

**การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**
**CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM PERFORMANCE OF
LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND**

จิตูษา ขันทอง กัลยกิตต์ กীরตังกูร
Jitusa Khanthong¹, Kanyakit Keerati-angkoon²

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ยกเว้นบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน) ระหว่าง ปี พ.ศ.2556 - 2558 จำนวน 367 บริษัท โดยเน้นไปที่ปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการในเรื่องของสัดส่วนกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริหาร หลายประเทศในปัจจุบันโดยเฉพาะประเทศในแถบยุโรปให้ความสำคัญกับการมีสตรีดำรงตำแหน่งบริหารมากขึ้น โดยเชื่อว่าผู้บริหารสตรีจะช่วยให้การบริหารงานดีขึ้นและประสบความสำเร็จ งานวิจัยนี้ยังได้นำปัจจัยความล่าช้าที่เหมาะสม (Optimal lag length) ของสัดส่วนกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริหารมาร่วมศึกษาเพื่อดูว่าระยะเวลาที่มีผลต่อตัวแปรตามหรือไม่ นอกจากนี้ยังมีปัจจัยอื่นของการกำกับดูแลกิจการมาหาความสัมพันธ์ร่วมด้วย ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระ การควมรวมตำแหน่งคณะกรรมการบริหาร สัดส่วนการถือหุ้นแบบสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นแบบครอบครัว

ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับผลการดำเนินงานซึ่งวัดจากผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ในขณะที่ความล่าช้าที่เหมาะสมของสัดส่วนกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริหาร สัดส่วนการถือหุ้นแบบสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นแบบครอบครัวมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในทิศทางเดียวกัน สำหรับสัดส่วนของกรรมการอิสระ และการควมรวมตำแหน่งคณะกรรมการบริหารไม่พบว่า มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในการศึกษาครั้งนี้

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน คณะกรรมการบริหารสตรี โครงสร้างคณะกรรมการ
โครงสร้างผู้ถือหุ้น

Abstract

The objective of this study is to investigate the relationship between mechanisms of corporate governance and firm performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand (SET). 367 non-financial listed companies in Thailand over the period from 2013 to 2015 are covered in this study. Nowadays, many countries especially in Europe emphasize to increase the number of women in leading positions in business. They believed that executive women are the key to a successful implementation, thus ratio of women on board were focused. Optimal lag length is also included in order to examine if there is any

¹ Business Administration Department, Social Sciences Faculty, Srinakharinwirot University, Corresponding Author, E-mail Address: kjitusa@hotmail.com

² Business Administration Department, Social Sciences Faculty, Srinakharinwirot University, E-mail Address: kanyakit@g.swu.ac.th

effects from time lag. Other corporate governance factors to consider are ratio of board independence, CEO duality, ratio of institutional ownership and ratio of family ownership.

Empirical results imply that ratio of women on board has negative influence while optimal lag length, ratio of institutional ownership and ratio of family ownership have positive influence on firm performance represented by Return on Assets (ROA). Nevertheless, ratio of board independence and CEO duality do not have any influences on firm performance from this study.

Keywords: Corporate Governance, Firm Performance, Women on Board, Board Structure, Ownership Structure

บทนำ

หลายทศวรรษที่ผ่านมา การกำกับดูแลกิจการหรือบรรษัทภิบาล (Corporate Governance: CG) เป็นเรื่องสำคัญที่บริษัททั่วโลกส่วนใหญ่ให้ความสนใจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังจากที่หลายบริษัทใหญ่ๆ จากหลายประเทศประสบปัญหาจากการดำเนินงานที่ไม่โปร่งใส พบการทุจริตภายในบริษัทจนกระทั่งต้องปิดกิจการลง ดังเช่น บริษัทที่มีชื่อเสียงในสหรัฐอเมริกา “Enron” ประกอบธุรกิจหลักด้านการค้าพลังงานไฟฟ้าและก๊าซธรรมชาติ มีการตกแต่งบัญชีเพื่อแสดงสถานะข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่ไม่เป็นจริง เมื่อการทุจริตถูกเปิดเผยทำให้ราคาหุ้นลดต่ำลงจนแทบไม่มีราคาและถูกประกาศล้มละลายในปี ค.ศ.2001 คล้ายกันกับ “WorldCom” บริษัทโทรคมนาคมอันดับ 2 ของสหรัฐอเมริกาที่ตกแต่งตัวเลขทางบัญชีเช่นกัน ส่งผลกระทบต่อการลงทุนจนบริษัทถูกลดอันดับความน่าเชื่อถือและต้องยื่นขอล้มละลายในปี ค.ศ.2002 แม้แต่ “Tyco International” ผู้ผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์และอุปกรณ์รักษา ซึ่ง CEO ของบริษัทเคยถูกจัดอันดับให้เป็น 1 ใน 25 นักบริหารยอดเยี่ยมของ Business Week แต่เพราะบริษัทไม่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีการทุจริตคอร์รัปชันในการบริหารงานส่งผลให้บริษัทประสบกับปัญหาขาดทุนและต้องปิดกิจการลงในปี ค.ศ.2002 เช่นเดียวกัน (Ackman, 2002)

บริษัทดังกล่าวข้างต้นล้วนแต่เป็นบริษัทขนาดใหญ่ที่มีชื่อเสียง ได้รับการยอมรับจากผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย ผู้บริหารมีความเชี่ยวชาญในเรื่องของการบริหารงานและได้รับการยกย่อง ราคาหุ้นของแต่ละบริษัทเคยมีมูลค่าสูงในตลาดหลักทรัพย์แต่เพราะการบริหารงานที่ไม่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผู้มีอำนาจในการบริหารงานทุจริตคอร์รัปชัน มีความขัดแย้งของผลประโยชน์จนเกิดเป็นปัญหาตัวแทน (Agency problem) ในการบริหารงานเนื่องจากมีพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสม ซึ่งไม่เพียงส่งผลต่อบริษัทเท่านั้นแต่ยังส่งผลต่อระบบเศรษฐกิจในภาพรวมอีกด้วย การกำกับดูแลกิจการจึงกลายเป็นเรื่องสำคัญที่ได้รับความสนใจจากผู้บริหารองค์กรในเวลาต่อมาไม่ว่าภาครัฐหรือภาคเอกชน รวมถึงสาธารณชน ก่อให้เกิดการจัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแลกิจการขึ้นมาโดยเฉพาะเพื่อกำกับดูแลกิจการให้มีระบบการบริหารและการจัดการที่มีคุณภาพ มีผลการปฏิบัติงานที่เป็นมาตรฐาน มีการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส เพื่อส่งผลให้องค์กรมีผลการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ เพิ่มความสามารถในการแข่งขันและสร้างมูลค่าแก่กิจการ ทำให้เกิดความพึงพอใจแก่ผู้มีส่วนได้เสีย (Stockholders) ทุกฝ่ายขององค์กร

บริษัทในปัจจุบันจึงเน้นให้ความสำคัญกับมาตรฐานของการกำกับดูแลกิจการที่เป็นมาตรฐานสากล เนื่องจากมีข้อมูลสนับสนุนว่าแนวทางปฏิบัติของมาตรฐานดังกล่าวมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (Firm performance) และความเชื่อมั่นของผู้ถือหุ้นรวมถึงพันธมิตรทางธุรกิจ คณะกรรมการบริษัทถือได้ว่าเป็นบุคคลที่มีบทบาทสำคัญและเป็นตัวแทน (Agent) ของผู้ถือหุ้นในการควบคุมดูแลฝ่ายบริหาร เป็นจุดเริ่มต้นของการกำกับดูแลกิจการในการทำหน้าที่ถ่วงดุลอำนาจและตรวจสอบการบริหารงานไม่ให้เกิดการทุจริตอันจะทำให้เกิดความเสียหายต่อบริษัท นอกจากนี้ โครงสร้างผู้ถือหุ้นก็มีส่วนสำคัญต่อการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยเพื่อหลีกเลี่ยงการเอื้อประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทพบว่า การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับการดำเนินงานของบริษัทในประเทศบาห์เรน (Amba, 2014) ซึ่งเป็นไปในแนวทางเดียวกับงานวิจัยของ Al-Haddad, et al. (2001) พบว่า การกำกับดูแลกิจการมี

ความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร รวมถึงสภาพคล่องและเงินปันผลต่อหุ้นของบริษัทในประเทศจอร์แดนด้วย

นอกจากแนวทางปฏิบัติของการกำกับดูแลกิจการที่เป็นไปตามมาตรฐานสากลแล้ว หลายปีที่ผ่านมาสหภาพยุโรปได้ให้ความสำคัญต่อการสนับสนุนความเท่าเทียมกันทางเพศ หลายบริษัทในประเทศตะวันตกจึงส่งเสริมให้สุภาพสตรีดำรงตำแหน่งคณะกรรมการบริหารของบริษัทซึ่งเป็นตำแหน่งที่มีบทบาทสำคัญต่อกลไกการกำกับดูแลกิจการ โดยเชื่อว่าการเพิ่มกรรมการสตรีให้มากขึ้นนอกจากจะเป็นการสร้างสัดส่วนที่สมดุลของคณะกรรมการในบริษัทจดทะเบียนแล้ว ยังช่วยให้การทำงานมีประสิทธิภาพที่ดีขึ้นเมื่อมีความหลากหลายไม่ว่าจะเป็นความหลากหลายด้านเพศหรือเผ่าพันธุ์ (Randle, 2012) ในปี ค.ศ. 2003 นอร์เวย์เป็นประเทศแรกที่ได้กำหนดเป้าหมายเกี่ยวกับการมีกรรมการสตรีเป็นคณะกรรมการบริหารบริษัทและมีกรบังคับด้วยกฎหมาย เพราะเชื่อว่าการบังคับจะทำให้มีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นได้อย่างแน่นอน (Storvik, & Teigen, 2010) ผลการสำรวจจากนิตยสารฟอร์จูนชี้ให้เห็นถึงความสัมพันธ์ในเชิงบวกของการมีสตรีเป็นคณะกรรมการบริหารบริษัท พบว่า มีผลต่อราคาหุ้นและผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น โดยบริษัทที่มีสัดส่วนของกรรมการสตรีต่อกรรมการทั้งหมดอยู่ในช่วงระหว่างร้อยละ 19-44 จะมีกำไรต่อยอดขายเฉลี่ย (Gross margin average) สูงกว่าบริษัทที่ไม่มีสตรีอยู่ในคณะกรรมการถึงร้อยละ 16 (ยุทธ วรรณธรร, 2557) จึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจว่าความแตกต่างด้านวัฒนธรรมของประเทศไทยและกลุ่มประเทศตะวันตก รวมถึงการมีสตรีดำรงตำแหน่งคณะกรรมการบริหารร่วมกับปัจจัยอื่นๆ ของกลไกการกำกับดูแลกิจการจะส่งผลต่อความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทในบริบทของประเทศไทยหรือไม่

ความล้มเหลวในการดำเนินธุรกิจอันเนื่องมาจากการบริหารงานผิดพลาดหรือการทุจริตคอร์รัปชันกลายเป็นประเด็นสำคัญที่ทำให้ทุกฝ่ายหันมาให้ความสนใจการกำกับดูแลกิจการ เห็นได้ว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นสิ่งสำคัญและจำเป็นอย่างยิ่งสำหรับการเติบโตอย่างยั่งยืนขององค์กรสมัยใหม่ในปัจจุบัน เพราะช่วยให้การบริหารงานของบริษัทมีประสิทธิภาพและช่วยให้นักลงทุนที่จัดทำขึ้นน่าเชื่อถือ โปร่งใส สร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุน แม้ว่าจะมีงานวิจัยทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท แต่มีงานวิจัยไม่มากนักที่นำข้อมูลเกี่ยวกับการมีสตรีดำรงตำแหน่งคณะกรรมการบริหารซึ่งเป็นตำแหน่งที่สำคัญและเป็นส่วนหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการว่ามีผลต่อการดำเนินงานของบริษัทหรือไม่ ในงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยจึงได้นำสัดส่วนของคณะกรรมการสตรีมาเป็นตัวแปรหนึ่งของการศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บททวนวรรณกรรม

ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

ทฤษฎีตัวแทน มาจากแนวคิดของ Jensen, & Meckling (1976) โดยทฤษฎีนี้อธิบายถึงความสัมพันธ์ของบุคคล 2 ฝ่าย ได้แก่ ฝ่ายมอบอำนาจคือ “ตัวการ” (Principle) เช่น ผู้ถือหุ้น และตัวแทน (Agent) เช่น ผู้จัดการผู้บริหารของบริษัท ซึ่งเป็นฝ่ายรับมอบอำนาจในการบริหารงานจากตัวการ เนื่องจากผู้ถือหุ้นหรือตัวการนั้นไม่สามารถเข้ามามีส่วนร่วมในการตัดสินใจที่เกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัทในทุกเรื่องได้ จึงจำเป็นต้องมีตัวแทนเข้ามาทำหน้าที่แทน อย่างไรก็ตาม การแบ่งแยกระหว่างความเป็นเจ้าของและฝ่ายบริหารจัดการย่อมก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ขึ้นระหว่างตัวการและตัวแทนได้ หากผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้นกับฝ่ายบริหารไม่สอดคล้องกันก็จะเกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency problem) ขึ้น ปัญหาความขัดแย้งของตัวแทนตามแนวคิดของ John, & Senbet (อ้างถึงในวรกมล เกษมทรัพย์, 2553) แบ่งออกได้เป็น 3 ประเภท คือ

1. Managerial Agency เป็นปัญหาความขัดแย้งของตัวแทนที่เกิดขึ้นภายในองค์กรระหว่างผู้ถือหุ้น (ตัวการ) และฝ่ายจัดการ (ตัวแทน) เนื่องจากการรับรู้ข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน จึงก่อให้เกิด Moral Hazard ขึ้น โดยฝ่ายบริหารงานคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

2. Debt Agency เป็นความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นสามัญ และเจ้าหนี้หรือผู้ถือหุ้นกู้ เมื่อมีการเลิกกิจการ แม้ว่าเจ้าหนี้จะได้รับสิทธิในการชำระเงินคืนก่อนผู้ถือหุ้นสามัญ แต่ในการบริหารงานฝ่ายจัดการมักลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเพื่อผลตอบแทนที่สูงแก่ผู้ถือหุ้น ถ้าหากเกิดข้อผิดพลาดในการตัดสินใจทำให้เกิดภาวะหนี้สินที่ต้องชำระ มูลค่าของสินทรัพย์ที่ค้ำประกันกับเจ้าหนี้จะลดลงและเป็นการผลักระยะความเสี่ยงในการรับชำระหนี้แก่เจ้าหนี้ด้วย

3. Social Agency เป็นความขัดแย้งระหว่างภาคเอกชนและภาครัฐบาล เนื่องจากการตัดสินใจลงทุนของภาคเอกชนส่วนมากจะคำนึงถึงผลประโยชน์ขององค์กรเป็นสำคัญ จนบางครั้งไม่ได้คำนึงถึงผลเสียที่อาจจะเกิดขึ้นต่อสังคมในภาพรวม ภาครัฐบาลจึงจำเป็นต้องเข้ามากำกับดูแลการดำเนินงานขององค์กรเอกชน

จากปัญหาความขัดแย้งข้างต้นทำให้เกิดการมีต้นทุนในการจัดการเพื่อลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์เพิ่มขึ้นเรียกว่า ต้นทุนตัวแทน (Agency cost) เช่น กำหนดให้มีฝ่ายตรวจสอบภายใน (Internal audit) เพื่อติดตามหรือควบคุมการทำงานของฝ่ายบริหารหรือให้ค่าตอบแทนตามผลการดำเนินงาน (Incentive fee) ซึ่งเป็นค่าตอบแทนพิเศษที่จ่ายให้กับกรรมการจากผลงานที่สร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น เช่น ผลกำไรของบริษัท เงินปันผลที่จ่ายให้กับผู้ถือหุ้น (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2550) ซึ่งโดยปกติแล้วองค์กรขนาดใหญ่จะมีต้นทุนส่วนนี้สูงกว่าองค์กรขนาดเล็ก

อาจกล่าวได้ว่าตัวแทนตามทฤษฎีตัวแทนคือ คณะกรรมการบริษัทที่มีบทบาทสำคัญในการควบคุมดูแลการดำเนินงานของผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการให้บรรลุตามเป้าหมายของบริษัท ดังนั้น คณะกรรมการจึงเป็นบุคคลสำคัญที่มีส่วนช่วยในการผลักดันให้เกิดการปฏิบัติที่เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยควรคำนึงโครงสร้างของคณะกรรมการเพื่อให้สามารถถ่วงดุลอำนาจภายในได้อย่างเหมาะสม (คิลปรพ ศรีจันเพชร, 2551)

ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการเป็นเรื่องเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มบุคคลต่าง ๆ ได้แก่ คณะผู้บริหารของบริษัท คณะกรรมการ ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียทุกราย ซึ่งการที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นจะช่วยให้บริษัทสามารถดำเนินธุรกิจให้บรรลุวัตถุประสงค์และเป้าหมายที่กำหนดไว้ได้อย่างขึ้น และถือได้ว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นกลไกหนึ่งในการติดตาม และประเมินผลการดำเนินงานให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ (OECD, 2004)

มีหลายคำนิยามสำหรับการกำกับดูแลกิจการแต่ความหมายโดยรวมก็เน้นไปที่เรื่องของความโปร่งใส การตรวจสอบการปฏิบัติงานเพื่อเพิ่มมูลค่าให้กิจการและคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสีย เช่น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2558) ได้กล่าวถึงการกำกับดูแลกิจการว่าอาจได้ยินในบริบทอื่น เช่น บรรษัทภิบาล หรือ Corporate Governance หรือ CG ซึ่งหมายถึง “การบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย”

สังเวียน อินทรชัย (2548) ให้นิยามว่า หมายถึง “ระบบที่จัดให้มีกระบวนการและโครงสร้างของภาวะผู้นำ และการควบคุมของกิจการให้มีความรับผิดชอบตามหน้าที่ด้วยความโปร่งใส และสร้างความสามารถในการแข่งขันเพื่อรักษาเงินลงทุนและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นระยะยาวภายในกรอบการมีจริยธรรมที่ดีโดยรวมประกอบ”

คิลปรพ ศรีจันเพชร (2555) กล่าวว่า “การกำกับดูแลกิจการเป็นปัจจัยสำคัญอย่างหนึ่งในการปรับปรุงประสิทธิภาพขององค์กรซึ่งเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างฝ่ายจัดการ คณะกรรมการ เจ้าของและผู้มีส่วนได้เสียอื่น และยังช่วยให้เกิดโครงสร้างที่สำคัญ ซึ่งเป็นกลไกในการกำหนดวัตถุประสงค์ของกิจการและการกำหนดวิธีที่จะบรรลุวัตถุประสงค์เหล่านั้น รวมถึงการสอดส่องดูแลผลการปฏิบัติงานของกิจการ”

จากความหมายที่กล่าวมาข้างต้น สามารถสรุปความหมายของการกำกับดูแลกิจการได้ว่าหมายถึง กระบวนการและหลักปฏิบัติของบริษัทที่ผู้บริหารใช้บริหารงานและควบคุมการทำงานเพื่อให้เกิดความมั่นใจว่ามี

ความยุติธรรมและความโปร่งใสในองค์กร โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียเป็นสำคัญ ซึ่งผู้มีส่วนได้เสียขององค์กร เช่น ผู้ถือหุ้น พนักงานบริษัท ซัพพลายเออร์ ลูกค้า รัฐบาล ชุมชนรวมไปถึงสิ่งแวดล้อมด้วย

ความหลากหลายของคณะกรรมการ (Board diversity)

ในความหลากหลายของคณะกรรมการนั้น เพศ (Gender) เป็นปัจจัยหนึ่งที่มีการถกเถียงกันมากไม่เพียงแต่ในประเด็นของคณะกรรมการบริหารแต่ยังรวมถึงอีกหลายบริบทของสถานการณ์ทางสังคม ในมุมมองของการกำกับดูแลกิจการนั้น ความหลากหลายของคณะกรรมการเป็นประเด็นที่ถูกนำมาศึกษามากขึ้นเรื่อย ๆ เนื่องจากเป็นปัจจัยหนึ่งที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) ในเรื่องเกี่ยวกับความสมดุลของคณะกรรมการ (Board balance) คณะกรรมการที่มีความหลากหลายจะช่วยลดปัญหาที่เกิดขึ้นจากการตัดสินใจของบุคคลหรือกลุ่มบุคคลเพียงกลุ่มใดกลุ่มหนึ่ง มีการตั้งข้อสังเกตว่าการมีสตรีอยู่ในคณะกรรมการบริหารน่าจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดีขึ้น Wilson (2014) ได้ศึกษาเกี่ยวกับความหลากหลายของคณะกรรมการด้านเพศจาก 100 บริษัทในดัชนี S&P 500 พบว่า บริษัทขนาดใหญ่ให้ความสำคัญกับการมีบทบาทของสตรีในการดำรงตำแหน่งคณะกรรมการบริหารมากกว่าบริษัทขนาดเล็กลงมา และจากการศึกษาไม่พบว่า ปัจจัยด้านเพศส่งผลต่อตำแหน่งหากต้องการบุคคลที่มีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญด้านการเงิน Nielsen, & Huse (2010) ได้ศึกษาบริษัทในประเทศนอร์เวย์และพบว่า การมีสตรีดำรงตำแหน่งคณะกรรมการบริหารก่อให้เกิดผลดี การบริหารงานมีประสิทธิภาพมากขึ้นเนื่องจากสตรีมีส่วนช่วยในการไกล่เกลี่ยและลดปัญหาความขัดแย้งที่เกิดขึ้นจากการบริหารงานของคณะกรรมการ

เมื่อศึกษาสัดส่วนของกรรมการสตรีกับผลการดำเนินงานของบริษัท Smith, et al. (2006) พบว่า สัดส่วนของผู้บริหารสตรีในตำแหน่งบริหารระดับสูงของบริษัทในประเทศเดนมาร์กมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับคุณสมบัติของผู้บริหารสตรีเหล่านั้นด้วย โดยพบว่า ผู้บริหารสตรีที่สำเร็จการศึกษาในระดับปริญญาตรีมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานของบริษัท หากต่ำกว่าระดับปริญญาตรีจะมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานที่น้อยกว่าหรือไม่มีความสัมพันธ์เลย สอดคล้องกับ Erhardt, et al. (2003) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายของคณะกรรมการบริหารและผลการดำเนินงานของบริษัทขนาดใหญ่จำนวน 127 บริษัทในสหรัฐอเมริกา พบว่า ความหลากหลายของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานโดยวัดจากผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และผลตอบแทนจากการลงทุน (ROI) รวมถึง Carter, et al. (2003) พบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการสตรีในกลุ่มบริษัท Fortune 500 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ โดยบริษัทที่มีสุภาพสตรีอย่างน้อย 2 คนดำรงตำแหน่งคณะกรรมการบริหารจะผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่ดีกว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการสตรีจำนวนน้อย

บางงานวิจัยสรุปว่าความหลากหลายของคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงาน ดังเช่น Ekadiah, & Mboya (2012) พบว่า ความหลากหลายของคณะกรรมการไม่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทกลุ่มธนาคารในประเทศเคนยา รวมถึง Randoy, et al. (2006) ที่ศึกษาบริษัทขนาดใหญ่ 500 บริษัทในประเทศเดนมาร์กนอร์เวย์ และสวีเดน พบว่า ความหลากหลายด้านเพศและอายุไม่มีผลต่อราคาตลาดของหุ้นหรือผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และงานวิจัยของ Carter, et al. (2010) พบว่า ความหลากหลายด้านเพศหรือชาติพันธุ์ของคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกลุ่มตัวอย่างบริษัทขนาดใหญ่ในสหรัฐอเมริกา

อย่างไรก็ตาม การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของคณะกรรมการสตรีนั้นอาจจะยังไม่พบความสัมพันธ์หรือส่งผลต่อผลการดำเนินงานในทันทีเนื่องจากผลการดำเนินงานต้องใช้ระยะเวลาจากการบริหารงาน ทำให้การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานจะมีผลก็ต่อเมื่อระยะเวลาผ่านไปแล้วช่วงหนึ่ง งานวิจัยนี้จึงศึกษาปัจจัยที่เกี่ยวข้องด้วยนั้นคือความล่าช้าที่เหมาะสม (Optimal lag length) ในกรณีที่ตัวแปรมีระยะเวลาเพื่อดูว่าส่งผลกระทบต่อตัวแปรตามหรือไม่

กรรมการอิสระ (Board independence)

คณะกรรมการ คือ กลุ่มบุคคลที่ได้รับการแต่งตั้งขึ้นเพื่อดูแล ควบคุม และติดตามผลการดำเนินงานให้เป็นไปตามเป้าหมายของบริษัทที่ได้วางไว้ โดยคำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของบริษัทและมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น การมีกรรมการอิสระหรือกรรมการบุคคลภายนอก (Outside director) ที่มีความเป็นอิสระจากผู้ถือหุ้นและไม่มีความสัมพันธ์

ส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัทนั้นจะช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of interests) ส่งเสริมการตรวจสอบและการถ่วงดุลอำนาจ (Check and balance) จากการบริหารงานได้ ดังเช่น Liu, et al. (2014) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของกรรมการอิสระและผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศจีน พบว่า การมีกรรมการอิสระส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานโดยเฉพาะอย่างยิ่งหน่วยงานที่กำกับดูแลโดยรัฐบาล และช่วยปรับปรุงให้การลงทุนของบริษัทมีประสิทธิภาพดีขึ้นเนื่องจากการจำกัดขอบเขตการจัดการของกรรมการภายใน

“สัดส่วนของกรรมการอิสระ” เป็นข้อหนึ่งของแนวปฏิบัติที่แนะนำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2555) คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งคณะแต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน ณรงค์ศักดิ์ อินต๊ะไชยวงศ์ (2556) พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระที่เป็นปัจจัยหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) จากการศึกษาค่าผลกระทบบนการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แม้ว่าบางงานวิจัยพบว่า กรรมการอิสระมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน แต่ปัจจัยดังกล่าวก็เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership structure) ด้วย ดังการศึกษาของ Garcia-Ramos, & Garcia Olalla (2014) ในยุโรปได้พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระจะมีผลต่อผลการดำเนินงานหรือไม่ขึ้นอยู่กับโครงสร้างผู้ถือหุ้นว่ามีบุคคลในครอบครัวมาเกี่ยวข้อง (Family involvement) ด้วยหรือไม่ โดยสัดส่วนของกรรมการอิสระในธุรกิจครอบครัวจะมีจำนวนน้อยกว่าบริษัทที่ไม่มีครอบครัวมาเกี่ยวข้อง นอกจากนี้ การมีครอบครัวมาเกี่ยวข้องนั้นจะส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์แบบ Nonlinearity ระหว่างกรรมการอิสระและผลการดำเนินงาน

บางงานวิจัยพบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระไม่ได้เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานหรือช่วยให้การดำเนินงานดีขึ้น Fuzi, et al. (2016) กล่าวว่าคณะกรรมการอิสระคือบุคคลที่ได้รับความไว้วางใจจากผู้ถือหุ้นให้เป็นตัวแทนและช่วยลดข้อขัดแย้งต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงาน อย่างไรก็ตามไม่มีการระบุว่าบริษัทแต่งตั้งคณะกรรมการอิสระเนื่องจากปฏิบัติตามข้อบังคับของการกำกับดูแลกิจการนั้นจะช่วยให้การบริหารงานมีประสิทธิภาพดีขึ้น เพราะขึ้นอยู่กับการบริหารจัดการที่ดีของคณะกรรมการอิสระในการทำงานด้วย และจากการศึกษาสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระและผลการดำเนินงาน (วัดจากผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และผลตอบแทนจากการลงทุน) ของบริษัทในประเทศมาเลเซียพบว่า แม้บริษัทจะมีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระจำนวนมากแต่ก็ไม่ได้เป็นการรับรองว่าจะช่วยให้ผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น เป็นไปในแนวทางเดียวกับ Beiner, et al. (2004) ที่ศึกษาโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทโดยมีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระเป็นตัวแปรหนึ่งที่ทำการศึกษา พบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศสวีเดน

การควบรวมตำแหน่งคณะกรรมการ (Board duality)

การควบรวมตำแหน่ง หมายถึง การที่บุคคลหนึ่งดำรงสองตำแหน่งที่มีอำนาจสูงในคณะกรรมการบริหารคือตำแหน่งผู้บริหารสูงสุด (CEO) และประธานกรรมการ (Chairman) มีงานวิจัยพบว่า บริษัทที่มี CEO Duality จะมีผลการดำเนินงานที่ไม่ค่อยดีเนื่องจากไม่มีระบบการคานอำนาจที่สมดุลด้านการบริหารจัดการ และมีโอกาสเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้ง่าย หากบริษัทใดที่ CEO และประธานกรรมการแยกออกจากกันจะช่วยให้ประธานกรรมการมีอิสระที่จะดูแลการทำงานของ CEO ได้ ส่งผลให้มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่า ดังเช่น ในเรื่องของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตรากำไร (Profit margin) (Duke-II, & Kankpang, 2011) ในมุมมองของทฤษฎีตัวแทนเห็นว่า การที่บุคคลเดียวกันควบรวมตำแหน่งทั้งผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการนั้นเป็นการเพิ่มต้นทุนตัวแทน (Agency cost) อันส่งผลให้เกิดความไม่เป็นธรรมต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (Chugh, et al., 2011)

อย่างไรก็ตาม มีการศึกษาที่มีข้อสรุปแตกต่างกันออกไปโดยพบว่า CEO duality มีความสัมพันธ์เชิงบวกและส่งผลดีต่อผลการดำเนินงาน (Gracia-Ramos, & Gracia-Olalla, 2014; Al-Hadded, et al., 2011) ซึ่งอาจวัดได้จากผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นก็ได้ (Vo, & Phan, 2013) ในขณะที่บางงานวิจัยพบว่า การที่บุคคลหนึ่งควบรวมตำแหน่งคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์และไม่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานแต่อย่างใด (Leng, 2004; Amba, 2014)

โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership structure)

โครงสร้างผู้ถือหุ้นสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 แบบตามลักษณะการถือหุ้นของผู้ถือหุ้น ได้แก่ โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว (Dispersed ownership structure) และโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated ownership structure) โครงสร้างการถือหุ้นทั้งสองแบบมีความแตกต่างกันซึ่งบริษัทส่วนใหญ่ในประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างสหรัฐอเมริกาและอังกฤษจะมีโครงสร้างแบบกระจายตัว ลักษณะสำคัญของการถือหุ้นรูปแบบนี้คือมีผู้ถือหุ้นจำนวนมากราย ผู้ถือหุ้นแต่ละรายมีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนน้อย ลักษณะของผู้ถือหุ้นจึงมีการกระจายตัวกลายเป็นผู้ถือหุ้นรายย่อย ส่งผลให้ไม่มีผู้ถือหุ้นรายใดมีสิทธิออกเสียงในจำนวนที่มากพอที่จะควบคุมกิจการได้ ในขณะที่โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมักพบในประเทศแถบเอเชียและยุโรปบางประเทศ เช่น ญี่ปุ่น ไทย เยอรมัน ลักษณะสำคัญคือจะมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่จำนวนน้อยรายแต่มีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมากทำให้มีสิทธิออกเสียงที่เป็นสาระสำคัญ ถือได้ว่าเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการทำให้ผู้ถือหุ้นรายอื่นเป็นเพียงผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Minority shareholders) ซึ่งไม่มีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการ (นิพนธ์ โพธิ์วิจิตร, 2555)

สำหรับการถือหุ้นแบบครอบครัว (Family ownership) นั้นเป็นกลุ่มที่พบได้มากซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจแบบบริหารภายในเพราะอำนาจการควบคุมมักอยู่ที่เจ้าของกิจการ โดยพบว่า โครงสร้างของผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานเมื่อวัดจากผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Sraer, & Thesmar, 2007) อย่างไรก็ตามบางงานวิจัยพบว่า การมีโครงสร้างแบบครอบครัวไม่ได้ส่งเสริมให้การกำกับดูแลกิจการส่งผลบวกต่อผลการดำเนินงาน ดังเช่น Klien, et al. (2005) พบว่า การมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวกลับมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลการดำเนินงาน แม้ว่าจะมีการรวมการอิสระแต่ก็อาจมีข้อขัดแย้งกับผู้ถือหุ้นหลักของกิจการได้ อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลผลการดำเนินงานอาจแตกต่างกันไปในบริบทของแต่ละประเทศ บางงานวิจัยพบว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบสถาบัน (Institutional ownership) ไม่ได้ช่วยให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นซึ่งอาจเกิดจากการคัดเลือกสถาบันที่เข้ามาถือหุ้นรวมถึงการกำกับดูแลสถาบันเหล่านั้นไม่ดีเพียงพอ (Duggala, & Millarb, 1999)

กรอบแนวคิดในการวิจัย

ตัวแปรอิสระ

การกำกับดูแลกิจการ

1. สัดส่วนกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริหาร
2. ความล่าช้าที่เหมาะสมของสัดส่วนกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริหาร
3. สัดส่วนของกรรมการอิสระ
4. การรวบรวมตำแหน่งคณะกรรมการบริหาร
5. สัดส่วนการถือหุ้นแบบสถาบัน
6. สัดส่วนการถือหุ้นแบบครอบครัว

ตัวแปรตาม

ผลการดำเนินงาน
ของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์
(ผลตอบแทนต่อ
สินทรัพย์: ROA)



ภาพที่ 1 แสดงกรอบแนวคิดในการวิจัย

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐาน 1: สัดส่วนกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐาน 2: ความล่าช้าที่เหมาะสมของสัดส่วนกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐาน 3: สัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐาน 4: การควบคุมตำแหน่งคณะกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐาน 5: สัดส่วนการถือหุ้นแบบสถาบันมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐาน 6: สัดส่วนการถือหุ้นแบบครอบครัวมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีดำเนินการวิจัย

1. ศึกษาข้อมูลเอกสาร (Document research) โดยศึกษารวบรวมข้อมูลจากเอกสารต่างๆ ทั้งที่เป็นทฤษฎีแนวคิด และผลงานที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงาน

2. การวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical research) ข้อมูลที่ใช้ศึกษาคือข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ประเภท Panel Data รวบรวมจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) ในฐานะข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่จัดเก็บต้องเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และมีการจัดส่งงบการเงินสำหรับผลการดำเนินงานสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ.2556 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ.2558 โดยไม่เป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน และไม่เป็นบริษัทที่อยู่ในหมวดบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจากมีการจัดหางบการเงินและการกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างจากบริษัทอื่น

ในการเก็บข้อมูลดังกล่าว บริษัทที่มีตัวแปรที่ต้องการศึกษาครบถ้วนตามช่วงเวลาที่กำหนดมีจำนวนทั้งสิ้น 367 บริษัทใน 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทรัพยากร บริการ และเทคโนโลยี โดยนำตัวแปรที่กำหนดไว้ดังนี้

1. สัดส่วนคณะกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริหาร (GEND) คือ จำนวนกรรมการสตรีที่มีต่อจำนวนคณะกรรมการบริหารทั้งหมด

2. ความล่าช้าที่เหมาะสมของสัดส่วนกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริหาร (LGEND) คือ ระยะเวลาของความล่าช้าที่ได้รับผลจากการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลที่ส่งผล

3. สัดส่วนของกรรมการอิสระ (BIND) คือ จำนวนกรรมการอิสระที่มีต่อจำนวนคณะกรรมการบริหารทั้งหมด

4. การควบคุมตำแหน่งคณะกรรมการบริหาร (DUAL) คือ การที่บุคคลเดียวกันดำรงตำแหน่งผู้บริหารสูงสุด (CEO) และประธานกรรมการ (Chairman) กำหนดเป็น Dummy Variable ถ้าเป็นบุคคลเดียวกัน = 1 ถ้าไม่ใช่ = 0

5. สัดส่วนการถือหุ้นแบบสถาบัน (INSTI) คือ สัดส่วนการถือหุ้น (%) ทั้งหมดที่ถือโดยสถาบัน

6. สัดส่วนการถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) คือ สัดส่วนการถือหุ้น (%) ทั้งหมดที่ถือโดยบุคคลในตระกูลเดียวกัน

7. ความล่าช้าที่เหมาะสมของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (LROA) กำหนดขึ้นเพื่อใช้แก้ปัญหา Autocorrelation ที่อาจเกิดขึ้นจากการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ

จากนั้น นำตัวแปรข้างต้นมาวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติซึ่งเป็นการวิเคราะห์แบบความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่ได้กำหนดไว้ โดยใช้รูปแบบจำลองดังนี้

$$YROA = \beta_0 + \beta_1 GEND + \beta_2 LGEND + \beta_3 BIND + \beta_4 DUAL + \beta_5 INSTI + \beta_6 FAM + \beta_7 LROA + \varepsilon$$

เมื่อ Y_{ROA} = ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

$GEND$ = สัดส่วนกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริหาร

<i>LGEND</i>	=	ความล่าช้าที่เหมาะสมของสัดส่วนกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริหาร
<i>BIND</i>	=	สัดส่วนของกรรมการอิสระ
<i>DUAL</i>	=	การควมรวมตำแหน่งคณะกรรมการบริหาร
<i>INSTI</i>	=	สัดส่วนการถือหุ้นแบบสถาบัน
<i>FAM</i>	=	สัดส่วนการถือหุ้นแบบครอบครัว
<i>LROA</i>	=	ความล่าช้าที่เหมาะสมของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
ε	=	Error Term

ผลการวิจัย

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร แสดงผลการวิเคราะห์ที่ได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1: แสดงค่าสถิติการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การกำกับดูแลกิจการ	Unstandardized Coefficients		t-test	Sig.
	B	Std. Error		
ค่าคงที่	-1.995	1.139	-1.752	0.082
สัดส่วนกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริหาร (GEND)	-1.610	0.481	-3.349	0.001**
ความล่าช้าที่เหมาะสมของสัดส่วนกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริหาร (LGEND)	1.819	0.481	3.779	0.000**
สัดส่วนกรรมการอิสระ (BIND)	0.140	0.219	0.638	0.523
การควมรวมตำแหน่งคณะกรรมการบริหาร (DUAL)	0.403	0.630	0.639	0.523
สัดส่วนการถือหุ้นแบบสถาบัน (INSTI)	0.042	0.011	3.923	0.000**
สัดส่วนการถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM)	0.043	0.014	3.049	0.002*
ความล่าช้าที่เหมาะสมของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (LROA)	0.646	0.025	26.048	0.000**

Adjusted R-squared: 0.518

หมายเหตุ ** มีความสัมพันธ์กันที่ระดับนัยสำคัญ 0.001

* มีความสัมพันธ์กันที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

สรุปและอภิปรายผล

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์แบบถดถอยเชิงพหุขั้วต้นสามารถอธิบายตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามรวมถึงทิศทางความสัมพันธ์ตามสมมติฐาน ได้ดังนี้

1. สัดส่วนกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริหารพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามที่ระดับนัยสำคัญ 0.001 กับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยพบว่า ถ้าสัดส่วนของคณะกรรมการสตรีเพิ่มขึ้น 1 หน่วยจะทำให้ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ลดลง 1.610 หน่วย แม้ว่าจะสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าสัดส่วนของกรรมการสตรีและผลการดำเนินงานของบริษัทมีความสัมพันธ์กัน แต่ผลการวิจัยนี้พบว่า ความสัมพันธ์ดังกล่าวอยู่ในทิศทางตรงข้ามกัน

ซึ่งงานวิจัยของ Laible (2013) ระบุว่าการศึกษาที่สัดส่วนของกรรมการสตรีมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานนั้น อาจมีสาเหตุมาจากสภาพแวดล้อมของการทำงานและบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ทำอยู่ไม่สอดคล้องกับบริบท การทำงานของสตรีจึงทำให้ความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกันได้ แม้จะมีหลายงานวิจัยสนับสนุนว่า ความหลากหลายของคณะกรรมการบริหารหรือการที่มีคณะกรรมการบริหารสตรีอย่างน้อย 2 คนขึ้นไปจะส่งผลดี ต่อมูลค่าของกิจการมากกว่าการมีคณะกรรมการสตรีจำนวนน้อยก็ตาม (Erhardt, et al., 2003; Carter, et al., 2003)

2. ผลการศึกษายังพบว่า ความล่าช้าที่เหมาะสมของสัดส่วนกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริหาร มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในระดับนัยสำคัญ 0.000 หมายความว่า การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของกรรมการสตรี ไม่ได้ส่งผลต่อผลการดำเนินงานในทันที แต่มีช่วงระยะเวลาการเปลี่ยนแปลง (Lagged term) จากการเปลี่ยนแปลงของ ตัวแปรดังกล่าว ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนกรรมการสตรีที่เปลี่ยนแปลงไปต้องใช้ ระยะเวลาขณะหนึ่งเพื่อให้เกิดผลที่ชัดเจนจากนโยบายหรือแนวการทำงานจากบทบาทผู้นำ ของกรรมการสตรีที่ส่งผล ต่อการบริหารงานและการยอมรับภายในองค์กร

3. สัดส่วนกรรมการอิสระ *ไม่มีความสัมพันธ์* ต่อผลการดำเนินงานสอดคล้องกับการศึกษาของ Beiner, et al. (2004); Fuzi, et al. (2016) พบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ *ไม่มีความสัมพันธ์* อย่างมีนัยสำคัญกับ ผลการดำเนินงาน และไม่พบว่า การที่บริษัทแต่งตั้งคณะกรรมการอิสระเนื่องจากปฏิบัติตามข้อบังคับของการกำกับ ดูแลกิจการนั้นจะช่วยให้การบริหารงานมีประสิทธิภาพดีขึ้น เพราะผลการดำเนินงานจะดีหรือไม่ขึ้นขึ้นอยู่กับ การบริหารจัดการที่ดีของคณะกรรมการอิสระในการบริหารงานด้วย แม้ว่าการมีกรรมการอิสระหรือกรรมการ บุคคลภายนอกที่มีความเป็นอิสระจากผู้ถือหุ้นและไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัทนั้นจะช่วยลดความขัดแย้งทาง ผลประโยชน์ (Conflict of interests) และสนับสนุนการตรวจสอบและการถ่วงดุลอำนาจ (Check and balance) อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาจากงานวิจัยนี้มีความขัดแย้งกับบางงานวิจัยที่พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระมี ความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน เนื่องจากเป็นตัวแทนผู้ถือหุ้นและช่วยลดข้อขัดแย้งต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นได้ รวมถึงช่วย ปรับปรุงให้การลงทุนของบริษัทมีประสิทธิภาพดีขึ้นเนื่องจากมีส่วนในการจำกัดขอบเขตการจัดการของกรรมการ ภายใต้อาณัติของหน่วยงานที่กำกับดูแลโดยรัฐบาล (Liu, et al., 2014)

4. การควมรวมตำแหน่งคณะกรรมการบริหาร *ไม่มีความสัมพันธ์* ต่อผลการดำเนินงาน เป็นไปตาม การศึกษาของ Duke-II, & Kankpang (2011) พบว่า หากบริษัทใดที่ CEO และประธานกรรมการแยกออกจากกันจะ ช่วยให้เกิดประสิทธิผลการมีอิสระที่จะดูแลการทำงานของ CEO ได้และส่งผลให้มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าในเรื่องของ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตรากำไร (Profit margin) บริษัทที่มี CEO Duality อาจส่งผลต่อผล การดำเนินงานที่ไม่ค่อยดีได้เนื่องจากไม่มีระบบการคานอำนาจที่สมดุลด้านการบริหารจัดการ และมีโอกาสเกิด ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้ง่าย นอกจากนี้การที่บุคคลเดียวกันควมรวมตำแหน่งทั้งผู้บริหารระดับสูงและประธาน กรรมการนั้นยังเป็นการเพิ่มต้นทุนตัวแทน (Agency cost) อันส่งผลให้เกิดความไม่เป็นธรรมต่อผลการดำเนินงานของ บริษัทได้ (Chugh, et al., 2011)

5. สัดส่วนการถือหุ้นแบบสถาบันและแบบครอบครัวต่าง *มีความสัมพันธ์* กับผลการดำเนินงานของบริษัท กล่าวได้ว่าผู้ถือหุ้นจะเป็นสถาบันหรือบุคคลในตระกูลเดียวกันไม่ว่าสัดส่วนใดจะมากกว่าต่างก็เอื้อประโยชน์ต่อ การดำเนินงาน แสดงให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทตระหนักถึงหน้าที่ในการบริหารงานเพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ บริษัท ไม่ว่าจะผู้ถือหุ้นจะเป็นใครต่างก็ใช้อำนาจในการบริหารงานอย่างเต็มที่ โดยคำนึงผลประโยชน์ส่วนรวมของ ทุกฝ่าย ดังเช่น Sraer, & Thesmar (2007) พบว่า โครงสร้างของผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงบวก ต่อผลการดำเนินงานเมื่อวัดจากผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น และ Tsai, & Gu (2007) พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นแบบสถาบันและผลการดำเนินงานของธุรกิจร้านอาหาร แต่ไม่สอดคล้องกับ การศึกษาบริษัทในประเทศจอร์แดนที่พบว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบสถาบัน *ไม่มีความสัมพันธ์* กับผลการดำเนินงาน เนื่องจากการลงทุนของแต่ละสถาบันอาจเผชิญความเสี่ยงที่ไม่เหมือนกันทำให้มีผลต่อผลการดำเนินงานแตกต่างกันไป (AL-Najjar, 2015)

การศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานสามารถสรุปได้ว่า บริษัทจดทะเบียนควรปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามที่ตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดไว้เพราะหลักเกณฑ์ดังกล่าว จะช่วยให้การดำเนินงานเป็นไปด้วยความเรียบร้อยและเป็นการกำกับดูแลการบริหารงานภายในของบริษัทเอง สำหรับการมีกรรมการบริหารสตรีในบริบทของประเทศไทยนั้นอาจจะยังไม่ได้รับการยอมรับในทันทีแต่ควรให้เวลาเพื่อเปิดโอกาสในการบริหารงาน หากมี CEO Duality อาจส่งผลให้ผลการดำเนินงานไม่ค่อยดีนักเนื่องจากไม่มีระบบการคานอำนาจที่สมดุลด้านการบริหารจัดการและเกิดข้อขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้ง่ายแม้ว่าจะมีกรรมการอิสระมาช่วยกำกับดูแลก็ตาม ในส่วนโครงสร้างของผู้ถือหุ้นนั้นไม่ว่าบริษัทจะมีโครงสร้างแบบใดก็ตามล้วนแต่เอื้อประโยชน์ต่อผลการดำเนินงานหากผู้ถือหุ้นดังกล่าวตระหนักถึงหน้าที่ในการเป็นเจ้าของกิจการ ทั้งนี้ความสัมพันธ์ทั้งหมดดังกล่าวขึ้นอยู่กับลักษณะของธุรกิจ ประเภทของอุตสาหกรรม สภาพแวดล้อมของบริษัทและบริบทที่แตกต่างกันในแต่ละประเทศด้วย

ข้อเสนอแนะ

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานในภาพรวมของทั้ง 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งการวิจัยครั้งต่อไปอาจเปรียบเทียบผลการดำเนินงานในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อศึกษาหากพบข้อแตกต่างระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมและอาจศึกษาเพิ่มเติมในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน นอกจากนี้ อาจขยายผลการศึกษาไปยังข้อมูลเชิงคุณภาพเพื่อให้ได้ข้อมูลเชิงลึกมากขึ้น เช่น การสัมภาษณ์เพื่อให้ได้ข้อมูลที่เป็นรูปธรรมมากขึ้นเกี่ยวกับการที่กรรมการสตรีดำรงตำแหน่งคณะกรรมการบริหาร รวมถึงอาจศึกษาปัจจัยอื่นเพิ่มเติมเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ

เอกสารอ้างอิง

- ณรงค์ศักดิ์ อินตะไชยวงศ์. (2556). ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สารนิพนธ์ บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555.
- นิพัฒน์ โพธิ์วิจิตร. (2555). ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ดุษฎีนิพนธ์ บริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- ยุทธ วรรณธรร. (2557). หลากหลายเพศในคณะกรรมการ. *Money, & Wealth*, 135, 96-97.
- วรกมล เกษมทรัพย์. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สารนิพนธ์ วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ศิลาพร ศรีจันทร์เพชร. (2551). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 31(120): 1-4.
- _____. (2555). หลักสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 35(133), 1-4.
- สมาคมสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2550). *แนวปฏิบัติที่ดีในการกำหนดคำตอบแทนกรรมการ*.
- สังเวียน อินทรวิชัย. (2548). *การกำกับดูแลกิจการ: ทำไมและเพียงใด*. TBS on Corporate Governance -การกำกับดูแลกิจการที่ดี. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2558). สืบค้นวันที่ 15 พฤษภาคม 2560 จาก http://www.sec.or.th/TH/RaisingFunds/EquityDebt/Pages/link-Laws_Regulations/CorporateGovernanceCG.aspx.

- Al-Haddad, W., Alzurqan, S.T., & Al-Sufy, F. J. (2011). The Effect of Corporate Governance on the Performance of Jordanian Industrial Companies: An Empirical Study on Amman Stock Exchange. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(4), 55-69.
- AL-Najjar, D. (2015). The Effect of Institutional Ownership on Firm Performance: Evidence from Jordanian Listed Firms. *International Journal of Economics and Finance*, (7), 97-105.
- Ackman, D. (2002). Worldcom, Tyco, Enron – R.I.P. Retrieved 15 May, 2017, from <http://www.forbes.com/2002/07/01/0701topnews.html>
- Amba, S. M. (2014). Corporate governance and firms' financial performance. *Journal of Academic and Business Ethics*, 8, 1-11.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F., & Zimmermann, H. (2004). Is Board Size an Interdependent Corporate Governance Mechanism?. *Kyklos*, 57(3), 327-356.
- Carter, D. A., Simkins, B., & Simpson, G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity and Firm Value. *Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B.J., & Simpson, W.G. (2010). The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), 396-414.
- Chugh, L. C., Meador, J. W. and Kumar, A. S. (2011). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from India. *Journal of Finance and Accountancy*, 7, 1-10.
- Duggal, R., & Millar, J. A. (1999). Institutional Ownership and Firm Performance: The Case of Bidder Returns. *Journal of Corporate Finance*, 5(2), 103-117.
- Duke-II, J., & Kankpang, K. (2011). Linking Corporate Governance with Organizational Performance: New Insights and Evidence from Nigeria. *Global Journal of Management and Business Research*, 11(12).
- Ekadah, J.W., & Mboya, J. (2012). Effect of Board Gender Diversity on the Performance of Commercial Banks in Kenya. *European Scientific Journal*, 8(7).
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), 102-111.
- Fuzi, S.F.S, Abdul Halim, S.A., & Julizaerma, M.K. (2016). Board Independence and Firm Performance. *Procedia Economics and Finance*, 37, 460-465.
- Gracia-Ramos, R., & Gracia-Olalla, M. (2014). Board Independence and Firm Performance in Southern Europe: A Contextual and Contingency Approach. *Journal of Management and Organization*. 20(3), 313-332.
- Jensen, M.C., & Meckling, H.W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and University Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Klein, P., Shapiro, D., & Young, J. (2005). Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian Evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 769-783.
- Laible, M. (2013). *Gender Diversity in Top Management and Firm Performance: An analysis with the iab-establishment panel (CAED Conference paper)*.
- Leng, A. C. A. (2004). The Impact of Corporate Governance Practices on Firm's Financial Performance: Evidence from Malaysian Companies. *ASEAN Economic Bulletin*, 21(3), 308-318.

- Liu, Y., Miletkov, M. K., Wei, Z., & Yang, T. (2014). Board independence and firm performance in China. *Journal of Corporate Finance*, 30, 223-244.
- Nielson, S., & Huse, M. (2010). The Contribution of Woman on Boards of Directors: Going beyond the Surface. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 136-148.
- OECD. (2004). *Principles of Corporate Governance* (2004 Edition).
- Randle, J. (2012). คณะกรรมการบริหารหญิงช่วยบริษัทประสบความสำเร็จ. Retrieved from <http://www.voathai.com/content/women-business-leadership/1501085.html>
- Randoy, T., Thomsen, S., & Oxelheim, L. (2006). A Nordic Perspective on Corporate Board Diversity. *Nordic Innovation Centre*.
- Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2006). Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2500 Danish Firms. *IZA Discussion Paper Series*, 1708.
- Sraer, D., & Thesmar, D. (2007). Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French Stock Market. *Journal of the European Economic Association*, 5(4), 709-751.
- Storvik, A., & Teigen, M. (2010). Women on Board: The Norwegian Experience. *International Policy Analysis*.
- Tsai, H., & Gu, Z. (2007) Institutional Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from U.S.-Based Publicly Traded Restaurant Firms. *Journal of Hospitality, & Tourism Research*, 31(1).
- Vo, D., & Phan, T. (2013). *Corporate Governance and Firm Performance: Empirical evidence from Vietnam*. Retrieved from <https://www.researchgate.net/publication/301224738>.
- Wilson, T.E. (2014). Gender Board Diversity: Further Evidence on Woman in Corporate Governance. *Journal of Financial and Accountancy*, 16, 1-10.