

อิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไร
กับผลการดำเนินงานด้าน ESG

The Influence of Corporate Governance Mechanisms on the
Relationship between Earnings Management and ESG Performance

รศ.เยาวรักษ์ สุขวิบูลย์

(Assco. Prof. Yaowarak Sukwiboon)

ดร.จิรารัช พิพัฒน์นราพงศ์

(Jirarat Pipatnarapong, Ph.D.)

วทันี รัมมะพ้อ

(Wattanee Rammapor)



รายงานการวิจัยนี้ได้รับทุนส่งเสริมการวิจัยมหาวิทยาลัยรังสิต

ปี 2567

กิตติกรรมประกาศ

คณะผู้วิจัยขอแสดงความขอบคุณเป็นอย่างยิ่งต่อ มหาวิทยาลัยรังสิต ที่ได้มอบทุนส่งเสริมการวิจัย ประจำปี 2567 เพื่อสนับสนุนการดำเนินโครงการวิจัยเรื่อง “อิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG” ซึ่งเป็นงานวิจัยที่มุ่งหวังจะเสริมสร้างความเข้าใจเชิงลึกเกี่ยวกับการประยุกต์ใช้หลักธรรมาภิบาลและความโปร่งใสในกิจกรรมทางบัญชีและการบริหารจัดการของภาคธุรกิจ โดยเฉพาะในบริบทของการพัฒนาอย่างยั่งยืน

คณะผู้วิจัยขอขอบคุณ คณะกรรมการส่งเสริมงานวิจัย มหาวิทยาลัยรังสิต ที่ให้ข้อเสนอแนะแนวทางการวิจัยอย่างสร้างสรรค์ รวมถึงการสนับสนุนด้านทรัพยากรและระบบงานอำนวยความสะดวกที่เอื้อต่อการดำเนินโครงการอย่างมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ คณะผู้วิจัยขอแสดงความขอบคุณอย่างจริงใจต่อผู้ทรงคุณวุฒิและผู้ให้ข้อมูลทุกท่านที่มีส่วนสำคัญในการให้ข้อคิดเห็น องค์กรความรู้ และข้อมูลอันเป็นประโยชน์ต่อการศึกษาวิจัยครั้งนี้ ซึ่งช่วยเสริมสร้างความครบถ้วน สมบูรณ์ และน่าเชื่อถือของผลการวิจัย

สุดท้ายนี้ คณะผู้วิจัยประกอบด้วย รองศาสตราจารย์เยาวรักษ์ สุขวิบูลย์ ดร.จิรารัช พิพัฒน์นราพงศ์ และอาจารย์วัฒน์ รัมมะพ้อ หวังเป็นอย่างยิ่งว่างานวิจัยชิ้นนี้จะเป็นประโยชน์ต่อแวดวงวิชาการ หน่วยงานภาครัฐและเอกชน ตลอดจนผู้ที่สนใจในการพัฒนาธรรมาภิบาล และการยกระดับ ESG ของภาคธุรกิจไทยในอนาคต

มหาวิทยาลัยรังสิต Rangsit University

คณะผู้วิจัย

มิถุนายน 2568

สารบัญ

กิตติกรรมประกาศ	i
สารบัญ	ii
สารบัญตาราง	iv
บทที่ 1	1
1.1. ความสำคัญและที่มาของปัญหาการวิจัย	1
1.2. คำถามวิจัย	4
1.3. วัตถุประสงค์การวิจัย	4
1.4. สมมติฐาน	4
1.5. ขอบเขตการวิจัย	5
1.6. นิยามคำศัพท์	5
1.7. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับการวิจัย	6
บทที่ 2	8
2.1. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	8
2.1.1. ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory)	8
2.1.2. ทฤษฎีตัวการตัวแทน (Agency Theory)	9
2.1.3. ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory)	10
2.2. ผลการดำเนินงานด้าน ESG	11
2.3. การจัดการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธะระหว่างการจัดการกำกับดูแลกิจการ ดำเนินงานด้าน ESG	13
2.3.1. ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการจัดการกำกับดูแลกิจการดำเนินงานด้าน ESG	14
2.3.2. ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการจัดการกำกับดูแลกิจการดำเนินงานด้าน ESG	15
2.4. อิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธะระหว่างการจัดการกำกับดูแลกิจการ ดำเนินงานด้าน ESG	16
2.4.1. ขนาดของคณะกรรมการในการกำกับความสัมพันธะระหว่างการจัดการกำกับดูแลกิจการ ดำเนินงานด้าน ESG	17
2.4.2. ความเป็นอิสระของคณะกรรมการในการกำกับความสัมพันธะระหว่างการจัดการกำกับดูแลกิจการ ดำเนินงานด้าน ESG	18

2.4.3. ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการ กำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG	20
2.5. กรอบแนวคิดการวิจัย และการพัฒนาสมมติฐานการวิจัย	22
บทที่ 3	26
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	26
3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	27
3.2.1. ตัวแปรอิสระ.....	27
3.2.2. ตัวแปรตาม.....	30
3.2.3. ตัวแปรกำกับ	30
3.2.4. ตัวแปรควบคุม.....	31
3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	33
3.4 การวิเคราะห์ข้อมูล.....	33
บทที่ 4	36
4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	36
4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Analysis).....	40
4.3 การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	44
4.3.1. ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG	44
4.3.2. ผลการวิเคราะห์อิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไร กับผลการดำเนินงานด้าน ESG	47
บทที่ 5	50
5.1 สรุปผลและอภิปรายผลการวิจัย	50
5.2 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต.....	53
เอกสารอ้างอิง	55

สารบัญตาราง

ตารางที่ 1 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างตามเกณฑ์ที่กำหนด	26
ตารางที่ 2 จำนวนชุดข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจำแนกตามอุตสาหกรรม.....	27
ตารางที่ 3 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics).....	37
ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Spearman's Rang Correlation)	43
ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์โมเดลถดถอยแบบสุ่มผล (Random Effects Model)	45
ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลของกลไกกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับ ESG	49



บทที่ 1

บทนำ

1.1. ความสำคัญและที่มาของปัญหาการวิจัย

ภูมิทัศน์ทางธุรกิจในปัจจุบันมีการให้ความสำคัญเพิ่มมากขึ้นในการบูรณาการปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG) เข้ากับกลยุทธ์องค์กรและการรายงานขององค์กร การมุ่งเน้นในเรื่องนี้ได้รับแรงผลักดันจากความสนใจของนักลงทุน ความคาดหวังของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และแรงผลักดันจากทั่วโลกที่ต้องการให้ธุรกิจดำเนินงานตามแนวทางปฏิบัติที่นำไปสู่ความยั่งยืนมากขึ้น (Eccles et al., 2014) ที่สำคัญแรงผลักดันเหล่านี้ไม่ได้เป็นเพียงการดำเนินการเพื่อสร้างหรือรักษาชื่อเสียงขององค์กรเท่านั้น แต่กลายเป็นปัจจัยในการตัดสินใจที่สำคัญต่อทุกภาคส่วนที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจ งานวิจัยของ Flammer (2015) พบว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่แข็งแกร่งมีความเสี่ยงในระยะยาวลดลงและอาจได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นเนื่องจากปัจจัยต่าง ๆ เช่น ประสิทธิภาพการดำเนินงาน และชื่อเสียงของบริษัทที่ดีขึ้น งานวิจัยของ Hein et al. (2020) ชี้ให้เห็นว่าผู้บริโภคยินดีจ่ายแพงขึ้นสำหรับผลิตภัณฑ์และบริการที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบเชิงบวกต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม และนำไปสู่ความภักดีของลูกค้าและความพึงพอใจที่ลูกค้ามีต่อบริษัท นอกจากนี้ การปฏิบัติตามแนวทางด้าน ESG สามารถเกิดการพัฒนาศักยภาพของพนักงานที่เข้าร่วมในการปฏิบัติ (Kim et al., 2019) รวมไปถึง สถาบันการเงินต่าง ๆ ก็เริ่มต้นตัวด้วยการคำนึงถึงผลการดำเนินงานด้าน ESG ในการตัดสินใจให้สินเชื่อและการรับประกันภัยแก่บริษัท (Mathiasen et al., 2018) โดยบริษัทที่ยึดแนวปฏิบัติของ ESG ในการบริหารงานอาจมีสิทธิ์ได้รับเงื่อนไขเงินกู้ที่ดีกว่าและเบี้ยประกันที่ต่ำกว่า

อย่างไรก็ตาม สิ่งที่ถูกปฏิเสธไม่ได้สำหรับธุรกิจคือการตอบสนองความคาดหวังของผู้ถือหุ้นที่มีต่อผลกำไรจากการดำเนินงานของกิจการที่จะส่งผลต่อจ่ายเงินปันผล หรือผลต่างของราคาหุ้น ผู้บริหารบริษัทจึงอาจมีพฤติกรรมทางธุรกิจที่ปฏิบัติควบคู่ไปกับการขับเคลื่อนองค์การสู่ความยั่งยืน นั่นก็คือ การจัดการกำไร (Earnings Management) ซึ่งเป็นกระบวนการที่บริษัทหรือองค์กรทำการปรับเปลี่ยนผลกำไรหรือรายได้ที่รายงานในระยะเวลาที่กำหนดผ่านการใช้กลยุทธ์ตัวเลือกการใช้หลักการบัญชีที่ยอมรับโดยทั่วไป (GAAP) เพื่อให้เกิดผลกระทบต่อตัดสินใจของผู้ใช้งานข้อมูลการเงิน โดยมักจะมีการจัดการกำไรเพื่อปรับปรุงผลการดำเนินงาน การเข้าถึงเงินทุน หรือการเสนอข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการเพิ่มมูลค่าให้กิจการ (Healy & Wahlen, 1999) ด้วยเหตุนี้ ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG จึงได้รับสนใจจากนักวิชาการในการหาหลักฐานเพื่อทำความเข้าใจเกี่ยวกับพฤติกรรมทางธุรกิจทั้งสองนี้ โดยงานวิจัยใน

อดีตได้มีการอธิบายความสัมพันธ์เชิงเหตุผล (Causal relationship) ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG ผ่านแนวคิดที่แตกต่างกัน

แนวคิดแรกถูกอธิบายด้วยทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) ซึ่งเป็นกรอบทฤษฎีที่ใช้ในการวิเคราะห์และการทำความเข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างองค์กรกับผู้ที่มีผลกระทบหรือส่วนได้ส่วนเสียต่อกิจการ (Freeman, 1984) ทฤษฎีนี้อธิบายเอาไว้ว่าผู้มีส่วนได้ส่วนเสียถือเป็นกลุ่มที่สำคัญที่สุดที่มีผลต่อความสำเร็จและความยั่งยืนขององค์กร ซึ่งไม่ได้หมายถึงเพียงแค่เจ้าของกิจการและผู้ลงทุนเท่านั้น แต่ยังรวมถึงพนักงาน ลูกค้า พันธมิตรธุรกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมด้วย ดังนั้นทฤษฎีนี้จึงเป็นกรอบแนวคิดที่ทำให้นักวิจัยสามารถทำความเข้าใจความสัมพันธ์ที่ซับซ้อนระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG ได้ดีขึ้น โดยอธิบายได้ว่า แม้ความมุ่งมั่นในการดำเนินงานตามแนวทางเพื่อเคลื่อนสู่ความยั่งยืนเป็นปัจจัยที่ผลักดันให้องค์กรมีการจัดทำรายงานทางการเงินอย่างโปร่งใสและมีจริยธรรม แต่ความกดดันในการบรรลุเป้าหมายด้านความยั่งยืนนั้นก็สามารถสร้างโอกาสให้แก่ผู้บริหารขององค์กรในการบิดเบือนข้อมูลในรายงานเพื่อวัตถุประสงค์บางอย่างได้ในเวลาเดียวกัน ทั้งนี้เพื่อตอบสนองต่อความคาดหวังที่ไม่สอดคล้องกันระหว่างกลุ่มผู้มีส่วนได้เสีย สำหรับงานวิจัยที่ใช้แนวคิดนี้ในการอธิบายผลการศึกษา ส่วนใหญ่ได้แสดงหลักฐานให้เห็นว่าผู้บริหารของกิจการเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพมากขึ้นและรายงานข้อมูลในลักษณะที่ลดความไม่สมดุลของข้อมูล (Information Asymmetries) ระหว่างกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ (Aladwey et al. 2021; Al-Shaer and Zaman 2018; Arayssi et al. 2020; Hussain et al. 2018; Husted and de Sousa-Filho 2019)

แนวคิดที่สองได้มีการอธิบายความสัมพันธ์ของการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG บนแนวคิดของทฤษฎีตัวการตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่ใช้ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าของกิจการ (ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย) และตัวแทน (ผู้บริหาร) โดยตัวการและตัวแทนมักมีวัตถุประสงค์ที่ต่างกัน เช่น ผู้บริหารอาจมีจุดมุ่งหมายในการเพิ่มกำไรหรือผลประโยชน์ส่วนตัว ในขณะที่ผู้ถือหุ้นอาจมีความสนใจในการดำเนินงานขององค์กรให้สร้างผลกำไรให้มากที่สุดเพื่อเพิ่มมูลค่าของหุ้น (Jensen & Meckling, 1976) สำหรับการศึกษาตามทฤษฎีนี้ นักวิจัยอธิบายว่าเพื่อลดความขัดแย้งในผลประโยชน์ของตัวการตัวแทน บริษัทจะให้ความสำคัญกับการส่งเสริมแนวทางปฏิบัติที่รับผิดชอบต่อสังคมมากขึ้นโดยการนำเสนอรายงานที่มีคุณภาพและโปร่งใส (Martinez-Ferrero et al. 2015) ทั้งนี้เพราะมีความกังวลว่าการจัดการกำไรอาจเป็นปัจจัยที่ขัดขวางการขับเคลื่อนไปสู่การมีประสิทธิภาพทางการเงินอย่างยั่งยืน และผลการศึกษาส่วนใหญ่ก็พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการจัดการกำไรและการปฏิบัติตามแนวทางเพื่อสร้างความยั่งยืน (Choi et al. 2013; Prior et al. 2008; Velte 2019)

แนวคิดสุดท้ายคือการใช้บทบาทในการให้บริการทรัพยากร (Resource Provision Role) ซึ่งเป็นบทบาทที่ผู้ให้บริการหรือผู้สนับสนุนทรัพยากร เช่น ที่ปรึกษา นักลงทุน หรือพันธมิตรธุรกิจ ในการจัดหาและสนับสนุนทรัพยากรที่จำเป็นต่อการดำเนินงานขององค์กร โดยบทบาทในการให้บริการทรัพยากรถือเป็นแนวคิดหลักของทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่อธิบายถึงวิธีที่องค์กรพึ่งพาทรัพยากรภายนอกเพื่อความอยู่รอดและการเจริญเติบโตขององค์กร โดยทรัพยากรเหล่านี้อาจรวมถึงเงินทุน ความรู้ เทคโนโลยี เครือข่าย หรือความสามารถเฉพาะทาง โดยงานวิจัยของ Abernethy & Stoelwinder (1991) แสดงหลักฐานให้เห็นว่าบทบาทในการให้บริการทรัพยากรที่มีประสิทธิภาพช่วยลดระดับการจัดการกำไรได้ด้วยการสร้างสภาพแวดล้อมที่เป็นกันเองและการให้การสนับสนุนทรัพยากรที่เหมาะสม นอกจากนี้การให้บริการทรัพยากรที่มีคุณภาพสามารถช่วยเพิ่มความโปร่งใสในกระบวนการตัดสินใจและการรายงานทางการเงิน กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ปัจจัยสำคัญในการสร้างและสนับสนุนบทบาทในการให้บริการทรัพยากรที่เหมาะสมและมีคุณภาพสำหรับตัวแทน ก็คือ การสร้างให้มีระบบกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ที่มีประสิทธิภาพในองค์กร เพราะจะส่งผลให้องค์กรมีระบบการควบคุมภายในที่เข้มแข็ง และมีความน่าเชื่อถือในตลาดทุนในระยะยาว และยังส่งผลให้การจัดการกำไรของผู้บริหารลดลงได้อีกด้วย (Shleifer & Vishny, 1997)

หากพิจารณาทุกแนวคิดที่กล่าวข้างต้น คณะผู้วิจัยเห็นว่าพฤติกรรมทางธุรกิจเกี่ยวกับการจัดการกำไร การดำเนินงานด้าน ESG และการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์ที่เชื่อมโยงกัน นั่นคือ ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียชี้ให้เห็นว่าองค์กรต้องให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มอย่างเหมาะสม แต่ในทางปฏิบัติ การบริหารผลประโยชน์ของทุกกลุ่มให้มีความสมดุลกันนั้นเป็นเรื่องยาก ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียจึงอาจกลายเป็นปัจจัยกระตุ้นให้ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจทางบัญชีแบบฉวยโอกาสเพื่อจัดการกำไรให้เป็นไปในทิศทางที่คาดหวัง ซึ่งอธิบายได้ด้วยทฤษฎีตัวการตัวแทน อย่างไรก็ตาม การจัดการกำไรเช่นนี้เป็นเพียงการตอบสนองความคาดหวังระยะสั้นเท่านั้น ไม่ได้สอดคล้องกับแนวปฏิบัติเพื่อไปสู่ความยั่งยืนในการดำเนินธุรกิจ การจัดการกำไรจึงอาจเป็นปัจจัยที่จำกัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานด้าน ESG ดังนั้นเพื่อให้การบริหารผลประโยชน์ของกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียมีประสิทธิภาพมากขึ้น บทบาทในการให้บริการทรัพยากรจึงเข้ามามีส่วนร่วมโดยการจัดสรรทรัพยากรให้เหมาะสมผ่านการจัดให้มีกลไกการกำกับดูแลภายในองค์กร จากความสัมพันธ์ที่เชื่อมโยงกันดังกล่าว คณะผู้วิจัยเห็นว่าพฤติกรรมทางธุรกิจเหล่านี้ไม่ควรจะทำความเข้าใจแยกจากกันและเพื่อให้สามารถเข้าใจถึงความสัมพันธ์ที่เป็นเชิงสาเหตุได้ชัดเจนขึ้น คณะผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ของพฤติกรรมที่เกี่ยวกับการจัดการกำไร การดำเนินงานด้าน ESG และการกำกับดูแลกิจการพร้อมกัน เพราะการศึกษาแยกกันจะทำให้ได้ข้อมูลไม่เพียงพอเพื่อทำให้เข้าใจว่าอะไรเป็นปัจจัยในการขัดขวางประสิทธิภาพ

การดำเนินงานด้าน ESG (ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG) และปัจจัยใดจะช่วยบรรเทาอุปสรรคดังกล่าว ดังนั้นจึงจำเป็นต้องกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ด้วยกลไกการกำกับดูแล (อิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลบนความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG)

1.2. คำถามวิจัย

1. การจัดการกำกับจำกัดประสิทธิภาพผลการดำเนินงานด้าน ESG หรือไม่ อย่างไร
2. กลไกการกำกับดูแลกิจกรรมมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG หรือไม่ อย่างไร

1.3. วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจกรรมที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG

1.4. สมมติฐาน

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาวัตถุประสงค์แรกคือ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG คณะผู้วิจัยจึงได้มีการกำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H1: การจัดการกำกับมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานด้าน ESG

สำหรับวัตถุประสงค์ที่สองของงานวิจัยนี้คือ เพื่อศึกษาอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจกรรมที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG คณะผู้วิจัยจึงได้มีการกำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H2_a: ขนาดของคณะกรรมการส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับและผลการดำเนินงานด้าน ESG

H2_b: ความเป็นอิสระของคณะกรรมการส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับและผลการดำเนินงานด้าน ESG

H2_c: ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับและผลการดำเนินงานด้าน ESG

1.5. ขอบเขตการวิจัย

การวิจัยนี้ดำเนินการตามขั้นตอนของการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยศึกษาจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2561 ถึงปี พ.ศ. 2565 รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 5 ปี ทั้งนี้เนื่องจากความจำกัดของข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานด้าน ESG

1.6. นิยามคำศัพท์

ผลการดำเนินงานด้าน ESG หมายถึง การวัดและประเมินผลของกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับการจัดการปัญหาด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) ความรับผิดชอบต่อสังคม (Social) และธรรมาภิบาล (Governance) ขององค์กร หรือบริษัท ซึ่งรวมถึงการพิจารณานโยบายและการดำเนินการที่มุ่งเน้นให้เกิดผลดีในด้านต่าง ๆ เช่น การลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก การส่งเสริมสิทธิและความเป็นธรรมให้กับพนักงานและชุมชน การตรวจสอบและการจัดการความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ รวมถึงการมีความโปร่งใสในการดำเนินงานที่สามารถตรวจสอบได้

การจัดการกำไร (Earnings Management) หมายถึง กระบวนการที่ผู้บริหารหรือองค์กรใช้วิธีการทางบัญชีและการเงินต่าง ๆ เพื่อปรับเปลี่ยนหรือลดทอนผลกำไรที่แสดงในงบการเงินให้ตรงตามเป้าหมายหรือวัตถุประสงค์ที่ต้องการ โดยไม่จำเป็นต้องสะท้อนถึงความเป็นจริงทางการเงินขององค์กรเสมอไป การจัดการกำไรอาจเกิดขึ้นในลักษณะต่าง ๆ เช่น การเลือกใช้วิธีการบัญชีที่มีความยืดหยุ่น หรือการปรับเปลี่ยนการประมาณการทางบัญชี เช่น การบันทึกค่าเสื่อมราคา การตัดจำหน่าย หรือการตั้งสำรองต่าง ๆ เพื่อให้ผลประกอบการในงวดนั้นดูดีขึ้นหรือตรงกับความต้องการของนักลงทุน การจัดการกำไรอาจมีทั้งในรูปแบบที่เป็นไปตามกฎเกณฑ์บัญชี (การจัดการกำไรที่ไม่ผิดกฎหมาย) และการจัดการกำไรที่ละเมิดกฎเกณฑ์บัญชี (การจัดการกำไรที่ผิดกฎหมาย) ซึ่งการทำเช่นนี้อาจมีผลกระทบต่อความน่าเชื่อถือและความโปร่งใสของงบการเงิน

กลไกการกำกับดูแลกิจการ หมายถึง ระบบและกระบวนการที่องค์กรหรือบริษัทใช้ในการควบคุมและตรวจสอบการดำเนินงานของบริษัท เพื่อให้แน่ใจว่าองค์กรมีการดำเนินงานที่โปร่งใส ยุติธรรม และมีความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียต่างๆ เช่น ผู้ถือหุ้น ผู้บริหาร พนักงาน และสังคมโดยรวม โดยกลไกการกำกับดูแลกิจการประกอบด้วยโครงสร้างต่างๆ เช่น คณะกรรมการบริษัท คณะกรรมการตรวจสอบ การเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน การควบคุมภายใน และการมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้น กลไกเหล่านี้ช่วยในการกำหนดนโยบายกลยุทธ์ และการตัดสินใจทางธุรกิจที่สอดคล้องกับผลประโยชน์ขององค์กรและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย อีกทั้งยังช่วยลดความเสี่ยงในการเกิดการทุจริตหรือการละเมิดจรรยาบรรณต่างๆ ภายในองค์กร

1.7. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับการวิจัย

ประโยชน์เชิงแนวคิดและทฤษฎี

การวิจัยครั้งนี้เป็นการเพิ่มวรรณกรรมที่มีอยู่อย่างจำกัดเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ในประเด็นต่าง ๆ ดังนี้

(1) งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาความเกี่ยวข้องกันของแนวคิดเชิงทฤษฎีหลากหลายแนวคิดเพื่อเชื่อมโยงปัจจัยต่าง ๆ ที่ส่งผลให้เกิดพฤติกรรมทางธุรกิจเกี่ยวกับการจัดการกำไร การดำเนินงานในลักษณะที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม และการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งทำให้เกิดความรู้ใหม่และเติมเต็มช่องว่างของการศึกษาก่อนหน้าที่ศึกษาปัจจัยเฉพาะเพียงด้านใดด้านหนึ่ง

(2) งานวิจัยในอดีตเป็นการศึกษาเพื่อหาคำตอบว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG ส่งผลอย่างไรต่อระดับการจัดการกำไรในองค์กร แต่การศึกษานี้จะเป็นการพิสูจน์ว่าพฤติกรรมการจัดการกำไรของผู้บริหารคือปัจจัยที่กระตุ้นความพยายามในการดำเนินงานเพื่อก้าวสู่ความยั่งยืนหรือไม่ และผลการศึกษาจะเป็นการยืนยันข้อถกเถียงที่ว่าจัดการด้านความยั่งยืนนั้นเป็นเพียงกระบวนการ “การฟอกเขียว (Greenwashing)” หรือ “การล้างฟองสีน้ำตาล (Brownwashing)” เพื่อปกปิดความเสี่ยงทางธุรกิจที่ซ่อนอยู่หรือการบิดเบือนการกระทำผิดที่ไม่สอดคล้องกับความรับผิดชอบต่อสังคม (Kim & Lyon 2015; Lyon & Maxwell, 2011)

(3) งานวิจัยนี้ไม่เพียงแต่หาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG เท่านั้น แต่มีการบูรณาการความสัมพันธ์ในหลากหลายมิติที่เชื่อมโยงกันเพื่อให้เห็นว่ามีกลไกใดในระบบการกำกับดูแลที่จะทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าวมีประสิทธิภาพมากขึ้น หรือกลไกใดที่ส่งผลเพื่อลดทอนระดับความสัมพันธ์ลง

ประโยชน์เชิงประจักษ์

การวิจัยครั้งนี้เป็นการตรวจสอบหลักฐานเชิงประจักษ์ของความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG และอิทธิพลจากกลไกการกำกับดูแลกิจการในการทำหน้าที่เป็นตัวแปรกำกับความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งยังไม่เคยมีการศึกษามาก่อนในประเทศไทย การวิจัยครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงิน และหน่วยงานที่กำกับดูแลหรือกำหนดมาตรฐานการปฏิบัติของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

(1) ประโยชน์สำหรับผู้ใช้งบการเงินเพื่อประกอบการตัดสินใจในการทำความเข้าใจพฤติกรรมขององค์กรที่เกี่ยวกับการดำเนินงานด้าน ESG ได้ในภาพที่กว้างขึ้น และสามารถนำข้อมูลความสัมพันธ์ไปประกอบการตัดสินใจในเรื่องที่ถูกต้องได้แม่นยำยิ่งขึ้น

(2) ประโยชน์สำหรับหน่วยงานที่กำกับดูแลหรือกำหนดมาตรฐานในการหาวิธีการในการลดช่องว่างระหว่างพฤติกรรมจริงกับข้อมูลที่เปิดเผยและนำเสนอต่อสาธารณชน



บทที่ 2

การทบทวนวรรณกรรม

2.1. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1. ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) คือแนวคิดที่เสนอว่าองค์กรควรพิจารณาผลกระทบของการดำเนินงานต่อกลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่หลากหลายไม่เพียงแต่ผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ยังรวมถึงพนักงาน ลูกค้า ผู้ผลิตสินค้าและวัตถุดิบ ชุมชน และสังคมโดยรวม แนวคิดนี้ได้รับการพัฒนาและนำเสนอโดย R. Edward Freeman ในปี 1984 โดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อให้ผู้บริหารองค์กรตระหนักถึงความสำคัญของการจัดการความสัมพันธ์กับกลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดเพื่อสร้างความยั่งยืนและประสิทธิภาพในระยะยาว นั่นคือ ทฤษฎีนี้ชี้ให้เห็นว่าการดำเนินธุรกิจโดยมุ่งเน้นเพียงการเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นอาจไม่เพียงพอในยุคที่ผู้บริโภคและสังคมคาดหวังให้องค์กรมีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม การทำความเข้าใจและตอบสนองต่อความต้องการของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มต่าง ๆ สามารถนำไปสู่การสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันและการสนับสนุนที่ยั่งยืนจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย นอกจากนี้ ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียยังใช้ในการอธิบายเกี่ยวกับความไม่สมดุลของข้อมูล (Information asymmetries) และความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interests) ระหว่างกลุ่มผู้มีส่วนได้เสีย (Freeman, 1984) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Morsing & Schultz (2006) ซึ่งเน้นย้ำถึงความสำคัญของการสื่อสารอย่างมีประสิทธิภาพกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การสื่อสารที่ดีช่วยสร้างความเข้าใจและการสนับสนุนจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างภาพลักษณ์ที่ดีและการยอมรับจากสังคม

สำหรับความเชื่อมโยงระหว่างทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับผลการปฏิบัติงานด้าน ESG ที่ส่งผลกระทบต่อดำเนินธุรกิจ ก็คือ ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่ต้องการปรับปรุงประสิทธิภาพ ESG ควรใช้แนวทางที่มุ่งเน้นผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งเป็นเรื่องที่เกี่ยวข้องกับการระบุและการมีส่วนร่วมกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียหลัก การทำความเข้าใจความต้องการและความคาดหวังของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และบูรณาการมุมมองของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเข้ากับกระบวนการตัดสินใจ ด้วยการทำเช่นนี้ บริษัทไม่เพียงสามารถปรับปรุงประสิทธิภาพ ESG ของตนได้เท่านั้น แต่ยังกระชับความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียให้แข็งแกร่งขึ้น ซึ่งนำไปสู่การสร้างมูลค่าในระยะยาว (Harrison & Freeman, 1999) และปรับปรุงชื่อเสียงและภาพลักษณ์ของแบรนด์ด้วย (El Akremi

et al., 2018) การศึกษาในอดีตได้แสดงให้เห็นว่าการบริหารจัดการที่ดีต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียสามารถเพิ่มมูลค่าให้กับองค์กรในระยะยาว ช่วยสร้างความยั่งยืน และนำไปสู่ผลประโยชน์ที่ดียิ่งขึ้น เช่น งานวิจัยของ Harrison & Wicks (2013) พบว่าการบริหารจัดการที่มีความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียสามารถเพิ่มมูลค่าให้กับองค์กรในระยะยาว การสร้างความสัมพันธ์ที่ดีและมีคุณภาพกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ทำให้องค์กรมีความยั่งยืน และสามารถปรับตัวได้ในสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว และการศึกษาของ Servaes & Tamayo (2013) ที่พบว่าบริษัทที่ให้ความสำคัญกับการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมีการแสดงผลงานด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมที่ดีกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่ไม่ให้ความสำคัญกับเรื่องนี้ เชื่อมโยงกับงานวิจัยของ Eccles et al. (2014) ซึ่งพบว่าองค์กรที่ให้ความสำคัญกับการจัดการผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและมีการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดี จะมีผลประโยชน์ทางการเงินที่ดีกว่าองค์กรที่ไม่ให้ความสำคัญกับด้านนี้ เนื่องจากการบริหารจัดการผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่ดีช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความจงรักภักดีจากลูกค้า พนักงาน และชุมชน

โดยสรุป ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียให้กรอบทางทฤษฎีสำหรับการทำความเข้าใจเกี่ยวกับความสำคัญของการปฏิบัติงาน ESG ด้วยการมองว่า ESG เป็นหนทางในการสร้างมูลค่าให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมด บริษัทจึงจะสามารถก้าวไปไกลกว่าการมุ่งเน้นที่คุณค่าของผู้ถือหุ้นในวงแคบ และยอมรับรูปแบบธุรกิจที่ยั่งยืน และมีความรับผิดชอบต่อมากขึ้น

2.1.2. ทฤษฎีตัวการตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวการตัวแทน (Agency Theory) เป็นทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์และการจัดการที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้น (ตัวการ) และผู้บริหารหรือผู้จัดการ (ตัวแทน) โดยเน้นถึงปัญหาที่เกิดขึ้นจากความขัดแย้งของผลประโยชน์และข้อมูลที่ไม่สมดุลระหว่างสองฝ่ายนี้ (Jensen & Meckling, 1976) ซึ่งกล่าวถึงปัญหาสองประการหลัก ได้แก่ ปัญหาของตัวการและตัวแทน (Principal-Agent Problem) นั่นคือเนื่องจากผู้ถือหุ้นและผู้บริหารมีเป้าหมายที่แตกต่างกัน ผู้ถือหุ้นต้องการให้บริษัทเพิ่มมูลค่าหุ้นในระยะยาว ในขณะที่ผู้บริหารอาจมีเป้าหมายในการเพิ่มผลประโยชน์ส่วนตนในระยะสั้น การขาดความสอดคล้องนี้ทำให้เกิดปัญหาต่าง ๆ เช่น การลงทุนที่ไม่เหมาะสม การเบี่ยงเบนจากนโยบายขององค์กร และการทุจริต (Jensen & Meckling, 1976) และอีกปัญหาคือ ปัญหาข้อมูลไม่สมดุล (Information Asymmetry) เพราะผู้บริหารมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทมากกว่าผู้ถือหุ้น ทำให้เกิดความไม่สมดุลในการตัดสินใจและการดำเนินงาน ผู้บริหารอาจใช้ประโยชน์จากข้อมูลที่เหนือกว่าเพื่อเพิ่มผลประโยชน์ส่วนตนแทนที่จะเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น (Eisenhardt, 1989) นักวิชาการจึงให้ความสนใจในการทฤษฎีตัวการตัวแทนมาใช้ในการศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานด้าน ESG เพื่อแก้ปัญหาที่เกิดขึ้นระหว่างตัวการและตัวแทน

Eccles et al. (2014) อธิบายว่าการดำเนินงานด้าน ESG สามารถช่วยลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารได้ เนื่องจากการดำเนินงานที่มีความยั่งยืนและมีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมมักจะนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่ดีในระยะยาว ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น การมีนโยบาย ESG ที่ชัดเจนสามารถทำให้ผู้บริหารต้องรับผิดชอบต่อผลการดำเนินงานในด้านนี้ และช่วยลดปัญหาการจัดการที่ไม่เป็นธรรม และงานวิจัยของ Liang & Renneboog (2020) ที่พบว่าการมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นในการกำกับดูแลบริษัทสามารถช่วยเพิ่มความสำเร็จของการดำเนินงานด้าน ESG โดยเฉพาะในบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เข้ามา มีบทบาทในการตัดสินใจ ซึ่งช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร ทำนองเดียวกับ Shleifer & Vishny (1997) ที่ชี้ให้เห็นว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG สามารถใช้เป็นเครื่องมือในการตรวจสอบและควบคุมการบริหาร เพราะการมีระบบการตรวจสอบด้าน ESG ที่เข้มงวดสามารถทำให้ผู้บริหารมีความโปร่งใสและต้องรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งสามารถลดความเสี่ยงและเพิ่มความมั่นใจให้กับผู้ถือหุ้นได้ นอกจากนี้ การดำเนินงานด้าน ESG ยังสามารถสร้างแรงจูงใจผ่านค่าตอบแทน การเชื่อมโยงค่าตอบแทนของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานด้าน ESG สามารถสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารมุ่งเน้นการดำเนินงานที่มีความยั่งยืนและมีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม การจ่ายค่าตอบแทนในรูปแบบของหุ้นหรือโบนัสที่ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานด้าน ESG สามารถทำให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจที่จะทำงานเพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว (Gao et al., 2014; Jensen & Murphy, 1990) นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างโปร่งใสสามารถลดปัญหาของข้อมูลที่ไม่สมดุลระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารได้ การมีข้อมูลที่เพียงพอและโปร่งใสเกี่ยวกับการดำเนินงานด้าน ESG ช่วยให้ผู้ถือหุ้นสามารถตรวจสอบและประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพ และสามารถลดความเสี่ยงจากการที่ผู้บริหารใช้ข้อมูลที่เหนือกว่าเพื่อประโยชน์ส่วนตน (Birindelli et al., 2019; Eisenhardt, 1989)

โดยสรุป การนำทฤษฎีตัวการตัวแทนมาใช้ในการศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานด้าน ESG เป็นเรื่องที่สำคัญในปัจจุบัน เนื่องจากการดำเนินงานด้าน ESG สามารถช่วยลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร และเพิ่มความโปร่งใสและความรับผิดชอบต่อสังคม การมีระบบการตรวจสอบและควบคุมที่ดีในด้าน ESG รวมถึงการเชื่อมโยงค่าตอบแทนของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานด้าน ESG เป็นเครื่องมือที่สำคัญในการสร้างความยั่งยืนและผลประโยชน์ที่ดีในระยะยาว

2.1.3. ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory)

ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory - RDT) เป็นกรอบแนวคิดที่อธิบายว่าองค์กรต้องพึ่งพาทรัพยากรจากภายนอกเพื่อความอยู่รอดและความเจริญเติบโต ไม่ว่าจะเป็นเงินทุน ความรู้ เทคโนโลยี เครือข่าย หรือความสามารถเฉพาะทาง โดยทรัพยากรเหล่านี้สามารถได้มาจากแหล่งต่าง ๆ เช่น ผู้

ลงทุน ลูกค้า ผู้ผลิตและจัดจำหน่าย หรือหน่วยงานรัฐบาล ซึ่งถูกเรียกว่าเป็นผู้ที่มีบทบาทในการให้บริการทรัพยากร (Resource Provision Role: RPR) และถือเป็นส่วนสำคัญในการเสริมสร้างความสามารถขององค์กรในการบรรลุเป้าหมายด้าน ESG ดังนั้น การจัดการและควบคุมการเข้าถึงทรัพยากรเหล่านี้จึงเป็นปัจจัยสำคัญในการลดความไม่แน่นอนและความเสี่ยงในการดำเนินงาน (Pfeffer & Salancik, 1978) ในบริบทของการดำเนินงานด้าน ESG นั้น RDT ช่วยอธิบายว่าองค์กรสามารถใช้กลยุทธ์ในการสร้างและจัดการความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเพื่อเข้าถึงและใช้ทรัพยากรที่จำเป็นต่อการดำเนินงานด้าน ESG ได้อย่างไร การมีทรัพยากรที่ดีและเพียงพอในการดำเนินงานด้าน ESG จะช่วยให้องค์กรสามารถเพิ่มประสิทธิภาพและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นและสังคมโดยรวม งานวิจัยของ Kumar & Das (2021) และ Krause et al. (2014) ชี้ให้เห็นว่าองค์กรที่มีความสัมพันธ์ที่ดีและมีความร่วมมือกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย เช่น นักลงทุน ลูกค้า และชุมชน มักจะมีผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีกว่า นั่นคือ การสร้างความสัมพันธ์ที่มีคุณภาพช่วยให้องค์กรสามารถเข้าถึงทรัพยากรที่จำเป็นและได้รับการสนับสนุนในการดำเนินงานด้าน ESG นอกจากนี้ บทบาทของคณะกรรมการบริษัทในการจัดการทรัพยากรก็สามารถเพิ่มประสิทธิผลการดำเนินงานด้าน ESG เช่นกัน โดยหากองค์กรมีคณะกรรมการบริษัทที่มีความเชี่ยวชาญหลากหลายจะสามารถช่วยจัดการและใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งช่วยเพิ่มผลการดำเนินงานด้าน ESG เนื่องจากความหลากหลายของคณะกรรมการช่วยให้องค์กรมีมุมมองที่หลากหลายและสามารถตัดสินใจได้ดีขึ้นในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานด้าน ESG (Ortiz-de-Mandojana & Bansal, 2016) องค์กรที่ได้รับการสนับสนุนด้านเทคโนโลยีและนวัตกรรมจากพันธมิตรภายนอกมักจะมีสามารถในการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีขึ้น การมีทรัพยากรทางเทคโนโลยีที่ทันสมัยช่วยให้องค์กรสามารถปรับปรุงกระบวนการผลิตและลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Cui, Jo, & Velasquez, 2018)

โดยสรุป RDT ชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของการจัดหาและบริหารจัดการทรัพยากรจากภายนอก โดย RPR ของผู้ให้บริการหรือผู้สนับสนุนทรัพยากรมีความสำคัญในการเสริมสร้างความสามารถในการดำเนินงานด้าน ESG ขององค์กร การสนับสนุนที่มีคุณภาพจากนักลงทุน พันธมิตรธุรกิจ และที่ปรึกษาช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานและลดความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการพึ่งพาทรัพยากรจากภายนอก

2.2. ผลการดำเนินงานด้าน ESG

ผลการดำเนินงานด้าน ESG (Environmental, Social, and Governance Performance) หมายถึง การวัดและประเมินผลของกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับการจัดการในสามด้านหลัก ได้แก่ สิ่งแวดล้อม (Environmental) การรับผิดชอบต่อสังคม (Social) และการกำกับดูแลกิจการ (Governance) ขององค์กร การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพในแต่ละด้านช่วยส่งเสริมความยั่งยืนขององค์กรและสร้างความมั่นคงให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย

ส่วนได้ส่วนเสียในระยะยาว โดยการพิจารณาผลการดำเนินงานด้าน ESG จะช่วยให้บริษัทสามารถรับมือกับความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงทางสิ่งแวดล้อม การพัฒนาอย่างยั่งยืน และการดำเนินการทางธุรกิจที่โปร่งใส (Eccles et al., 2014)

การศึกษาผลการดำเนินงานด้าน ESG จึงได้รับความสนใจจากนักวิจัยในหลายปีที่ผ่านมา เนื่องจากความสำคัญของการประเมินและการรายงานผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่สามารถมีผลต่อการตัดสินใจลงทุน การบริหารความเสี่ยง และประสิทธิภาพทางการเงินขององค์กร จากการทบทวนงานวิจัยที่ผ่านมา พบว่า การดำเนินงานด้าน ESG ไม่เพียงแต่มีผลต่อความยั่งยืนขององค์กรในแง่ของการบริหารความเสี่ยงและการสร้างมูลค่า แต่ยังมีผลต่อการเข้าถึงแหล่งทุนและผลตอบแทนทางการเงินในระยะยาว งานวิจัยเหล่านี้ช่วยยืนยันถึงความสำคัญของการประเมินผลการดำเนินงานด้าน ESG ในการสร้างความยั่งยืนทั้งในเชิงสังคมและธุรกิจ

หนึ่งในงานวิจัยที่สำคัญคือ Eccles et al. (2014) ที่ศึกษาผลกระทบของการดำเนินงานด้าน ESG ต่อประสิทธิภาพทางการเงินขององค์กร โดยพบว่าองค์กรที่มีการปฏิบัติตามหลักการ ESG อย่างเข้มข้นสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นในระยะยาว นอกจากนี้ยังพบว่าองค์กรที่มีการดำเนินการ ESG ที่ดีมีแนวโน้มที่จะได้รับการสนับสนุนจากนักลงทุนและมีค่าใช้จ่ายในการจัดการความเสี่ยงที่ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่ให้ความสำคัญกับ ESG การศึกษานี้ทำให้เกิดการตระหนักถึงความสำคัญของ ESG ในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับองค์กรและผลตอบแทนทางการเงิน นอกจากนี้ งานวิจัยของ Friede et al. (2015) ได้ทำการทบทวนงานวิจัยเชิงประจักษ์มากกว่า 2000 งาน ซึ่งศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และผลตอบแทนทางการเงิน ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าการดำเนินงานด้าน ESG มีผลบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินในหลาย ๆ กรณี โดยเฉพาะในองค์กรที่ให้ความสำคัญกับการจัดการความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม รวมทั้งมีการดำเนินการด้านธรรมาภิบาลที่ดี การศึกษานี้เป็นหลักฐานที่สนับสนุนว่าการลงทุนใน ESG ไม่เพียงแต่เป็นการปฏิบัติตามมาตรฐานสากล แต่ยังสามารถสร้างมูลค่าทางการเงินที่ยั่งยืนให้กับบริษัทได้ ในทำนองเดียวกัน Grewal & Serafeim (2020) ได้ศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG และการรายงานผลการดำเนินงาน ESG ต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและผู้บริโภค โดยพบว่าบริษัทที่รายงานผลการดำเนินงาน ESG อย่างโปร่งใสและชัดเจนสามารถดึงดูดการลงทุนจากนักลงทุนที่มีมุมมองระยะยาวมากขึ้น และได้รับการสนับสนุนจากผู้บริโภคที่ให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม การศึกษาเหล่านี้ชี้ให้เห็นว่าไม่เพียงแต่การดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีจะส่งผลดีต่อภาพลักษณ์ขององค์กร แต่ยังช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นจากผู้มีส่วนได้เสียที่สำคัญ รวมถึงการวิจัยในเชิงปริมาณโดย Cheng et al. (2014) ซึ่งได้ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการดำเนินงาน ESG และการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของบริษัท พบว่าองค์กรที่มีคะแนน ESG ที่สูงสามารถเข้าถึง

แหล่งเงินทุนได้ง่ายและในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าองค์กรที่มีคะแนน ESG ต่ำ ซึ่งผลการศึกษานี้แสดงให้เห็นว่า ESG มีบทบาทสำคัญในการเพิ่มศักยภาพในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนและช่วยลดต้นทุนในการกู้ยืมเงิน

2.3. การจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG

การจัดการกำไร (Earnings Management: EM) คือกระบวนการที่ผู้บริหารองค์กรใช้เทคนิคทางบัญชี และการรายงานทางการเงินในการปรับเปลี่ยนหรือบิดเบือนรายได้และค่าใช้จ่าย เพื่อให้ผลประกอบการทางการเงินดูดีขึ้นหรือตรงกับความต้องการของนักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ๆ (Healy & Wahlen, 1999) การจัดการกำไรสามารถเกิดขึ้นได้หลายวิธี เช่น การปรับเปลี่ยนการรับรู้รายได้ (Revenue Recognition Adjustments) เป็นการปรับเปลี่ยนการรับรู้รายได้ซึ่งเป็นเทคนิคที่ใช้ในการบันทึกรายได้ก่อนหรือเลื่อนการรับรู้รายได้ไปยังงวดการเงินที่ต้องการ เพื่อให้ผลประกอบการทางการเงินเป็นไปในทิศทางที่ต้องการ (Stubben, 2010) การเปลี่ยนแปลงนโยบายการบัญชี (Accounting Policy Changes) โดยผู้บริหารสามารถเลือกใช้นโยบายการบัญชีที่ให้ผลประกอบการทางการเงินดูดีขึ้น เช่น การเปลี่ยนวิธีการคิดค่าเสื่อมราคา หรือ การปรับปรุงการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ (Aboody et al., 2005) การจัดการระยะเวลาของรายได้และค่าใช้จ่าย (Timing of Revenue and Expense Recognition) เพื่อเลื่อนการบันทึกค่าใช้จ่ายหรือเร่งการรับรู้รายได้ไปยังงวดการเงินที่ต้องการ (Roychowdhury, 2006) การใช้สำรองและประมาณการ (Use of Reserves and Estimates) เป็นการสร้างสำรองหรือการปรับปรุงประมาณการทางการเงิน เช่น การปรับสำรองหนี้สูญหรือการประเมินค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการด้อยค่าของสินทรัพย์ (McNichols & Wilson, 1988) และการจัดการต้นทุนการผลิต (Production Cost Management) โดยการปรับปรุงกระบวนการผลิต และการควบคุมต้นทุนในงวดบัญชีที่ต้องการ (Gunny, 2010) การจัดการกำไรเป็นเรื่องที่ถูกวิพากษ์วิจารณ์อย่างกว้างขวางในงานวิจัย เนื่องจากการจัดการกำไรแม้จะสามารถสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ๆ ได้ แต่ก็เป็นเพียงผลดีในระยะสั้นเท่านั้น อย่างไรก็ตาม การจัดการกำไรอาจส่งผลกระทบอย่างมากต่อความยั่งยืนในระยะยาวของบริษัท และลดความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงิน (Ehsan et al. 2021) จึงทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียจึงมีความระมัดระวังและสงสัยเกี่ยวกับการรายงานทางการเงินมากขึ้น (Choi et al. 2013) และอาจเป็นปัจจัยที่ทำให้ผู้บริหารหันมาให้ความสนใจในการมีส่วนร่วมในแนวปฏิบัติด้าน ESG เพื่อสร้างความไว้วางใจจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งภายในและภายนอกเพื่อแสดงให้เห็นว่าองค์กรมีการตอบสนองความสนใจของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่มและเพื่อเป็นการส่งเสริมความสัมพันธ์ระยะยาวกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียด้วย (Escrig-Olmedo 2019) แต่อย่างไรก็ตาม องค์กรที่มีการจัดการกำไรมักใช้กลยุทธ์ Greenwashing หรือ Brownwashing เพื่อสร้างภาพลักษณ์ที่ดีหรือปกปิดการปฏิบัติที่ไม่เหมาะสมในด้าน ESG โดย Greenwashing คือการที่องค์กรสร้างภาพลักษณ์ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมโดยไม่มีการทำกิจกรรมที่

สอดคล้องกันเกิดขึ้นจริง ในขณะที่ Brownwashing คือการปกปิดหรือบิดเบือนข้อมูลเพื่อแสดงให้เห็นว่าองค์กรมีการปฏิบัติที่ดีในด้าน ESG (Kim et al., 2012) งานวิจัยหลายชิ้นแสดงให้เห็นว่าองค์กรที่ใช้การจัดการกำไรมักจะมีการใช้กลยุทธ์เหล่านี้เพื่อเบี่ยงเบนความสนใจจากการปฏิบัติที่ไม่เป็นธรรมและไม่ยั่งยืน (Hsu & Wang, 2013; Martínez-Ferrero & Garcia-Sanchez, 2017) ด้วยเหตุนี้ ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG กลายเป็นประเด็นที่ได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นทั้งในวงการวิชาการและปฏิบัติงาน อย่างไรก็ตาม งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับ ESG มีการศึกษาทั้งในกรณีที่กำหนดให้การจัดการกำไรเป็นเหตุเพื่อดูว่าส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG และกำหนดให้ผลการดำเนินงานด้าน ESG เป็นเหตุเพื่อศึกษาว่าส่งผลอย่างไรต่อระดับการจัดการกำไรของบริษัท โดยได้แสดงหลักฐานไว้ทั้งในความสัมพันธ์เชิงลบ และความสัมพันธ์เชิงบวก และงานส่วนใหญ่ใช้กรอบทฤษฎีหลักในการอธิบายความสัมพันธ์ดังกล่าวสองทฤษฎีได้แก่ ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และทฤษฎีตัวการตัวแทน ดังรายละเอียดต่อไปนี้

2.3.1. ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG

สำหรับความสัมพันธ์เชิงลบในกรณีที่ผลการดำเนินงานด้าน ESG สูงและระดับการจัดการกำไรต่ำ ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียได้อธิบายไว้ว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงาน ESG ที่ดีมีแนวโน้มที่จะให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในวงกว้างมากกว่าจะตอบสนองความต้องการของผู้ถือหุ้นเพียงกลุ่มเดียว (Freeman, 1984) ด้วยเหตุนี้ บริษัทเหล่านี้จึงอาจมีโอกาสน้อยที่จะมีส่วนร่วมในการจัดการกำไร เนื่องจากผู้บริหารมีความกังวลว่าจะส่งผลเสียต่อความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มอื่น (Chih et al., 2008; Gras-Gil et al., 2016) ในทางกลับกัน สำหรับความสัมพันธ์เชิงลบในกรณีที่ผลการดำเนินงานด้าน ESG ต่ำและระดับการจัดการกำไรสูง ทฤษฎีตัวการตัวแทนได้มีการสันนิษฐานว่าผู้จัดการอาจมีส่วนร่วมในการจัดการกำไรเพื่อเพิ่มผลประโยชน์ของตนเองให้สูงสุด แม้ว่าผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นจะสูญเสียผลประโยชน์ก็ตาม (Jensen & Meckling, 1976) ดังนั้น บริษัทที่มีผลการดำเนินงาน ESG ต่ำอาจมีแนวโน้มที่จะมีการจัดการกำไรสูง ซึ่งพฤติกรรมนี้อาจเกิดขึ้นได้เนื่องมาจากการมีโครงสร้างการกำกับดูแลที่อ่อนแอของบริษัท

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยบางส่วนที่ศึกษาว่าการจัดการกำไรส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG พบว่าการจัดการกำไรสามารถลดความโปร่งใสทางการเงินและส่งผลกระทบต่อความเชื่อถือในข้อมูล ESG องค์กรที่มีการจัดการกำไรสูงจึงมักมีการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่ต่ำกว่าและมีคุณภาพน้อยกว่า (Kim et al., 2012; Martínez-Ferrero et al., 2015; Zang, 2012) นอกจากนี้ Kim et al. (2012) พบว่าบริษัทที่มีระดับเงินคงค้างตามดุลยพินิจที่สูงกว่า ซึ่งเป็นตัวบ่งชี้ทั่วไปว่าบริษัทมีการจัดการกำไรสูงจะมีคะแนน ESG ต่ำกว่า Gras-Gil et al. (2016) แสดงหลักฐานให้เห็นว่าบริษัทที่มีการจัดการกำไรมีโอกาสน้อยที่จะลงทุนในกิจกรรมที่

เกี่ยวข้องกับ CSR ซึ่งเป็นองค์ประกอบสำคัญของผลการดำเนินงาน ESG มากขึ้น และการศึกษาโดย Adeneye et al. (2024) พบว่าพฤติกรรมกรรมการจัดการกำไรของผู้จัดการส่งผลเสียต่อประสิทธิภาพด้าน ESG ซึ่งอาจเป็นการบ่อนทำลายวัตถุประสงค์ด้านความยั่งยืนในบริษัท ซึ่งความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการจัดการกำไรและการดำเนินงานด้าน ESG นี้สามารถอธิบายได้ด้วยปัจจัยหลายประการ เช่น การจัดการกำไรมักเกิดจากการมุ่งเน้นผลลัพธ์ทางการเงินระยะสั้น ซึ่งอาจขัดแย้งกับมุมมองระยะยาวตามแนวทางปฏิบัติด้าน ESG ผลตอบแทนผู้บริหารที่สูงไว้กับผลการดำเนินงานทางการเงินในระยะสั้น จึงทำให้มองข้ามเป้าหมายด้าน ESG การจัดการกำไรอาจทำให้ทรัพยากรที่ต้องนำไปใช้ในโครงการริเริ่ม ESG หดหายไป และการจัดการกำไรมักเกี่ยวข้องกับพฤติกรรมที่ผิดจรรยาบรรณ ซึ่งสามารถแทรกซึมวัฒนธรรมของบริษัทและขัดขวางการดำเนินงานตามหลักการของ ESG นอกจากนี้ งานวิจัยอีกส่วนหนึ่งก็พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการจัดการกำไรที่ต่ำกว่าและประสิทธิภาพ ESG ที่สูงขึ้น ซึ่งเป็นการบ่งชี้ว่าบริษัทที่ไม่มีนโยบายในการจัดการรายได้เพื่อให้ได้กำไรที่ต้องการมีแนวโน้มที่จะยอมรับแนวทางปฏิบัติที่ยั่งยืน ความรับผิดชอบต่อสังคม และธรรมาภิบาลที่เข้มแข็ง (Chih et al., 2008; Gras-Gil et al., 2016; Velte, 2019) มีการจัดสรรทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ช่วยให้บริษัทสามารถริเริ่มลงทุนในโครงการที่เกี่ยวกับ ESG ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียโดยรวมและต่อสิ่งแวดล้อม เช่น การลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก การปรับปรุงแนวทางปฏิบัติด้านแรงงาน และการรับรองการกำกับดูแลด้านจริยธรรม (Kim & Lyon, 2015)

2.3.2 ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG

แม้ว่างานวิจัยที่มีอยู่ในปัจจุบันจำนวนมากจะชี้ให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการจัดการกำไรและประสิทธิภาพด้าน ESG แต่การศึกษาบางส่วนก็พบหลักฐานของความสัมพันธ์เชิงบวก ซึ่งหมายความว่าในบางกรณี โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริษัทที่มีลักษณะเฉพาะและภายใต้เงื่อนไขบางประการ บริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG สูงก็อาจมีการจัดการกำไรในระดับที่สูงกว่าด้วยเช่นกัน ตามมุมมองของทฤษฎีตัวกระตุ้น ตัวแทนอธิบายความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการจัดการกำไรกับ ESG ไว้ว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงาน ESG ที่ดีอาจถูกตรวจสอบจากหน่วยงานกำกับดูแลและนักลงทุนน้อยลง ทำให้ผู้จัดการมีเวลามากขึ้นในการจัดการกำไรโดยไม่ถูกตรวจพบหรืออาจกล่าวได้ว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีสามารถกบปิดพฤติกรรมกรรมการบริหารจัดการแบบฉวยโอกาสของผู้จัดการได้ ซึ่งนำไปสู่ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่าง ESG และการจัดการกำไร (Kim et al., 2012; Prior et al., 2008) หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า ประสิทธิภาพการดำเนินงานด้าน ESG ที่สูงอาจเป็นการถ่ายทอดข้อมูลเกี่ยวกับคุณสมบัติที่ไม่สามารถสังเกตได้ของบริษัทออกสู่สังคมและกลายเป็นสัญญาณของการบริหารจัดการที่ดีและแนวโน้มที่แข็งแกร่งในอนาคต แต่ในขณะเดียวกัน ผู้จัดการบางคนอาจมีการจัดการกำไรของบริษัทเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพทางการเงินอย่างปลอม ๆ ขึ้นมาเพื่อเป็นการเสริมสัญญาณ

เชิงบวกนี้ให้แข็งแกร่งยิ่งขึ้น (Spence, 1973) นอกจากนี้ Lyon & Maxwell (2011) ระบุว่าบริษัทที่มีประสิทธิภาพด้าน ESG ที่แข็งแกร่งอาจมีส่วนร่วมในการจัดการกำไร เพื่อรักษาภาพลักษณ์เชิงบวกและตอบสนองความคาดหวังของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งถือเป็นพฤติกรรม Greenwashing ซึ่งบริษัทต่าง ๆ พยายามจริงเกี่ยวกับข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม หรือสังคมของตนเพื่อหันเหความสนใจจากปัญหาทางการเงินที่ซ่อนอยู่

2.4. อิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG

อิทธิพลซึ่งกันและกันระหว่างการจัดการกำไร ผลการดำเนินงานด้าน ESG และการกำกับดูแลกิจการ (CG) ได้รับความสนใจอย่างมากในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา แต่การศึกษายกย่องของ CG ในการกำหนดความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG ยังถือว่ามียุ่อย่างจำกัด หากอ้างอิงตามทฤษฎีตัวการตัวแทน กลไกการกำกับดูแลกิจการ เช่น ความเป็นอิสระของคณะกรรมการและค่าตอบแทนผู้บริหาร ได้รับการออกแบบมาเพื่อบรรเทาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้จัดการและผู้ถือหุ้นที่เกิดขึ้น เพราะผู้จัดการจัดลำดับความสำคัญของผลประโยชน์ของตนมากกว่าผลประโยชน์ของบริษัท (Jensen & Meckling, 1976) ได้กล่าวไว้ว่า CG ที่แข็งแกร่งสามารถขัดขวางผู้จัดการไม่ให้มีพฤติกรรมจัดการกำไรได้ เนื่องจากกลไกต่าง ๆ ที่ถูกสร้างขึ้นในบริษัทจะเพิ่มโอกาสในการตรวจพบพฤติกรรมดังกล่าว นอกจากนี้ การมีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดียังสามารถปรับวิธีการดำเนินการของฝ่ายบริหารให้สอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นได้โดยมุ่งเน้นไปที่การสร้างมูลค่าในระยะยาว รวมถึงประสิทธิภาพของ ESG แทนที่จะได้รับผลตอบแทนระยะสั้นผ่านการจัดการกำไร (Bebchuk & Cohen, 2005) และหากพิจารณาในมุมมองของทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย CG มีบทบาทสำคัญในการรักษาสมดุลผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่หลากหลาย ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการจัดการกำไรและประสิทธิภาพการดำเนินงานด้าน ESG นั้น การมีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่แข็งแกร่งจะเป็นการรับประกันได้ว่าแนวคิดตามหลักการด้าน ESG จะถูกรวมเข้ากับกระบวนการตัดสินใจต่าง ๆ ของบริษัท ซึ่งจะช่วยบรรเทาผลกระทบเชิงลบที่อาจเกิดขึ้นจากการจัดการกำไรที่มีต่อผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่หลากหลาย (Freeman, 1984)

ในการศึกษาความแตกต่างของความสัมพันธ์ระหว่างกลไก CG การจัดการกำไร และผลการดำเนินงานด้าน ESG นักวิจัยบางส่วนได้ทำการตรวจสอบบทบาทของ CG ในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่าง EM และ ESG โดยแสดงหลักฐานให้เห็นว่าผลกระทบของการจัดการกำไรต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานด้าน ESG แตกต่างกันไปขึ้นอยู่กับความแข็งแกร่งของกลไกการกำกับดูแลกิจการ (Choi et al., 2020) ตัวอย่างเช่น การศึกษาของ Adeneye et al. (2023) พบว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพ เช่น ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ และความรอบคอบของคณะกรรมการ

ตรวจสอบ ช่วยลดผลกระทบเชิงลบของการจัดการกำไรต่อผลการดำเนินงาน ESG ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวการตัวแทนซึ่งชี้ให้เห็นว่า CG ที่แข็งแกร่งสามารถยับยั้งการฉวยโอกาสในการบริหารจัดการและส่งเสริมพฤติกรรมที่รับผิดชอบซึ่งสอดคล้องกับเป้าหมายของการดำเนินงานตามหลักของ ESG ในทำนองเดียวกัน การมีกรรมการอิสระอยู่ในคณะกรรมการสามารถเสริมสร้างการติดตามและลดโอกาสที่จะเกิดการจัดการกำไรได้ ซึ่งจะช่วยส่งเสริมความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างประสิทธิภาพการดำเนินการด้าน ESG และผลการดำเนินงานทางการเงินอีกด้วย (Buerter et al., 2020)

2.4.1. ขนาดของคณะกรรมการในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG

ขนาดคณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการติดตามตรวจสอบการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในแนวทางปฏิบัติและความคิดริเริ่มด้านความยั่งยืน (Buerter et al., 2020; Van Hoang et al., 2021) โดยในมุมมองทฤษฎีตัวการตัวแทนเชื่อว่าคณะกรรมการที่มีขนาดเล็กจะมีบทบาทในการลดระดับการจัดการกำไรได้มากกว่าคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ แต่การมีคณะกรรมการขนาดเล็กก็อาจไม่ส่งผลดีต่อการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืน (Jensen 1993; Dechow et al., 1996; Abdou et al., 2021) โดยนักวิจัยที่มีมุมมองเช่นนี้ได้ให้เหตุผลว่า บทบาทการตรวจสอบทรัพยากรของกรรมการบริษัทจะมีประสิทธิภาพในบริษัทที่มีคณะกรรมการขนาดเล็ก (Jensen, 1986) เพราะคณะกรรมการที่มีขนาดเล็กจะดีกว่าในแง่ที่ช่วยให้มั่นใจได้ว่าการสื่อสารมีประสิทธิภาพ และเพิ่มความมุ่งมั่นในการมีความรับผิดชอบต่อหน้าที่ (Hussain et al., 2018) สอดคล้องกับ Jizi (2017) ที่เห็นว่าคณะกรรมการที่มีขนาดเล็กจะช่วยอำนวยความสะดวกในการปฏิบัติงานของคณะกรรมการในเรื่องการประสานงานที่ดี และการสื่อสารในรายละเอียดได้ดีกว่าคณะกรรมการขนาดใหญ่

อย่างไรก็ตาม มุมมองนี้ขัดแย้งกับทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากรที่เห็นว่าคณะกรรมการที่มีขนาดเล็กเป็นอุปสรรคต่อเป้าหมายที่ยั่งยืนของบริษัท เพราะคุณภาพของแนวทางในการปฏิบัติและการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนจำเป็นต้องใช้ความเชี่ยวชาญที่หลากหลาย นั่นคือบริษัทจำเป็นต้องใช้คณะกรรมการจำนวนที่มากขึ้นในการจัดหาทรัพยากรและการติดตามทรัพยากรจำเป็นเพื่อให้การดำเนินงานด้าน ESG มีประสิทธิภาพที่ดีขึ้น (Hillman & Dalziel, 2003) ซึ่งมักเป็นบทบาทที่มักมาพร้อมกับภาระงานที่สูงขึ้น ความเชี่ยวชาญ ประสบการณ์ และทักษะที่หลากหลายของคณะกรรมการขนาดใหญ่เป็นคุณลักษณะด้านทุนของคณะกรรมการที่มีศักยภาพซึ่งใช้ในการทำหน้าที่ในคณะกรรมการชุดย่อยหลายชุด รวมถึงคณะกรรมการด้านจริยธรรมและ CSR ความหลากหลายในทุกคณะกรรมการขององค์กรจะนำไปสู่การกำหนดและการดำเนินการตามนโยบายความยั่งยืนได้ดีขึ้น (Buerter et al., 2020) นอกจากนี้ คณะกรรมการขนาดใหญ่ยังมีประสิทธิภาพมากขึ้นในการดำเนินการตามแนวทางของ ESG ที่มักต้องการการจัดสรรแรงงานมากขึ้น (Jizi,

2017) พร้อมด้วยการกำกับดูแลด้านการจัดการที่สูงขึ้นและอาจทำให้ผู้บริหารระดับสูงควบคุมการทำงานได้ยากขึ้นเช่นกัน (Ntim & Soobaroyen, 2013) แต่การมีคณะกรรมการขนาดใหญ่ก็อาจส่งผลเสียต่อประสิทธิภาพในการกำกับดูแลกิจการ (Hussain et al., 2018) ตัวอย่างเช่น กรรมการที่มีจำนวนมากขึ้นต้องใช้เวลาในการเจรจาและบรรลุข้อตกลงในการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์มากขึ้น เพราะจำเป็นต้องมีการสื่อสารที่มากขึ้น รวมถึงอาจมีการครอบงำของผู้บริหารบางคนที่มีอำนาจมากกว่า (Jensen, 1986) ดังนั้น จึงอาจเป็นการลดประสิทธิภาพการทำงานด้านความยั่งยืนได้ (Husted & de Sousa-Filho, 2019)

2.4.2. ความเป็นอิสระของคณะกรรมการในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG

นักวิชาการมีหลักฐานให้เชื่อได้ว่าความเป็นอิสระของคณะกรรมการที่มีสัดส่วนของกรรมการที่ไม่เกี่ยวข้องกับบริษัทในสัดส่วนที่สูงขึ้นจะทำให้การติดตามและการตรวจสอบการปฏิบัติงานมีประสิทธิภาพสูงขึ้น (Hilman & Dalziel, 2003) เนื่องจากคณะกรรมการอิสระจะมีวิสัยทัศน์อย่างเป็นกลางในการปฏิบัติงาน (Jizi, 2017) นอกจากนี้ การที่คณะกรรมการที่เป็นอิสระเป็นผู้บริหารที่ถูกแต่งตั้งจากบุคคลภายนอก จึงมีแรงจูงใจในการสร้างชื่อเสียงเพื่อส่งสัญญาณไปยังผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทว่าพวกเขาเป็นผู้เชี่ยวชาญในการตัดสินใจและสามารถทำงานได้ในระบบควบคุม (Fama & Jensen, 1983) ดังนั้น คณะกรรมการอิสระจึงเป็นปัจจัยที่สามารถช่วยปรับปรุงการกำกับดูแลของคณะกรรมการได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Beasley, 1996; Fama & Jensen, 1983) ช่วยลดความไม่สมดุลของข้อมูล และช่วยเพิ่มคุณภาพของรายงานแบบบูรณาการ (Chouaibi et al., 2021; Hussainey et al., 2022; Albitar et al., 2022) รวมถึงช่วยลดการทุจริตทางการเงิน (Beasley, 1996) ดังนั้น สัดส่วนที่เพิ่มขึ้นของคณะกรรมการอิสระจึงเป็นการเพิ่มความเป็นกลางในการติดตามกิจกรรมของบริษัท และลดพฤติกรรมที่ฉวยโอกาสของผู้จัดการ ซึ่งนำไปสู่การลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนและการรับรู้รายได้ที่ผิดปกติ (Abdou et al., 2021; Klein, 2002)

โดยทั่วไป กรรมการอิสระจะต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขสองประการหากต้องการปฏิบัติหน้าที่กำกับดูแลอย่างมีประสิทธิภาพ ประการแรก มีการครอบครองสิ่งจูงใจที่เพียงพอ (เช่น โดยการถือหุ้นในบริษัท) เพื่อจะได้คอยติดตาม และประการที่สอง มีความสามารถในการเข้าใจผลที่ตามมาของการดำเนินการของฝ่ายบริหารต่อระบบการรายงานทางการเงิน ตัวอย่างเช่น กรรมการอิสระจะต้องสามารถเข้าใจว่าการลดลงของค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนาในงวดบัญชีใด จะทำให้รายได้เพิ่มขึ้นในงวดบัญชีนั้น ดังนั้น กรรมการอิสระที่มีความรู้จึงใช้ความรู้และความเชี่ยวชาญที่เหนือกว่าของตนในการตรวจจับการบิดเบือนรายได้ในกิจกรรมการบริหารจัดการได้เป็นอย่างดี (Beekes et al., 2004) งานวิจัยในอดีตพบว่าคณะกรรมการอิสระที่มีความเชี่ยวชาญในการตรวจสอบพฤติกรรมการใช้กลยุทธ์ Greenwashing (Mohmed et al., 2019; Rezaee & Tuo, 2019;

Zharfpeykan, 2021) และกลยุทธ์ Brownwashing (Kim & Lyon, 2015) ของบริษัท จะช่วยลดแนวทางปฏิบัติของการจัดการกำไร และเพิ่มการปฏิบัติงานเพื่อความยั่งยืนขององค์กร แต่ในทางตรงกันข้าม คณะกรรมการอิสระที่มีความรู้ต่ำเกี่ยวกับแนวทางการปฏิบัติด้านความยั่งยืน มีแนวโน้มที่จะเผชิญกับการถูกตรวจสอบที่เข้มงวดมากขึ้น และได้รับการพึ่งพาคำแนะนำจากคณะกรรมการอิสระเหล่านั้นน้อยลง (Gracia Osma, 2008) ผลที่ได้คือความไม่สมดุลของข้อมูลที่สูงขึ้นเนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลในระดับต่ำ คณะกรรมการอิสระที่ไม่สามารถแยกแยะระหว่างพฤติกรรมที่ฉวยโอกาสกับความคิดริเริ่มหรือโปรแกรมความยั่งยืนที่มีประสิทธิภาพเพื่อหลีกเลี่ยงผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนเชิงลบอาจได้รับผลกระทบเนื่องจากขาดความเชี่ยวชาญด้านเทคนิคเฉพาะด้านในเป้าหมายด้านความยั่งยืน นอกจากนี้ Xie et al., (2003) ยังแสดงให้เห็นถึงสถานการณ์อื่นที่คณะกรรมการอิสระอาจล้มเหลวในบทบาทการติดตามเพื่อลดการบิดเบือนที่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืน โดยพบว่ากรรมการอิสระที่มีการประชุมคณะกรรมการไม่บ่อยและเป็นกรรมการในหลายตำแหน่งมีโอกาสน้อยที่จะมีบทบาทในการช่วยลดการจัดการกำไร

นอกจากนี้ เนื่องจากคณะกรรมการของบริษัทมีหน้าที่รับผิดชอบในการพัฒนากลยุทธ์ด้านความยั่งยืน และกำหนดโครงการเพื่อสังคม (Jizi, 2017) คณะกรรมการอิสระจึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่สามารถเพิ่มความกังวลของคณะกรรมการเกี่ยวกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมและความยั่งยืน (Shrivastava & Addas, 2014) คณะกรรมการอิสระจะต้องปกป้องชื่อเสียงของตนจึงจะคอยกำกับให้มีการเปิดเผยเกี่ยวกับกิจกรรมทางสังคมและสิ่งแวดล้อมของบริษัท เพื่อแสดงให้เห็นว่า นอกเหนือจากการปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานทางการเงินแล้ว บริษัทก็ยังมุ่งมั่นไปที่การส่งเสริมสวัสดิการสังคมด้วย (Arayssi et al., 2020) ดังนั้น ชื่อเสียงของคณะกรรมการที่เป็นอิสระจึงเชื่อมโยงอย่างใกล้ชิดกับชื่อเสียงของบริษัทและผลลัพธ์ของการดำเนินการ ดังนั้น กรรมการเหล่านี้จึงมีความใส่ใจอย่างมากที่จะผลักดันให้บริษัทใช้กลยุทธ์ความรับผิดชอบต่อสังคม (García-Sánchez et al., 2019) สอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีตที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการและการมีส่วนร่วมในการปฏิบัติงานด้าน ESG ตัวอย่างเช่น งานวิจัยของ Shrivastava & Addas, (2014) ซึ่งศึกษากลุ่มตัวอย่างระดับนานาชาติระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึง ปีพ.ศ. 2557 ที่พบว่าการมีจำนวนคณะกรรมการที่มีความอิสระมากกว่ามีแนวโน้มที่จะมีคะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG มากกว่า โดยผู้วิจัยระบุว่าวิธีหนึ่งสำหรับบริษัทในการกระจายข้อกังวลด้านการกำกับดูแลมาตรฐานด้านสิ่งแวดล้อมก็คือการจัดให้มีคณะกรรมการอิสระในบริษัท (ซึ่งไม่มีผลประโยชน์โดยตรงต่อความสามารถในการทำกำไรทางการเงินของบริษัท) โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ที่มีความเชี่ยวชาญและความสนใจด้านสิ่งแวดล้อม และงานวิจัยของ Jizi (2017) ซึ่งใช้ข้อมูลของบริษัทใน FTSE 350 ของสหราชอาณาจักรตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 ถึงปี พ.ศ. 2555 แสดงให้เห็นถึงผลกระทบเชิงบวกที่มีนัยสำคัญของความเป็นอิสระของคณะกรรมการที่มีต่อการ

เปิดเผยทางสังคมและสิ่งแวดล้อม โดยตั้งข้อสังเกตว่าโครงสร้างการกำกับดูแลของคณะกรรมการมีความสำคัญในการสร้างกลยุทธ์ CSR ของบริษัทที่มีผลเชิงบวกต่อสวัสดิการของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย เช่นเดียวกัน ผลการศึกษาของ Hussain et al., (2018) ที่ศึกษาโดยใช้กลุ่มตัวอย่างของบริษัทในสหรัฐฯ ระหว่างปี 2550-2554 ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างคณะกรรมการอิสระในการเป็นเสาหลักของบริษัทในการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม

2.4.3. ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการ กำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG

ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการเป็นปัจจัยหนึ่งที่คณะผู้วิจัยเชื่อว่าจะส่งผลกระทบต่อระดับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG เนื่องจากงานวิจัยจำนวนหนึ่งพบว่าความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการส่งผลกระทบต่อระดับการจัดการกำไรในบริษัท เช่น งานวิจัยของ Adams & Ferreira (2009) พบว่าผู้หญิงไม่ชอบความเสี่ยงและมีโอกาสน้อยที่จะมีส่วนร่วมในพฤติกรรมกรรมการจัดการกำไรซึ่งถือว่าเป็นพฤติกรรมองค์กรที่มีความเสี่ยงสูง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Gull et al. (2018) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าคณะกรรมการบริหารที่เป็นผู้หญิงมีบทบาทในการลดระดับการจัดการกำไรของบริษัทในประเทศฝรั่งเศส และการศึกษาของ Zalata et al. (2019) ซึ่งพบว่าบริษัทในสหรัฐฯ ที่มีกรรมการบริหารเป็นผู้หญิงซึ่งมีบทบาทกำกับดูแลมีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามกับระดับการจัดการกำไรตามดุลยพินิจ (Accruals Earnings Management) ซึ่งหมายความว่ากรรมการผู้หญิงสามารถลดพฤติกรรมฉวยโอกาสของผู้จัดการได้ นอกจากนี้ คณะกรรมการบริหารที่เป็นผู้หญิงยังมีบทบาทสำคัญในการปรับปรุงความโปร่งใสและการรายงานต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Aladwey et al. 2021; Elmarzouky et al. 2021) การมีผู้หญิงอยู่ในคณะกรรมการบริหารช่วยเพิ่มความคิดเห็นที่แตกต่างและคุณภาพของประเด็นปัญหาที่เกิดขึ้นในกระบวนการตัดสินใจ (Albitar et al., 2020) และนำไปสู่การติดตามดูแลคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ ส่งผลให้คุณภาพของการตัดสินใจที่เกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทและผลการดำเนินงานที่ยั่งยืนได้รับการปรับปรุงให้ดีขึ้นตามไปด้วย รวมไปถึงการมีภูมิหลังและประสบการณ์ที่แตกต่างกันของคณะกรรมการบริหารที่เป็นผู้หญิง และการมีบางคุณลักษณะในผู้หญิงมากกว่าผู้ชาย เช่น การสนับสนุน ความเห็นอกเห็นใจ และความอ่อนโยน อาจทำให้ผู้หญิงให้ความสำคัญกับความต้องการของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Manita et al. 2018)

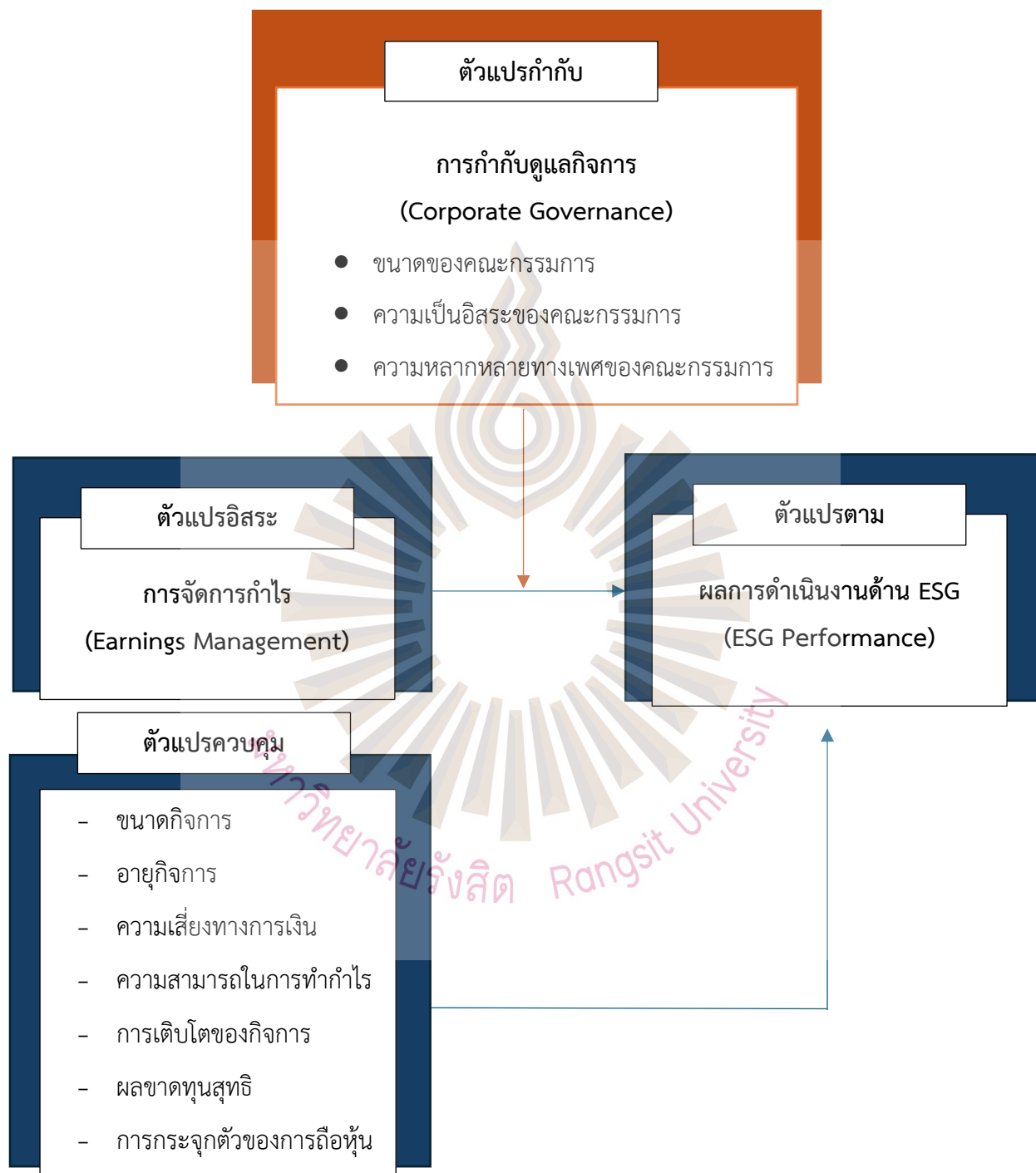
นอกจากนี้ การวิจัยก่อนหน้านี้ก็ยังพบว่าความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการสามารถเอื้อต่อการปฏิบัติงานด้านความยั่งยืน ตัวอย่างเช่น Velte (2016) ได้ตรวจสอบความเชื่อมโยงระหว่างกรรมการผู้หญิงเป็นส่วนหนึ่งของคณะกรรมการบริหารกับประสิทธิภาพการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทในประเทศเยอรมนีและประเทศออสเตรีย และสรุปการศึกษาว่า แม้จะมีเปอร์เซ็นต์ของกรรมการที่เป็นผู้หญิงเพียงเล็กน้อย

(ประมาณ 20%) ก็พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติและความสัมพันธ์เป็นเชิงบวก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยหลาย ๆ ชิ้นที่พบว่าคุณลักษณะบางอย่างของผู้หญิงส่งผลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานด้าน ESG เช่น ความซับซ้อนของผู้หญิง (เช่น ประสบการณ์พิเศษและความเชี่ยวชาญ) และความกดดันด้านกฎระเบียบ (Cucari et al. 2018) นอกจากนี้ นอกเหนือจากบทบาทของกรรมการที่เป็นผู้หญิงในการลดการควบคุมรายได้ในคณะกรรมการของบริษัทแล้ว ยังมีหลักฐานแสดงให้เห็นว่าพวกเขามีแนวโน้มที่จะลงทุนกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินในโครงการที่เป็นการริเริ่มด้านความยั่งยืนอันเนื่องมาจากทักษะในการสื่อสาร (Suttipun, 2021) การอุทิศตนเพื่อมาตรฐานทางจริยธรรม (Arayssi et al., 2020) และลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลและทางปัญญา (Shakil et al., 2020) การศึกษาที่คล้ายกันโดย Van Hoang et al., (2021) ก็พบว่าการมีผู้หญิงอยู่ในคณะกรรมการบริหารของสหรัฐอเมริกามากขึ้น ช่วยลดการบิดเบือนกิจกรรมการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมและปรับปรุงคุณภาพสิ่งแวดล้อม

หากพิจารณาจากมุมมองของทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากรซึ่งเชื่อว่าองค์กรต้องพึ่งพาทรัพยากรจากภายนอกเพื่อความอยู่รอดและการเติบโต ดังนั้น ความหลากหลายของคณะกรรมการจะสามารถช่วยให้องค์กรเพิ่มการเข้าถึงทรัพยากรเหล่านั้นได้มากขึ้น (Pfeffer & Salancik, 1978) นอกจากนี้ ยังเชื่อว่าคณะกรรมการที่มีความหลากหลายทางเพศจะสามารถนำเสนอมุมมองที่กว้างขึ้น และลดความคิดแบบกลุ่ม ซึ่งนำไปสู่การตัดสินใจที่ดีขึ้น รวมถึงประสบการณ์ และเครือข่ายที่หลากหลายจะช่วยให้บริษัทเข้าใจและตอบสนองต่อความต้องการของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียสำหรับแนวปฏิบัติที่มีความรับผิดชอบและยั่งยืนได้ดียิ่งขึ้น สามารถสร้างวัฒนธรรมความโปร่งใสและความรับผิดชอบในองค์กร ซึ่งจะไปขัดขวางพฤติกรรมจัดการกำไร (Brammer et al., 2007; Hillman et al., 2007) งานวิจัยบางส่วนพบว่าความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการส่งผลกระทบเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG ซึ่งหมายความว่าผลความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG จะลดลงในบริษัทที่มีความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการมากกว่า (Gul et al., 2011; Wang & Sarkis, 2017) ผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่าคณะกรรมการที่มีความหลากหลายทางเพศมีแนวโน้มที่จะจัดลำดับความสำคัญของข้อกังวลเกี่ยวกับ ESG มากขึ้นและมีโอกาสน้อยที่จะมีส่วนร่วมในการจัดการกำไรที่อาจส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของการดำเนินงานด้าน ESG

2.5. กรอบแนวคิดการวิจัย และการพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมของคณะผู้วิจัยนำไปสู่การพัฒนารอบแนวคิดในการวิจัยของการศึกษาครั้งนี้ ดังแผนภาพที่ 1



แผนภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

จากกรอบแนวคิดการวิจัยข้างต้น คณะผู้วิจัยได้พัฒนาสมมติฐานเพื่อใช้ในการศึกษา ดังนี้

สมมติฐาน 1 เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG

การวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG ได้แสดงผลการวิจัยที่หลากหลาย โดยการศึกษาบางส่วนระบุถึงความสัมพันธ์เชิงลบ โดยชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีส่วนร่วมในพฤติกรรมจัดการกำไรในระดับที่สูงจะมีประสิทธิภาพการดำเนินงานด้าน ESG ที่ต่ำ ซึ่งเป็นการแสดงให้เห็นว่าพฤติกรรมฉวยโอกาสในการจัดการกำไรสามารถกีดกร่อนทรัพยากรที่จำเป็นสำหรับการริเริ่มโครงการที่เกี่ยวข้องกับ ESG สร้างวัฒนธรรมองค์กรเชิงลบ และลดความไว้วางใจของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Kim & Lyon, 2015; Gras-Gil et al., 2016) แต่งานวิจัยอีกจำนวนหนึ่งกลับพบว่าการจัดการกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกผลการดำเนินงานด้าน ESG ซึ่งหมายความว่าบริษัทที่มีประสิทธิภาพ ESG สูงก็อาจมีส่วนร่วมในการจัดการกำไรมากขึ้นเช่นกัน เพราะผู้บริหารใช้กลยุทธ์ Greenwashing หรือ Brownwashing เพื่อแสดงว่าบริษัทมีการปฏิบัติงาน ESG ที่ดี แต่ทั้งนี้ก็เป็นกลยุทธ์ลวงตาเพื่อปกปิดพฤติกรรมที่ฉวยโอกาส หรือเพื่อเพิ่มสัญญาณเชิงบวกของการจัดการที่ดี (Kim et al., 2012; Chi et al., 2018) ดังนั้น จะเห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG ไม่ได้มีทิศทางเดียว ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับปัจจัยต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องในบริบทที่ศึกษา คณะผู้วิจัยจึงพัฒนาสมมติฐานโดยไม่กำหนดทิศทางสำหรับการศึกษาค้างนี้ ดังนี้

H1: การจัดการกำไรมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานด้าน ESG

สมมติฐาน 2 เกี่ยวกับอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG

งานวิจัยในอดีตแสดงให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG นั้น ไม่มีความทิศทางที่แน่นอน Velte (2019) เสนอว่าความสัมพันธ์อาจมีความซับซ้อนมากขึ้นและได้รับอิทธิพลจากปัจจัยอื่นที่มากำกับความสัมพันธ์ระหว่างสองตัวแปรนี้ เช่น การกำกับดูแลกิจการ อุตสาหกรรม และบริบทของประเทศ ในการศึกษาครั้งนี้ คณะผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการในความสัมพันธ์ของทั้งสองตัวแปร โดยเลือกกลไกการกำกับดูแลกิจการที่สำคัญ 3 กลไกเป็นตัวแปรกำกับ ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ และความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ

สำหรับขนาดของคณะกรรมการ การศึกษาก่อนหน้านี้ระบุว่าขนาดของคณะกรรมการอาจส่งผลต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานด้านความยั่งยืน (Birindelli et al. 2018; Giannetti et al. 2015; Ntim & Soobaroyen 2013; Gerged et al. 2021) และจากผลการวิจัยของ Van Hoang et al. (2021) แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่กำลังมองหาวัฒนธรรมด้านสิ่งแวดล้อมที่สูงขึ้นจำเป็นต้องมีคณะกรรมการขนาดใหญ่ที่มีความ

เชี่ยวชาญที่หลากหลายเพื่อริเริ่มโครงการเหล่านั้นและเพื่อส่งเสริมประสิทธิภาพการดำเนินงานด้าน ESG อย่างไรก็ตาม จากมุมมองของทฤษฎีตัวการตัวแทน ขนาดคณะกรรมการที่ใหญ่ขึ้นก็อาจส่งผลเสียต่อเป้าหมายของบริษัทในการที่จะลดการฉวยโอกาสของผู้จัดการในการจัดการกำไร เพราะคณะกรรมการขนาดเล็กมักจะลดระดับการจัดการกำไรได้ดีกว่าซึ่งจะทำให้มีเงินทุนเพิ่มเติมสำหรับนำไปลงทุนในโครงการที่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืน ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้จึงคาดว่าขนาดของคณะกรรมการส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG และตั้งสมมติฐานได้ดังนี้

H2_a: ขนาดของคณะกรรมการส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG

นอกจากนี้ นักวิจัยก็ยังพบว่าความเป็นอิสระของคณะกรรมการสามารถปรับปรุงการกำกับดูแลของคณะกรรมการ กลั่นกรองแนวทางปฏิบัติในการรายงานทางการเงิน และยับยั้งพฤติกรรมการจัดการกำไรที่อาจส่งผลเสียต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG (Ghosh et al., 2010) และความเป็นอิสระของคณะกรรมการยังเป็นปัจจัยในการสนับสนุนให้เกิดการริเริ่มการปฏิบัติงานด้าน ESG รับรองการปฏิบัติตามกฎระเบียบที่เกี่ยวข้อง และส่งเสริมวัฒนธรรมองค์กรที่ให้ความสำคัญกับพฤติกรรมที่มีจริยธรรมและการสร้างมูลค่าให้บริษัทในระยะยาว (Cornett et al., 2008) ดังนั้น เมื่อพิจารณาอิทธิพลของกรรมการที่มีความเป็นอิสระในการช่วยยับยั้งพฤติกรรมฉวยโอกาสแต่มีอิทธิพลในการช่วยปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานด้าน ESG ให้ดีขึ้นได้ คณะผู้วิจัยจึงคาดว่ามีความเป็นไปได้สูงที่ความเป็นอิสระของคณะกรรมการจะลดทอนความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG จึงตั้งสมมติฐานในประเด็นนี้ได้ดังนี้

H2_b: ความเป็นอิสระของคณะกรรมการส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG

สุดท้าย การศึกษาที่ผ่านมาได้พิจารณาความเชื่อมโยงระหว่างความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ ผลการดำเนินงานด้าน ESG และการจัดการกำไร (Arun et al., 2015; Gull et al., 2018; Zalata et al., 2019) โดยใช้ความแตกต่างของลักษณะทางเพศเป็นตัวแทนของความหลากหลาย และพบว่าคณะกรรมการที่เป็นผู้หญิงมีบทบาทในการขัดขวางผู้จัดการจากการจัดการกำไรเพื่อตอบสนองต่อผลการดำเนินงาน ESG ที่ดีขึ้น เนื่องจากผู้หญิงให้ความสำคัญกับความต้องการของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทมากกว่าผู้ชาย ในขณะเดียวกัน ผู้หญิงจะไม่ชอบความเสี่ยงจึงทำให้ช่วยลดระดับการจัดการกำไรในบริษัทได้มากขึ้น ดังนั้น เมื่อพิจารณาทฤษฎีและการวิจัยที่เกี่ยวข้อง คณะผู้วิจัยจึงคาดว่ากรรมการที่เป็นผู้หญิงจะ

กระชับความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการจัดการกำไรและประสิทธิภาพการดำเนินงานด้าน ESG จึงตั้งสมมติฐานไว้ดังนี้

H2_c: ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG



บทที่ 3

ระเบียบวิธีวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยฉบับนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไร และผลการดำเนินงานด้าน ESG และอิทธิพลจากกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยใช้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เป็นกลุ่มประชากร โดยครอบคลุมช่วงเวลา ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 ถึง พ.ศ. 2565 รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 5 ปี เบื้องต้นพบว่าบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด 694 บริษัท อย่างไรก็ตาม เนื่องจากข้อจำกัดด้านข้อมูลคะแนน ESG คณะผู้วิจัยจึงคัดกรองบริษัทที่ไม่มีข้อมูลคะแนน ESG อย่างน้อย 3 ปีออกจำนวน 520 บริษัท นอกจากนี้ยังได้ตัดบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินออกเพิ่มเติม จำนวน 66 บริษัท ส่งผลให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่มีคุณสมบัติเหมาะสมจำนวน 108 บริษัท เมื่อพิจารณาข้อมูลในช่วงเวลา 5 ปีของแต่ละบริษัท จึงทำให้เหลือชุดข้อมูลเพื่อการศึกษาทั้งหมด 540 ชุดข้อมูล (Observations) 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.2562 ถึง พ.ศ.2566)	5
จำนวนชุดข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	540

จำนวนชุดข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาสามารถจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมได้ดังแสดงในตารางที่ 2

ตารางที่ 2 จำนวนชุดข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจำแนกตามอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรม	จำนวน	
	(N)	(%)
สินค้าอุตสาหกรรม	100	19%
สินค้าอุปโภคบริโภค	165	31%
ทรัพยากร	160	30%
บริการ	30	6%
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	65	12%
เทคโนโลยี	20	4%
Total	540	100%

จากตารางที่ 2 แสดงจำนวนชุดข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค มีจำนวนข้อมูลมากที่สุด คิดเป็น 165 ชุดข้อมูล หรือร้อยละ 31 ของข้อมูลทั้งหมด รองลงมา ได้แก่ กลุ่มทรัพยากร จำนวน 160 ชุดข้อมูล (ร้อยละ 30) และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม จำนวน 100 ชุดข้อมูล (ร้อยละ 19) ส่วนกลุ่มที่มีจำนวนข้อมูลน้อยที่สุดคือ กลุ่มเทคโนโลยี ซึ่งมีเพียง 20 ชุดข้อมูล หรือร้อยละ 4 ขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมบริการและกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีจำนวน 30 ชุดข้อมูล (ร้อยละ 6) และ 65 ชุดข้อมูล (ร้อยละ 12) ตามลำดับ รวมทั้งหมดได้ชุดข้อมูลทั้งสิ้น 540 ชุดข้อมูล หรือร้อยละ 100

3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

3.2.1. ตัวแปรอิสระ

ตัวแปรอิสระในการวิจัยนี้ คือ *การจัดการกำไร* วัดค่าโดยรายการคงค้างที่ต้องใช้ดุลยพินิจ (Discretionary accruals) เนื่องจากรายการคงค้างเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกับการประมาณการและการตัดสินใจใช้ดุลยพินิจโดยผู้บริหาร (Dechow และคณะ, 1995) เช่น ค่าเสื่อมราคา ประมาณการหนี้สิน และการรับรู้รายได้ ดังนั้นจึงเปิดโอกาสให้ผู้บริหารสามารถตัดสินใจเลือกหรือไม่เลือกนโยบายบัญชีมาใช้ในการนำเสนอรายงานทางการเงินให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ที่ต้องการ นักวิจัยจำนวนมากจึงใช้รายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจทำหน้าที่เป็นสัญญาณเตือนสำหรับการจัดการกำไร ซึ่งงานวิจัยของ Dechow et al. (1995) ก็แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างรายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจในระดับสูงกับการแก้ไขงบการเงิน ซึ่งเป็นตัวบ่งชี้ที่ชัดเจนของการบิดเบือนแนวทางปฏิบัติทางบัญชี

อย่างไรก็ตาม รายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจไม่สามารถสังเกตหรือวัดค่าได้โดยตรง นักวิจัยจึงต้องวัดค่ารายการคงค้างที่สามารถสังเกตได้ นั่นก็คือ รายการคงค้างที่ไม่ใช้ดุลยพินิจ (Non-discretionary accrual) (Healy, 1985) ซึ่งเป็นรายการคงค้างที่เกิดจากการรับรู้รายการต่าง ๆ ในงบการเงินตามข้อกำหนดที่ไม่ให้ทางเลือกในการปฏิบัติ จึงสรุปได้ว่า รายการคงค้างรวม (Total accrual) ประกอบด้วยรายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจ และรายการคงค้างที่ไม่ใช้ดุลยพินิจ ซึ่งเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$TA_{i,t} = NA_{i,t} + DA_{i,t} \quad (1)$$

$$\text{โดยที่ } TA_{i,t} = NI_{i,t} + CFO_{i,t} \quad (2)$$

$$\text{ดังนั้น } NI_{i,t} + CFO_{i,t} = NA_{i,t} + DA_{i,t} \quad (3)$$

$$\text{จึงสรุปได้ว่า } DA_{i,t} = NI_{i,t} + CFO_{i,t} - NA_{i,t} \quad (4)$$

โดยกำหนดให้

$TA_{i,t}$	=	รายการคงค้างรวมของบริษัท i ในปี t
$NA_{i,t}$	=	รายการคงค้างที่ไม่ต้องใช้ดุลยพินิจของบริษัท i ในปี t
$DA_{i,t}$	=	รายการคงค้างที่ต้องใช้ดุลยพินิจของบริษัท i ในปี t
$NI_{i,t}$	=	กำไรสุทธิทางบัญชีของบริษัท i ในปี t
$CFO_{i,t}$	=	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานของบริษัท i ในปี t

จากสมการ (4) จะเห็นว่านักวิจัยจำเป็นต้องประมาณค่า $NA_{i,t}$ เพื่อนำไปหักออกจากรายการคงค้างรวม และได้ค่า $DA_{i,t}$ เป็นลำดับต่อไป โดยงานวิจัยในอดีตได้มีการนำเสนอวิธีการประมาณค่าของ $NA_{i,t}$ ไว้หลากหลายโมเดล แต่เนื่องจากแต่ละโมเดลมีข้อสันนิษฐานและข้อจำกัดในการประมาณค่า คณะผู้วิจัยจึงเลือกใช้การวัดค่ามากกว่าหนึ่งโมเดลเพื่อเป็นการตรวจสอบผลการวิเคราะห์ซึ่งกันและกัน ดังนี้

(1) โมเดลของ Jones (1991) ซึ่งประมาณค่า $NA_{i,t}$ ด้วยการเปลี่ยนแปลงรายได้และระดับที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ โดยเขียนในรูปแบบของสมการได้ดังนี้

$$\frac{TA_{i,t}}{TAss_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{TAss_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{(\Delta REV)_{i,t}}{TAss_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{TAss_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

(2) โมเดล Modified Jones พัฒนาโดย Dechow et al. (1995) ที่ได้ประมาณค่า $NA_{i,t}$ ด้วยการปรับปรุงโมเดล Jones โดยการเพิ่มการเปลี่ยนแปลงในลูกหนี้จากการคำนวณรายได้ ซึ่งจะช่วยลดอิทธิพลของการขายสินค้าที่อาจขึ้นอยู่กับการจัดการกำไร โดยเขียนในรูปแบบของสมการได้ดังนี้

$$\frac{TA_{i,t}}{TAss_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{TAss_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{(\Delta REV - \Delta AR)_{i,t}}{TAss_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{TAss_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

(3) โมเดล Performance-Matched Modified Jones โดย Kothari et al. (2005) ซึ่งทำการประมาณค่า $NA_{i,t}$ ด้วยการปรับปรุงโมเดล Modified Jones ด้วยการเพิ่มการพิจารณาผลการดำเนินงานของบริษัทโดยการจับคู่บริษัทกับบริษัทที่มาจากอุตสาหกรรมเดียวกัน และมีผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่ใกล้เคียงกันโดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อเพิ่มความแม่นยำในการประมาณค่ารายการคงค้าง โดยเขียนในรูปแบบของสมการได้ดังนี้

$$\frac{TA_{i,t}}{TAss_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{TAss_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{(\Delta REV - \Delta AR)_{i,t}}{TAss_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{TAss_{i,t-1}} + \alpha_4 \frac{ROA_{i,t}}{TAss_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

โดยกำหนดให้

$TA_{i,t}$	=	รายการคงค้างรวมของบริษัท i ในปี t โดย TA สำหรับโมเดล Jones วัดจากการเปลี่ยนแปลงของ สินทรัพย์หมุนเวียน - การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียน - การเปลี่ยนแปลงของเงินสด - ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย TA สำหรับโมเดล Modified Jones วัดจากการเปลี่ยนแปลง ของสินทรัพย์หมุนเวียน + การเปลี่ยนแปลงของเงินกู้ระยะสั้น - การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียน - การเปลี่ยนแปลงของ เงินสด - ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย
$TAss_{i,t}$	=	สินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปี t
$TA_{i,t-1}$	=	สินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปี t-1
$\Delta REV_{i,t}$	=	การเปลี่ยนแปลงของยอดขายของบริษัท i ในปี t-1
$PPE_{i,t}$	=	มูลค่าที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ของบริษัท i ในปี t
$\Delta AR_{i,t}$	=	การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าของบริษัท i ในปี t
$ROA_{i,t}$	=	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท i ในปี t

อย่างไรก็ตาม ในการศึกษาครั้งนี้ คณะผู้วิจัยวัดค่าการจัดการกำไรโดยพิจารณาทั้งทิศทางของการจัดการกำไร และขนาดของการจัดการกำไร เพื่อให้ครอบคลุมลักษณะของพฤติกรรมการแทรกแซงกำไรที่หลากหลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยการจัดการกำไรที่มีทิศทาง (Directional Earnings Management) เป็นการประเมินว่าบริษัทมีพฤติกรรมในการเพิ่มหรือลดรายได้อย่างเป็นระบบ โดยใช้ค่าคงค้างที่คาดว่าจะผิดปกติ (abnormal accruals) ซึ่งอาจเป็นค่าบวก (แสดงถึงการเพิ่มกำไร) หรือค่าลบ (แสดง

ถึงการลดกำไร) ทั้งนี้ ผู้วิจัยใช้โมเดลคำนวณค่าคงค้างที่ผิดปกติ เช่น Jones Model, Modified Jones Model และ Performance-Matched Modified Jones Model โดยได้คำนวณค่า Signed Abnormal Accruals ซึ่งสะท้อนทิศทางของการจัดการกำไรอย่างชัดเจน ส่วนการจัดการกำไรที่ไม่พิจารณาทิศทาง (Magnitude of Earnings Management) เพื่อให้สามารถสะท้อน “ขนาด” ของการจัดการกำไรโดยไม่คำนึงว่าบริษัทนั้นเพิ่มหรือลดกำไร คณะผู้วิจัยจึงใช้ค่าสัมบูรณ์ของค่าคงค้างที่ผิดปกติ (Absolute Abnormal Accruals) ซึ่งแสดงถึงระดับการแทรกแซงทางบัญชีไม่ว่าทิศทางจะเป็นบวกหรือลบ โดยตัวแปรนี้สะท้อนว่าองค์กรมีแนวโน้มเข้าไปปรับเปลี่ยนตัวเลขทางบัญชีเล็กน้อยเพียงใด แม้จะไม่ระบุว่ากระทำเพื่อเพิ่มหรือลดกำไร ทั้งนี้ การใช้ตัวแปรทั้งสองลักษณะนี้ทำให้สามารถวิเคราะห์พฤติกรรมการจัดการกำไรได้อย่างครอบคลุมและรอบด้าน ทั้งในแง่ของเจตนาการควบคุมทิศทาง และระดับความเข้มข้นของการแทรกแซงกำไรในทางบัญชี

3.2.2. ตัวแปรตาม

ตัวแปรตามในการวิจัยนี้ คือ ผลการดำเนินงานด้าน ESG วัดค่าโดยคะแนน ESG ที่ประเมินโดย Refinitive Eikon¹ โดยการรวบรวมข้อมูล ESG จากแหล่งต่าง ๆ เช่น รายงานประจำปีของบริษัท รายงานจากองค์กรที่ปรึกษาทางการเงิน ข้อมูลจากสื่อมวลชน และข้อมูลจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ข้อมูลที่เก็บรวบรวมจะถูกประเมินและวิเคราะห์โดยใช้วิธีการต่าง ๆ เพื่อให้ได้คะแนน ESG ที่สมเหตุสมผล วิธีการประเมินอาจมีการใช้ตัวชี้วัดที่สร้างขึ้นเองของ Refinitiv Eikon หรือการใช้ตัวชี้วัดมาตรฐานที่ได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลาย เช่น ดัชนี ESG จาก MSCI ดัชนี ESG จาก FTSE Russell หรือดัชนี ESG จาก Dow Jones Sustainability Index (DJSI) หลังจากทำการประเมินและวิเคราะห์ข้อมูลเสร็จสิ้น ก็จะมีการให้คะแนน ESG โดยคะแนนนี้มีทั้งคะแนนในภาพรวม และคะแนนที่ถูกแบ่งออกเป็นสามย่อยในด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) สังคม (Social) และบรรษัทภิบาล (Governance) ซึ่งจะมีการกำหนดช่วงคะแนนไว้ที่ 0-100 คะแนน

3.2.3. ตัวแปรกำกับ

ตัวแปรกำกับในการวิจัยนี้ คือ กลไกการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากงานวิจัยในอดีตได้แสดงหลักฐานให้เห็นว่าการจัดการกำไรของกิจการขึ้นอยู่กับกลไกการกำกับดูแลกิจการ และจะส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพผลการดำเนินงานด้าน ESG วัดค่าโดย (1) ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) คำนวณจาก

¹ Refinitiv. (n.d.). Refinitiv ESG Scores [Fact Sheet]. <https://solutions.refinitiv.com/try-refinitiv-esg-data>

จำนวนกรรมการทั้งหมด รวมถึงประธานกรรมการและกรรมการอิสระ (2) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (Board Independence) คำนวณจากเปอร์เซ็นต์ของคณะกรรมการอิสระต่อจำนวนคณะกรรมการทั้งหมด และ (3) ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ (Board Diversity) คำนวณจากอัตราส่วนกรรมการที่เป็นผู้หญิงต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด

3.2.4. ตัวแปรควบคุม

ตัวแปรควบคุมในการวิจัยนี้ ประกอบด้วย ขนาดกิจการ (Firm Size) อายุกิจการ (Firm Age) ความเสี่ยงในการก่อหนี้ (Leverage) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) การเติบโตของกิจการ (Growth) ขาดทุนจากการดำเนินงาน (Loss) โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure) ทั้งนี้เพื่อลดอคติการละเว้นตัวแปร ที่มีอิทธิพลต่อทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ซึ่งนำไปสู่ความสัมพันธ์ปลอม ตัวแปรควบคุมที่เชื่อมโยงในทางทฤษฎีกับทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปรตามสามารถช่วยลดข้อผิดพลาดของตัวแปรที่ไม่ได้อยู่ในโมเดลที่สนใจศึกษาได้บางส่วน ทำให้เห็นภาพความสัมพันธ์ที่แท้จริงของตัวแปรที่ศึกษาได้ชัดเจนยิ่งขึ้น (McDermott, 2007) โดยตัวแปรแต่ละตัวมีรายละเอียดดังนี้

(1) ขนาดกิจการ (Firm Size) โดยทั่วไปกิจการขนาดใหญ่จะมีทรัพยากรทางการเงินและทรัพยากรบุคคลมากกว่ากิจการขนาดเล็กเมื่อมีการลงทุนเพื่อริเริ่มโครงการที่เกี่ยวข้องกับ ESG (Chih et al., 2008; Velte, 2019) และอาจได้รับประโยชน์มีความคุ้มค่ามากกว่าเมื่อนำแนวทางปฏิบัติ ESG มาใช้ (McGuire, 2015) นอกจากนี้ กิจการขนาดใหญ่มักจะอยู่ในสายตาของสังคมมากกว่ากิจการขนาดเล็ก จึงมักจะต้องเผชิญกับการถูกตรวจสอบจากสาธารณะและนักลงทุนมากขึ้นเกี่ยวกับแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม (Chih et al., 2008) ความกดดันนี้จึงอาจกระตุ้นให้กิจการต้องจัดลำดับความสำคัญของประสิทธิภาพในการดำเนินงานด้าน ESG ให้เป็นอันดับแรกๆ ในการดำเนินงาน จากเหตุผลเหล่านี้ คณะผู้วิจัยจึงคาดหวังความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างขนาดกิจการและผลการดำเนินงานด้าน ESG และวัดค่าโดยลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม

(2) อายุกิจการ (Firm Age) กิจการที่จัดตั้งขึ้นมายาวนานย่อมมีประสบการณ์มากกว่าในการที่จะพัฒนาและบูรณาการแนวปฏิบัติ ESG เข้ากับการดำเนินงานหลักของบริษัท (Boulton et al., 2018) แต่ก็อาจต้องเผชิญกับแรงกดดันที่สูงกว่าในการจัดการชื่อเสียงของกิจการผ่านการมีผลการดำเนินงาน ESG ที่ดี โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อความคาดหวังของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเกี่ยวกับความยั่งยืนเพิ่มขึ้น (David et al., 2007) ดังนั้น คณะผู้วิจัยจึงคาดหวังความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอายุกิจการและผลการดำเนินงานด้าน ESG และวัดค่าด้วยจำนวนปีที่นับจากปีเริ่มต้นกิจการหรือเริ่มให้บริการจนถึงปี 2565

(3) ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) กิจกรรมที่มีความเสี่ยงทางการเงินที่สูงสามารถสร้างข้อจำกัดทางการเงินและจะเป็นการจำกัดความสามารถของกิจการในการลงทุนในโครงการริเริ่ม ESG ที่อาจต้องใช้ต้นทุนช่วงเริ่มต้นค่อนข้างสูง (Chih et al., 2008) นอกจากนี้ กิจกรรมที่มีความเสี่ยงทางการเงินสูงอาจไม่ต้องการความเสี่ยงเพิ่มขึ้นอีก จึงให้ความสำคัญกับความมั่นคงทางการเงินในระยะสั้นมากกว่าการลงทุนระยะยาวตามแนวปฏิบัติด้าน ESG (McGuire, 2015) ดังนั้น จึงเป็นไปได้ที่เหตุผลเหล่านี้จะนำไปสู่ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความเสี่ยงทางการเงินและผลการดำเนินงานด้าน ESG และคณะผู้วิจัยวัดค่าโดยหนี้สินไม่หมุนเวียนหารด้วยสินทรัพย์รวม

(4) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) กิจกรรมที่ทำกำไรได้สูงอาจมีทรัพยากรทางการเงินมากกว่าเพื่อลงทุนในบุคลากรและเทคโนโลยีเพื่อริเริ่มโครงการที่เกี่ยวข้องกับ ESG (McGuire, 2015) นอกจากนี้ กิจกรรมที่ทำกำไรได้สูงอาจต้องเผชิญกับการตรวจสอบที่เพิ่มขึ้นจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่คาดหวังให้กิจการแก้ไขปัญหาด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมควบคู่ไปกับผลการดำเนินงานทางการเงิน (Waddock & Graves, 2015) ดังนั้น จึงคาดหวังความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างความสามารถในการทำกำไรและผลการดำเนินงาน ESG และคณะผู้วิจัยวัดค่าโดยกำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น

(5) การเติบโตของกิจการ (Growth) กิจกรรมที่มีการเติบโตสูงอาจจัดลำดับความสำคัญของการลงทุนในกิจกรรมหลักของธุรกิจมากกว่าการริเริ่มโครงการที่เกี่ยวข้องกับ ESG ซึ่งนำไปสู่ความสัมพันธ์เชิงลบที่อาจเกิดขึ้นระหว่างการเติบโตและผลการดำเนินงาน ESG (McGuire, 2015) สอดคล้องกับ McKibbin & Djebiouane (2016) ที่อธิบายไว้ว่า ความกดดันในการรักษาอัตราการเติบโตให้สูงอยู่เสมออาจเป็นเหตุผลให้กิจการจัดลำดับความสำคัญของการดำเนินงานทางการเงินระยะสั้นมากกว่าการลงทุนระยะยาวในแนวปฏิบัติตามแนวทางของ ESG ด้วยเหตุนี้ คณะผู้วิจัยจึงคาดหวังความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการเติบโตของกิจการและผลการดำเนินงาน ESG และวัดค่าด้วยการเปลี่ยนแปลงของยอดขายหารด้วยสินทรัพย์รวม

(6) ผลขาดทุนสุทธิ (Loss) กิจกรรมที่ประสบผลขาดทุนอาจมีทรัพยากรที่จำกัดในการลงทุนในการริเริ่มโครงการ ESG (McGuire, 2015) และทำการลดลำดับความสำคัญของการดำเนินงานตามแนวทางของ ESG (Krüger, 2015) ดังนั้น คณะผู้วิจัยจึงคาดหวังความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการเติบโตของกิจการและผลการดำเนินงาน ESG และวัดค่าด้วยตัวแปรหุ่น โดยกำหนดค่าเป็น 1 หากกิจการมีผลขาดทุนสุทธิ และกำหนดค่าเป็น 0 หากกิจการมีผลกำไรสุทธิ

(7) การกระจุกตัวของการถือหุ้น (Concentration of Ownership) โครงสร้างการถือหุ้นที่กระจุกตัว โดยเฉพาะอย่างยิ่งกับครอบครัวผู้ก่อตั้งหรือนักลงทุนสถาบันขนาดใหญ่ อาจนำไปสู่การจัดตำแหน่งผลประโยชน์ระยะยาวระหว่างเจ้าของและบริษัทให้แข็งแกร่งยิ่งขึ้น (Campbell, 2007) และยังสามารถมี

อิทธิพลเหนือการตัดสินใจขององค์กรได้มากขึ้น ซึ่งอาจมีผลผลักดันให้พวกเขาปฏิบัติตามแนวทางของ ESG มากขึ้นเพื่อสร้างมูลค่าที่ยั่งยืนให้กับกิจการ (Kang & Moon, 2012) ดังนั้น คณะผู้วิจัยจึงคาดหวังความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการเติบโตของกิจการและผลการดำเนินงาน ESG และวัดค่าด้วยปริมาณการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (% Free Float)

3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการวัดค่าตัวแปรจะใช้ข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2561 ถึง พ.ศ.2565 โดยคณะผู้วิจัยจะเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งต่าง ๆ ดังนี้

- (1) ใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ Refinitiv Eikon เพื่อดาวน์โหลดข้อมูลตัวแปรผลการดำเนินงานด้าน ESG
- (2) ใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ Eikon DataStream และ SETSMART เพื่อดาวน์โหลดข้อมูลที่ใช้ในการคำนวณตัวแปรที่ต้องใช้ตัวเลขทางบัญชี ได้แก่ ตัวแปรการจัดการกำไรที่วัดค่าด้วยรายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจ และตัวแปรควบคุมบางตัวแปร
- (3) ใช้ข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง ประกอบด้วย งบฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุน งบกระแสเงินสด และหมายเหตุประกอบงบการเงิน โดยดาวน์โหลดจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย www.set.or.th เพื่อนำข้อมูลที่ขาดหายไปจากฐานข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์มาใช้ในการคำนวณตัวแปรที่ต้องใช้ตัวเลขทางบัญชี
- (4) ใช้ข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) โดยดาวน์โหลดจากเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ www.sec.or.th หรือเว็บไซต์ของบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างเพื่อนำมาหาข้อมูลตัวแปรกลไกการกำกับดูแลกิจการ

3.4 การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลในการวิจัยนี้จะใช้โปรแกรม STATA ในการวิเคราะห์ ซึ่งจะประกอบด้วยการวิเคราะห์ 2 ส่วน ได้แก่

- (1) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive analysis) เพื่อแสดงถึงภาพรวมของข้อมูลในรูปของสถิติพื้นฐานเกี่ยวกับตัวแปรที่ศึกษา ประกอบด้วย ค่าสูงสุด (Max) ค่าต่ำสุด (Min) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) รวมถึงการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ได้โดยใช้การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ด้วยเทคนิคการวิเคราะห์เพียร์สัน (Pearson's Correlations analysis)

(2) การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานจากทฤษฎีที่เกี่ยวข้องเพื่อตอบคำถามของงานวิจัยในครั้งนี้โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square: OLS) เพื่อประมาณค่าพารามิเตอร์สำหรับการทดสอบสมมติฐานในการวิจัยนี้ โดยคณะผู้วิจัยจะทำการทดสอบข้อตกลงเบื้องต้นก่อนวิเคราะห์ข้อมูลตามข้อสมมติ Classical Linear Regression Model (CLRM) ซึ่งประกอบด้วย

- ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนต้องเท่ากับศูนย์ โดยทำการทดสอบ One-Sample t-test
- ทดสอบว่าข้อมูลต้องมีการแจกแจงปกติ โดยใช้ค่า Unstandardized Residual พิจารณาว่า Kolmogorov Smirnov
- ค่าแปรปรวนของ Error Term ต้องคงที่ โดยการ plot scatter graph แล้วตรวจสอบการกระจายของข้อมูล
- ทดสอบค่าความคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระต่อกัน โดยทำการทดสอบ Durbin-Watson
- ตัวแปรอิสระต้องไม่มีความสัมพันธ์กันเอง โดยพิจารณาจากค่า VIF

เมื่อผ่านการทดสอบข้อตกลงเบื้องต้นแล้ว คณะผู้วิจัยจึงทำการทดสอบด้วย Hausman Test ซึ่งเป็นการทดสอบว่าระหว่าง Fixed Effect Model หรือ Random Effect Model แบบจำลองใดเป็นแบบจำลองที่เหมาะสมในการประมาณค่าข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์เป็นข้อมูลของหน่วยตัวอย่างหลาย ๆ หน่วย (Cross-sectional Data) ที่ถูกเก็บรวบรวมในหลาย ๆ ช่วงเวลา สำหรับหน่วยตัวอย่างหนึ่ง ๆ (Time Series) ข้อมูลประเภทนี้จึงอาจมีตัวแปรที่มีอิทธิพลคงที่ไม่แปรไปตามเวลา (Time-invariant) และตัวแปรเหล่านั้นก็อาจมีอิทธิพลเฉพาะต่อหน่วยตัวอย่าง (Individual Specific Effect) แฝงอยู่ภายในหน่วยตัวอย่างที่สำรวจ ซึ่งอาจทำให้เกิดปัญหา Serial Correlation และ Heteroskedasticity ตามมา จากนั้นข้อมูลจะถูกนำไปวิเคราะห์ด้วยแบบจำลองที่ผ่านการทดสอบเพื่อศึกษาตามวัตถุประสงค์การวิจัยทั้งสองข้อ

วัตถุประสงค์ข้อแรก คือ การหาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG เพื่อตอบคำถามการวิจัยที่ว่า การจัดการกำไรจำกัดประสิทธิภาพผลการดำเนินงานด้าน ESG หรือไม่ คณะผู้วิจัยใช้ค่าสังเกตที่ถูกคัดเลือกให้เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดในตัวอย่างต่อไป

$$ESG_{i,t} = \gamma_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 FAge_{i,t} + \beta_4 FinRisk_{i,t} + \beta_5 Profit_{i,t} + \beta_6 Growth_{i,t} + \beta_7 Loss_{i,t} + \beta_8 ConOwn_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

ผลการวิเคราะห์ที่คาดหวังคือ β_1 มีค่าเป็น (-) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เพื่อยอมรับสมมติฐาน

วัตถุประสงค์ข้อที่สอง คือ เพื่อศึกษาอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG เพื่อตอบคำถามการวิจัยที่ว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG หรือไม่ อย่างไร

$$ESG_{i,t} = \gamma_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 BSize_{i,t} + \beta_3 BIndDirect_{i,t} + \beta_4 BWoman_{i,t} + \beta_5 (DA * BSize)_{i,t} + \beta_6 (DA * BIndDirect)_{i,t} + \beta_7 (DA * BWoman)_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 FAge_{i,t} + \beta_9 Lev_{i,t} + \beta_{10} Profit_{i,t} + \beta_{11} Growth_{i,t} + \beta_{12} Loss_{i,t} + \beta_{13} ConOwn_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

ผลการวิเคราะห์ที่คาดหวังคือ β_1 และ R^2 ของสมการ (8) มีค่าน้อยกว่าสมการ (9) และ $\beta_5 - \beta_7$ มีนัยสำคัญทางสถิติ เพื่อยอมรับสมมติฐาน

โดยกำหนดให้

$ESG_{i,t}$	=	ผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัท i ในปี t
$DA_{i,t}$	=	การจัดการกำกับของบริษัท 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

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์

ในการวิจัยนี้ ผู้วิจัยมีวัตถุประสงค์หลักสองประการ ได้แก่ (1) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG และ (2) เพื่อศึกษาอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ดังนั้น บทนี้จะนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณที่ได้จากกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2561 – 2565 โดยแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 3 ส่วนหลัก ได้แก่

- (1) การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อแสดงลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา
- (2) การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Analysis) เพื่อประเมินทิศทางและระดับของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ และ
- (3) การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อตอบวัตถุประสงค์ของการวิจัยทั้งสองข้อ โดยพิจารณาถึงผลกระทบโดยตรงของการจัดการกำกับต่อ ESG และบทบาทของกลไกการกำกับดูแลกิจการในฐานะตัวแปรกำกับ (moderator)

ผลการวิเคราะห์จะถูกนำเสนออย่างเป็นระบบ พร้อมทั้งมีการแปลผลและอภิปรายเบื้องต้นในแต่ละส่วน เพื่อเป็นพื้นฐานสำหรับการอภิปรายเชิงลึกในบทถัดไป

4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งประกอบด้วยตัวแปรตาม ได้แก่ ผลการดำเนินงานด้าน ESG และตัวแปรอิสระที่สะท้อนการจัดการกำกับทั้งในรูปแบบ signed และ absolute discretionary accruals จากแบบจำลอง Jones, Modified Jones และ Performance-Matched Modified Jones นอกจากนี้ยังรวมถึง ตัวแปรกำกับ ที่ใช้วัดกลไกการกำกับดูแลกิจการ และตัวแปรควบคุม ซึ่งเป็นปัจจัยทางการเงินและลักษณะของกิจการที่อาจมีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับกับ ESG โดยแสดงค่าต่ำสุด (Min) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (p50) ค่าสูงสุด (Max) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) ของแต่ละตัวแปร

ตารางที่ 3 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตัวแปร	N	Min	Mean	p50	Max	SD
ตัวแปรตาม						
ESG	540	2.950	50.637	51.060	92.020	18.921
ตัวแปรอิสระ						
Abn_Jones	540	-2.177	-0.004	-0.028	1.213	0.236
Abn_MoJones	540	-2.354	-0.002	0.001	1.212	0.156
Abn_PMDA	540	-2.345	-0.001	0.000	1.203	0.156
Abs_Jones	540	0.000	0.164	0.124	2.177	0.170
Abs_Mojones	540	0.000	0.079	0.051	2.354	0.135
Abs_PMDA	540	0.000	0.079	0.052	2.345	0.134
ตัวแปรกำกับ						
Bsize (N)	533	6.000	11.651	12.000	23.000	2.894
IndDirect (%)	435	17.390	43.602	41.670	81.250	11.231
Bwoman (%)	403	5.260	20.492	18.180	71.430	11.800
ตัวแปรควบคุม						
Size (lnToAsst)	540	7.807	10.694	10.685	15.044	1.426
FAge (N)	540	3.000	28.796	29.000	109.000	15.477
FinRisk (%)	540	-7.094	30.300	28.800	78.600	0.187
Profit (เท่า)	540	0.096	1.883	1.093	14.910	2.432
Growth (%)	540	-49.962	5.520	2.300	103.364	0.204
ConOwn (%)	540	20.130	44.649	42.795	76.340	15.798
Loss (0/1)	540	0.000	0.094	0.000	1.000	0.293

โดยที่

ESG = ผลการดำเนินงานด้าน ESG

ตัววัดทิศทางการจัดการกำไร

Abn_Jones = การจัดการกำไรโมเดล Jones

Abn_MoJones = การจัดการกำไรโมเดล Modified Jones

Abn_PMDA = การจัดการกำไรโมเดล Performance Match

ตัววัดขนาดการจัดการกำไร

Abs_Jones = การจัดการกำไรโมเดล Jones

Abs_Mojones = การจัดการกำไรโมเดล Modified Jones

Abs_PMDA = การจัดการกำไรโมเดล Performance Match

Bsize = ขนาดของคณะกรรมการ

IndDirect = ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ

Bwoman = ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการ

Size = ขนาดกิจการ

FAge = อายุกิจการ

FinRisk = ความเสี่ยงทางการเงิน

Profit = ความสามารถในการทำกำไร

Growth = การเติบโตของกิจการ

ConOwn = การกระจุกตัวของถือหุ้น

Loss = ผลขาดทุนสุทธิ

หมายเหตุ: ในการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณครั้งนี้ คณะผู้วิจัยได้ดำเนินการปรับแต่งค่าผิดปกติ (Outliers) ของตัวแปรบางตัว ซึ่งได้แก่ Profit ConOwn และ Growth โดยใช้วิธี Winsorize ที่ระดับ Percentile 1 และ 99 ซึ่งเป็นระดับที่นิยมใช้ทั่วไปในงานวิจัยเชิงเศรษฐศาสตร์และการเงิน เพื่อรักษาสมาคมระหว่างการลดผลกระทบของ Outliers และการรักษาความหลากหลายของข้อมูลไว้ในระดับที่เพียงพอ ทั้งนี้เพื่อให้ผลการวิเคราะห์ทางสถิติมีความแม่นยำและสะท้อนค่ากลางของข้อมูลได้ดียิ่งขึ้น โดยเฉพาะในกรณีที่ตัวแปรมีการกระจายเบ้ (Skewed distribution) หรือมีค่าที่สูงหรือต่ำกว่าช่วงปกติอย่างชัดเจน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อค่าประมาณของตัวแบบถดถอย (Regression coefficients) นอกจากนี้ ตัวแปร Profit ได้รับการแปลงค่าด้วยฟังก์ชันลอการิทึม (Log transformation) เนื่องจากตัวแปรดังกล่าวมีความผันผวนสูง

ตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งครอบคลุมตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ ตัวแปรกำกับ และตัวแปรควบคุม รวมจำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 540 รายการ ผลการวิเคราะห์พบว่า ตัวแปรตาม คือ ESG ซึ่งใช้วัดผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 50.64 โดยมีค่าต่ำสุดที่ 2.95 และค่าสูงสุดอยู่ที่ 92.02 สะท้อนว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีระดับ ESG ที่หลากหลาย โดยส่วนใหญ่มีค่าอยู่ในระดับปานกลางถึงค่อนข้างสูง

ในส่วนของตัวแปรอิสระที่ใช้วัดการจัดการกำไร พบว่า ค่าเฉลี่ยของ Abn_Jones, Abn_MoJones และ Abn_PMDA ซึ่งเป็นค่าที่สะท้อนทิศทางของการจัดการกำไร (นั่นคือ การจัดการกำไรเพื่อเพิ่มหรือลดกำไร) เท่ากับ -0.004, -0.002 และ -0.001 ตามลำดับ ซึ่งล้วนเป็นค่าติดลบขนาดเล็ก แสดงให้เห็นว่าพฤติกรรมของบริษัทที่มีแนวโน้มเลือกรายได้หรือเร่งบันทึกค่าใช้จ่ายมากกว่าการเร่งรับรู้รายได้ ทั้งนี้แบบจำลอง PMDA มีค่าใกล้ศูนย์ที่สุด แสดงว่าโดยรวมไม่มีแนวโน้มชัดเจนในการจัดการกำไรไปในทิศทางใดทิศทางหนึ่ง (บวกหรือลบ) หรืออาจมีนัยว่าพฤติกรรม “ตกแต่งบัญชี” ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีขนาดเล็ก และ กระจายทั้งสองข้างอย่างสมดุล

สำหรับตัวแปร Absolute Discretionary Accruals (Abs_DA) ซึ่งใช้วัดขนาดของการจัดการกำไรโดยไม่คำนึงถึงทิศทาง พบว่าแบบจำลองทั้งสามให้ค่าที่แตกต่างกันอย่างชัดเจน โดยแบบจำลอง Jones ให้ค่าเฉลี่ยสูงสุดที่ 0.164 ขณะที่แบบจำลอง Modified Jones และ Performance-Matched Modified Jones ให้ค่าเฉลี่ยเท่ากันที่ 0.079 ผลดังกล่าวสะท้อนว่า แบบจำลอง Jones อาจประเมินขนาดของการจัดการกำไรสูงเกินจริง เนื่องจากไม่ได้ควบคุมปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อรายการคงค้าง (Accruals) ที่เกิดจากการดำเนินงานปกติของกิจการ เช่น รายได้ที่เปลี่ยนแปลงตามฤดูกาลหรือผลการดำเนินงานในแต่ละช่วงเวลา ในขณะที่แบบจำลอง Modified Jones ได้เพิ่มการควบคุมในเรื่องของรายได้ และแบบจำลอง PMDA ได้เพิ่มการควบคุมในด้านประสิทธิภาพการดำเนินงาน (Performance) โดยการจับคู่บริษัทตามระดับ ROA ทำให้สามารถแยกความแตกต่างระหว่าง “รายการที่เกิดขึ้นตามปกติ” กับ “รายการที่เกิดจากการจัดการกำไร” ได้แม่นยำมากขึ้น ดังนั้น ค่าที่ต่ำลงในทั้งสองโมเดลจึงสะท้อนว่า พฤติกรรมการจัดการกำไรของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีอยู่จริง แต่มีขนาดไม่สูงมากนัก เมื่อประเมินด้วยแบบจำลองที่มีความแม่นยำมากกว่า

สำหรับตัวแปรกำกับที่ใช้แทนกลไกการกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ Bsize (ขนาดคณะกรรมการ) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 11.65 คน แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างมีจำนวนกรรมการโดยเฉลี่ยประมาณ 11 ถึง 12 คน ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับที่ค่อนข้างใหญ่เมื่อเทียบกับแนวทางธรรมาภิบาลที่มักแนะนำให้มีความเหมาะสมกรรมการอยู่ระหว่าง 7-11 คน ทั้งนี้ พบว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการขนาดเล็กที่สุดในกลุ่มตัวอย่างมีจำนวนกรรมการเพียง 6 คน ขณะที่บริษัทที่มีคณะกรรมการขนาดใหญ่ที่สุดมีจำนวนถึง 23 คน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรนี้อยู่ที่ 2.894 บ่งชี้ว่าขนาดคณะกรรมการของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีความแปรปรวนในระดับปานกลางถึงค่อนข้างมาก ส่วน IndDirect (สัดส่วนกรรมการอิสระ) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 43.60% แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างมีสัดส่วนกรรมการอิสระโดยเฉลี่ยมากกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแนะนำไว้ที่ 1 ใน 3 หรือประมาณ 33.33% ของคณะกรรมการทั้งหมด ซึ่งสอดคล้องกับแนวทางธรรมาภิบาลที่ดีและแสดงถึงความพยายามในการสร้างสมดุลเชิงอำนาจภายในคณะกรรมการ ทั้งนี้ พบว่า บริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระต่ำที่สุดมีเพียง 17.39% ซึ่งต่ำกว่ามาตรฐานที่กำหนด ขณะที่บางบริษัทมีกรรมการอิสระมากถึง 81.25% ของคณะกรรมการทั้งหมด แสดงถึงความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญในโครงสร้างการกำกับดูแลของแต่ละองค์กร โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) เท่ากับ 11.231 ซึ่งสะท้อนถึงความแปรปรวนในระดับหนึ่งของสัดส่วนกรรมการอิสระในกลุ่มตัวอย่าง ในขณะที่ Bwoman (สัดส่วนกรรมการหญิง) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 20.49% สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างมีกรรมการหญิงประมาณ 1 ใน 5 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด โดยมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 5.26% และค่าสูงสุดเท่ากับ 71.43% แสดงถึงความหลากหลายในระดับสูงของสัดส่วนเพศหญิงในคณะกรรมการแต่ละบริษัท และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) เท่ากับ 11.80 ซึ่งบ่งชี้ว่ามีความแปรปรวนในระดับปานกลางถึงค่อนข้างสูงในตัวแปรนี้ การที่ค่าเฉลี่ยของกรรมการหญิงอยู่ในระดับต่ำกว่าร้อยละ 30 ซึ่งเป็นระดับที่หลายองค์กรกำกับดูแลทั่วโลกกำหนดเป็นเป้าหมายขั้นต่ำในด้านความหลากหลายทางเพศ (World Economic Forum, 2022) อาจสะท้อนให้เห็นถึงความท้าทายด้านความเท่าเทียมทางเพศในการบริหารจัดการระดับสูงของบริษัทไทยในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม บริษัทบางแห่งในกลุ่มตัวอย่างมีกรรมการหญิงในระดับสูงถึงกว่า 70% ซึ่งอาจแสดงถึงความตระหนักในประเด็นความหลากหลายและความยั่งยืน

ด้านตัวแปรควบคุม พบว่า ตัวแปร Size ซึ่งวัดโดยการแปลงค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวม (ln Total Assets) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 10.694 โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 7.807 และค่าสูงสุด 15.044 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 1.426 แสดงว่ากลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่มีขนาดปานกลางถึงขนาดใหญ่ และไม่มี ความแปรปรวนสูงมากนัก ตัวแปร FAge ซึ่งวัดอายุของกิจการมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 28.80 ปี โดยมีค่าต่ำสุด 3 ปี และ

ค่าสูงสุด 109 ปี ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 15.477 สะท้อนว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีอายุหลากหลายตั้งแต่กิจการใหม่ไปจนถึงกิจการที่มีความมั่นคงและดำเนินงานมาอย่างยาวนาน สำหรับตัวแปร FinRisk ซึ่งวัดความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 30.30% ค่าต่ำสุด -7.09% และค่าสูงสุด 78.60% โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเพียง 0.187 แสดงว่าค่าดังกล่าวมีการกระจายตัวไม่มากนัก และบริษัทส่วนใหญ่มีความเสี่ยงทางการเงินอยู่ในระดับปานกลาง ตัวแปร Profit ซึ่งวัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (ROE) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.88 เท่า โดยมีค่าต่ำสุด 1.09 เท่า และค่าสูงสุด 14.91 เท่า ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 2.432 สะท้อนว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีความสามารถในการทำกำไรในระดับสูง และในแต่ละบริษัทมีประสิทธิภาพในการสร้างกำไรแตกต่างกันมาก ตัวแปร Growth ซึ่งวัดอัตราการเติบโตของรายได้ มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -49.96% โดยมีค่าต่ำสุด 5.52% และค่าสูงสุด 103.36% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.204 สะท้อนว่าบริษัทส่วนใหญ่มีแนวโน้มรายได้ลดลง แต่ยังมีบางบริษัทที่สามารถเติบโตได้ดีมาก ทำให้ข้อมูลมีการกระจายตัวค่อนข้างกว้าง และแสดงถึงความไม่สม่ำเสมอในการเติบโตของรายได้ในกลุ่มตัวอย่าง ในส่วนของ ConOwn ซึ่งวัดสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีค่าเฉลี่ย 44.64% โดยมีค่าต่ำสุด 20.13% และค่าสูงสุด 76.34% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 15.798 แสดงว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่มีโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัวในระดับหนึ่ง สุดท้าย Loss ซึ่งเป็นตัวแปร Dummy แสดงสถานะการขาดทุนของบริษัท (1 = ขาดทุน, 0 = ไม่ขาดทุน) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.094 แสดงว่าเพียงประมาณ 9.4% ของชุดข้อมูลเป็นปีที่บริษัทประสบภาวะขาดทุน ค่าดังกล่าวสะท้อนว่ากลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานที่มีกำไรในช่วงเวลาที่ศึกษา

โดยรวม ผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนาในตารางนี้สะท้อนถึงลักษณะเฉพาะของกลุ่มตัวอย่างที่มีความหลากหลายในด้านผลประกอบการ โครงสร้างการกำกับดูแล และพฤติกรรมทางบัญชี ซึ่งล้วนเป็นปัจจัยสำคัญที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานด้าน ESG และจะถูกนำมาวิเคราะห์เชิงอนุมานต่อไปในขั้นตอนถัดไป

4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Analysis)

ในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel Data คณะผู้วิจัยต้องเลือกใช้รูปแบบโมเดลที่เหมาะสมระหว่าง Fixed Effects (FE) และ Random Effects (RE) โดยโมเดล FE เหมาะสำหรับกรณีที่คาดว่าคุณลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทอาจมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ ขณะที่ RE สมมติว่าคุณลักษณะเหล่านั้นไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ ซึ่งจะทำให้สามารถประมาณค่าได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่า ดังนั้น คณะผู้วิจัยจึงได้ดำเนินการทดสอบ Hausman test ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากโมเดล FE และ RE แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ หากแตกต่างกัน แสดงว่า RE ไม่เหมาะสม เพราะละเมิดสมมติฐานของความไม่สัมพันธ์ระหว่างค่าคงที่เฉพาะหน่วยกับตัวแปรอิสระ และจากการทดสอบ Hausman เพื่อพิจารณาความเหมาะสมของโมเดล พบว่า p-value เท่ากับ 0.5675 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 จึงไม่สามารถ

ปฏิเสธสมมติฐานตั้งต้นได้ แสดงว่าไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญระหว่าง FE และ RE แต่ RE เป็นวิธีที่คำนึงถึงความแตกต่างระหว่างบริษัท และไม่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงเลือกใช้โมเดลแบบ RE ในการวิเคราะห์ข้อมูล เนื่องจาก โมเดล RE สามารถใช้ข้อมูลได้ครบถ้วนกว่า และให้ผลที่แม่นยำกว่ามากกว่า

จากนั้นคณะผู้วิจัยได้ทดสอบการแจกแจงของค่าคงเหลือด้วย Shapiro-Wilk test ผลการทดสอบพบว่า ค่า p-value เท่ากับ 0.066 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานที่ว่าค่าคงเหลือมีการแจกแจงแบบปกติได้ ผลดังกล่าวแสดงว่า โมเดล RE ที่ใช้มีค่าคงเหลือที่มีลักษณะใกล้เคียงการแจกแจงปกติ ซึ่งสนับสนุนความเหมาะสมของโมเดลในการประมาณค่าที่เชื่อถือได้ หลังจากตรวจสอบลักษณะการแจกแจงของค่าคงเหลือด้วย Shapiro-Wilk test และพบว่าค่าคงเหลือมีลักษณะใกล้เคียงกับการแจกแจงแบบปกติ แต่เมื่อพิจารณาตัวแปรเป็นรายตัวแล้วพบว่าตัวแปรบางตัวไม่เหมาะสมที่จะใช้ Pearson's correlation ดังนั้น เพื่อให้การประมาณค่าของโมเดลมีความน่าเชื่อถือมากขึ้น ผู้วิจัยจึงดำเนินการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วย Spearman's rank correlation ซึ่งเป็นวิธีที่ไม่ต้องอาศัยสมมติฐานเรื่องการแจกแจงแบบปกติของตัวแปร และผลการวิเคราะห์ดังกล่าวช่วยให้สามารถตรวจสอบเบื้องต้นได้ว่า ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันในระดับที่เหมาะสม และไม่มีปัญหา Multicollinearity รุนแรง ซึ่งจะสนับสนุนคุณภาพของการวิเคราะห์แบบถดถอย (Regression) ที่จะนำเสนอในขั้นตอนถัดไป

จากตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ Spearman's rank correlation ชี้ว่า ESG มีความสัมพันธ์ทางลบกับการจัดการกำไรในทุกรูปแบบ ดังนี้ ตัวแปรการจัดการกำไรแบบมีทิศทางตามโมเดล Jones มีความสัมพันธ์ทางลบระดับปานกลางกับ ESG ($\rho = -0.3385, p < 0.001$) โมเดล Modified Jones มีความสัมพันธ์ทางลบในระดับอ่อนกับ ESG ($\rho = -0.1260, p = 0.0034$) สอดคล้องกับผลของโมเดลแรก แต่ความแรงของความสัมพันธ์ลดลง และโมเดล Performance Match Modified Jones ก็มีความสัมพันธ์ทางลบระดับอ่อนเช่นกัน ($\rho = -0.1279, p = 0.0029$) ผลดังกล่าวสะท้อนอย่างชัดเจนว่า เมื่อมีการใช้ดุลยพินิจปรับรายการบัญชีมากขึ้นในเชิง “ซ่อนกำไร” หรือ “สร้างภาพผลการดำเนินงาน” จะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ESG score แสดงถึงพฤติกรรมที่ไม่สอดคล้องกับธรรมาภิบาลและความยั่งยืน สำหรับตัวแปรการจัดการกำไรแบบไม่มีทิศทางตามโมเดล Jones มีความสัมพันธ์ทางลบเล็กน้อยกับ ESG ($\rho = -0.1918, p < 0.001$) โมเดล Modified Jones มีความสัมพันธ์ทางลบเล็กน้อยและมีนัยสำคัญเช่นกัน ($\rho = -0.1747, p < 0.001$) และโมเดล Performance Match Modified Jones มีความสัมพันธ์ทางลบในระดับอ่อน ($\rho = -0.1376, p =$

0.0013) แม้ค่าความสัมพันธ์จะไม่สูง แต่เมื่อพิจารณาร่วมกับค่าความผิดปกติแบบมีทิศทาง ก็ยืนยันแนวโน้มว่าองค์กรที่แสดงพฤติกรรมจัดการกำไรสูงไม่ว่าจะทางใด ก็มีแนวโน้ม ESG ต่ำลง โดยสอดคล้องในทุกโมเดล

นอกจากนี้ ESG ยังมีความสัมพันธ์มีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับหลายตัวแปร ได้แก่ ขนาดกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์ทางบวกระดับสูงกับ ESG ($p = 0.6219, p < 0.001$) ความเสี่ยงทางการเงิน (FinRisk) มีความสัมพันธ์ทางบวกปานกลาง ($p = 0.3229, p < 0.001$) อายุของกิจการ (FAge) มีความสัมพันธ์ทางบวกระดับต่ำ ($p = 0.1526, p < 0.001$) สัดส่วนกรรมการอิสระ มีความสัมพันธ์ทางบวกระดับต่ำ (IndDirect) ($p = 0.1377, p < 0.01$) และสัดส่วนผู้ถือหุ้นทั่วไป (ConOwn) มีความสัมพันธ์ทางบวกระดับต่ำ ($p = 0.2201, p < 0.001$) แสดงให้เห็นว่าองค์กรที่มีขนาดใหญ่ มีหนี้สินสูง มีอายุมาก มีธรรมาภิบาลบางด้านที่เข้มแข็ง และมีการกระจายผู้ถือหุ้นมากขึ้น มักมีคะแนน ESG สูงขึ้น ในทางตรงกันข้าม ESG มีความสัมพันธ์มีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับ สัดส่วนกรรมการหญิงในคณะกรรมการบริษัท (Bwoman) ($p = -0.3195, p < 0.001$) ซึ่งจัดอยู่ในระดับความสัมพันธ์ปานกลาง ผลดังกล่าวชี้ให้เห็นว่า ยิ่งบริษัทมีสัดส่วนกรรมการหญิงมากขึ้น คะแนน ESG ของบริษัทกลับมีแนวโน้มลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจขัดแย้งกับวรรณกรรมบางชิ้นในต่างประเทศที่มักพบว่าการแต่งตั้งกรรมการผู้หญิงมีความเชื่อมโยงเชิงบวกกับธรรมาภิบาลและ ESG

อย่างไรก็ตาม ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์พบว่า มีบางคู่ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กันสูงมาก ($|p| > 0.90$) ได้แก่ ตัวแปรการจัดการกำไรแบบมีทิศทางตามโมเดล Modified Jones กับ โมเดล Performance Match Modified Jones ($p = 0.9961, p < 0.001$) เช่นเดียวกับ ตัวแปรการจัดการกำไรแบบไม่มีทิศทางตามโมเดล Performance Match Modified Jones และโมเดล Modified Jones ($p = 0.9902, p < 0.001$) แต่เนื่องจากตัวแปรกลุ่ม Accruals ไม่ได้วิเคราะห์การถดถอยในโมเดลเดียวกัน เช่นนี้ก็จะไม่มีความเสี่ยงต่อปัญหา Multicollinearity ภายในโมเดลเดียวกัน

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Spearman's Rang 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_PMDA	(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_PMDA	(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

Spearman rho = 0.041

โดย *** หมายถึง $p < 0.001$ / ** หมายถึง $0.001 \leq p < 0.01$ / * หมายถึง $0.01 \leq p < 0.05$

4.3 การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

4.3.1. ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG และเพื่อศึกษาอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG และเพื่อตรวจสอบสมมติฐาน H1 ซึ่งตั้งขึ้นเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG คณะผู้วิจัยได้ดำเนินการวิเคราะห์ถดถอยจำนวน 6 โมเดล โดยจำแนกตามวิธีการวัดค่าการจัดการกำไรออกเป็นสองกลุ่ม ได้แก่ การจัดการกำไรที่มีทิศทาง (Signed Accruals) และการจัดการกำไรที่ไม่มีทิศทางหรือพิจารณาเพียงขนาดของการจัดการกำไร (Absolute Accruals) โดยใช้การประเมินจากโมเดลของ Jones, Modified Jones และ Performance-Matched Modified Jones ตามลำดับ โดยก่อนดำเนินการประมาณค่าสมการถดถอยเพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไร (DA) และผลการดำเนินงานด้าน ESG ตามวัตถุประสงค์ที่หนึ่งของการวิจัยครั้งนี้ โดยใช้สมการที่กำหนดไว้ ดังนี้

$$ESG_{i,t} = \gamma_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 FAge_{i,t} + \beta_4 FinRisk_{i,t} + \beta_5 Profit_{i,t} + \beta_6 Growth_{i,t} + \beta_7 Loss_{i,t} + \beta_8 ConOwn_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

คณะผู้วิจัยได้ดำเนินการทดสอบสมมติฐานเบื้องต้นของโมเดลทั้ง 4 ข้อตามที่ระบุในบทที่ 3 ผลการทดสอบพบว่า ทั้ง 6 โมเดลต่างมีหลักฐานที่ชี้ว่าค่าคลาดเคลื่อน (Error terms) มีแนวโน้มสัมพันธ์กันระหว่างช่วงเวลา (Autocorrelated) อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น เพื่อให้ผลการวิเคราะห์มีความน่าเชื่อถือและสามารถประมาณค่าความแปรปรวนของตัวแปรอย่างถูกต้อง คณะผู้วิจัยจึงใช้ Robust standard errors แบบ cluster ตามรายบริษัท (Cluster-robust standard errors) ในการวิเคราะห์ทุกโมเดล ตามแนวทางของ Arellano (1987) และ Petersen (2009) ซึ่งเป็นแนวทางที่สามารถรองรับทั้ง Autocorrelation และ Heteroskedasticity ที่อาจเกิดขึ้นในข้อมูล Panel ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์โมเดลถดถอยแบบสุ่มผล (Random Effects Model)

ตัวแปร	โมเดล 1	โมเดล 2	โมเดล 3	โมเดล 4	โมเดล 5	โมเดล 6
	ESG-AbnJones	ESG-AbnMoJones	ESG-AbnPMDA	ESG-AbsJones	ESG-AbsMoJones	ESG-AbsPMDA
การจัดการกำไรที่มีทิศทาง (Signed Accruals)						
Abn_Jones	-3.277 (2.223)					
Abn_MoJones		-4.255 (3.631)				
Abn_PMDA			-4.924** (2.508)			
ขนาดของการจัดการกำไร (Absolute Accruals)						
Abs_Jones				-4.691* (2.486)		
Abs_MoJones					-3.464* (2.022)	
Abs_PMDA						-3.243 (2.054)
ตัวแปรควบคุม						
Size	8.082*** (0.853)	8.857*** (0.859)	7.992*** (0.795)	7.368*** (0.821)	7.806*** (0.780)	7.801*** (0.779)
FAge	0.151** (0.070)	0.140** (0.070)	0.148** (0.069)	0.179*** (0.069)	0.149** (0.069)	0.149** (0.069)
FinRisk	-7.758 (6.748)	-8.813 (7.172)	-8.273 (6.375)	-8.407 (6.140)	-8.847 (6.196)	-8.831 (6.192)
Profit	-2.58 (1.912)	-3.468* (1.975)	-2.091 (1.790)	-3.036 (1.912)	-1.95 (1.778)	-1.946 (1.779)
ConOwn	0.079 (0.089)	0.088 (0.090)	0.077 (0.089)	0.086 (0.089)	0.078 (0.089)	0.078 (0.089)
Growth	-9.197*** (3.013)	-9.705*** (3.317)	-7.538*** (2.488)	-8.120*** (3.001)	-7.307*** (2.487)	-7.301*** (2.489)
Loss	-0.628 (2.389)	-0.85 (2.416)	-0.14 (2.340)	0.36 (2.323)	-0.018 (2.321)	-0.01 (2.319)
Constant	-42.653*** (7.609)	-50.835*** (7.557)	-40.470*** (7.268)	-33.132*** (7.714)	-37.640*** (7.359)	-37.595*** (7.345)
<i>within R²</i>	0.2864	0.3054	0.2621	0.2665	0.255	0.2543
<i>between R²</i>	0.5252	0.54	0.5082	0.489	0.4966	0.4965
<i>overall R²</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 *** หมายถึง $p < 0.001$ / ** หมายถึง $0.001 \leq p < 0.01$ / * หมายถึง $0.01 \leq p < 0.05$

ตารางที่ 5 แสดงผลการวิเคราะห์โมเดลถดถอยแบบสุ่มผล (Random Effects Model) ทั้ง 6 โมเดล โดยกลุ่มแรกซึ่งเป็นการวัดค่าการจัดการกำไรที่มีทิศทาง พบว่าเพียงโมเดลที่ใช้ตัวแปร Abn_PMDA เท่านั้นที่แสดงความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานด้าน ESG โดยค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของ Abn_PMDA มีค่าเป็นลบที่ -4.924 (ค่า $SE = 2.508$, $z = -2.03$, $p = 0.045$) แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีระดับของการจัดการกำไรในเชิงทิศทางสูงกว่ามีแนวโน้มที่จะมีผลการดำเนินงานด้าน ESG ต่ำกว่า ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่าจัดการกำไรในลักษณะไม่โปร่งใสอาจสะท้อนถึงธรรมาภิบาลที่อ่อนแอและส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานที่ยั่งยืนขององค์กร อย่างไรก็ตาม ในโมเดลที่ใช้ตัวแปร Abn_Jones และ $Abn_MoJones$ แม้จะสะท้อนการจัดการกำไรในเชิงทิศทางเช่นกัน แต่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ โดยมีค่า β เท่ากับ -3.277 ($p = 0.377$) และ -4.255 ($p = 0.580$) ตามลำดับ ซึ่งอาจสะท้อนให้เห็นว่าโมเดล $PMDA$ มีประสิทธิภาพมากกว่าในการตรวจวัดพฤติกรรมจัดการกำไรที่สัมพันธ์กับมิติด้าน ESG

ในส่วนของการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของการจัดการกำไร (Absolute Accruals) กับผลการดำเนินงานด้าน ESG ซึ่งไม่พิจารณาทิศทางของการจัดการกำไร ผลการวิเคราะห์จากโมเดลแรกที่ใช้ตัวแปร Abs_Jones พบค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเท่ากับ -4.691 (ค่า $SE = 2.486$, $z = -1.89$, $p = 0.059$) ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% ขณะที่โมเดลที่สองซึ่งใช้ตัวแปร $Abs_MoJones$ ให้ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย -3.464 ($SE = 2.022$, $z = -1.71$, $p = 0.087$) ซึ่งก็แสดงนัยสำคัญในระดับ 10% เช่นกัน โดยยังคงแสดงผลลัพธ์ในทิศทางลบเช่นเดียวกัน แสดงให้เห็นว่าขนาดของการจัดการกำไรตามการวัดของ Jones และ Modified Jones มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานด้าน ESG โดยบริษัทที่มีการจัดการกำไรมาก (ไม่ว่าทิศทางใด) มีแนวโน้มที่จะมีคะแนน ESG ต่ำลงเล็กน้อยอย่างมีนัยสำคัญในระดับอ่อน อย่างไรก็ตาม โมเดลที่สามซึ่งวัดขนาดของการจัดการกำไรโดยใช้ Performance-Matched Modified Jones (ตัวแปร Abs_PMDA) พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ -3.243 ($SE = 2.054$, $z = -1.58$, $p = 0.114$) แม้จะยังมีทิศทางเชิงลบเช่นเดียวกัน แต่ค่า p -value อยู่เหนือระดับ 10% ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวมีนัยสำคัญทางสถิติ

โดยสังเคราะห์จากผลของทั้ง 6 โมเดล สามารถกล่าวได้ว่ามีหลักฐานที่ **สนับสนุนสมมติฐาน H1 อย่างบางส่วน** โดยเฉพาะเมื่อใช้การวัดแบบพิจารณาทิศทางของการจัดการกำไรจากโมเดล $PMDA$ ซึ่งมีความชัดเจนที่สุด และการวัดแบบขนาดของการจัดการกำไรซึ่งไม่พิจารณาทิศทางของการจัดการกำไรจากโมเดล Jones และ Modified Jones ซึ่งให้ผลในทิศทางเดียวกัน แม้จะมีนัยสำคัญในระดับต่ำกว่า ดังนั้น ผู้วิจัยจึง **ยอมรับสมมติฐาน H1 อย่างมีเงื่อนไข** โดยเฉพาะในกรณีที่ใช้วิธีวัดการจัดการกำไรของโมเดล Performance-Matched Modified Jones ซึ่งมีความสามารถมากกว่ารูปแบบพื้นฐาน (Jones เดิม) ในการแยกแยะว่าการ

เปลี่ยนแปลงของกำไรนั้นเป็นผลจากพฤติกรรมปกติของธุรกิจ หรือเกิดจากการปรับบัญชีด้วยเจตนา โดยจับคู่บริษัทที่มี Performance ใกล้เคียงกัน เพื่อควบคุมผลกระทบจากประสิทธิภาพการดำเนินงาน ทำให้ช่วยลดความคลาดเคลื่อนจาก “พฤติกรรมปกติของธุรกิจ” และส่วนต่างที่เหลือ “มีแนวโน้มเป็นเจตนา” มากกว่า

สำหรับตัวแปรควบคุม ผลการวิเคราะห์ถดถอยในทั้ง 6 โมเดล พบว่า ตัวแปร Size มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% อย่างสม่ำเสมอในทุกโมเดล สะท้อนว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะมีคะแนน ESG สูงขึ้น เช่นเดียวกับ ตัวแปร FAge (อายุของบริษัท) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ESG โดยพบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ในโมเดล Absolute Accruals ของ Jones และที่ระดับ 5% ในโมเดลอื่น ๆ ซึ่งบ่งชี้ว่าบริษัทที่มีอายุมากกว่ามีแนวโน้มดำเนินงานด้าน ESG ได้ดีกว่า ในขณะที่ ตัวแปร Growth แสดงความสัมพันธ์เชิงลบกับ ESG อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ทุกโมเดล ซึ่งสะท้อนว่าบริษัทที่มีอัตราการเติบโตสูงอาจให้ความสำคัญกับการขยายกิจการมากกว่าการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน สำหรับตัวแปรควบคุมอื่น ๆ ได้แก่ FinRisk, Profit, ConOwn และ Loss ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ในทุกรูปแบบการวิเคราะห์

นอกจากนี้ ค่าสถิติต่าง ๆ ของผลการวิเคราะห์ถดถอยทั้ง 6 โมเดลอยู่ในระดับที่น่าพอใจ โดยเฉพาะค่า overall R^2 ซึ่งอยู่ในช่วงระหว่าง 0.4358 ถึง 0.4765 บ่งชี้ว่าโมเดลสามารถอธิบายความแปรปรวนของผลการดำเนินงานด้าน ESG ได้ประมาณ 43% ถึง 48% ขึ้นอยู่กับวิธีการวัดการจัดการกำไรที่ใช้ นอกจากนี้ค่า within R^2 และ between R^2 ในทุกโมเดลอยู่ในระดับที่เหมาะสม สะท้อนว่าโมเดลสามารถอธิบายความแตกต่างทั้งภายในและระหว่างหน่วยสังเกตได้อย่างดี ค่า F-statistic ในทุกโมเดลมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ซึ่งหมายความว่าโมเดลโดยรวมมีความเหมาะสมในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม โดย โมเดลที่ 5 (ESG-AbsMoJones) มีค่า F สูงที่สุดที่ 370.73 ขณะที่จำนวนตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ในทุกโมเดลมีเท่ากันคือ 540 รายการ แสดงให้เห็นถึงความสม่ำเสมอในการเปรียบเทียบผลลัพธ์ข้ามโมเดล

4.3.2. ผลการวิเคราะห์อิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG

สำหรับการทดสอบตามวัตถุประสงค์ที่สองซึ่งมุ่งศึกษาอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG โดยมีการกำหนดสมมติฐาน H2a ถึง H2c ซึ่งครอบคลุม 3 มิติของการกำกับดูแล ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการ (Bsize) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (IndDirect) และสัดส่วนกรรมการหญิง (Bwoman) และได้มีการสร้างตัวแปร Interaction term ระหว่างแต่ละกลไกกับตัวแปรการจัดการกำไรในแต่ละโมเดล โดยใช้สมการที่กำหนดไว้ ดังนี้

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

ตารางที่ 6 แสดงผลการวิเคราะห์ซึ่งพบว่า สำหรับสมมติฐาน H2a และ H2b ซึ่งพิจารณา Interaction ระหว่างตัวแปรการจัดการกำกับขนาดของคณะกรรมการและความเป็นอิสระของคณะกรรมการ ไม่ปรากฏค่าสัมประสิทธิ์ใดที่มีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 10% ในทั้ง 6 โมเดลที่ทดสอบ จึงไม่สามารถยอมรับสมมติฐาน H2a และ H2b ได้ ในทางตรงกันข้าม สำหรับสมมติฐาน H2c ซึ่งศึกษาว่าความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ (วัดด้วยสัดส่วนกรรมการหญิง) ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับและ ESG นั้น พบผลการวิเคราะห์ที่สนับสนุนสมมติฐานบางส่วน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในโมเดลที่ใช้การวัดการจัดการกำกับที่ระบุทิศทางแบบ Modified Jones และ Performance-Matched Modified Jones โดยค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของ $Abn_MoJones \times Bwoman$ มีค่า -0.537 (ค่า $SE = 0.248$, $z = -2.17$, $p = 0.030$) แสดงถึงความสัมพันธ์เชิงลบที่มีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 5% และค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของ $Abn_PMDA \times Bwoman$ มีค่าเป็นลบที่ -0.510 (ค่า $SE = 0.244$, $z = -2.09$, $p = 0.038$) ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับเดียวกัน

ค่าสัมประสิทธิ์เชิงลบในทั้งสองโมเดลข้างต้น ชี้ให้เห็นว่า ในบริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการหญิงมากขึ้น ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับและผลการดำเนินงานด้าน ESG มีแนวโน้มลดลงอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ ความหลากหลายทางเพศในระดับคณะกรรมการมีบทบาทในการลดผลกระทบเชิงลบจากพฤติกรรมจัดการกำกับต่อ ESG ขององค์กร โดยสรุป ผลการวิเคราะห์สนับสนุนสมมติฐาน H2c บางส่วน ซึ่งชี้ว่า กรรมการหญิงมีอิทธิพลเชิงบวกในกระบวนการกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืนขององค์กร หรือกล่าวได้ว่า กรรมการหญิงช่วยลดความรุนแรงของผลเสียจากการจัดการกำกับต่อ ESG ในขณะที่ไม่พบหลักฐานสนับสนุนสมมติฐาน H2a และ H2b ในระดับนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลของกลไกกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับ ESG

ตัวแปรกำกับ (Moderators)	โมเดล 1	โมเดล 2	โมเดล 3	โมเดล 4	โมเดล 5	โมเดล 6
	ESG-AbnJones	ESG-AbnMoJones	ESG-AbnPMDA	ESG-AbsJones	ESG-AbsMoJones	ESG-AbsPMDA
M1: ขนาดของคณะกรรมการ (Bsize)	1.373 (1.052)	1.795 (1.723)	1.769 (1.712)	-1.592 (1.526)	-0.263 (2.266)	-0.562 (2.315)
M2: ความเป็นอิสระของกรรมการ (BlndDirect)	0.076 (0.324)	-0.377 (0.461)	-0.348 (0.462)	-0.079 (0.488)	0.216 (0.593)	0.177 (0.607)
M3: กรรมการหญิง (Bwoman)	0.123 (0.237)	-0.537** (0.248)	-0.510** (0.244)	-0.137 (0.361)	-0.245 (0.323)	-0.242 (0.321)
<i>within R²</i>	0.3368	0.3399	0.3389	0.3325	0.3299	0.3298
<i>between R²</i>	0.3566	0.3736	0.3734	0.3525	0.3541	0.3543
<i>overall R²</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

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

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

หมายเหตุ: ตารางนี้แสดงเฉพาะผลการวิเคราะห์ของตัวแปรกำกับ (moderators) ที่ศึกษาอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับและผลการดำเนินงานด้าน ESG โดยในโมเดลการวิเคราะห์ยังคงควบคุมตัวแปรอื่น ๆ ไว้เช่นเดียวกับโมเดลหลักที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับ ESG

สำหรับผลการประเมินคุณภาพของโมเดลทั้ง 6 ที่ใช้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับและผลการดำเนินงานด้าน ESG ภายใต้เงื่อนไขการมีตัวแปรกำกับ (Moderators) จะเห็นว่า ค่า R^2 (within, between และ overall) อยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกันในทุกโมเดล โดย ค่า within R^2 ซึ่งแสดงถึงความสามารถของโมเดลในการอธิบายความแปรปรวนภายในบริษัทเดียวกันที่เวลาต่างกัน มีค่าอยู่ระหว่าง 0.3298 ถึง 0.3399 ส่วน ค่า between R^2 ซึ่งสะท้อนความสามารถในการอธิบายความแตกต่างระหว่างบริษัท อยู่ในช่วง 0.3525 ถึง 0.3736 ขณะที่ ค่า overall R^2 ซึ่งรวมทั้งความแปรปรวนภายในและระหว่างบริษัท มีค่าตั้งแต่ 0.3661 ถึง 0.3835 ซึ่งแสดงว่าโมเดลสามารถอธิบายผลลัพธ์ได้ในระดับประมาณร้อยละ 36.6 ถึง 38.4 ของความแปรปรวนทั้งหมด นอกจากนี้ ค่า F-statistic ของทั้ง 6 โมเดลอยู่ในช่วง 169.65 ถึง 184.85 และล้วนมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ $p < 0.001$ แสดงให้เห็นว่าโมเดลโดยรวมมีความเหมาะสมทางสถิติในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้น ตัวแปรกำกับ และตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยใช้จำนวนตัวอย่างเท่ากันในทุกโมเดล คือ 403 รายการ ซึ่งสะท้อนความสอดคล้องของข้อมูลและรูปแบบการวิเคราะห์ในแต่ละโมเดลอย่างเป็นระบบ

บทที่ 5

สรุป อภิปรายผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลและอภิปรายผลการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG และเพื่อศึกษาอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2561–2565 โดยใช้วิธีการวัดค่าผลการดำเนินงานด้าน ESG ด้วยคะแนน ESG ที่ประเมินโดย Refinitive Eikon และใช้วิธีวัดการจัดการกำไรผ่านโมเดล Jones, Modified Jones และ Performance-Matched Modified Jones ทั้งในรูปแบบที่พิจารณาทิศทางของการจัดการกำไร (Signed Accruals) และรูปแบบที่พิจารณาเฉพาะขนาดของการจัดการกำไร (Absolute Accruals)

ผลการวิเคราะห์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีการจัดการกำไรในเชิงทิศทาง โดยเฉพาะเมื่อวัดด้วยโมเดล Performance-Matched Modified Jones มีแนวโน้มที่จะมีคะแนน ESG ต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ทั้งนี้อาจเป็นเพราะ Performance-Matched ช่วยแยกแยะบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีจริง ๆ ออกจากบริษัทที่ผลการดำเนินงานดีเพราะตกแต่งกำไร ในขณะที่โมเดลที่ไม่มีการจับคู่ตามผลการดำเนินงานตามแบบ Jones และแบบ Modified Jones อาจสับสนระหว่างการจัดการกำไรที่ตั้งใจกับผลการดำเนินงานจริง นอกจากนี้ ในโมเดล Absolute Accruals ของ Jones และ Modified Jones ก็พบความสัมพันธ์เชิงลบด้วยเช่นกันแต่ที่ระดับนัยสำคัญ 10% แต่ไม่สะท้อนหาการวัดค่า Absolute Accruals ด้วย Performance-Matched ทั้งนี้อาจเนื่องมาจาก Absolute Accruals รวมค่าบวกและลบเข้าด้วยกัน ซึ่งหมายถึงรวมการเพิ่มกำไรและการลดกำไรอยู่ในค่าเดียว นั่นคือ บริษัทที่มี ESG สูง อาจมีแนวโน้มลดกำไร (Conservative) ส่วนบริษัทที่ ESG ต่ำ อาจเพิ่มกำไร (Aggressive) หากรวมเป็นค่า Absolute ผลกระทบที่มีทิศทางตรงข้ามกันจะหักล้างกันเอง ดังนั้นโมเดล Performance-Matched ที่ควบคุมตัวแปรได้ดีขึ้นจะลดความแปรปรวนในข้อมูล ส่งผลให้ "ผลสุทธิ" ไม่เด่นชัดพอที่จะแสดงผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิดของทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) (Freeman, 1984) ซึ่งเสนอว่าบริษัทที่ให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างรอบด้านจะมีแนวโน้ม

หลีกเลี่ยงพฤติกรรมที่อาจกระทบต่อความไว้วางใจ เช่น การจัดการกำไร ด้วยเหตุนี้ บริษัทที่มีระดับ ESG สูงจึงมักมีแนวโน้มหลีกเลี่ยงพฤติกรรมการจัดการกำไร เพื่อรักษาความสัมพันธ์ระยะยาวกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียหลากหลายกลุ่ม ข้อค้นพบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Chih et al. (2008) และ Gras-Gil et al. (2016) ซึ่งพบว่าบริษัทที่มี ESG สูงมักไม่ยุ่งเกี่ยวกับพฤติกรรมการจัดการกำไร ในขณะที่เดียวกันบริษัทที่มีการจัดการกำไรสูงกลับมักมี ESG ต่ำ อันเนื่องมาจากแนวโน้มในการเปิดเผยข้อมูลที่จำกัด และการมุ่งหวังประโยชน์ระยะสั้นของฝ่ายบริหาร ในอีกแง่มุมหนึ่ง ผลการวิจัยยังสอดคล้องกับทฤษฎีตัวการตัวแทน (Agency Theory) (Jensen & Meckling, 1976) ซึ่งอธิบายว่าผู้บริหารในบางบริษัทอาจมีแรงจูงใจในการจัดการกำไรเพื่อผลประโยชน์ส่วนตน แม้จะขัดกับผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น เช่น นักลงทุนและสังคม การค้นพบว่าบริษัทที่มีคะแนน ESG ต่ำมักมีระดับการจัดการกำไรสูง สอดคล้องกับข้อเสนอของทฤษฎีนี้ และตรงกับผลการวิจัยของ Kim et al. (2012), Martínez-Ferrero et al. (2015), Zang (2012) และล่าสุดโดย Adeneye et al. (2024) ซึ่งล้วนพบว่าการจัดการกำไรเป็นพฤติกรรมที่ลดความโปร่งใสและลดคุณภาพของการเปิดเผย ESG นอกจากนี้ ยังสามารถอธิบายได้ผ่านกรอบของทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory) (Pfeffer & Salancik, 1978) ซึ่งระบุว่าความสามารถในการเข้าถึงทรัพยากรและรักษาความสัมพันธ์กับภายนอกองค์กรมีความสำคัญต่อการดำรงอยู่ขององค์กร ผลการวิจัยที่ชี้ว่าบริษัทที่มีการจัดการกำไรน้อยมีแนวโน้มมี ESG สูงนั้น สอดคล้องกับ Velte (2019) และ Kim & Lyon (2015) ที่เสนอว่าบริษัทที่ไม่เน้นการบิดเบือนรายได้ มีการบริหารอย่างมีจริยธรรม และสามารถจัดสรรทรัพยากรเพื่อการลงทุนในโครงการ ESG ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่า

สำหรับผลการวิเคราะห์เพื่อศึกษาอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG พบว่า ขนาดของคณะกรรมการ และความเป็นอิสระของคณะกรรมการไม่แสดงผลอย่างมีนัยสำคัญในเชิงสถิติในทุกโมเดลที่ทดสอบ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าปัจจัยดังกล่าวอาจไม่สามารถลดผลกระทบเชิงลบของการจัดการกำไรต่อ ESG ได้อย่างมีประสิทธิภาพในบริบทของบริษัทไทย อย่างไรก็ตาม ในมิติของความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ (วัดด้วยสัดส่วนกรรมการหญิง) พบว่ามีผล Interaction term ที่ติดลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในโมเดลที่ใช้ตัวชี้วัดการจัดการกำไรแบบ Modified Jones และ Performance-Matched Modified Jones โดยแสดงให้เห็นว่าการมีกรรมการหญิงในคณะกรรมการสามารถลดความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการจัดการกำไรกับ ESG ได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งหมายความว่าความหลากหลายทางเพศมีบทบาทในการกลั่นกรองพฤติกรรมของผู้บริหารที่อาจส่งผลเสียต่อความยั่งยืนขององค์กร และผลการวิเคราะห์ครั้งนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Gul et al. (2011) และ Wang & Sarkis (2017) ที่ค้นพบว่าความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการส่งผลกระทบเชิงบวกต่อความสัมพันธ์

ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG ซึ่งหมายความว่าผลความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG จะลดลงในบริษัทที่มีความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ

ผลการศึกษาสามารถอธิบายได้ภายใต้กรอบของทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) ที่ระบุว่าบริษัทควรดำเนินกลยุทธ์โดยคำนึงถึงผลกระทบต่อกลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่หลากหลาย ไม่ใช่เฉพาะผู้ถือหุ้นเพียงกลุ่มเดียว (Freeman, 1984) โดยการมีกรรมการหญิงในคณะกรรมการอาจสะท้อนถึงความอ่อนไหวต่อมิติด้านจริยธรรม ความโปร่งใส และความรับผิดชอบต่อสังคม ส่งผลให้คณะกรรมการมีแนวโน้มที่จะควบคุมหรือลดการใช้กลยุทธ์จัดการกำไรที่อาจบั่นทอนภาพลักษณ์ด้าน ESG ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Ben-Amar et al. (2017) ที่พบว่าความหลากหลายทางเพศมีความสัมพันธ์กับคุณภาพของการรายงานด้านความยั่งยืน และการลดพฤติกรรมฉวยโอกาสของผู้บริหาร ในขณะเดียวกัน ภายใต้ทฤษฎีตัวการตัวแทน (Agency Theory) การมีกรรมการหญิงอาจเพิ่มประสิทธิภาพของกระบวนการกำกับดูแล เนื่องจากกรรมการหญิงมีแนวโน้มเข้าร่วมประชุมบ่อยและมีความละเอียดรอบคอบสูง ซึ่งช่วยลดปัญหาความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและคณะกรรมการ (Adams & Ferreira, 2009) ส่งผลให้ผู้บริหารไม่สามารถดำเนินกลยุทธ์จัดการกำไรที่แฝงความเสี่ยงด้าน ESG ได้ง่าย ยิ่งไปกว่านั้น ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory) ยังช่วยอธิบายว่า กรรมการหญิงนำมาซึ่งเครือข่าย ความเชี่ยวชาญ และมุมมองใหม่ที่หลากหลาย ซึ่งเป็นทรัพยากรสำคัญที่ช่วยให้องค์กรตอบสนองต่อความคาดหวังด้าน ESG ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น (Hillman et al., 2007) โดย Liao et al. (2015) ยังพบว่าองค์กรประกอบความหลากหลายในคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับระดับการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อมและการมีส่วนร่วมในการกำหนดนโยบายด้านความยั่งยืนอย่างชัดเจน

จากผลการวิจัยของทั้งสองวัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้ จึงสรุปประโยชน์เชิงวิชาการได้ว่า งานวิจัยนี้ช่วยเติมเต็มช่องว่างทางวรรณกรรม โดยบูรณาการแนวคิดด้านการจัดการกำไร ความยั่งยืน (ESG) และกลไกการกำกับดูแลกิจการเข้าไว้ด้วยกัน ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยก่อนหน้านี้ ที่มักมุ่งศึกษาเพียงมิติใดมิติหนึ่ง ผลการวิจัยให้หลักฐานเชิงประจักษ์ที่ท้าทายแนวคิดเดิมที่ว่าองค์กรที่มี ESG สูงมักมีพฤติกรรมโปร่งใส แต่เนื่องจากพบความเป็นไปได้ว่าการเปิดเผยด้าน ESG อาจถูกใช้เพื่อสร้างภาพลักษณ์ หรือปกปิดพฤติกรรมที่ไม่สอดคล้องกับความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งสนับสนุนแนวคิด “Greenwashing” และ “Brownwashing” แต่ผลการวิเคราะห์ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระดับการจัดการกำไรของผู้บริหารกับคะแนน ESG ในงานวิจัยครั้งนี้สะท้อนว่าองค์กรที่มีพฤติกรรมบิดเบือนข้อมูลทางบัญชีในระดับสูง มักมีระดับการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลต่ำกว่ากลุ่มอื่น ซึ่งอาจแปลได้ว่าองค์กรเหล่านี้ไม่ได้ใช้ ESG เป็นเครื่องมือสร้างภาพลักษณ์หรือสื่อสารเพื่อปกปิดเจตนาอื่น แต่เป็นองค์กรที่ขาดความใส่ใจในหลักความ

รับผิดชอบในทุกมิติ ไม่ว่าจะเป็นด้านการเงินหรือการดำเนินงานเชิงสังคม กรณีนี้จึงไม่อาจตีความว่าเป็นการ Greenwashing เพราะองค์กรไม่ได้พยายาม “ทำทีไรใส่ใจ ESG” หากแต่สะท้อนความเป็นจริงว่าองค์กรที่มีพฤติกรรมทางบัญชีไม่โปร่งใส ก็มักจะไม่ได้ให้ความสำคัญกับ ESG อย่างจริงจังเช่นกัน นอกจากนี้ การศึกษานี้ยังแสดงให้เห็นถึงบทบาทของกลไกการกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะในมิติของ “กรรมการหญิง” ที่สามารถลดทอนความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นการเสนอแนวทางปรับปรุงโครงสร้างบอร์ดในเชิงนโยบาย

ในแง่มุมมองของประโยชน์เชิงประจักษ์สำหรับผู้ใช้งบการเงิน ผลการวิจัยช่วยให้ผู้ลงทุน นักวิเคราะห์ และผู้มีส่วนได้เสีย สามารถเข้าใจพฤติกรรมองค์กรในมิติ ESG อย่างรอบด้านมากขึ้น โดยไม่ยึดติดเฉพาะกับข้อมูลที่องค์กรเปิดเผย หากแต่พิจารณาควบคู่กับพฤติกรรมด้านการจัดการกำไร เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนหรือประเมินความเสี่ยงได้อย่างแม่นยำยิ่งขึ้น นอกจากนี้ งานวิจัยนี้สามารถใช้เป็นข้อมูลสนับสนุนในการออกแบบเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีคุณภาพ และลดช่องว่างระหว่าง “พฤติกรรมจริง” กับ “ข้อมูลที่เปิดเผย” โดยเฉพาะการส่งเสริมสัดส่วนกรรมการหญิงในบอร์ดบริหาร ซึ่งมีผลต่อการลดพฤติกรรมที่ไม่โปร่งใส อันอาจส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของบริษัทในตลาดทุน ซึ่งเป็นประโยชน์อย่างยิ่งสำหรับหน่วยงานกำกับดูแล

5.2 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานด้าน ESG รวมถึงอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะสำหรับการดำเนินงานวิจัยในอนาคต ดังนี้ (1) เพื่อให้เห็นภาพรวมที่ครอบคลุมยิ่งขึ้นเกี่ยวกับบทบาทของการกำกับดูแลกิจการต่อพฤติกรรมจัดการกำไรและผลกระทบด้าน ESG ควรพิจารณาตัวแปรอื่น ๆ ที่สะท้อนถึงกลไกการกำกับดูแลกิจการ เช่น การถือหุ้นของผู้บริหาร การมีคณะกรรมการตรวจสอบอิสระ ความถี่ในการประชุมกรรมการ หรือการมีคณะกรรมการด้านความยั่งยืน (2) แม้ Refinitiv Eikon จะเป็นฐานข้อมูลที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล แต่การนำข้อมูลจากแหล่งอื่น เช่น MSCI, Bloomberg ESG Scores หรือ CDP อาจช่วยเพิ่มความแม่นยำและลดความลำเอียงของข้อมูลที่มาจากแหล่งเดียว (3) ศึกษาในบริบทของอุตสาหกรรมเฉพาะกลุ่มเพื่อให้เห็นพฤติกรรมจัดการกำไรและแนวโน้ม ESG ที่แตกต่างกันในแต่ละภาคธุรกิจ (4) เพิ่มช่วงเวลาของการศึกษาวิจัยให้ครอบคลุมมากกว่า 5 ปี หรือศึกษาแบบ Long-window ที่อาจช่วยสะท้อนแนวโน้มระยะยาวของพฤติกรรมจัดการกำไรและผลการดำเนินงานด้าน ESG ได้ดียิ่งขึ้น โดยเฉพาะเมื่อมีเหตุการณ์สำคัญ เช่น การระบาดของโควิด-19 หรือการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบด้าน ESG ในระดับสากล (5) นำเครื่องมือวิเคราะห์ขั้นสูงมาใช้ เช่น การวิเคราะห์ข้อ Panel data แบบ Dynamic (GMM) การวิเคราะห์ Mediation หรือการใช้เทคนิค Machine Learning ในการคัดเลือกตัวแปรที่มีนัยสำคัญ ทั้งนี้เพื่อเพิ่มความแม่นยำและลดอคติในการ

ประมาณค่าพารามิเตอร์ และ (6) พิจารณาปัจจัยด้านพฤติกรรมของผู้บริหารเพื่อศึกษาพฤติกรรมเชิงจิตวิทยาของผู้บริหาร เช่น ความมั่นใจในตนเองสูงเกินจริง (Overconfidence) หรือคุณลักษณะผู้นำ อาจเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่อธิบายความแตกต่างของพฤติกรรมจัดการกำไรและการให้ความสำคัญต่อ ESG



เอกสารอ้างอิง

- Abdou, H.A., N.N. Ellelly, A.A. Elamer, K. Hussainey, and H. Yazdifar. (2021). Corporate governance and earnings management nexus: Evidence from the UK and Egypt using neural networks. *International Journal of Finance & Economics*, 26(4), 6281–6311. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2120>
- Abernethy, M. A., & Stoelwinder, J. U. (1991). Budget use, task uncertainty, system goal orientation and subunit performance: A test of the 'fit' hypothesis in not-for-profit hospitals. *Accounting, Organizations and Society*, 16(2), 105-120.
- Aboody, D., Hughes, J., & Liu, J. (2005). Earnings quality, insider trading, and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 43(5), 651-673.
- 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.
- Adeneye, Y. B., Fasihi, S., Kammoun, I., & Albitar, K. (2023). Does earnings management constrain ESG performance? The role of corporate governance. *International Journal of Disclosure and Governance*, 21(1), 69-92.
- Adeneye, Y., He, L., & Lee, E. (2024). *Earnings management and ESG performance: Evidence from UK firms*. *Journal of Business Ethics*, 189(2), 445–468.
- 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., K. Hussainey, N. Kolade, and A.M. Gerged. (2020). ESG disclosure and firm performance before and after IR: The moderating role of governance mechanisms. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(3), 429–444. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-09-2019-0108>
- 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>

- Al-Shaer, H., and M. Zaman. (2018). Credibility of sustainability reports: The contribution of audit committees. *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 973–986. <https://doi.org/10.1002/bse.2046>
- 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>
- Arellano, M. (1987). Computing robust standard errors for within-groups estimators. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 49(4), 431–434. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.1987.mp49004006.x>
- Arun, T.G., Y.E. Almahrog, and Z.A. Aribi. (2015). Female directors and earnings management: Evidence from UK companies. *International Review of Financial Analysis*, 39, 137–146. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.03.002>
- Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting Review*, 443–465. <http://www.jstor.org/stable/248566>
- Bebchuk, L. A., & Cohen, A. (2005). The costs of entrenched boards. *Journal of Financial Economics*, 78(2), 409–433.
- 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. (2019). Composition and activity of the board of directors: Impact on ESG performance in the banking system. *Sustainability*, 11(2), 449.
- Brammer, S., Millington, A., & Pavelin, S. (2007). Corporate reputation and women on the board. *Strategic Management Journal*, 28(6), 577–588.

- Buertey, 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>
- Chih, H. L., Shen, C. H., & Kang, F. C. (2008). Corporate social responsibility, investor protection, and earnings management: Some international evidence. *Journal of Business Ethics*, 79(1), 179-198.
- Chi, H., Huang, C., & Liao, Y. (2018). Corporate social responsibility and earnings management: Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 153(4), 1013-1032
- Choi, B.B., D. Lee, and Y. Park. (2013). Corporate social responsibility, corporate governance and earnings quality: Evidence from Korea. *Corporate Governance: An International Review* 21(5): 447–467. <https://doi.org/10.1111/corg.12033>
- Chouaibi, S., Y. Chouaibi, and G. Zouari. (2021). Board characteristics and integrated reporting quality: Evidence from ESG European companies. *EuroMed Journal of Business*. <https://doi.org/10.1108/EMJB-11-2020-0121>
- Claessens, S., Djankov, R., & Lang, L. H. (2002). *The separation of ownership and control in East Asia: A survey*. *Journal of Economic Surveys*, 16(3), 855-882
- Cornett, M. M., Marcus, A. A., & Tehranian, H. (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 357-373
- Cucari, N., S. Esposito de Falco, and B. Orlando. (2018). Diversity of board of directors and environmental social governance: Evidence from Italian listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(3), 250–266. <https://doi.org/10.1002/csr.1452>
- 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.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857.
- 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.
- El Akremi, A., Gond, J.-P., Swaen, V., & De Roeck, K. (2018). How do firms respond to mandatory nonfinancial disclosure? Evidence from the EU directive on nonfinancial reporting. *Accounting, Organizations and Society*, 68, 1-17.
- Elmarzouky, M., K. Albitar, and K. Hussainey. (2021). Covid-19 and performance disclosure: Does governance matter? *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(5), 776–792. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-04-2021-0086>
- Escrig-Olmedo, E., M.Á. Fernández-Izquierdo, I. Ferrero-Ferrero, J.M. Rivera-Lirio, and M.J. Muñoz-Torres. (2019). Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles. *Sustainability*, 11(3). 915. <https://doi.org/10.3390/su11030915>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- 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.

- Garcia Osma, B. (2008). Board 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>
- Ghosh, A., Shroff, N., & Verdi, R. S. (2010). The impact of corporate governance on sustainability performance: Evidence from India. *Journal of Business Ethics*, 95(4), 599–624.
- Gras-Gil, E., Fernández-Sánchez, G., & Sardà-Borroy, C. (2016). Corporate social responsibility and earnings management: An empirical analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(4), 213–225.
- Grewal, J., & Serafeim, G. (2020). Research on corporate sustainability. *Harvard Business School Working Paper Series*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3567886>
- Gul, F. A., Srinidhi, B., & Ng, A. C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 314–338.
- Gull, A.A., M. Nekhili, H. Nagati, and T. Chtioui. 2018. Beyond gender diversity: How specific attributes of female directors affect earnings management. *The British Accounting Review*, 50(3), 255–274. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.001>
- 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.
- Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2013). Stakeholder theory, value, and firm performance. *Business Ethics Quarterly*, 23(1), 97–124.
- Harrison, J. S., & Freeman, R. E. (1999). Stakeholders, social responsibility, and performance: Empirical evidence and theoretical perspectives. *Academy of Management Journal*, 42(5), 479–485.
- 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.
- 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.

- 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.
- 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., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L. (2007). *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., Shropshire, C., & Cannella, A. A., Jr. (2007). Organizational predictors of women on corporate boards. *Academy of Management Journal*, 50(4), 941-952.
- Hsu, W., & Wang, C. (2013). The impact of corporate governance on the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 114(4), 693-707.
- Hussain, N., U. Rigoni, and R.P. Orij. (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>
- Hussainey, K., K. Albitar, and F. Alkaraan. (2022). Corporate narrative reporting on Industry 4.0 technologies: Does governance matter? *International Journal of Accounting & Information Management*, 30(4), 457–476. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2022-0024>
- 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>
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- 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.

- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pays and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Jizi, M. (2017). The influence of board composition on sustainable development disclosure. *Business Strategy and the Environment*, 26(5): 640–655. <https://doi.org/10.1002/bse.1943>
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193-228.
- Kim, E.H., & Lyon, T.P. (2015). Greenwash vs. brownwash: Exaggeration and undue modesty in corporate sustainability disclosure. *Organization Science*, 26(3), 705–723. <https://doi.org/10.1287/orsc.2014.0949>
- Kim, J. B., & Lyon, T. P. (2015). The impact of corporate social responsibility on earnings management: An international analysis. *Journal of Business Ethics*, 128(3), 633-650.
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review*, 87(3), 761-796.
- Kim, Y., Berrone, P., & Patten, D. M. (2019). The Mediating Role of Green HRM in the Relationship between Corporate Environmental Sustainability and Employee Performance. *Business & Society*, 58(7), 1640-1679.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375–400. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00059-9](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00059-9)
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and economics*, 39(1), 163-197.
- Krause, R., Ruefli, T. W., & Thomsen, S. (2014). When and how does corporate social responsibility reduce firm risk? *Strategic Management Journal*, 35(10), 1469-1488.
- Krüger, H. P. (2015). Corporate social responsibility in times of crisis: A legitimacy perspective. *Business & Society*, 54(1), 181-210.
- Kumar, P., & Das, S. (2021). Stakeholder engagement and environmental, social and governance (ESG) performance: Evidence from India. *Journal of Cleaner Production*, 290, 125932.

- Liang, H., & Renneboog, L. (2020). Corporate social responsibility and sustainable finance: A review of the literature. (2020). 1-52. Available at: Available at: https://ink.library.smu.edu.sg/lkcsb_research/7001
- 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>
- Lyon, T. P., & Maxwell, J. W. (2011). Greenwash: Corporate environmental disclosure under threat of audit. *Journal of Economics & Management Strategy*, 20(1), 3-41.
- Manita, R., M.G. Bruna, R. Dang, and L.H. Houanti. (2018). Board gender diversity and ESG disclosure: Evidence from the USA. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(2), 206–224. <https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2017-0024>
- Martínez-Ferrero, J., & Garcia-Sanchez, I. M. (2017). Coercive, normative and mimetic isomorphism as determinants of the voluntary assurance of sustainability reports. *International Business Review*, 26(1), 102-118.
- Martínez-Ferrero, J., Garcia-Sanchez, I. M., & Cuadrado-Ballesteros, B. (2015). Effect of financial reporting quality on sustainability information disclosure. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(1), 45-64.
- Mathiasen, K., Ren, S., & Wang, L. (2018). Firms' Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance and Credit Ratings. *Journal of Business Ethics*, 151(1), 189-204.
- McDermott, R. (2007). The essential guide to doing your research project (2nd ed.). Sage Publications.
- McGuire, D. B. (2015). An exploratory investigation of the relationship between corporate social responsibility and firm size. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 317-333.
- McKibbin, W. J., & Djebiouane, A. (2016). Corporate social responsibility and shareholder value: A review of the evidence. *International Review of Financial Analysis*, 49, 1-8.
- McNichols, M. F., & Wilson, G. P. (1988). Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of Accounting Research*, 26, 1-31.

- Mohmed, A., A. Flynn, and C. Grey. (2019). The link between CSR and earnings quality: Evidence from Egypt. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 10(1), 1–20. <https://doi.org/10.1108/JAEE-10-2018-0109>
- Morsing, M., & Schultz, M. (2006). Corporate social responsibility communication: Stakeholder information, response and involvement strategies. *Business Ethics: A European Review*, 15(4), 323–338.
- Ntim, C.G., and T. Soobaroyen. (2013). Corporate governance and performance in socially responsible corporations: New empirical insights from a Neo-Institutional framework. *Corporate Governance: An International Review*, 21(5), 468–494. <https://doi.org/10.1111/corg.12026>
- Ortiz-de-Mandojana, N., & Bansal, P. (2016). The long-term benefits of organizational resilience through sustainable business practices. *Strategic Management Journal*, 37(8), 1615–1631.
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 435–480. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn053>
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective. Harper and Row.
- Prior, D., J. Surroca, and J.A. Tribo. (2008). Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 160–177. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00678.x>
- Rezaee, Z., and L. Tuo. (2019). Are the quantity and quality of sustainability disclosures associated with the innate and discretionary earnings quality? *Journal of Business Ethics*, 155(3), 763–786. <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3546-y>
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370.
- 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.

- Shakil, M.H., M. Tasnia, and M.I. Mostafiz. (2020). Board gender diversity and environmental, social and governance performance of US banks: Moderating role of environmental, social and corporate governance controversies. *International Journal of Bank Marketing*, 39(4), 661-677. <https://doi.org/10.1108/IJBM-04-2020-0210>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Stubben, S. R. (2010). Discretionary revenues as a measure of earnings management. *The Accounting Review*, 85(2), 695-717.
- Suttipun, M. (2021). The influence of board composition on environmental, social and governance (ESG) disclosure of Thai listed companies. *International Journal of Disclosure and Governance*, 18, 391-402. <https://doi.org/10.1057/s41310-021-00120-6>
- Van Hoang, T.H., W. Przychodzen, J. Przychodzen, and E.A. Segbotangni. (2021). Environmental transparency and performance: Does corporate governance matter? *Environmental and Sustainability Indicators*, 10, 100123. <https://doi.org/10.1016/j.indic.2021.100123>
- 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>
- Velte, P. (2019). Does ESG performance have an impact on earnings management? *Journal of Global Responsibility*, 10(2), 169-185.
- Waddock, S., & Graves, S. E. (2015). The corporate social responsibility landscape. *Strategic Management Journal*, 36(1), 303-313.
- Wang, Z., & Sarkis, J. (2017). Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance. *Journal of Cleaner Production*, 162, 1607-1616.
- World Economic Forum. (2022). Global gender gap report 2022. <https://www.weforum.org/reports/global-gender-gap-report-2022>
- Xie, B., W.N. Davidson III., and P.J. DaDalt. 2003. Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295-316. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(02\)00006-8](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(02)00006-8)

- Xie, E., Zeng, S., Tam, V. W., & Chen, J. (2019). Does environmental, social, and governance performance improve corporate financial performance? Evidence from China. *Journal of Cleaner Production*, 215, 144-154.
- Zalata, A.M., C.G. Ntim, T. Choudhry, A. Hassanein, and H. Elzahar. (2019). Female directors and managerial opportunism: Monitoring versus advisory female directors. *The Leadership Quarterly*, 30(5): 101309. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2019.101309>
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703.
- Zharfpeykan, R. (2021). Representative account or greenwashing? Voluntary sustainability reports in Australia's mining/metals and financial services industries. *Business Strategy and the Environment*, 30(4), 2209–2223. <https://doi.org/10.1002/bse.2744>

