษณ์ หรือปกปิดพฤติกรรมจัดการกำกับ ซึ่งถือเป็นพฤติกรรมที่ไม่สอดคล้องกับความรับผิดชอบต่อสังคม โดยกลยุทธ์ดังกล่าวถูกเรียกว่า กลยุทธ์ “Greenwashing” แต่ผลการวิเคราะห์ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระดับการจัดการกำกับของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ในงานวิจัยครั้งนี้ สะท้อนว่า องค์กรที่มีพฤติกรรมบิดเบือน

ข้อมูลทางบัญชีในระดับสูง มักมีระดับการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลต่ำกว่ากลุ่มอื่น ซึ่งอาจแปลได้ว่า องค์กรเหล่านี้ไม่ได้ใช้ ESG เป็นเครื่องมือสร้างภาพลักษณ์หรือสื่อสารเพื่อปกปิดเจตนาอื่น แต่บริษัทเหล่านี้ อาจเป็นองค์กรที่ขาดความใส่ใจในหลักความรับผิดชอบต่อทุกมิติ ไม่ว่าจะเป็นด้านการเงินหรือการดำเนินงานเชิงสังคม กรณีนี้จึงไม่อาจตีความว่า เป็นการ Greenwashing เพราะองค์กรไม่ได้พยายาม “ทำให้เข้าใจ ESG” หากแต่สะท้อนความเป็นจริงว่า องค์กรที่มีพฤติกรรมทางบัญชีไม่โปร่งใส ก็มักจะไม่ได้ให้ความสำคัญกับ ESG อย่างจริงจังเช่นกัน นอกจากนี้ การศึกษานี้ยังแสดงให้เห็นถึงบทบาทของกลไกการกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะในมิติของ “กรรมการหญิง” ที่สามารถลดทอนความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการจัดการกำกับกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นการเสนอแนวทางปรับปรุงโครงสร้างบอร์ดในเชิงนโยบาย ในแง่มุมมองของประโยชน์เชิงประจักษ์สำหรับผู้ใช้งบการเงิน ผลการวิจัยช่วยให้ผู้ลงทุน นักวิเคราะห์ และผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย สามารถเข้าใจพฤติกรรมองค์กรในมิติ ESG อย่างรอบด้านมากขึ้น โดยไม่ยึดติดเฉพาะกับข้อมูลที่องค์กรเปิดเผย หากแต่พิจารณาควบคู่กับพฤติกรรมด้านการจัดการกำกับ เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนหรือประเมินความเสี่ยงได้อย่างแม่นยำยิ่งขึ้น นอกจากนี้ งานวิจัยนี้สามารถใช้เป็นข้อมูลสนับสนุนในการออกแบบเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีคุณภาพ และลดช่องว่างระหว่าง “พฤติกรรมจริง” กับ “ข้อมูลที่เปิดเผย” โดยเฉพาะการส่งเสริมสัดส่วนกรรมการหญิงในบอร์ดบริหาร ซึ่งมีผลต่อการลดพฤติกรรมที่ไม่โปร่งใส อันอาจส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของบริษัทในตลาดทุน ซึ่งเป็นประโยชน์อย่างยิ่งสำหรับหน่วยงานกำกับดูแล

คณะผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะสำหรับการดำเนินงานวิจัยในอนาคต ดังนี้ (1) เพื่อให้เห็นภาพรวมที่ครอบคลุมยิ่งขึ้นเกี่ยวกับบทบาทของการกำกับดูแลกิจการต่อพฤติกรรมกรรมการจัดการกำกับและผลกระทบด้าน ESG ควรพิจารณาตัวแปรอื่น ๆ ที่สะท้อนถึงกลไกการกำกับดูแลกิจการ เช่น การถือหุ้นของผู้บริหาร การมีคณะกรรมการตรวจสอบอิสระ ความถี่ในการประชุมกรรมการ หรือการมีคณะกรรมการด้านความยั่งยืน (2) การวิจัยครั้งนี้ใช้คะแนน ESG จาก Refinitiv Eikon ซึ่งแม้จะเป็นฐานข้อมูลที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล แต่การนำข้อมูลจากแหล่งอื่น เช่น MSCI, Bloomberg ESG Scores หรือ CDP อาจช่วยเพิ่มความแม่นยำและลดความลำเอียงของข้อมูลที่มาจากแหล่งเดียว (3) ศึกษาในบริบทของอุตสาหกรรมเฉพาะกลุ่มเพื่อให้เห็นพฤติกรรมกรรมการจัดการกำกับและแนวโน้ม ESG ที่แตกต่างกันในแต่ละภาคธุรกิจ (4) เพิ่มช่วงเวลาของการศึกษาวิจัยให้ครอบคลุมมากกว่า 5 ปี หรือศึกษาแบบ Long-window ที่อาจช่วยสะท้อนแนวโน้มระยะยาวของพฤติกรรมกรรมการจัดการกำกับและผลการดำเนินงานด้าน ESG ได้ดียิ่งขึ้น โดยเฉพาะเมื่อมีเหตุการณ์สำคัญ เช่น การระบาดของโควิด-19 หรือการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบด้าน ESG ในระดับสากล และ (5) ศึกษาด้านพฤติกรรมของผู้บริหารเพื่อศึกษาพฤติกรรมเชิงจิตวิทยาของผู้บริหาร เช่น ความมั่นใจในตนเองสูงเกินจริง (Overconfidence) หรือคุณลักษณะผู้นำ อาจเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่อธิบายความแตกต่างของพฤติกรรมกรรมการจัดการกำกับและการให้ความสำคัญต่อ ESG

**REFERENCES**

- Aboody, D., Hughes, J., & Liu, J. (2005). Earnings quality, insider trading, and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 43(5), 651–673. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2005.00185.x>
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Adeneye, Y. B., Fasihi, S., Kammoun, I., & Albitar, K. (2024). Does earnings management constrain ESG performance? The role of corporate governance. *International Journal of Disclosure and Governance*, 21(1), 69–92. <https://doi.org/10.1057/s41310-023-00181-9>
- Aladwey, L., A. Elgharbawy, and M.A. Ganna. (2021). Attributes of corporate boards and assurance of corporate social responsibility reporting: Evidence from the UK. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2021-0066>
- Albitar, K., T. Abdoush, and K. Hussainey. (2022). Do corporate governance mechanisms and ESG disclosure drive CSR narrative tones? *International Journal of Finance & Economics*. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2625>
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
- Arayssi, M., M. Jizi, and H.H. Tabaja. (2020). The impact of board composition on the level of ESG disclosures in GCC countries. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 11(1): 137–161. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-05-2018-0136>
- Beekes, W., P. Pope, and S. Young. (2004). The link between earnings timeliness, earnings conservatism and board composition: Evidence from the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 12(1), 47–59. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00342.x>
- Ben-Amar, W., Chang, M., & McIlkenny, P. (2017). Board gender diversity and corporate response to sustainability initiatives: Evidence from the Carbon Disclosure Project. *Journal of Business Ethics*, 142(2), 369–383. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2759-1>
- Birindelli, G., Dell'Atti, S., Iannuzzi, A. P., & Savioli, M. (2018). Composition and activity of the board of directors: Impact on ESG performance in the banking system. *Sustainability*, 10(2), 4699. <https://doi.org/10.3390/su10124699>
- Brammer, S., Millington, A., & Pavelin, S. (2009). Corporate reputation and women on the board. *British journal of management*, 20(1), 17–29. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2008.00600.x>
- Buerthey, S., E.J. Sun, J.S. Lee, and J. Hwang. (2020). Corporate social responsibility and earnings management: The moderating effect of corporate governance mechanisms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), 256–271. <https://doi.org/10.1002/csr.1803>

- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Dechow, P.M., R.G. Sloan, and A.P. Sweeney. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1–36. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1996.tb00489.x>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225. <http://www.jstor.org/stable/248303>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <http://www.jstor.org/stable/24550546>
- Ehsan, S., A. Tariq, M.S. Nazir, M.S. Shabbir, R. Shabbir, L.B. Lopez, and W. Ullah. (2021). Nexus between corporate social responsibility and earnings management: Sustainable or opportunistic. *Managerial and Decision Economics*. <https://doi.org/10.1002/mde.3396>.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.2307/258191>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94034>
- Flammer, C. (2015). Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows. *The Review of Financial Studies*, 28(6), 1820–1850.
- Freeman, R.E. 1984. Strategic management: A stakeholder approach. Boston: Pitman.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Gao, L., Lisic, L. L., & Zhang, I. X. (2014). Commitment to social goods and insider trading. *Journal of Accounting and Economics*, 57(2–3), 149–175. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.03.001>
- Gavana, G., P. Gottardo, and A.M. Moisello. (2017). Earnings management and CSR disclosure. Family vs non-family firms. *Sustainability*, 9(12), 2327. <https://doi.org/10.3390/su9122327>.
- Garcia Osma, B. (2008). Board of independence and real earnings management: The case of R&D expenditure. *Corporate Governance: An International Review*, 16(2), 116–131. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00672.x>
- Gras-Gil, E., M.P. Manzano, and J.H. Fernandez. (2016). Investigating the relationship between corporate social responsibility and earnings management: Evidence from Spain. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(4): 289–299. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2016.02.002>.

- Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855–888. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01029.x>
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1–3), 85–107. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1)
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.156445>
- Hein, T., Hoepner, C., & Saemann, M. (2020). Do Consumers Really Care About Corporate Sustainability? *Journal of the Association for Consumer Research*, 5(2), 223–248.
- Hillman, A.J., and T. Dalziel. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3): 383–396. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196729>.
- Hillman, A.J., A.A. Cannella, and R.L. Paetzold. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37(2): 235–256. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00179>.
- Hillman, A.J., A.A. Cannella Jr., and I.C. Harris. (2002). Women and racial minorities in the boardroom: How do directors differ? *Journal of Management*, 28(6): 747–763. <https://doi.org/10.1177/014920630202800603>.
- Hillman, A.J., Shropshire, C., & Cannella, A. A., Jr. (2007). Organizational predictors of women on corporate boards. *Academy of Management Journal*, 50(4), 941–952. <https://doi.org/10.5465/amj.2007.26279222>
- Honaker, J., & King, G. (2010). What to do about missing values in time-series cross-section data. *American Journal of Political Science*, 54(2), 561–581. <https://doi.org/10.1111/j.1540-5907.2010.00447.x>
- Hussain, N., Rigoni, U. & Orij, R.P. (2018). Corporate governance and sustainability performance: Analysis of triple bottom line performance. *Journal of Business Ethics*, 149(2), 411–432. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3099-5>
- Husted, B.W., and J.M. de Sousa-Filho. (2019). Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America. *Journal of Business Research*, 102, 220–227. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.017>
- Kim, E.-H., & Lyon, T. P. (2015). Greenwash vs. Brownwash: Exaggeration and Undue Modesty in Corporate Sustainability Disclosure. *Organization Science*, 26(3), 705–723. <http://www.jstor.org/stable/43661016>
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review*, 87(3), 761–796. <http://www.jstor.org/stable/23245629>
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and economics*, 39(1), 163–197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pays and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264. <http://www.jstor.org/stable/2937665>
- Jeyhunov, A., Kim, J. D., & Bae, S. M. (2025). The effects of board diversity on Korean Companies' ESG performance. *Sustainability*, 17(2), 787. <https://doi.org/10.3390/su17020787>
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193–228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Lauren A. Jordaan, Marna de Klerk, Charl J. de Villiers. (2018). Corporate social responsibility and earnings management of South African companies. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 21(1), a1849. <https://doi.org/10.4102/sajems.v21i1.1849>
- Liang, H., & Renneboog, L. (2020). Corporate social responsibility and sustainable finance: A review of the literature (European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 701/2020). Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3698631>
- Liao, L., Luo, L., & Tang, Q. (2015). Gender diversity, board independence, environmental committee and greenhouse gas disclosure. *The British Accounting Review*, 47(4), 409–424. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.01.002>
- Lin, C. C., & Lin, Y. L. (2025). The Role of Happiness in Strengthening ESG-Driven Green HRM Practices and Organizational Sustainability. *Advances in Management and Applied Economics*, 15(3), 1–7. <https://doi.org/10.47260/amae/1537>
- Martinez-Ferrero, J., I.M. Garcia-Sanchez, and B. Cuadrado-Ballesteros. (2015). Effect of financial reporting quality on sustainability information disclosure. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(1), 45–64. <https://doi.org/10.1002/csr.1330>
- McNichols, M. F., & Wilson, G. P. (1988). Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of Accounting Research*, 26, 1–31. <https://doi.org/10.2307/2491176>
- Morsing, M., & Schultz, M. (2006). Corporate social responsibility communication: Stakeholder information, response and involvement strategies. *Business Ethics: A European Review*, 15(4), 323–338. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8608.2006.00460.x>
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). The external control of organizations: A resource dependence perspective. Harper and Row.
- Qian, K., Shi, B., Song, Y., & Wu, H. (2023). ESG performance and loan contracting in an emerging market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 101973.

- Ricapito, F. P. (2024). Earnings management and ESG performance: Empirical evidence from Italian context. *Corporate Ownership & Control*, 21(2), 86–101. <https://doi.org/10.22495/cocv21i2art7>
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management Science*, 59(5), 1045–1061. <http://www.jstor.org/stable/23443926>
- Shu, P. G., Chiang, S. J., & Wu, T. Y. (2024). Board network and ESG performance: Evidence from China. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(6), 5709–5729. <https://doi.org/10.1002/csr.2887>
- Stubben, S. R. (2010). Discretionary revenues as a measure of earnings management. *The Accounting Review*, 85(2), 695–717. <http://www.jstor.org/stable/20744146>
- The Stock Exchange of Thailand. (2024). SET ESG ratings and the development direction of FTSE ESG.
- Velte, P. (2019). The bidirectional relationship between ESG performance and earnings management – empirical evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 10(4), 322–338. <https://doi.org/10.1108/JGR-01-2019-0001>
- World Economic Forum. (2022). Global gender gap report 2022. <https://www.weforum.org/reports/global-gender-gap-report-2022>

