

ความสัมพันธ์ระหว่าง SET ESG Ratings กับการจัดการกำไรของกิจการ  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: แบบจำลอง Beneish M-Score  
Relationship between SET ESG Ratings and Earnings Management of Listed  
Companies on the Stock Exchange of Thailand: Beneish M-Score Model

นันทยา พรหมทอง<sup>1\*</sup>

Nantiya Promtong

**บทคัดย่อ**

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง SET ESG Ratings กับการจัดการกำไรซึ่งวัดโดย Beneish M-Score Model ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับปี พ.ศ. 2566 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากฐานข้อมูล SETSMART จำนวน 537 บริษัทและวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงพรรณนาและการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติกแบบทวิ ผลการศึกษพบว่า SET ESG Ratings ไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียน นอกจากนี้คะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไร อย่างไรก็ตามกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับการจัดการกำไร ในขณะที่ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการจัดการกำไร และการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติกส์สามารถจำแนกได้ถูกต้องร้อยละ 84.50

**คำสำคัญ:** SET ESG Ratings การจัดการกำไร แบบจำลอง Beneish M-Score

**Abstract**

This study aims to examine the relationship between the SET ESG Ratings and earnings management, as measured by the Beneish M-Score Model, of companies listed on the Stock Exchange of Thailand at the end of 2023. Secondary data were collected from the SETSMART database, with a total of 537 companies, and analyzed using descriptive statistics and binary logistic regression analysis. Results of the study reveal that the SET ESG Ratings is not associated with earnings management of the listed companies. Additionally, corporate governance scores are not associated with earnings management. However, free cash flow is negatively associated with earnings management, while firm size is positively associated with earnings management. Logistic regression analysis methods can be accurately identified 84.50 percent.

**Keywords:** SET ESG ratings, Earnings management, Beneish M-Score model

<sup>1</sup> ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

Assistant Professor, Faculty of Liberal Arts and Management Science, Kasetsart University

\* Corresponding author : e-mail : nantiya.p@ku.th

## บทนำ

ข่าวการทุจริตที่เกิดขึ้นจะเป็นสัญญาณเตือนให้ผู้ลงทุนมีความระมัดระวังในการพิจารณาข้อมูลประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์มากขึ้น โดยเฉพาะการทุจริตด้วยการตกแต่งงบการเงินที่มาจากความตั้งใจในการปกปิดข้อมูลต่อผู้ใช้งบการเงิน ทั้งนี้ในปี พ.ศ. 2566 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้รายงานข้อมูลสถิติการเปรียบเทียบ/กล่าวโทษความผิดโดยมีผู้ถูกกล่าวโทษทั้งหมดจำนวน 137 รายซึ่งมาจากหลากหลายสาเหตุรวมถึงมาจากการถูกกล่าวโทษด้านการทุจริตจำนวน 17 รายซึ่งเพิ่มขึ้นจากปี พ.ศ. 2565 ซึ่งมีผู้ถูกกล่าวโทษทั้งหมดจำนวน 105 รายโดยมาจากสาเหตุการทุจริตจำนวน 14 ราย (The Securities and Exchange Commission, n.d) ทั้งนี้การทุจริตโดยการตกแต่งงบการเงินจะถูกจัดทำเพื่อให้เห็นข้อมูลและผลการดำเนินงานเป็นไปตามความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสีย โดยข้อมูลผลการดำเนินงานของกิจการเป็นข้อมูลหนึ่งที่เป็นประโยชน์ในการวิเคราะห์และพิจารณาตัดสินใจลงทุน ซึ่งผู้ลงทุนต้องทำการประเมินข้อมูลในด้านต่างๆ เพื่อตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่ดีที่สุด ซึ่งหากได้รับข้อมูลทางการเงินที่บิดเบือนหรือไม่ถูกต้องอาจทำให้เกิดข้อผิดพลาดในการตัดสินใจได้ ทั้งนี้การวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่เปิดเผยอื่นๆ จึงเป็นอีกหนึ่งวิธีที่สามารถบ่งชี้โอกาสในการจัดการกำไรของกิจการรวมถึงใช้อ้างอิงในเชิงกฎหมายและกระบวนการทางศาล

การเปิดเผยข้อมูลทั้งที่เป็นตัวเลขและไม่ใช่นับตัวเลขของกิจการจะเป็นแหล่งข้อมูลที่สำคัญสำหรับผู้ลงทุน โดยการเปิดเผยข้อมูลที่สูงขึ้นจะช่วยลดโอกาสในการตกแต่งกำไรหรือลดการบิดเบือนข้อมูลของกิจการลง โดยการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับนโยบายและการดำเนินงานในการต่อต้านการทุจริตที่สูงขึ้นสามารถลดโอกาสในการจัดการกำไร ซึ่งการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการต่อต้านการทุจริตถือเป็นแนวทางปฏิบัติที่สำคัญสำหรับกิจการ (Elmaghrabi & Diab, 2023) รวมถึงการปฏิบัติและเปิดเผยรายงานความยั่งยืนจะช่วยให้เกิดพฤติกรรมด้านจริยธรรมของผู้บริหารมากขึ้นซึ่งช่วยลดการจัดการกำไรและเพิ่มความน่าเชื่อถือของรายงานทางการเงิน การรายงานผลด้านความยั่งยืนของกิจการจะทำให้มีการนำเสนอข้อมูลที่น่าเชื่อถือมากขึ้นและผลการดำเนินงานทางเศรษฐกิจที่ยั่งยืนมากขึ้น (Alodat et al., 2024) ทั้งนี้การเปิดเผยข้อมูลการดำเนินการด้านสิ่งแวดล้อมของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไรของกิจการ (Gerged et al., 2023) และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลและการกำกับดูแลกิจการสามารถลดการจัดการกำไรอีกด้วย (Jatiningrum et al., 2016) ดังนั้นหากกิจการมีการดำเนินการและเปิดเผยข้อมูลต่างๆ ที่มากขึ้นจะสามารถลดโอกาสในการจัดการกำไรของกิจการลง

ในการเปิดเผยข้อมูลของกิจการนั้นมีการเปิดเผยข้อมูลตามที่หน่วยงานกำกับดูแลกำหนดและการเปิดเผยข้อมูลของกิจการโดยสมัครใจ เช่น การเปิดเผยข้อมูลและรายงานด้านความยั่งยืนซึ่งเป็นข้อมูลที่แสดงถึงนโยบาย ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและระบบการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งจะช่วยให้ผู้มีส่วนได้เสียทราบถึงมุมมองการดำเนินธุรกิจในอนาคตมากกว่าข้อมูลทางการเงินซึ่งจะทำให้เกิดความเชื่อมั่นต่อกิจการทั้งในด้านความสามารถในการจัดการธุรกิจ ความโปร่งใส ศักยภาพในการแข่งขันและการสร้างผลตอบแทนในระยะยาว (Sustainable Capital Market Development, n.d.) นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังมีการประเมินและนำเสนอรายชื่อนับยั่งยืนซึ่งเป็นหุ้นของกิจการที่มีแนวทางการดำเนินงานที่ให้ความสำคัญในประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแลกิจการซึ่งเป็นการดำเนินการและเปิดเผยข้อมูลของกิจการโดยสมัครใจ และในปี พ.ศ. 2566 ได้มีการรายงานรายชื่อนับยั่งยืน SET ESG Ratings โดยเป็นการจัดอันดับผลการประเมินในรูปแบบ ESG Rating โดยกำหนดเป็นค่าอันดับตั้งแต่ AAA – BBB ตามระดับคะแนนที่กิจการได้รับการประเมิน (Sustainable Capital Market Development, 2023) โดยในการพิจารณาเลือกลงทุนนั้นจะสามารถพิจารณาจากผลการดำเนินงาน อัตราการเติบโตของธุรกิจ ความสามารถของผู้บริหารและธรรมาภิบาลของกิจการซึ่งข้อมูลเหล่านี้ได้มาจากรายงานทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูลต่างๆ ของกิจการ รวมถึงการที่กิจการมีการดำเนินงานอย่างยั่งยืนซึ่งมุ่งเน้นปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแลกิจการ รวมถึงการเปิดเผยข้อมูล

อย่างครบถ้วนและเพียงพอจะสามารถช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือของรายงานทางการเงินและลดโอกาสในการจัดการกำไรของกิจการลงได้

จากผลการศึกษาในอดีตที่พบว่าการปฏิบัติและเปิดเผยรายงานผลด้านความยั่งยืนจะช่วยลดการจัดการกำไรและเพิ่มความน่าเชื่อถือของรายงานทางการเงินได้ (Alodat et al., 2024; Gerged et al., 2023; Jatiningrum et al., 2016) ดังนั้นหากกิจการมีการดำเนินการและเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนที่มากขึ้นจนได้อยู่ใน SET ESG Ratings จึงอาจจะสามารถลดโอกาสในการจัดการกำไรของกิจการลงได้ ดังนั้นจึงอาจนำการได้อยู่ใน SET ESG Ratings ของกิจการมาเป็นปัจจัยในการพิจารณาโอกาสในการจัดการกำไรได้ ซึ่งจะสามารถนำผลการศึกษาไปใช้ประกอบการวางแผน ประเมินความเสี่ยงและป้องกันไม่ให้เกิดปัจจัยที่จะทำให้เกิดการจัดการกำไรของกิจการได้ นอกจากนี้ในปี พ.ศ. 2566 ซึ่งเป็นปีแรกที่หน่วยงานกำกับดูแลได้มีการจัดอันดับผลการประเมินรายชื่อหุ้นยั่งยืนในรูปแบบ SET ESG Ratings จึงทำให้มีผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องในบริบทของประเทศไทยยังคงมีน้อย ดังนั้นการศึกษาเกี่ยวกับ SET ESG Ratings จึงเป็นการเพิ่มพูนองค์ความรู้และผลการศึกษาในบริบทประเทศไทยที่มากขึ้น

## วัตถุประสงค์

เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการอยู่ใน SET ESG Ratings และการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## ทบทวนวรรณกรรม

### ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวการและตัวแทนโดยตัวการเป็นเจ้าของกิจการที่มอบอำนาจในการดำเนินงานให้แก่ตัวแทนหรือผู้บริหารในการดำเนินงานแทนตนเพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับเจ้าของ ซึ่งหากทั้งสองฝ่ายทำงานไม่สอดคล้องกันจะทำให้เกิดปัญหาตัวแทน ทำให้ผู้บริหารอาจทำการเลือกใช้วิธีปฏิบัติทางบัญชีเพื่อสร้างผลประโยชน์ให้กับตนเองจึงนำไปสู่แนวคิดเกี่ยวกับการจัดการกำไร โดยกำไรจะเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียอื่นนำมาใช้ในการวิเคราะห์ความสามารถของกิจการ รวมถึงการประเมินราคาหลักทรัพย์ ซึ่งการลงทุนเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแลที่มากเกินไปและไม่เพียงพออาจส่งผลเสียต่อประสิทธิภาพของกิจการ ทำให้ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าโดยรวมที่ลดลงของกิจการ (Manapreechadeelert et al., 2024) ดังนั้นผู้บริหารจึงอาจต้องการที่จะแสดงผลการดำเนินงานที่มีผลกำไรเพื่อสะท้อนความสามารถในการบริหารงานหรือเอื้อประโยชน์ต่อตัวผู้บริหารจนอาจทำให้เกิดการจัดการกำไรได้

### ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Spence, 1973) ระบุว่าผู้บริหารจะมีข้อมูลมากกว่าผู้ลงทุน ดังนั้นผู้บริหารจึงอาจส่งสัญญาณให้กับผู้ลงทุนผ่านช่องทางการสื่อสารด้านต่างๆ เพื่อให้นักลงทุนรับทราบถึงทิศทางและแนวโน้มต่างๆ ของกิจการในอนาคตที่อาจจะกระทบราคาของหลักทรัพย์ให้เพิ่มขึ้นหรือลดลงได้โดยอาจใช้วิธีการประกาศหรือให้ข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานหรือข้อมูลต่างๆ ของกิจการ ทั้งนี้ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลของกิจการมีผลทางตรงต่อการเพิ่มความสามารถในการทำกำไรและมีผลในทางอ้อมต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (Jamsai et al., 2024) ซึ่งการดำเนินงานที่แสดงถึงการมีความรับผิดชอบต่อสังคมจะช่วยเพิ่มข้อได้เปรียบในการแข่งขันที่ยั่งยืนและประสิทธิภาพของกิจการขนาดกลางและขนาดย่อมของไทยได้ (Pumiviset & Suttipun, 2024) และการที่กิจการมีการดำเนินงานและเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลและได้รับประเมินให้อยู่ใน SET ESG Ratings จึงเป็นหนึ่งในช่องทางที่ผู้บริหารจะส่งสัญญาณ

ไปยังผู้มีส่วนได้เสีย โดยการมีรายชื่ออยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนของไทยมีผลกระทบต่อเชิงบวกกับราคาหุ้นของกิจการในตลาดหลักทรัพย์ (Saithong-in & Promtong, 2023) ดังนั้นการได้รับเลือกจากองค์กรกำกับดูแลจึงเป็นการส่งสัญญาณให้ข้อมูลเพื่อเสริมสร้างภาพลักษณ์ ชื่อเสียงของกิจการด้านความยั่งยืนและมูลค่ากิจการในอนาคต ดังนั้นการเปิดเผยข้อมูลรวมถึงการที่การจัดอันดับให้อยู่ใน SET ESG Ratings จึงจะทำให้ผู้มีส่วนได้เสียทราบข้อมูลมากขึ้นและนำมาซึ่งการลดโอกาสในการจัดการกำไรของกิจการลง

### SET ESG Ratings

สิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (Environment, Social, and Governance [ESG]) เป็นแนวคิดเกี่ยวกับการพัฒนาของกิจการอย่างยั่งยืน ซึ่งเป็นแนวคิดที่ผู้ลงทุนใช้ประกอบการพิจารณาลงทุนในกิจการที่ให้ความสำคัญกับการทำธุรกิจที่คำนึงถึงความรับผิดชอบต่อกิจการที่มีต่อสิ่งแวดล้อม ความสัมพันธ์และการสื่อสารกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย รวมถึงการจัดการความสัมพันธ์ในเชิงการกำกับดูแลกิจการ โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีจัดทำรายชื่อหุ้นยั่งยืนมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 อย่างไรก็ตามในปี พ.ศ. 2566 ได้มีการปรับแนวทางการรายงานเป็นหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ซึ่งบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการคัดเลือกและประกาศผลเป็น SET ESG Ratings เป็นกิจการที่นำแนวคิดเกี่ยวกับความยั่งยืนมาเป็นส่วนหนึ่งในการดำเนินธุรกิจ มีการคำนึงถึงการบริหารความเสี่ยงและพร้อมรับมือกับการเปลี่ยนแปลงด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม โดยผลการประเมินหุ้นยั่งยืนจะเป็นทางเลือกสำหรับนักลงทุนที่ต้องการลงทุนในหุ้นที่มีความโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแลกิจการ รวมถึงเป็นการสนับสนุนกิจการที่มีการดำเนินงานอย่างยั่งยืนให้ได้รับความสนใจและได้รับการยอมรับจากผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียมากขึ้น โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดแบ่ง SET ESG Ratings ออกเป็น 4 ระดับ ดังนี้

| คะแนนประเมินรวม | SET ESG Ratings |
|-----------------|-----------------|
| 90 – 100        | AAA             |
| 80 - 89         | AA              |
| 65 - 79         | A               |
| 50 - 64         | BBB             |

โดยเกณฑ์ที่ใช้ในการประเมินผลหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings นั้นจะมีการพิจารณาหลายมิติทั้งข้อมูลเชิงปริมาณและข้อมูลเชิงคุณภาพ เช่น ข้อมูลการจัดการสิ่งแวดล้อม ข้อมูลการดูแลพนักงาน ชุมชนและสังคม ผลการประเมินรายงานด้านบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานทางกำไรและผู้ถือหุ้น โดยที่กิจการที่จะได้รับการประเมินหุ้นยั่งยืนนั้นจะต้องสมัครใจและตอบแบบประเมิน รวมถึงต้องผ่านเกณฑ์การประเมิน SET ESG Ratings และผ่านเกณฑ์คุณสมบัติของกิจการตามที่กำหนด ทั้งนี้กิจการที่มีกลุ่มผู้ถือหุ้นประเภทผู้ถือหุ้นสถาบัน ผู้ถือหุ้นต่างชาติและมีจำนวนคณะกรรมการอิสระจำนวนมากและจำนวนการประชุมที่มากจะเป็นปัจจัยสำคัญที่กระตุ้นการได้อยู่ในบัญชีรายชื่อหุ้นยั่งยืนของไทยได้ (Promtong, 2023) ในช่วงปี พ.ศ. 2562 ถึง 2566 มีการประกาศรายชื่อกิจการที่ได้รับการประเมินให้อยู่ในบัญชีรายชื่อหุ้นยั่งยืนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องโดยในปี พ.ศ. 2562 มีจำนวน 94 กิจการ ปี พ.ศ. 2563 มีจำนวน 120 กิจการเพิ่มขึ้นร้อยละ 27.66 ในปี พ.ศ. 2564 มีจำนวน 143 กิจการเพิ่มขึ้นร้อยละ 19.17 ในปี พ.ศ. 2565 มีจำนวน 166 กิจการเพิ่มขึ้นร้อยละ 16.08 และปี พ.ศ. 2566 มีจำนวน 193 กิจการเพิ่มขึ้นร้อยละ 16.26 โดยมีกิจการเข้ารับการประเมินจำนวน 262 กิจการและมีกิจการที่ผ่านการประเมินจำนวน 193 กิจการ คิดเป็นร้อยละ 73.66 (Sustainable Capital Market Development, 2023) โดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม ตามตารางที่ 1

**ตารางที่ 1** จำนวนกิจการตามกลุ่ม SET ESG Ratings แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

| กลุ่มอุตสาหกรรม            | จำนวน<br>ใน<br>MAI | จำนวน<br>ใน<br>SET | AAA       | AA        | A         | BBB       | รวม<br>SET |
|----------------------------|--------------------|--------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร    | 0                  | 21                 | 3         | 5         | 9         | 4         | 21         |
| ทรัพยากร                   | 0                  | 31                 | 10        | 16        | 4         | 1         | 31         |
| เทคโนโลยี                  | 1                  | 9                  | 2         | 3         | 3         | 1         | 9          |
| ธุรกิจการเงิน              | 2                  | 22                 | 6         | 6         | 6         | 4         | 22         |
| บริการ                     | 3                  | 36                 | 5         | 16        | 11        | 4         | 36         |
| สินค้าอุตสาหกรรม           | 6                  | 23                 | 3         | 6         | 10        | 4         | 23         |
| สินค้าอุปโภคบริโภค         | 1                  | 6                  | 2         | 1         | 2         | 1         | 6          |
| อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง | 3                  | 29                 | 3         | 15        | 10        | 1         | 29         |
| <b>รวม</b>                 | <b>16</b>          | <b>177</b>         | <b>34</b> | <b>68</b> | <b>55</b> | <b>20</b> | <b>177</b> |
|                            |                    |                    | (19.21%)  | (38.42%)  | (31.07%)  | (11.30%)  | (100%)     |

ตามตารางที่ 1 ในปี พ.ศ. 2566 จากการจัดอันดับผลการประเมิน SET ESG Ratings พบว่ามีกิจการที่ได้รับการคัดเลือกและประกาศให้อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนจำนวน 193 กิจการโดยเป็นกิจการที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอจำนวน 16 กิจการแบ่งเป็นระดับ AA จำนวน 2 กิจการ ระดับ A จำนวน 9 กิจการและระดับ BBB จำนวน 5 กิจการและเป็นกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 177 กิจการและสามารถจำแนกตามการจัดอันดับ SET ESG Ratings มีกิจการที่ถูกจัดในกลุ่มระดับ AAA จำนวน 34 กิจการ คิดเป็นร้อยละ 19.21 อยู่ในกลุ่มระดับ AA จำนวน 68 กิจการ คิดเป็นร้อยละ 38.42 อยู่ในกลุ่มระดับ A จำนวน 55 กิจการ คิดเป็นร้อยละ 31.07 และอยู่ในกลุ่มระดับ BBB จำนวน 20 กิจการ คิดเป็นร้อยละ 11.30 จะพบว่ากิจการที่ได้รับการจัดอยู่ในกลุ่ม SET ESG Ratings ส่วนมากอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรและกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างตามลำดับ

### การจัดการกำไร (Earnings Management)

การจัดการกำไรเป็นการใช้ความยืดหยุ่นของมาตรฐานการบัญชีในการเลือกวิธีการทางบัญชีมาใช้เพื่อทำให้เกิดผลดีและเป็นประโยชน์ต่อกิจการ หรือในอีกด้านเป็นการกระทำที่ฝ่ายบริหารใช้เพื่อบิดเบือนให้รายงานทางการเงินผิดไปจากความเป็นจริงหรือลดความโปร่งใสของรายงานทางการเงิน ดังนั้นการจัดการกำไรจึงเป็นการใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหารในการปรับแต่งข้อมูลในรายงานทางการเงินเพื่อเลือกที่จะรายงานในทิศทางที่ต้องการ ดังนั้นวิธีการจัดการกำไร คือ การตกแต่งกำไรโดยใช้ดุลยพินิจเลือกนโยบายการบัญชีเพื่อจัดการรายได้และค่าใช้จ่ายที่ขึ้นอยู่กับการประมาณการ และการตกแต่งกำไรโดยใช้ดุลยพินิจในการจัดการรายการทางธุรกิจเพื่อจัดการกระแสเงินสดของกิจการ (Phetruen, 2018) การจัดการกำไรนั้นมีวิธีการตรวจสอบ เช่น The Modified Jones Model The Yoon Model หรือ The Beneish M-Score Model มาใช้ในการศึกษาประเด็นการจัดการกำไร แต่ยังคงพบว่าการจัดการกำไรหรือการทุจริตทางบัญชียังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น (The Securities and Exchange Commission, n.d) โดยเทคนิค The Beneish M-Score Model เป็นวิธีการหนึ่งในการตรวจจับพฤติกรรม



จัดการกำไรของกิจการและการวิเคราะห์ทางการเงินการบัญชีเพื่อเป็นข้อบ่งชี้ของความผิดปกติในการเงินและสามารถนำไปใช้เพื่อปรับปรุงคุณภาพการรายงานทางการเงินและปกป้องนักลงทุนจากพฤติกรรมฉ้อโกงได้ (Valaskova & Fedorko, 2020) ทั้งนี้แบบจำลอง Beneish M-Score เป็นสมการทางคณิตศาสตร์ซึ่งใช้อัตราส่วนทางการเงินเพื่อใช้คำนวณและตรวจสอบข้อมูลในรายงานทางการเงินเป็นข้อบ่งชี้ให้เห็นถึงความผิดปกติของรายงานทางการเงินที่สามารถใช้เพื่อคาดการณ์และตรวจสอบพฤติกรรมทางการเงินที่ผิดปกติของกิจการ (Beneish, 1999) โดยสามารถวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินที่ผิดปกติหรือผลที่เกิดจากการทุจริตในรายงานทางการเงินได้ โดยแบบจำลอง Beneish M-Score มีสมการดังนี้

$$M\text{-Score} = -4.84 + 0.92 \cdot DSRI + 0.528 \cdot GMI + 0.404 \cdot AQI + 0.892 \cdot SGI + 0.115 \cdot DEPI - 0.172 \cdot SGAI + 4.679 \cdot TATA - 0.327 \cdot LVGI$$

องค์ประกอบสมการของแบบจำลอง M-Score มี 8 ดัชนี คือ (1) ดัชนีลูกหนี้การค้าต่อยอดขาย เป็นดัชนีที่แสดงถึงประสิทธิภาพของการบริหารลูกหนี้การค้าต่อยอดขาย โดยที่หากดัชนีมีค่าสูงจะสะท้อนโอกาสที่รายได้และกำไรจะถูกทำให้สูงเกินจริงเพิ่มขึ้น (2) ดัชนีอัตรากำไรขั้นต้น เป็นดัชนีที่แสดงความสามารถในการบริหารรายได้ โดยที่หากดัชนีมีค่ามากกว่า 1 อาจเป็นสัญญาณว่ามีการตกแต่งกำไรผ่านงบการเงิน (3) ดัชนีการเติบโตของยอดขาย เป็นดัชนีวัดการเติบโตของยอดขายโดยการเพิ่มขึ้นของยอดขายจะเป็นสัญญาณว่าอาจมีการตกแต่งกำไรผ่านงบการเงิน (4) ดัชนีคุณภาพสินทรัพย์ เป็นดัชนีที่แสดงประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์โดยที่หากดัชนีมีค่ามากกว่า 1 อาจเป็นสัญญาณว่ามีการตกแต่งกำไรผ่านงบการเงิน (5) ดัชนีค่าเสื่อมราคา เป็นดัชนีการประเมินอัตราส่วนค่าเสื่อมราคาเปรียบเทียบปีปัจจุบันเทียบกับปีก่อน โดยที่หากดัชนีมีค่ามากกว่า 1 อาจเป็นสัญญาณว่ามีการตกแต่งกำไรผ่านงบการเงิน (6) ดัชนีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร เป็นดัชนีที่แสดงถึงประสิทธิภาพของการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ซึ่งหากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นและไม่สัมพันธ์กับยอดขายอาจเป็นสัญญาณว่ามีการตกแต่งกำไรผ่านงบการเงิน (7) ดัชนียอดขายรวมของรายการคงค้างต่อยอดขายรวมของสินทรัพย์ เป็นดัชนีที่แสดงการบริหารจัดการสินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ โดยรายการคงค้างที่เพิ่มขึ้นอาจเป็นสัญญาณว่ามีการตกแต่งกำไรผ่านงบการเงิน และ (8) ดัชนีหนี้สิน เป็นดัชนีที่แสดงการเพิ่มขึ้นของหนี้สิน โดยที่หากดัชนีมีค่ามากกว่า 1 อาจแสดงถึงภาระหนี้สินที่เพิ่มขึ้นซึ่งอาจเป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารหลีกเลี่ยงที่จะไม่ปฏิบัติตามมาตรฐานการบัญชีเพื่อลดต้นทุนของเงินทุนของกิจการลง โดยมีการแปลค่าคะแนน M-score คือ ถ้า M - Score มีค่ามากกว่า - 2.22 แสดงว่ามีความเป็นไปได้ค่อนข้างมากว่าอาจมีความเสี่ยงจะเกิดการทำให้ผิดทางบัญชี

### ความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคม การกำกับดูแลและการจัดการกำไร

ผลการดำเนินงานด้าน ESG มีความสัมพันธ์ในทางลบกับความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Chantabutr, 2022) ดังนั้นจึงควรให้ความสำคัญกับการดำเนินการและการนำเสนอผลด้าน ESG เพราะสามารถลดความเสี่ยงด้านการเงินที่ส่งผลโดยตรงต่อการตัดสินใจของผู้เป็นเจ้าหนี้ลง โดยการเปิดเผย ESG ของกิจการจะเป็นเครื่องมือในการคาดการณ์เพื่อทำความเข้าใจกิจกรรมและกลยุทธ์ที่ไม่ใช่ข้อมูลทางการเงินในอนาคตของกิจการ (Suttipun, 2023) กิจการที่ปฏิบัติตามแนวคิดและเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มากขึ้นจะสะท้อนว่ากิจการมีความกระตือรือร้นในการบรรลุความรับผิดชอบต่อด้าน ESG รวมถึงตระหนักถึงคุณค่าที่จะเกิดในระยะยาวเพื่อเพิ่มมูลค่าทางธุรกิจให้สูงสุด การดำเนินการตามแนวปฏิบัติของ ESG ของกิจการสามารถส่งสัญญาณเชิงบวกไปยังผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเพื่อลดความไม่สมดุลของข้อมูลและลดแรงจูงใจของฝ่ายบริหารในการจัดการกำไร หากกิจการดำเนินการตามแนวปฏิบัติของ ESG ได้ดีขึ้นจะทำให้ระดับการจัดการกำไรจะยิ่งลดต่ำลง (Zhang et al., 2023) นอกจากนี้กิจการที่ได้รับรางวัลดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ส่งผลให้ราคาหุ้นของกิจการเพิ่มขึ้น (Apimolbud & Hansawong, 2018) นอกจากนี้ผลตอบแทนที่ผิดปกติของกิจการจะเพิ่มขึ้นเมื่อชื่อกิจการถูกเพิ่มในรายชื่อของดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และผลตอบแทนที่ผิดปกติจะลดลงเมื่อรายชื่อกิจการถูกถอดออกจากรางวัลของ Dow Jones World Index

(Cheung, 2011) โดยผลตอบแทนที่ผิดปกตินั้นเป็นผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงหรือต่ำเกินไปของกิจการ ซึ่งการถูกเพิ่มในรายชื่อของดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ทำให้เกิดความเชื่อมั่นต่อการลงทุนในกิจการ ดังนั้นจึงอาจมีผลกระทบของผลตอบแทนที่ผิดปกติดังกล่าวเพิ่มขึ้นหรือลดลงในช่วงระยะที่อยู่หรือถูกถอดออกจากรายชื่อนี้ได้

นอกจากนี้ยังพบว่า การเปิดเผย ESG มีผลเชิงบวกต่อการจัดการกำไรโดยกิจการที่ประสบปัญหาทางการเงินมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยแนวปฏิบัติเกี่ยวกับ ESG มากขึ้น การเปิดเผยข้อมูลมากขึ้นจะเพิ่มความเป็นไปได้ที่ฝ่ายจัดการจะทำการจัดการกำไรเพื่อรักษาการสนับสนุนจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การรับรู้ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและปกปิดพฤติกรรมที่แท้จริงของฝ่ายบริหาร (Almubarak et al., 2023) นอกจากนี้ยังมีผลการศึกษาที่แสดงว่าการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไร นั่นคือไม่ได้สะท้อนให้เห็นแนวโน้มที่น้อยลงในการจัดการกำไร (Consoni et al., 2017) รวมถึงค่าคะแนนของ ESG ที่สูงหรือต่ำนั้นไม่มีผลต่อการดำเนินงานด้านการตลาดของกิจการ (Aldieri et al., 2023)

จากผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องที่มีความไม่แน่ชัดเกี่ยวกับผลการปฏิบัติการเกี่ยวกับ ESG และการจัดการกำไรของกิจการซึ่งมีทั้งที่สามารถลดโอกาสและพฤติกรรมจัดการกำไรของกิจการได้และในอีกด้านกลับไม่พบความสัมพันธ์หรือมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกซึ่งเป็นช่องทางหนึ่งในการจัดการกำไรของกิจการ อย่างไรก็ตาม การที่กิจการปฏิบัติตามแนวทางด้าน ESG และเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานอย่างเหมาะสมและเพียงพอเพื่อให้ได้ อยู่ใน SET ESG Ratings อาจจะเป็นช่องทางหนึ่งในการส่งผ่านข้อมูลการดำเนินงานให้กับผู้มีส่วนได้เสียซึ่งจะมีผลต่อพฤติกรรมจัดการกำไรของกิจการได้ ดังนั้นสามารถกำหนดเป็นสมมติฐานการวิจัย คือ

**สมมติฐานที่ 1** การอยู่ใน SET ESG Ratings มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไร

#### **กระแสเงินสดอิสระ ระดับการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของกิจการและการจัดการกำไร**

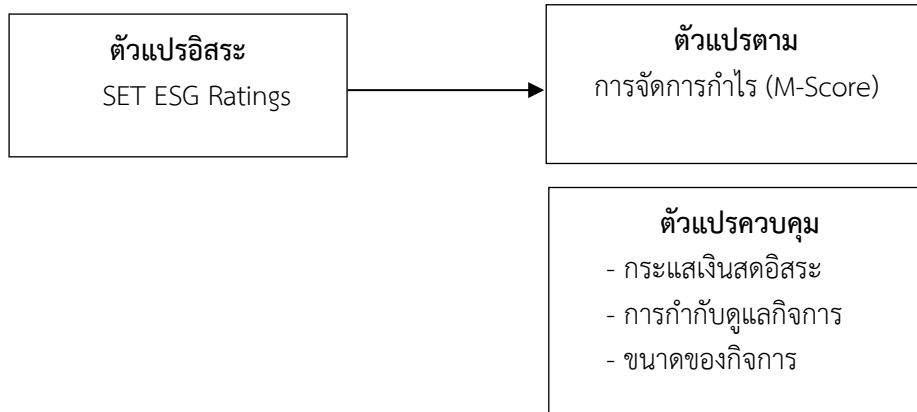
กิจการที่มีกระแสเงินสดอิสระจำนวนมากจะสะท้อนให้เห็นถึงความแข็งแกร่งเนื่องจากมีเงินสดเพียงพอที่จะเติบโต ชำระหนี้และจ่ายเงินปันผลได้ (Santoso, 2023) กิจการที่มีกระแสเงินสดอิสระจำนวนมากมีแนวโน้มที่จะจัดการรายได้เนื่องจากสามารถนำกระแสเงินสดอิสระมาใช้ได้อย่างเป็นอิสระโดยฝ่ายบริหารเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว (Oktaviani & Mochklas, 2019)

กิจการที่ปฏิบัติตามหลักการธรรมาภิบาลจะส่งผลต่อการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการที่สูงขึ้น (Chodchoy et al., 2023) กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบเชิงลบต่อการจัดการกำไร (Santoso, 2023) ซึ่งสามารถช่วยลดพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมทางบัญชีของฝ่ายบริหารได้ (Almubarak et al., 2023) ช่วยลดต้นทุนเกี่ยวกับตัวแทนและต้นทุนข้อมูล โดยการเสริมสร้างการกำกับดูแลกิจการจะสามารถติดตามการฉวยโอกาสในการบริหารจัดการและลดกิจกรรมการจัดการกำไรของฝ่ายบริหารได้ (Nguyen et al., 2024) ทั้งนี้ค่าคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวชี้วัดที่บอกระดับของการกำกับดูแลกิจการที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน (The Thai Institute of Directors Association, n.d.)

นอกจากนี้ผลการศึกษาในอดีตพบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับการจัดการกำไรของกิจการ (Oktaviani & Mochklas, 2019) นั่นคือหากกิจการมีขนาดใหญ่จะไม่มีแนวโน้มที่จะทำการจัดการกำไรของกิจการ (Gajdosikova et al., 2022) ซึ่งสะท้อนว่าขนาดกิจการที่แตกต่างกันจะมีแนวโน้มต่อการจัดการกำไรของกิจการ เนื่องจากอาจต้องการสร้างข้อได้เปรียบหรือแสดงผลการดำเนินงานที่ดีเพื่อดึงดูดนักลงทุน

**สมมติฐานที่ 2** กระแสเงินสดอิสระ การกำกับดูแลกิจการ ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไร

จากการทบทวนวรรณกรรมได้พัฒนารอบแนวคิดของงานวิจัย ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิด

## วิธีดำเนินการวิจัย

### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2566 จำนวน 698 กิจการ เนื่องจากปี พ.ศ.2566 เป็นปีแรกที่มีการปรับรูปแบบการรายงานรายชื่อหุ้นยั่งยืนเป็นการจัดอันดับผลการประเมินในรูปแบบค่าอันดับโดยกำหนดเป็นค่าอันดับตั้งแต่ AAA – BBB ตามระดับค่าคะแนนที่กิจการได้รับการประเมิน โดยกลุ่มตัวอย่างจะไม่รวมกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินจำนวน 71 กิจการ กิจการประเภทกองทุนโครงสร้างพื้นฐานและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์จำนวน 60 กิจการ เนื่องจากมีองค์กรที่กำกับดูแลเฉพาะและรูปแบบการประกอบธุรกิจที่มีลักษณะเฉพาะ และไม่รวมกิจการในหมวดบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานจำนวน 2 กิจการ และกิจการที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนจำนวน 28 กิจการ โดยรวมมีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้นจำนวน 537 บริษัท

### วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลผลประเมินการจัดอันดับ SET ESG Ratings รวบรวมจากศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน สำหรับข้อมูลคะแนนการกำกับดูแลกิจการ กระแสเงินสดอิสระ ขนาดของกิจการ และการจัดการกำไรซึ่งคำนวณจากตัวแบบ Beneish M-Score ซึ่งประกอบด้วยดัชนีอัตรากำไรขั้นต้น ดัชนีลูกหนี้การค้าต่อยอดขาย ดัชนีคุณภาพสินทรัพย์ ดัชนีค่าเสื่อมราคา ดัชนีการเติบโตของยอดขาย ดัชนียอดขายรวมของรายการคงค้างต่อยอดขายรวมของสินทรัพย์ ดัชนีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารและดัชนีหนี้สิน ทำการรวบรวมข้อมูลตัวเลขทางการเงินที่เกี่ยวข้องจากงบการเงินของกลุ่มตัวอย่างจากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### วิธีวิเคราะห์ข้อมูล

ในการวิเคราะห์ข้อมูลจะเป็น 2 ขั้นตอน โดยขั้นตอนแรกเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลตามตัวแบบ Beneish M-Score เพื่อวัดค่าตัวแปรตามและแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่มคือกลุ่มที่มีความเป็นไปได้ที่จะตกแต่งกำไร และกลุ่มที่ไม่มีความเป็นไปได้ที่จะตกแต่งกำไร และขั้นตอนที่ 2 จะเป็นการวิเคราะห์ผลตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย โดยที่การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาเพื่อสรุปลักษณะข้อมูลเบื้องต้นของแต่ละตัวแปร ได้แก่ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ยและค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และการวิเคราะห์สมมติฐานสมพันธ์เพื่อหาความสัมพันธ์และทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ โดยสำหรับการวิเคราะห์ความเหมาะสมของตัวแบบนั้นจะพิจารณาค่า Omnibus Tests เป็นค่าสถิติที่ใช้ทดสอบความเหมาะสมสมมติฐานสมพันธ์ของตัวแบบโดยที่ถ้า



ค่าสถิติ Chi-square ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติจะแสดงว่าตัวแปรในตัวแบบมีความเหมาะสม รวมถึงค่า Predictive accuracy เป็นค่าที่ใช้ตรวจสอบความสามารถในการพยากรณ์ และค่า Hosmer - Lemeshow เป็นค่าที่ใช้ในการพิจารณาความเหมาะสมของตัวแบบถ้าค่าสถิติ Chi-square ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติจะแสดงว่าตัวแบบมีความเหมาะสมดี และค่าที่อธิบายความสามารถของการอธิบายตัวแปรตามของตัวแปรอิสระในแบบจำลองจะพิจารณาจากค่า Cox & Snell  $R^2$  และ ค่า Nagelkerke  $R^2$  และทำการวิเคราะห์ข้อมูลโดยการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิเพื่อทดสอบและศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม โดยมีตัวแบบในการวิเคราะห์ คือ

$$M\text{-score}_i = \beta_0 + \beta_1\text{ESG}_i + \beta_2\text{FCF}_i + \beta_3\text{FS}_i + \beta_4\text{CG}_i + e_i$$

โดยที่  $M\text{-Score}_{it}$  คือ การจัดการกำไรตามแบบจำลอง Beneish M-Score โดยกำหนดเป็นตัวแปรหุ่นดังนี้  $1 =$  ได้คะแนน M-Score มากกว่า/เท่ากับ  $-2.22$  และ  $0 =$  ได้คะแนน M-Score น้อยกว่า  $-2.22$ ,  $\text{ESG}_{it}$  คือ ผลประเมินให้ได้รับการคัดเลือกและจัดให้อยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ปี พ.ศ.2566 กำหนดเป็นตัวแปรหุ่นโดยที่กำหนดให้เป็น 1 ถ้าได้รับการคัดเลือกและจัดให้อยู่ในกลุ่ม SET ESG Ratings และเป็น 0 ในกรณีอื่น,  $\text{FCF}_{it}$  คือ ลอการิทึมของกระแสเงินสดอิสระ  $\text{FS}_{it}$  คือ ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม,  $\text{CG}_{it}$  คือ ค่าคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการ

## ผลการวิจัย

เทคนิคหนึ่งในการวิเคราะห์ทางการเงินบัญชีเพื่อเป็นข้อบ่งชี้ของความเสี่ยงในการเงินนั้นคือการใช้แบบจำลอง Beneish M-Score ซึ่งใช้อัตราส่วนทางการเงินในการคำนวณและตรวจสอบข้อมูลในรายงานทางการเงินเพื่อคาดการณ์และตรวจสอบพฤติกรรมทางการเงินที่ผิดปกติของกิจการ โดยจากการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อวัดค่าตัวแปรตามในงานวิจัยนี้พบว่า

**ตารางที่ 2** ค่าเฉลี่ยองค์ประกอบแบบจำลอง Beneish M-Score

| องค์ประกอบแบบจำลอง<br>Beneish M-Score                            | ค่าสูงสุด     | ค่าต่ำสุด     | ค่าเฉลี่ย    | ส่วนเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน | ความเป็นไปได้<br>ในการจัดการ<br>กำไร |
|------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------------------|--------------------------------------|
| ดัชนีลูกหนี้การค้าต่อยอดขาย (DSRI)                               | 172.30        | 0.00          | 1.95         | 8.79                     | มี                                   |
| ดัชนีอัตรากำไรขั้นต้น (GMI)                                      | 74.36         | -31.89        | 1.29         | 4.56                     | มี                                   |
| ดัชนีการเติบโตของยอดขาย (SGI)                                    | 71.36         | 0.01          | 1.27         | 3.33                     | มี                                   |
| ดัชนีคุณภาพสินทรัพย์ (AQI)                                       | 0.98          | -36.08        | -0.35        | 2.09                     | ไม่มี                                |
| ดัชนีค่าเสื่อมราคา (DEPI)                                        | 27.02         | -0.82         | 1.08         | 1.22                     | มี                                   |
| ดัชนีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SGAI)                          | 32.42         | 0.00          | 1.39         | 2.11                     | มี                                   |
| ดัชนียอดขายรวมของรายการคงค้างต่อ<br>ยอดขายรวมของสินทรัพย์ (TATA) | 6.36          | -6.23         | -0.22        | 0.51                     | ไม่มี                                |
| ดัชนีหนี้สิน (LVGI)                                              | 12.63         | -0.02         | 0.43         | 0.68                     | ไม่มี                                |
| <b>ภาพรวมค่าคะแนน M-Score</b>                                    | <b>146.39</b> | <b>-34.32</b> | <b>-2.62</b> | <b>9.77</b>              | <b>ไม่มี</b>                         |

ตารางที่ 2 พบว่าโดยรวมแล้วกิจการในตลาดหลักทรัพย์ไม่มีการจัดการกำไรแต่มีโอกาสเกิดการจัดการกำไรในบางดัชนี โดยที่ค่าเฉลี่ยภาพรวมของการจัดการกำไร (M-Score) มีค่าเท่ากับ -2.62 ซึ่งเป็นค่าคะแนนที่ต่ำกว่า -2.22 แสดงว่าโดยภาพรวมกลุ่มตัวอย่างไม่มีความเสี่ยงต่อการทำผิดทางบัญชี กิจการมีการใช้นโยบายการบัญชีที่สร้างความเสี่ยงน้อยหรือมีการบันทึกบัญชีได้อย่างถูกต้อง เมื่อพิจารณาความเป็นไปได้ในการจัดการกำไรโดยแยกตามรายดัชนี พบว่าดัชนีลูกหนี้การค้าต่อยอดขาย (DSRI) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.95 แสดงถึงประสิทธิภาพของการจัดการลูกหนี้การค้าซึ่งหากดัชนีมีค่าสูงโอกาสที่รายได้และกำไรจะถูกทำให้สูงเกินจริงจะเพิ่มขึ้นด้วย ในส่วนของดัชนีอัตรากำไรขั้นต้น (GMI) และดัชนีการเติบโตของยอดขาย (SGI) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.29 และ 1.27 ตามลำดับซึ่งมีค่ามากกว่า 1 แสดงถึงกิจการมีความสามารถในการทำกำไรขั้นต้นลดลงซึ่งเป็นสัญญาณเชิงลบที่อาจสะท้อนว่ากิจการอาจมีการตกแต่งกำไร สำหรับดัชนีคุณภาพสินทรัพย์ (AQI) เท่ากับ -1.47 แสดงว่ามีบริหารการใช้สินทรัพย์ที่ไม่มากเกินไปจึงสะท้อนว่าไม่มีการตกแต่งกำไรผ่านการบริหารสินทรัพย์ของกิจการ ส่วนดัชนีค่าเสื่อมราคา (DEPI) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.08 ซึ่งมีค่ามากกว่า 1 แสดงอาจมีการลงทุนขยายกิจการเพิ่มขึ้นหรือมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายหรือวิธีการคิดค่าเสื่อมราคาซึ่งอาจจะสะท้อนให้เห็นถึงโอกาสที่มากขึ้นของการจัดการกำไรผ่านงบการเงิน สำหรับดัชนีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SGAI) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.39 มีค่ามากกว่า 1 ซึ่งสูงขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อนจึงเป็นสัญญาณบอกว่ามีโอกาสมีการจัดการกำไร ดัชนียอดขายรวมของรายการคงค้างต่อยอดขายรวมของสินทรัพย์ (TATA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.22 โดยมีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่ารายการคงค้างมีค่าน้อยไม่มีความเสี่ยงในการจัดการกำไร ดัชนีหนี้สิน (LVGI) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.43 โดยมีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่ามีภาระหนี้สินของปีปัจจุบันลดลงจากปีก่อนดังนั้นจึงไม่มีสัญญาณที่สร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารจัดการกำไร

ตารางที่ 3 จำแนกกิจการตามแบบจำลอง Beneish M-Score

| เกณฑ์ในการจำแนก                                      | จำนวนกิจการ | ร้อยละ        |
|------------------------------------------------------|-------------|---------------|
| มีความเป็นไปได้ที่จะตกแต่งกำไร (M-score > - 2.22)    | 83          | 15.46         |
| ไม่มีความเป็นไปได้ที่จะตกแต่งกำไร (M-score < - 2.22) | 454         | 84.54         |
| <b>รวม</b>                                           | <b>537</b>  | <b>100.00</b> |

จากตารางที่ 3 เมื่อจำแนกกิจการที่มีความเป็นไปได้ที่จะมีการตกแต่งกำไรโดยพิจารณาค่าคะแนน M-Score หากมีค่ามากกว่า -2.22 แสดงว่ามีความเป็นไปได้ค่อนข้างมากว่าอาจมีความเสี่ยงจะเกิดการทำให้ผิดทางบัญชี จากตารางพบว่ามีจำนวน 83 กิจการที่มีค่าคะแนน M-Score สูงกว่าเกณฑ์มาตรฐานคิดเป็นร้อยละ 15.46 และกิจการที่ไม่มีความเป็นไปได้ที่จะมีการตกแต่งกำไรมีจำนวน 454 กิจการคิดเป็นร้อยละ 84.54

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาและความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

| Variables | M-Score | ESG     | CG      | FCF     | FS | Mean  | S.D. | VIF   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|----|-------|------|-------|
| M-Score   | 1       |         |         |         |    | 0.15  | 0.36 |       |
| ESG       | 0.019   | 1       |         |         |    | 0.28  | 0.45 | 1.591 |
| CG        | -0.024  | 0.472** | 1       |         |    | 3.49  | 2.00 | 1.305 |
| FCF       | -0.019  | 0.298** | 0.174** | 1       |    | 18.92 | 2.06 | 1.450 |
| FS        | 0.108** | 0.517** | 0.332** | 0.557** | 1  | 22.79 | 1.58 | 1.832 |

\*\*ความมีนัยสำคัญที่ 0.05

จากตารางที่ 4 พบว่าตัวแปรการจัดการกำไรเท่ากับ 0.15 นั่นคือกิจการที่ถูกจัดให้อยู่ในกลุ่มที่มีความเสี่ยงในจะมีการตกต่ำกำไรไม่มากนัก ค่าเฉลี่ยสำหรับตัวแปรการอยู่ในกลุ่ม SET ESG Ratings เท่ากับ 0.28 นั่นคือกิจการส่วนมากยังไม่ได้สมัครเข้าร่วมการจัดอันดับโดยกิจการอาจมีการดำเนินการด้าน ESG แล้วหากแต่ยังไม่ได้สมัครเข้ารับการประเมินเพื่ออยู่ในกลุ่ม SET ESG Ratings นอกจากนี้มีค่าเฉลี่ยของตัวแปรการกำกับดูแลกิจการเท่ากับ 3.49 นั่นคือโดยส่วนมากกิจการได้รับค่าคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับ 3 ค่าเฉลี่ยสำหรับกระแสเงินสดอิสระเท่ากับ 18.92 และขนาดกิจการเท่ากับ 22.79 สำหรับค่า Variance Inflation Factor (VIF) เพื่อตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระพบว่าค่าอยู่ระหว่าง 1.305 - 1.832 ซึ่งน้อยกว่าค่าที่กำหนด (Hair et al., 2010) และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่วัดโดย Pearson correlation มีค่าไม่เกิน 0.8 ทุกตัวแปรโดยที่ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับการจัดอันดับ SET ESG Ratings ตัวแปรกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับการจัดอันดับ SET ESG Ratings และการกำกับดูแลกิจการ ส่วนตัวแปรขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับการจัดอันดับ SET ESG Ratings การกำกับดูแลกิจการและกระแสเงินสดอิสระ

ตารางที่ 5 ความเหมาะสมของตัวแบบ

| Hosmer and Lemeshow Test |    |       | Cox & Snell R Square         | Nagelkerke R Square |
|--------------------------|----|-------|------------------------------|---------------------|
| Chi-square               | df | Sig.  |                              |                     |
| 5.852                    | 8  | 0.664 | 0.025                        | 0.043               |
| Omnibus Tests            |    |       | -2 Log likelihood            |                     |
| Chi-square               | df | Sig.  | 448.327                      |                     |
| 13.402                   | 4  | 0.009 | Predictive accuracy = 84.50% |                     |

จากตารางที่ 5 การทดสอบความเหมาะสมของตัวแบบด้วยสถิติของ Hosmer-Lemeshow ผลการวิเคราะห์พบว่าค่า Chi-square มีค่า Sig. > 0.05 ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่าตัวแบบมีความเหมาะสมในการอธิบายตัวแปรการอยู่ในกลุ่ม SET ESG Ratings ที่มีผลต่อการจัดการกำไร สำหรับการทดสอบความเหมาะสมสัมประสิทธิ์ของตัวแบบด้วยค่า Omnibus ซึ่งจากผลการวิเคราะห์พบว่าค่า Sig. < 0.05 นั่นคือมีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่าตัวแปรต้นที่นำเข้าไปในตัวแบบมีความเหมาะสม และค่า Nagelkerke R Square คือตัวแปรอิสระในตัวแบบสามารถอธิบายโอกาสที่กิจการจะทำการจัดการกำไรได้ร้อยละ 4.30 โดยสามารถคาดการณ์ความสัมพันธ์ได้อย่างถูกต้องเที่ยงตรงได้ถึงร้อยละ 84.50

ตารางที่ 6 ผลวิเคราะห์ข้อมูล

| Variables | B      | S.E.  | Wald   | df | Sig.    | Exp(B) |
|-----------|--------|-------|--------|----|---------|--------|
| ESG       | -1.157 | 0.346 | 0.207  | 1  | 0.649   | 0.855  |
| CG        | -0.087 | 0.068 | 1.618  | 1  | 0.203   | 0.917  |
| FCF       | -0.146 | 0.065 | 4.946  | 1  | 0.026** | 0.865  |
| FS        | 0.346  | 0.100 | 11.953 | 1  | 0.001** | 1.414  |
| Constant  | -6.545 | 1.957 | 11.185 | 1  | 0.001** | 0.001  |

\*\*ความมีนัยสำคัญที่ 0.05

จากตารางที่ 6 จากผลการวิเคราะห์พบว่าตัวแปร SET ESG Ratings (ESG) มีค่า Sig.>0.05 นั่นคือไม่มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่าการที่กิจการได้ถูกจัดอันดับอยู่ในกลุ่ม SET ESG Ratings ไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรของกิจการ ดังนั้นจึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 1 นอกจากนี้ผลวิเคราะห์ตัวแปรค่าคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) มีค่า Sig.>0.05 นั่นคือไม่มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่าการที่มีค่าคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรของกิจการ สำหรับผลวิเคราะห์ตัวแปรกระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีค่า Sig.<0.05 นั่นคือมีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่าการที่มีกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับการจัดการกำไร และผลวิเคราะห์ตัวแปรขนาดของกิจการ (FS) มีค่า Sig.<0.05 นั่นคือมีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่าขนาดกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับการจัดการกำไร ดังนั้นผลการศึกษาไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 2

## อภิปรายผลการวิจัย

จากผลการศึกษาที่พบว่ากิจการถูกจัดอันดับอยู่ในกลุ่ม SET ESG Ratings ไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรของกิจการ แสดงให้เห็นว่าการที่กิจการดำเนินการและเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานด้าน ESG และสมัครเข้ารับการประเมินจนทำให้ได้รับการจัดอันดับให้อยู่ในกลุ่ม SET ESG Ratings นั้นไม่สามารถส่งสัญญาณตามแนวคิดของทฤษฎีการส่งสัญญาณที่การเปิดเผยข้อมูลรวมถึงการที่ได้อยู่ใน SET ESG Ratings จะช่วยให้ผู้มีส่วนได้เสียเห็นถึงโอกาสที่กิจการจะจัดการกำไรหรือช่วยลดความเสี่ยงของกิจการทางการเงินได้ อาจเนื่องมาจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG เพื่อให้ได้อยู่ใน SET ESG Ratings นั้นอาจเป็นเพียงการเปิดเผยข้อมูลในด้านปริมาณของข้อมูลแต่ไม่ได้สะท้อนถึงคุณภาพของข้อมูลทำให้ไม่สามารถให้ข้อมูลที่เพียงพอและครบถ้วนต่อการพิจารณาถึงพฤติกรรมที่แท้จริงของฝ่ายบริหารเกี่ยวกับการจัดการกำไรของกิจการได้ ทั้งนี้การอยู่ใน SET ESG Ratings สะท้อนถึงการปฏิบัติตามหลัก ESG และทำการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะด้วยความสมัครใจของกิจการ ซึ่งการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจที่มากขึ้นไม่ได้สะท้อนให้เห็นแนวโน้มที่ลดลงในการจัดการกำไรของกิจการ (Consoni et al., 2017) อย่างไรก็ตามแนวคิดทฤษฎีตัวแทนนั้นการลงทุนเกี่ยวกับ ESG ที่มากเกินไปอาจทำให้ความสามารถในการทำกำไรในระยะสั้นของกิจการลดลง อาจทำให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจที่จะพยายามแสดงผลการดำเนินงานที่ดีเพื่อสะท้อนความสามารถในการบริหารงาน ดังนั้นการตอบสนองต่อความต้องการของตัวการและผู้มีส่วนได้เสียอื่นด้วยการที่ได้อยู่ใน SET ESG Ratings ตามที่หน่วยงานกำกับดูแลให้การส่งเสริมนั้นจึงเป็นอีกหนึ่งแนวทางในการสร้างความเข้าใจของตัวการและผู้มีส่วนได้เสียอื่นต่อแผนดำเนินงานในระยะยาวของกิจการที่ผู้บริหารดำเนินการได้

นอกจากนี้ค่าคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรของกิจการ นั่นคือการที่กิจการได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่ได้ส่งสัญญาณเกี่ยวกับโอกาสที่จะเกิดการจัดการกำไรของกิจการ ไม่สามารถช่วยลดพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมทางบัญชีของฝ่ายบริหารหรือติดตามการฉวยโอกาสในการบริหารจัดการได้ (Almubarak et al., 2023; Nguyen et al., 2024) อาจเนื่องมาจากการประเมินระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการนั้นจะพิจารณาการเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานของกิจการเกี่ยวกับสิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความรับผิดชอบของคณะกรรมการซึ่งมุ่งเน้นไปที่การดำเนินการเกี่ยวกับผู้ถือหุ้นเท่านั้น สำหรับกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับการจัดการกำไร นั่นคือหากกิจการมีกระแสเงินสดอิสระจำนวนมากจะมีโอกาสที่กิจการจะไม่ทำการจัดการกำไรเนื่องจากการมีกระแสเงินสดอิสระจำนวนมากก็จะสะท้อนให้เห็นถึงความแข็งแกร่งของกิจการมีเงินสดเพียงพอที่จะดำเนินงานเพื่อสร้างการเติบโตในอนาคต มีความสามารถในการชำระภาระหนี้ได้ (Santoso, 2023) ดังนั้นกิจการจึงไม่จัดการกำไรแต่รักษาไว้ซึ่งกระแสเงินสดอิสระในงบการเงิน นอกจากนี้ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับการจัดการกำไร นั่นคือกิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มในการจัดการกำไรซึ่งไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีตที่พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทาง

ลบกับการจัดการกำไร (Oktaviani & Mochklas, 2019) ซึ่งกิจการอาจต้องการรักษาระดับฐานะทางการเงินของกิจการ รักษาการสนับสนุนจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเพื่อสร้างข้อได้เปรียบหรือแสดงผลการดำเนินงานที่ดีเพื่อดึงดูดนักลงทุน

## สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

จากวัตถุประสงค์ของการศึกษาคือเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการอยู่ใน SET ESG Ratings และการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น ผลการศึกษาพบว่าการที่กิจการจัดอยู่ในกลุ่ม SET ESG Ratings ไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ นั่นคือการถูกจัดอันดับอยู่ในกลุ่ม SET ESG Ratings ไม่สามารถส่งสัญญาณถึงโอกาสเกี่ยวกับการจัดการกำไรไปยังผู้มีส่วนได้เสียได้ ซึ่งมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

1. ประโยชน์ของงานวิจัยในทางปฏิบัติสำหรับกิจการ แม้ว่าการถูกจัดอันดับอยู่ในกลุ่ม SET ESG Ratings ไม่ใช่ปัจจัยที่สามารถนำมาวิเคราะห์ถึงโอกาสในการเกิดการจัดการกำไรของกิจการได้แต่อย่างไรก็ตามกิจการควรให้ความสำคัญในการปฏิบัติและสะท้อนผลที่เกิดขึ้นโดยการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับด้านสังคม สิ่งแวดล้อมและบรรษัทภิบาลของกิจการเพื่อให้ได้รับการคัดเลือกให้อยู่ในกลุ่ม SET ESG Ratings จากหน่วยงานกำกับดูแล เนื่องจากในอีกด้านการปฏิบัติตามหลัก ESG นั้นจะสามารถสร้างความเข้าใจของผู้มีส่วนได้เสียต่อแผนดำเนินงานของกิจการเพื่อสร้างความยั่งยืนในระยะยาว รวมถึงเป็นการให้รายละเอียดเบื้องต้นเกี่ยวกับความยั่งยืนในการดำเนินงานด้านต่างๆ เพื่อให้สามารถนำข้อมูลไปวิเคราะห์และประเมินมูลค่ากิจการในมุมมองต่างๆ ในระยะยาวได้ เช่น การที่กิจการประหยัดพลังงานหรือการใช้ทรัพยากรอย่างรู้คุณค่านั้นนอกจากช่วยลดผลกระทบที่มีต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมแล้วยังช่วยลดค่าใช้จ่ายของกิจการซึ่งเป็นการเพิ่มมูลค่าในระยะยาวอีกด้วย

2. ประโยชน์ของงานวิจัยสำหรับหน่วยงานกำกับดูแล ควรกำหนดแนวทางที่ชัดเจนและส่งเสริมให้กิจการทำการเปิดเผยข้อมูลในเชิงรายละเอียดของกิจกรรมที่เปิดเผยเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการคาดการณ์เพื่อทำความเข้าใจกิจกรรมและกลยุทธ์ที่ไม่ใช่ทางการเงินของกิจการ รวมถึงกระตุ้นให้ผู้มีส่วนได้เสียกิจการตระหนักถึงความสำคัญและผลกระทบของการดำเนินงานด้านสังคม สิ่งแวดล้อมและบรรษัทภิบาลของกิจการเนื่องจากจะสามารถให้ข้อมูลเพื่อประเมินผลการปฏิบัติงานในอนาคตของกิจการรวมถึงแนวนโยบายในการดำเนินงานเพื่อบรรลุเป้าหมายระยะยาวในการสร้างความมั่งคั่งอย่างยั่งยืนได้

3. ประโยชน์ในเชิงวิชาการ เป็นการเพิ่มพูนผลงานและองค์ความรู้เกี่ยวกับการอยู่ในกลุ่ม SET ESG Ratings ที่ยังคงมีน้อย รวมถึงองค์ความรู้เกี่ยวกับการนำ Beneish M-Score Model เป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์การจัดการกำไรหรือตรวจสอบหาการทุจริตจากข้อมูลในรายงานทางการเงินได้

อย่างไรก็ตามในการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาเกี่ยวกับข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่เปิดเผยและได้อยู่ในกลุ่ม SET ESG Ratings และการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2566 เท่านั้น ดังนั้นการศึกษาวิจัยในอนาคตต่อไปจึงอาจพิจารณาศึกษาเพิ่มเติม คือ

1. แนวทางการวัดการจัดการกำไรสามารถทำได้หลายวิธีและไม่มีวิธีใดที่สามารถวัดการกระทำหรือความตั้งใจของผู้บริหารได้อย่างถูกต้องที่สุด ดังนั้นในการศึกษารุ่นต่อไปอาจมีการเปรียบเทียบวิธีการวัดผลการจัดการกำไรในด้านอื่น ๆ

2. ในการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาเพียงการจัดอันดับอยู่ในกลุ่ม SET ESG Ratings ของกิจการเท่านั้น ดังนั้นในการศึกษาในอนาคตอาจมีการศึกษาเกี่ยวกับข้อมูลที่กิจการทำการเปิดเผยทั้งที่เป็นข้อมูลทั้งที่เป็นตัวเงินและข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินในเชิงคุณภาพของรายงานที่เปิดเผยเพื่อสะท้อนมุมมองการศึกษาที่หลากหลายมากขึ้น



## References

- Aldieri, L., Amendola, A., & Candila, V. (2023). The impact of ESG scores on risk market performance. *Sustainability*, 15(9), 7183. <https://doi.org/10.3390/su15097183>.
- Alodat, A. Y., Amosh, H. A., Alorayni, O., & Khatib, S. F. A. (2024). Does corporate sustainability disclosure mitigate earnings management: Empirical evidence from Jordan. *International Journal of Disclosure and Governance*, 21, 165–174. <https://doi.org/10.1057/s41310-023-00213-4>.
- Almubarak, W. I., Chebbi, K., & Ammer, M. A. (2023). Unveiling the connection among ESG, earnings management, and financial distress: Insights from an emerging market. *Sustainability*, 15(16), 12348. <https://doi.org/10.3390/su151612348>.
- Apimolbud, T., & Hansawong, S. (2018). The relationship between sustainability performance and stock return: An empirical study of the listed companies on the Stock Exchange of Thailand awarded Dow Jones Sustainability Index (DJSI). *Rajapark Journal*, 12(25), 37-51.
- Beneish, M. D. (1999). The detection of earning manipulation. *Financial Analyst Journal*, 55(5), 24–36.
- Chantabutr, P. (2022). The impact of environmental, social, and governance on the financial distress risk of companies listed on the Stock Exchange of Thailand: The context of economic crisis. *Journal of Accounting Profession*, 18(59), 26-52. <http://www.jap.tbs.tu.ac.th/files/Article/Jap59/Ful/JAP59Panamon.pdf>. [in Thai]
- Cheung, A. W. K. (2011). Do stock investors value corporate sustainability? Evidence from an event study. *Journal of Business Ethics*, 99, 145-165. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0646-3>.
- Chodchoy, P., Sutjasen, A., Jaipiem, k., & Klaewtanong, A. (2023). Effects of corporate governance efficiency on management efficiency and enterprise value of companies in the Market for Alternative Investment (MAI). *University of the Thai Chamber of Commerce Journal Humanities and Social Sciences*, 43(3), 62–83. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/utccjournalhs/article/view/262561>. [in Thai]
- Consoni, S., Colauto, R. D., & Franco de Lima, G. A. S. (2017). Voluntary disclosure and earnings management: Evidence from the Brazilian capital market. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 249-263. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703360>.
- Elmaghrabi, M. E. & Diab, A. (2023). Anti-corruption corporate disclosures and earnings management: Evidence from a developed market. *Journal of Financial Crime*, 31(6), 1302-1319. <https://doi.org/10.1108/JFC-09-2023-0235>.
- Gajdosikova, D., Valaskova, K., & Durana, P. (2022). Earnings management and corporate performance in the scope of firm-specific features. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(10), 426. <https://doi.org/10.3390/jrfm15100426>.
- Gerged, A. M., Albitar, K. & Al-Haddad, L. (2023). Corporate environmental disclosure and earnings management-The moderating role of corporate governance structures.

*International Journal of Finance & Economics*, 28(3), 2789–2810.

<https://doi.org/10.1002/ijfe.2564>.

Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis*(7th Ed.). Prentice Hall.

Jatiningrum, C., Abdul-Hamid, M. A., & Popoola, O. M. J. (2016). The impact of disclosure quality on corporate governance and earnings management: Evidence from companies in Indonesia. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(4S). 118-125.

<https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/2698>.

Jamsai, S., Boonmuenwai, S. & Jintawattanagul, S. (2024). Influence of environmental, social, and governance (ESG) performance that affects sustainable growth through the profitability of companies listed on the Stock Exchange, Service Industry Group. *KKBS JOURNAL of Business Administration and Accountancy*, 8(2). 59-74. <https://so04.tci-thaijo.org/index.php/kkbsjournal/article/view/271308/183944>.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4). 305-360.

[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).

Manapreechadeelert, P., Dampitakse, K., & Ngudgratoke, S. (2024). Impact of environmental, social and governance (ESG) performance on firm performance: Interaction effect of managerial efficiency. *ABAC Journal*. 44(4), 483-499. <https://doi.org/10.59865/abacj.2024.62>.

Nguyen, Q., Kim, M. H., & Ali, S. (2024). Corporate governance and earnings management: Evidence from Vietnamese listed firms. *International Review of Economics and Finance*, 89, 775–801. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.07.084>.

Oktaviani, M., & Mochklas, M. (2019). Free cash flow, size, and earning management. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 436, 62-65.

<https://doi.org/10.2991/assehr.k.200529.013>.

Phetruen, W. (2018). Earning management behaviour and related factors. *Journal of Business, Innovation and Sustainability (JBIS)*, 13(1), 29-40. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/BECJournal/article/view/103245>. [in Thai]

Promptong, N. (2023). Effects of ownership structures and board characteristics on listed firms in Thailand Sustainability Investment index. *BU Academic Review*, 22(1), 61-79. <https://so01.tci-thaijo.org/index.php/buacademicreview/article/view/262968>. [in Thai]

Pumiviset, W. & Suttipun, M. (2024). Corporate social responsibility and SMEs’ performance: mediating role of sustainable competitive advantage. *ABAC Journal*, 44(4), 236-253. <https://doi.org/10.59865/abacj.2024.47>.

Saithong-in, S. & Promptong, N. (2023). Thailand Sustainability Investment designation and market-based performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Sripatum Review of Humanities and Social Sciences*, 23(1), 7-21. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/spurhs/article/view/261648>. [in Thai]

- Santoso, A. (2023). The effect of free cash flow and leverage on earnings management: Moderating role of good corporate governance. *Asian Management and Business Review*, 3(1), 14-23. <https://doi.org/10.20885/AMBR.vol3.iss1.art2>.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Sustainable Capital Market Development. (n.d.). Retrieved from <https://setsustainability.com/page/disclosure>.
- Sustainable Capital Market Development. (2023). *SET ESG Ratings*. Retrieved from <https://setsustainability.com/libraries/1258/item/set-esg-ratings>.
- Suttipun, M. (2023). ESG performance and corporate financial risk of the Alternative Capital Market in Thailand. *Cogent Business & Management*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2168290>.
- The Thai Institute of Directors Association. (n.d.). *Corporate governance report of Thai listed companies 2023*. Retrieved from <https://thai-iod.com/imgUpload/CGR2023%20Full%20Version.pdf>.
- The Securities and Exchange Commission. (n.d.). *Criminal sanction - annual statistics*. Retrieved from <https://www.sec.or.th/TH/Documents/AnnualStatistics/enforce-statistic-criminal-TH.pdf>.
- Valaskova, K., & Fedorko, R. (2021). Beneish M-score: A measure of fraudulent financial transactions in global environment?. *SHS Web of Conferences*, 92, 02064. <https://doi.org/10.1051/shsconf/20219202064>.
- Zhang, P., Wei, J., & Jiang, J. (2023). ESG information disclosure and corporate earnings management research on the moderating effect based on media attention. *Journal of Education, Humanities and Social Sciences*, 16, 69-79. <https://doi.org/10.54097/ehss.v16i.9499>.