

ความหลากหลายทางเพศและความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เกสร ปิยะวิบูลย์ ภูษณิศ สัจเจริญ และประนอม ตั้งปรีชาพาณิชย์

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์

*Corresponding author: kessara.piy@rmutr.ac.th

บทคัดย่อ

การขับเคลื่อนนโยบายด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ (ESG) ทำให้ความหลากหลายทางเพศและความเป็นอิสระของคณะกรรมการเป็นกลไกสำคัญในการยกระดับธรรมาภิบาลและความยั่งยืน งานวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาอิทธิพลของความหลากหลายทางเพศและความเป็นอิสระของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลทหตุยภูมิจากบริษัทจดทะเบียน จำนวน 251 แห่ง (รวม 753 กรณีสังเกต) ระหว่างปี พ.ศ. 2564-2566 และวิเคราะห์ด้วยแบบจำลองผลกระทบแบบสุ่ม โดยทดสอบอิทธิพลขององค์ประกอบคณะกรรมการ 3 ด้าน ได้แก่ จำนวนกรรมการหญิง สัดส่วนกรรมการอิสระ และจำนวนกรรมการอิสระหญิง ต่อผลการดำเนินงานที่วัดด้วยมูลค่าตลาด (Tobin's Q) และผลการดำเนินงานทางบัญชี (ROA) ผลการศึกษาพบว่า จำนวนกรรมการหญิงมีอิทธิพลเชิงบวกต่อ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($b = 0.078$, $p = 0.0498$) แต่ไม่พบอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อ ROA สำหรับองค์ประกอบด้านการกำกับดูแลอื่น ๆ ไม่พบอิทธิพลที่มีนัยสำคัญทางสถิติเช่นกัน อย่างไรก็ตาม ตัวแปรควบคุมสำคัญคือ อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TA) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อทั้ง Tobin's Q และ ROA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับสูง นอกจากนี้ ขนาดกิจการยังมีอิทธิพลเชิงบวกต่อ ROA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 ทั้งนี้ แบบจำลองสามารถอธิบายความผันผวนของ Tobin's Q และ ROA ได้ร้อยละ 10.90 และ 13.42 ตามลำดับ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่ชี้ว่า ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการทำหน้าที่ส่งสัญญาณเชิงบวก เพื่อยกระดับความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือในสายตาของนักลงทุน อันนำไปสู่การสร้างมูลค่าตลาดของกิจการ งานวิจัยนี้จึงสนับสนุนแนวนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่มุ่งส่งเสริมธรรมาภิบาลและความยั่งยืนในตลาดทุนไทย

คำสำคัญ : 1. ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการ 2. ผลการดำเนินงานของบริษัท 3. ESG 4. Tobin's Q 5. ROA

Board gender diversity, board independence, and firm performance of listed companies on the Stock Exchange of Thailand

Kessara Piyawiboon*, Pusanisa Songjarean, and Pranom Thangpreecharparnich

Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Rattanakosin,

Nakhon Pathom 73170, Thailand

**Corresponding author: kessara.piy@rmutr.ac.th*

Abstract

The implementation of Environmental, Social, and Governance (ESG) policies has made board gender diversity and independence essential for enhancing corporate governance and sustainability. This research examines their influence on the performance of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. Using secondary data from 251 firms (753 observations) collected from 2021 to 2023 and a random effects model, this study analyzes how the number of female directors, the proportion of independent directors, and the number of female independent directors impact market performance (Tobin's Q) and accounting performance (ROA). The results reveal that the number of female directors has a significant positive influence on Tobin's Q at the 0.05 level ($b = 0.078$, $p = 0.0498$), whereas no significant influence is observed on ROA. Furthermore, other corporate governance attributes do not demonstrate statistically significant effects. Notably, the control variable, cash flow from operations to total assets (CFO/TA), exerts a strong positive influence on both Tobin's Q and ROA. Additionally, firm size has a significant positive impact on ROA at the 0.10 level. The models explain 10.90% and 13.42% of the variance in Tobin's Q and ROA, respectively. These findings are consistent with signaling theory, suggesting that board gender diversity serves as a positive signal that enhances transparency and credibility in the eyes of investors, thereby contributing to the creation of market value for firms. Consequently, this study supports the policy initiatives of the Securities and Exchange Commission (SEC) of Thailand, which aim to foster robust corporate governance and sustainable development within the Thai capital market.

Keywords: 1. Board gender diversity 2. Firm performance 3. ESG 4. Tobin's Q 5. ROA

บทนำ

ตลาดทุนเป็นกลไกขับเคลื่อนเศรษฐกิจ ทว่าการแบ่งแยกความเป็นเจ้าของออกจากการบริหารจัดการ (separation of ownership and control) ก่อให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (agency conflict) ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร (Jensen & Meckling, 1976) คณะกรรมการบริษัทจึงทำหน้าที่กำกับดูแลและสร้างสมดุล (Fama & Jensen, 1983) ในบริบทสังคมไทย บทบาทผู้นำหญิงยังคงเผชิญข้อจำกัดเชิงโครงสร้างและค่านิยมดั้งเดิมที่ส่งผลต่อความก้าวหน้าในตำแหน่งบริหาร อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ (board gender diversity) ได้กลายเป็นปัจจัยสำคัญ ภายใต้นโยบายด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ (Environmental, Social, and Governance: ESG) ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่กำหนดเป้าหมายเพิ่มสัดส่วนกรรมการหญิงอย่างน้อยร้อยละ 30 เพื่อสร้างธรรมาภิบาลและความยั่งยืนที่ครอบคลุมทุกมิติ

แม้งานวิจัยในอดีต เช่น งานวิจัยของ Adams and Ferreira (2009) และงานวิจัยของ Carter et al. (2010) จะชี้ให้เห็นประโยชน์ของกรรมการหญิง แต่ยังมีช่องว่างสำคัญ คือ การศึกษาส่วนใหญ่มักแยกศึกษาจำนวนกรรมการหญิงหรือสัดส่วนกรรมการอิสระออกจากกัน งานวิจัยนี้จึงมุ่งเติมเต็มความเข้าใจเชิงลึกด้วยการทดสอบอิทธิพลจำเพาะของจำนวนกรรมการอิสระหญิง ซึ่งเป็นการบูรณาการคุณลักษณะด้านเพศสภาพและความเป็นอิสระเข้าด้วยกัน เพื่อพิสูจน์ว่าคุณลักษณะเฉพาะนี้สามารถสร้างมวลวิกฤต (critical mass) ในการขับเคลื่อนการตัดสินใจทางกลยุทธ์ได้แตกต่างจากการมีกรรมการหญิงทั่วไปหรือไม่

งานวิจัยนี้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2564-2566 ซึ่งเป็นข้อมูลล่าสุดที่สะท้อนภาพการปรับตัวภายใต้กรอบนโยบาย ESG โดยใช้มูลค่าตลาด (Tobin's Q) และผลการดำเนินงานทางบัญชี (Return on Assets: ROA) เป็นตัวชี้วัดผล ข้อค้นพบนี้ไม่เพียงแต่จะขยายองค์ความรู้เดิมให้ครอบคลุม แต่ยังเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์แก่ผู้กำหนดนโยบายในการเห็นมูลค่าเพิ่มของความหลากหลายที่ผสานกับความเป็นอิสระ ซึ่งจะเป็นตัวขับเคลื่อนประสิทธิภาพธรรมาภิบาลไทยที่แท้จริงในอนาคต

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายทางเพศและความเป็นอิสระในคณะกรรมการบริษัทกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยภายใต้กรอบแนวคิด ESG ด้านการกำกับดูแลกิจการโดยพิจารณาจากจำนวนกรรมการหญิง สัดส่วนกรรมการอิสระ และจำนวนกรรมการอิสระหญิง
2. เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของจำนวนกรรมการหญิง สัดส่วนกรรมการอิสระ และจำนวนกรรมการอิสระหญิงที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดมูลค่าตลาดของบริษัทและ ROA เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชี

การศึกษาเอกสารที่เกี่ยวข้องและกรอบแนวคิดการวิจัย

ความหลากหลายทางเพศและความเป็นอิสระของคณะกรรมการ อธิบายได้ผ่าน 3 ทฤษฎีหลัก คือ ทฤษฎีตัวแทน (agency theory) ซึ่งชี้ว่าทั้งกรรมการหญิงและกรรมการอิสระ ช่วยเพิ่มความเข้มข้นในการกำกับดูแลและลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารผ่านการตรวจสอบที่รอบด้าน (Adams & Ferreira, 2009) สอดคล้องกับทฤษฎีทรัพยากรพึ่งพา (resource dependence theory) ที่อธิบายว่าการมีคณะกรรมการที่หลากหลายช่วยขยายองค์ความรู้เครือข่าย และประสบการณ์ ส่งผลให้การตัดสินใจเชิงกลยุทธ์มีความครบถ้วนและเท่าทันสภาพแวดล้อมธุรกิจ

นอกจากนี้ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (signaling theory) ยังอธิบายว่าการมีกรรมการหญิงและกรรมการอิสระถือเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวก (positive signaling) ถึงความโปร่งใสและมาตรฐานธรรมาภิบาลที่ดีไปยังนักลงทุน (Connelly et al., 2011) การผสมผสานทฤษฎีเหล่านี้ชี้ให้เห็นว่า ความหลากหลายและความเป็นอิสระของคณะกรรมการ ไม่เพียงช่วยควบคุมภายใน แต่ยังส่งผลเชิงบวกต่อการรับรู้ของนักลงทุนและผลการดำเนินงานขององค์กรในระยะยาว

งานวิจัยในระดับสากลยืนยันว่าความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานทั้งทางบัญชี (ROA) และมูลค่าตลาด (Tobin's Q) รวมถึงการลดความเสี่ยงและการส่งเสริมการกำกับดูแลตามกรอบ ESG (Adams & Ferreira, 2009; Carter et al., 2010;

Bernile et al., 2018) สำหรับประเทศไทย ภายใต้นโยบาย ESG และ CG Code 2017 (The Securities and Exchange Commission, Thailand, 2017) ที่มุ่งเป้าหมายเพิ่มสัดส่วนกรรมการหญิงร้อยละ 30 (The Securities and Exchange Commission, Thailand, n.d.) ทำให้ประเด็นนี้ทวีความสำคัญยิ่งขึ้น

ในเชิงกลไกการส่งผ่านผลกระทบ งานวิจัยนี้ต่อยอดจากแนวคิดทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) และสอดคล้องกับข้อค้นพบของ ธิษตยา รุ่งเดชธนาลัย และอนุวัฒน์ ภักดี (Rungdetthanalai & Phakdee, 2019) ที่ว่ากรรมการหญิงช่วยเพิ่มความเข้มงวดในการตรวจสอบและลดพฤติกรรมจัดการกำไร (earnings management) ผ่านความละเอียดรอบคอบและการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์อย่างเคร่งครัด กลไกดังกล่าวส่งผลกระทบต่อเนื่อง โดยการลดการจัดการกำไรช่วยให้ข้อมูลทางบัญชีมีความโปร่งใสและสะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริง ซึ่งยกระดับคุณภาพการควบคุมภายในและผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ให้สูงขึ้นในที่สุด

นอกจากนี้ คุณภาพรายงานทางการเงินที่โปร่งใยังทำหน้าที่เป็นสัญญาณเชิงบวก (signaling effect) ให้แก่ผู้ลงทุนซึ่งเป็นกลไกสำคัญที่ส่งผลบวกต่อความเชื่อมั่นและมูลค่าตลาดของกิจการ (Tobin's Q) โดยเฉพาะในบริบทตลาดทุนไทยที่นักลงทุนเริ่มให้ความสำคัญกับ ESG มากขึ้น การแต่งตั้งกรรมการหญิงจึงไม่ใช่เพียงมาตรการเพื่อความเท่าเทียม แต่เป็นการปรับปรุงธรรมาภิบาลเชิงโครงสร้างที่

ส่งผลต่อความยั่งยืนของมูลค่ากิจการในระยะยาว คณะผู้วิจัยได้สรุปกรอบแนวคิดการวิจัยดังแสดงในภาพที่ 1

จากการสังเคราะห์แนวคิดทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีทรัพยากรพึ่งพา และทฤษฎีการส่งสัญญาณ ควบคู่กับการทบทวนงานวิจัยเชิงประจักษ์ในมิติการกำกับดูแลกิจการ คณะผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานหลักในการทดสอบ ดังนี้

สมมติฐานข้อที่ 1: อิทธิพลของจำนวนกรรมการหญิง (Female Directors: FD)

H1a: จำนวนกรรมการหญิงมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

H1b: จำนวนกรรมการหญิงมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางบัญชี (ROA)

สมมติฐานข้อที่ 2: อิทธิพลของสัดส่วนกรรมการอิสระ (Proportion of Independent Directors: PID)

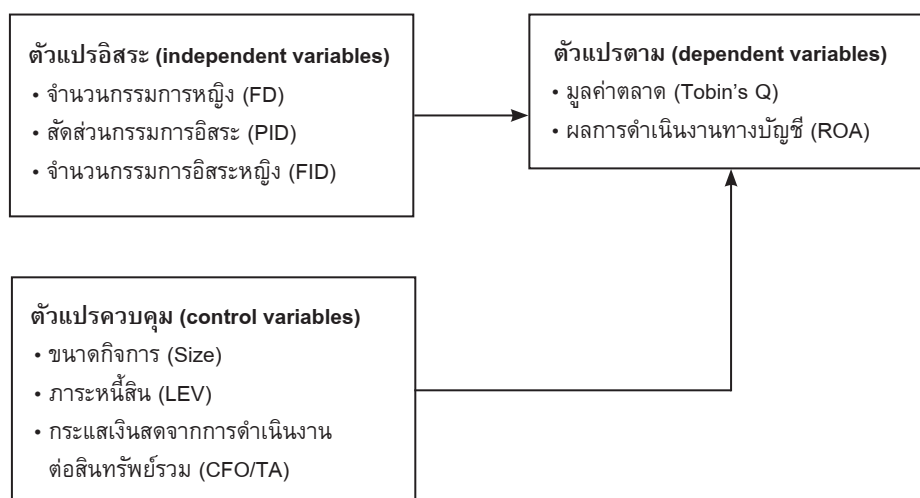
H2a: สัดส่วนกรรมการอิสระมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

H2b: สัดส่วนกรรมการอิสระมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางบัญชี (ROA)

สมมติฐานข้อที่ 3: อิทธิพลของจำนวนกรรมการอิสระหญิง (Female Independent Directors: FID)

H3a: จำนวนกรรมการอิสระหญิงมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

H3b: จำนวนกรรมการอิสระหญิงมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางบัญชี (ROA)



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย (conceptual framework)

วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาอิทธิพลของจำนวนกรรมการหญิง (Female Directors: FD) สัดส่วนกรรมการอิสระ (Proportion of Independent Directors: PID) และจำนวนกรรมการอิสระหญิง (Female Independent Directors: FID) ที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งในด้านมูลค่าตลาด (Tobin's Q) และผลการดำเนินงานทางบัญชี (Return on Assets: ROA) โดยเก็บข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2564-2566 ซึ่งเป็นช่วงเวลาภายหลังการบังคับใช้นโยบาย ESG Reporting guidelines ของสำนักงาน ก.ล.ต.

การศึกษาเชิงประจักษ์ครั้งนี้ ใช้ข้อมูล Panel data ซึ่งเป็นการรวมข้อมูลภาคตัดขวาง (cross-sectional data) และข้อมูลอนุกรมเวลา (time-series data) เข้าด้วยกัน โดยรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี (แบบ 56-1 one report) และฐานข้อมูล SETSMART ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 251 บริษัท ครอบคลุมระยะเวลา 3 ปี ระหว่าง พ.ศ. 2564-2566 รวมจำนวนกรณีสังเกตทั้งสิ้น 753 บริษัท-ปี (firm-year observations) ซึ่งถือเป็นขนาดกลุ่มตัวอย่างที่เพียงพอและเหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์เชิงสถิติเพื่อให้ได้ผลการศึกษามีความน่าเชื่อถือ

จากการสังเคราะห์แนวคิดและงานวิจัยข้างต้น คณะผู้วิจัยคาดการณ์ว่าความหลากหลายทางเพศและความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท ส่งผลเชิงบวกต่อ ROA และ Tobin's Q ซึ่งสะท้อนถึงประสิทธิภาพการบริหารทรัพยากรภายในและความเชื่อมั่นของนักลงทุนภายใต้บริบทการกำกับดูแลกิจการตามแนวคิด ESG โดยงานวิจัยนี้กำหนดตัวแปรอิสระ ได้แก่ จำนวนกรรมการหญิง (FD) สัดส่วนกรรมการอิสระ (PID) และจำนวนกรรมการอิสระหญิง (FID) ส่วนตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดกิจการ (Size) ภาระหนี้สิน (LEV) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์ (CFO/TA) โดยมีรายละเอียดการวัดและนิยามเชิงปฏิบัติการของตัวแปรทั้งหมด ดังนี้

ตัวแปรและการวัดตัวแปร (variables and measurement)

1. ตัวแปรตาม (dependent variables)

งานวิจัยนี้เลือกใช้มูลค่าตลาด (Tobin's Q) และผลการดำเนินงานทางบัญชี (ROA) เป็นตัวชี้วัดหลัก เนื่องจากสามารถสะท้อนภาพรวมของกิจการได้อย่างครอบคลุมใน 2 มิติ ดังนี้

1) มูลค่าตลาด (Tobin's Q) เป็นดัชนีที่สะท้อนถึงมุมมองและความคาดหวังของนักลงทุนที่มีต่ออนาคตของกิจการ โดยคำนึงถึงมูลค่าสินทรัพย์และโอกาสในการเติบโตในระยะยาว ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (signaling theory) ที่ว่าความหลากหลายในคณะกรรมการช่วยสร้างความเชื่อมั่นต่อตลาดทุน

2) ผลการดำเนินงานทางบัญชี (ROA) เป็นดัชนีที่สะท้อนประสิทธิภาพการบริหารจัดการทรัพยากรภายในองค์กรให้เกิดกำไร (operational efficiency) ตามแนวคิดทฤษฎีทรัพยากรพึ่งพา (resource dependence theory) ที่เชื่อว่าคณะกรรมการที่มีคุณภาพจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากรของบริษัทได้จริง โดยมีรายละเอียดดังนี้

Tobin's Q ใช้วัดมูลค่าตลาดของบริษัทตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) เพื่อสะท้อนมุมมองและความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อกิจการ โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$Tobin's\ Q_{i,t} = \frac{(Market\ Value\ of\ Equity_{i,t} + Total\ Liabilities_{i,t})}{Total\ Assets_{i,t}}$$

โดยที่

Market Value of Equity = ราคาปิดของหุ้นสามัญ ณ วันสิ้นงวดบัญชี คูณด้วยจำนวนหุ้นสามัญที่ชำระแล้ว

Total Liabilities = มูลค่าหนี้สินรวมของบริษัท

Total Assets = มูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัท

ROA (Return on Assets) ใช้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชี โดยมีสูตรการคำนวณตามแนวทางของ Brigham and Houston (2019) ดังนี้

$$ROA_{i,t} = \frac{Net\ Income_{i,t} \times 100}{Total\ Assets_{i,t}}$$

โดยที่

Net Income = กำไรสุทธิประจำปีของบริษัท

Total Assets = มูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัท

2. ตัวแปรอิสระ (independent variables)

ตัวแปรอิสระของงานวิจัยนี้ประกอบด้วยลักษณะด้านเพศสภาพและความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท โดยมีรายละเอียดการวัดดังนี้

1) จำนวนกรรมการหญิง (Female Directors: FD) วัดจากจำนวนกรรมการหญิงทั้งหมดที่ดำรงตำแหน่งในคณะกรรมการบริษัท

2) สัดส่วนกรรมการอิสระ (Proportion of Independent Directors: PID) วัดจากสัดส่วนของจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมดในคณะกรรมการบริษัท

3) จำนวนกรรมการอิสระหญิง (Female Independent Directors: FID) วัดจากจำนวนกรรมการหญิงที่ดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการอิสระของบริษัท

3. ตัวแปรควบคุม (control variables)

เพื่อควบคุมอิทธิพลของปัจจัยอื่นที่อาจส่งผลต่อการดำเนินงานของบริษัท งานวิจัยนี้จึงกำหนดตัวแปรควบคุมดังนี้

1) ขนาดกิจการ (Firm size: Size) วัดจากค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม (natural logarithm of total assets)

2) ภาระหนี้สิน (Leverage: LEV) วัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (debt-to-equity ratio)

3) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Cash Flow from Operations: CFO/TA) วัดจากอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (cash flow from operations to total assets)

ก่อนนำข้อมูลเข้าสู่การวิเคราะห์ คณะผู้วิจัยได้ดำเนินการปรับปรุงคุณภาพข้อมูลเพื่อลดอคติและเพิ่มความแม่นยำของผลการวิเคราะห์ ดังนี้

1. การจัดการค่าผิดปกติ (outliers) คณะผู้วิจัยใช้เทคนิค Winsorization ที่ระดับเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 1 และ 99 เพื่อลดผลกระทบจากค่าสุดโต่ง (extreme values) ที่อาจส่งผลต่อความเสถียรของค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย โดยอ้างอิงแนวทางของ Tukey (1977)

2. การปรับปรุงการแจกแจงข้อมูล คณะผู้วิจัยดำเนินการแปลงข้อมูลด้วยวิธี Log transformation สำหรับตัวแปรขนาดกิจการ (Size) เพื่อปรับปรุงลักษณะการแจกแจงของข้อมูลที่มีการกระจายตัวไม่เป็นปกติ (non-normality) ให้เข้าใกล้การแจกแจงปกติมากขึ้น

3. การทดสอบความเหมาะสมของข้อมูล ภายหลังการจัดการข้อมูล คณะผู้วิจัยตรวจสอบค่าความเบ้ (skewness) และค่าความโด่ง (kurtosis) ตามเกณฑ์ของ Kline (2011) โดยค่าความเบ้ต้องไม่เกิน +/-3 และค่าความโด่งต้องไม่เกิน +/-10

การวิเคราะห์ทางสถิติ (statistical analysis)

การวิเคราะห์ข้อมูลในงานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรตามกรอบแนวคิด ทฤษฎีตัวแทน (agency theory) ทฤษฎีทรัพยากรพึ่งพา (resource

dependency theory) และทฤษฎีการส่งสัญญาณ (signaling theory) โดยคณะผู้วิจัยได้ดำเนินการทดสอบตามลำดับขั้นตอนเพื่อคัดเลือกแบบจำลองและตรวจสอบความเที่ยงตรง (efficiency) ของผลการประมาณค่า ดังนี้

1. การคัดเลือกแบบจำลอง คณะผู้วิจัยเริ่มต้นด้วยวิธี Pooled OLS ตามข้อเสนอของ Wooldridge (2010) จากนั้นดำเนินการทดสอบ Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM) test (Breusch & Pagan, 1980) เพื่อเลือกระหว่าง Pooled OLS กับแบบจำลอง Panel data และใช้ Hausman test เพื่อตัดสินใจเลือกระหว่างแบบจำลองผลกระทบแบบคงที่ (Fixed Effects: FE) หรือแบบจำลองผลกระทบแบบสุ่ม (Random Effects: RE)

2. การควบคุมปัญหาทางสถิติ เพื่อให้ผลการประมาณค่ามีความเที่ยงตรง (efficiency) คณะผู้วิจัยได้ใช้ Robust standard errors เพื่อแก้ไขปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่ (heteroskedasticity) พร้อมทั้งตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงอนุกรม (serial correlation) ด้วย Wooldridge test และ Breusch-Pagan test ตามแนวทางของ Greene (2020)

3. การจัดการปัญหาความสัมพันธ์ย้อนกลับ (endogeneity) คณะผู้วิจัยตระหนักถึงประเด็นความสัมพันธ์ย้อนกลับ (เช่น บริษัทที่มีผลประกอบการดีมักแต่งตั้งกรรมการหญิงเพิ่มขึ้น) จึงใช้คุณสมบัติของ Panel data เพื่อลดทอนอคติจากผลกระทบเฉพาะตัวของบริษัทที่ไม่สามารถสังเกตได้ (unobserved heterogeneity) ทั้งนี้ แบบจำลองการถดถอยพหุคูณที่ใช้ในการศึกษา มีรายละเอียดดังนี้

แบบจำลองที่ 1 ผลการดำเนินงานเชิงตลาด (market performance)

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{FD}_{i,t} + \beta_2 \text{PID}_{i,t} + \beta_3 \text{FID}_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{CFO/TA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

แบบจำลองที่ 2 ผลการดำเนินงานเชิงบัญชี (accounting performance model)

$$\text{ROA}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{FD}_{i,t} + \beta_2 \text{PID}_{i,t} + \beta_3 \text{FID}_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{CFO/TA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

โดยที่

i แทนบริษัทที่ i, (i = 1, 2, ..., 251)

t แทนปีที่ t ของการศึกษา (t = 2564, 2565, 2566)

β_1 ถึง β_6 คือ สัมประสิทธิ์ถดถอยของตัวแปรอิสระ

$\varepsilon_{i,t}$ คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของแบบจำลอง

ผลการวิจัย

การวิเคราะห์ข้อมูลเริ่มต้นจากการปรับปรุงคุณภาพของชุดข้อมูล โดยใช้เทคนิค Winsorization ที่ระดับเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 1 และ 99 เพื่อลดผลกระทบของค่าสุดโต่ง (outliers) และใช้การแปลงข้อมูลด้วยลอการิทึมกับตัวแปรขนาดกิจการ (Size) เพื่อปรับปรุงการแจกแจงของข้อมูลให้เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์การถดถอย จากชุดข้อมูลจำนวน 753 กรณีสังเกต (บริษัท-ปี) ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ศึกษาสามารถสรุปได้ดังนี้

มูลค่าตลาดของกิจการ (Tobin's Q) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.56 (SD = 1.23) ขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 7.00 (SD = 8.71) โดยค่าส่วน

เบี่ยงเบนมาตรฐานของทั้งสองตัวแปรอยู่ในระดับค่อนข้างสูง ซึ่งสะท้อนถึงความแตกต่างของผลการดำเนินงานและมูลค่าตลาดระหว่างบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง

นอกจากนี้ ภายหลังการจัดการข้อมูล คณะผู้วิจัยได้ตรวจสอบลักษณะการแจกแจงของข้อมูล พบว่า ค่าความเบ้ (skewness) ของตัวแปรทั้งหมดอยู่ในช่วง ± 3 และค่าความโด่ง (kurtosis) อยู่ในช่วง ± 10 ซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์ที่ Kline (2011) เสนอไว้ ผลดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าข้อมูลมีการแจกแจงที่เหมาะสม และสามารถนำไปใช้ในการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณในขั้นตอนถัดไปได้้อย่างเหมาะสม ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาและค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาแสดงดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 สถิติเชิงพรรณนาและค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปร (descriptive and correlation statistics)

Variables	Mean	SD	1	2	3	4	5	6	7	8
1. Tobin's Q	1.560	1.230	1.000							
2. ROA	7.000	8.710	0.037	1.000						
3. จำนวนกรรมการหญิง (FD)	2.000	1.370	0.102**	0.060	1.000					
4. สัดส่วนกรรมการอิสระ (PID)	44.190	10.520	-0.054	-0.060	-0.050	1.000				
5. จำนวนกรรมการอิสระหญิง (FID)	0.780	0.860	0.040	0.000	0.570**	0.180**	1.000			
6. ภาระหนี้สิน (LEV)	4.190	6.190	-0.018	-0.010	0.000	0.010	-0.020	1.000		
7. ขนาดกิจการ (Size)	9.120	1.600	-0.025	0.040	0.030	0.130**	0.150**	-0.220**	1.000	
8. กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO/TA)	74.490	98.800	0.319**	0.560**	0.060	-0.090*	-0.010	-0.020	0.002	1.000

หมายเหตุ: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$; N = 753

ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์เบื้องต้นในตารางที่ 1 บ่งชี้ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยมีข้อสังเกตสำคัญ 2 ประการดังนี้

ประการแรก ความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO/TA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกในระดับสูงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานเชิงบัญชี (ROA; $r = 0.560$) และมูลค่ากิจการเชิงตลาด (Tobin's Q; $r = 0.319$) สะท้อนถึงความสำคัญของตัวแปรควบคุมต่อผลการดำเนินงานขององค์กร

ประการที่สอง ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ส่วนใหญ่อยู่ในระดับต่ำ มีเพียงคู่ความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนกรรมการหญิง (FD) กับจำนวนกรรมการอิสระหญิง (FID) ที่อยู่ในระดับปานกลาง

($r = 0.570$, $p < 0.01$) ซึ่งยังต่ำกว่าเกณฑ์เผื่อระวัง ($r > 0.800$) นอกจากนี้ คณะผู้วิจัยได้ทดสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นพหุ (multicollinearity) ด้วยค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าทุกตัวแปรมีค่าต่ำกว่า 10 ตามเกณฑ์ของ Hair et al. (2019) ยืนยันได้ว่าแบบจำลองมีความเที่ยงตรงและไม่มีปัญหาดังกล่าว

การเลือกแบบจำลองที่เหมาะสม (model selection) ก่อนการประมาณค่า คณะผู้วิจัยได้ดำเนินการทดสอบด้วย Breusch-Pagan LM test และ Hausman test เพื่อเลือกรูปแบบแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด ผลการทดสอบ LM test พบความนัยสำคัญทางสถิติ ($p = 0.0000$) แสดงว่าควรใช้แบบจำลอง Panel data แทน Pooled OLS และผล Hausman test ไม่พบความนัยสำคัญทางสถิติ ($p > 0.05$) จึงเลือกใช้

แบบจำลองผลกระทบแบบสุ่ม (random effects model) ตามแนวทางของ Hausman (1978) และ Wooldridge (2010)

ผลการวิเคราะห์การถดถอย (random effects model results) ในตารางที่ 2 แสดงผลการประมาณค่าโดยใช้ Robust standard errors เพื่อควบคุมปัญหา Heteroskedasticity

แบบจำลองทั้งสองมิติมีความเหมาะสมทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 (Chi-square = 87.929 และ 323.877) โดยกลุ่มตัวแปรอิสระสามารถอธิบายความแปรปรวนของ Tobin's Q ได้ร้อยละ 10.9 และ ROA ได้ร้อยละ 13.4

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณด้วยแบบจำลองผลกระทบแบบสุ่ม (random effects model)

ตัวแปร	Tobin's Q (random effects)	ROA (random effects)
ค่าคงที่ (constant)	1.430***	0.601
จำนวนกรรมการหญิง (FD)	0.078**	0.258
สัดส่วนกรรมการอิสระ (PID)	-0.006	-0.014
จำนวนกรรมการอิสระหญิง (FID)	0.013	-0.195
ภาระหนี้สิน (LEV)	0.000	0.020
ขนาดกิจการ (Size)	-0.005	0.325*
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO/TA)	0.004***	0.048***
<u>ค่าสถิติที่สำคัญของแบบจำลอง</u>		
Chi-square (df = 6)	87.929***	323.877***
R-squared (R^2 corr(y, $\hat{y}$) ²)	0.109	0.134

หมายเหตุ: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$ (คำนวณโดยใช้ Robust standard errors)

เมื่อพิจารณารายตัวแปรในตารางที่ 2 เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย สามารถสรุปความสัมพันธ์เชิงประจักษ์ได้ดังนี้

1. ด้านความหลากหลายทางเพศสภาพและโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท จำนวนกรรมการหญิง (FD) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตลาดของบริษัท (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($b = 0.078$, $p = 0.0498$) บ่งชี้ว่าการเพิ่มขึ้นของจำนวนกรรมการที่เป็นเพศหญิงในคณะกรรมการบริษัทช่วยส่งเสริมมูลค่าและมุมมองเชิงบวกในตลาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

2. สัดส่วนกรรมการอิสระ (PID) และจำนวนกรรมการอิสระหญิง (FID) ผลการวิเคราะห์ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อทั้งมูลค่าตลาด (Tobin's Q) และผลการดำเนินงานทางบัญชี (ROA) ในแบบจำลองผลกระทบแบบสุ่มนี้ ($p > 0.10$)

ด้านตัวแปรควบคุม (control variables) อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับสูงมากที่ระดับ 0.01 ทั้งต่อมิติมูลค่าตลาด ($b = 0.004$, $p < 0.01$) และมิติผลการดำเนินงานทางบัญชี ($b = 0.048$, $p < 0.01$) ผลลัพธ์นี้สะท้อนให้เห็นอย่างชัดเจนว่า เสถียรภาพและประสิทธิภาพด้านกระแสเงินสดหมุนเวียนจากการดำเนินงานเป็นปัจจัยหลักสำคัญในการขับเคลื่อนทั้งผลประกอบการที่แท้จริงของกิจการและสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนในตลาดทุน นอกจากนี้ ขนาดกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 ($b = 0.325$, $p < 0.10$) บ่งชี้ให้เห็นแนวโน้มว่า กิจการที่มีขนาดสินทรัพย์รวมขนาดใหญ่สามารถใช้ประโยชน์จากข้อได้เปรียบเชิงขนาด (economies of scale) ในการจัดสรรทรัพยากรเพื่อสร้างประสิทธิภาพทางบัญชีได้ดีกว่า ขณะที่ไม่พบอิทธิพลต่อมิติมูลค่าตลาด (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

อภิปรายผลการวิจัย

จากผลการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติด้วยแบบจำลองผลกระทบแบบสุ่ม (random effects model) คณะผู้วิจัยสามารถนำผลการวิจัยเชิงประจักษ์มาอภิปรายตามสมมติฐานและกรอบแนวคิดทฤษฎีที่กำหนดไว้ ได้ดังนี้

1. จำนวนกรรมการหญิงกับมูลค่าตลาดของบริษัท (Tobin's Q) ผลการวิเคราะห์พบว่า จำนวนกรรมการหญิง (female directors) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตลาดของบริษัท (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($b = 0.078$, $p = 0.0498$) ซึ่งสนับสนุนสมมติฐาน H1a ข้อค้นพบนี้สะท้อนให้เห็นว่าในบริบทของตลาดหุ้นไทยช่วง พ.ศ. 2564-2566 การเพิ่มขึ้นของจำนวนกรรมการหญิงในคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลต่อการรับรู้และมุมมองของนักลงทุนภายนอกอย่างชัดเจน ข้อค้นพบเชิงประจักษ์นี้มีความสอดคล้องกับแนวคิดการส่งสัญญาณ (signaling theory) (Connelly et al., 2011; Spence, 1973) ซึ่งอธิบายว่าโครงสร้างคณะกรรมการที่มีความหลากหลายทางเพศสภาพทำหน้าที่เป็นสัญญาณที่มีคุณภาพ (quality signal) ส่งไปยังผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในตลาดหุ้น เพื่อแสดงถึงความมุ่งมั่นขององค์กรในการปฏิบัติตามแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดี ภายใต้กรอบแนวคิด ESG มิติด้านการกำกับดูแล (governance) ส่งผลให้นักลงทุนเกิดความเชื่อมั่นและตอบสนองเชิงบวกผ่านการประเมินมูลค่าหุ้นและราคาตลาดของกิจการที่สูงขึ้น ผลวิจัยนี้สอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศของ Carter et al. (2010) และ Terjesen et al. (2016) เมื่อพิจารณาในบริบทประเทศไทย ผลลัพธ์นี้สามารถอธิบายได้จากพลวัตเชิงสถาบันที่สำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ได้ผลักดันแผนพัฒนาความยั่งยืนและการเปิดเผยข้อมูลอย่างเข้มงวดในช่วงปี พ.ศ. 2564 เป็นต้นมา บริษัทจดทะเบียนที่มีกรรมการหญิงจึงได้รับการยอมรับจากนักลงทุนว่ามีความโปร่งใสและมีจริยธรรมในการดำเนินธุรกิจ สอดคล้องกับข้อค้นพบของ ธิษตยา รุ่งเดชชนาลัย และอนุวัฒน์ ภักดี (Rungdetthanalai & Phakdee, 2019) ที่ชี้ว่ากรรมการหญิงในบริบทไทยมีบทบาทสำคัญในการลดการบริหารจัดการกำไร (earnings management) ซึ่งถือเป็นกลไกสำคัญในการยกระดับบรรษัทภิบาลและความน่าเชื่อถือของรายงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนไทย

2. จำนวนกรรมการหญิงกับผลการดำเนินงานทางบัญชี (ROA) ผลการวิเคราะห์ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างจำนวนกรรมการหญิงกับอัตราผลตอบแทนต่อ

สินทรัพย์รวม (ROA) จึงไม่สนับสนุนสมมติฐาน H1b ผลลัพธ์นี้บ่งชี้ว่า การมีกรรมการหญิงในบอร์ดยังไม่ส่งอิทธิพลโดยตรงต่อประสิทธิภาพการบริหารจัดการสินทรัพย์หรือการทำการใดในระยะสั้น ในช่วง 3 ปีที่ศึกษา ข้อค้นพบนี้ไม่สนับสนุนทฤษฎีตัวแทน (agency theory) แต่อธิบายได้ว่าอิทธิพลของความหลากหลายทางเพศสภาพต่อตัวเลขทางบัญชีในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนามักมีลักษณะเป็นผลกระทบระยะยาวที่ต้องใช้เวลาในการสะสมเชิงพฤติกรรม (lagged effect) นอกจากนี้ในบริบทไทย กรรมการหญิงที่แต่งตั้งเข้ามาใหม่อาจยังอยู่ในช่วงปรับตัว หรืออาจเป็นการแต่งตั้งในเชิงโครงสร้างเพื่อตอบสนองต่อนโยบายความยั่งยืนภายนอก (Tokenism) มากกว่าการเปิดโอกาสให้มีส่วนร่วมในเชิงกลยุทธ์อย่างแท้จริงในระยะสั้น

3. สัดส่วนกรรมการอิสระและจำนวนกรรมการอิสระหญิง ผลการวิเคราะห์ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติของทั้งสองตัวแปรต่อ Tobin's Q และ ROA ซึ่งอธิบายได้จากโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนไทยที่มักมีการถือหุ้นกระจุกตัวสูงหรือเป็นธุรกิจครอบครัว ทำให้บทบาทของกรรมการอิสระถูกจำกัดโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในเชิงปฏิบัติ นอกจากนี้ การที่กรรมการอิสระหญิงมีค่าเฉลี่ยค่อนข้างต่ำเพียง 0.78 คนต่อบริษัท บ่งชี้ว่าโครงสร้างบอร์ดยังไม่บรรลุแนวคิดมวลวิกฤต (critical mass) หรือเกณฑ์ขั้นต่ำร้อยละ 30 ตามแนวคิดของ Konrad et al. (2008) ส่งผลให้กรรมการอิสระหญิงในปัจจุบันยังมีสถานะเพียงสัญลักษณ์ (Token status) และยังไม่เพียงพอในการขับเคลื่อนนโยบายหรือเปลี่ยนแปลงวัฒนธรรมการตัดสินใจในที่ประชุม

ส่วนตัวแปรควบคุม (control variables) อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับสูงมากที่สุดที่ระดับ 0.01 ($p < 0.01$) ทั้งต่อมิติมูลค่าตลาด ($b = 0.004$) และมิติผลการดำเนินงานทางบัญชี ($b = 0.048$) สะท้อนให้เห็นว่าความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดหมุนเวียนที่แข็งแกร่งจากกิจกรรมหลักของกิจการ เป็นดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานและการรักษาเสถียรภาพทางการเงินขององค์กรที่แท้จริง ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงด้านสภาพคล่องและสร้างความเชื่อมั่นอย่างสูงให้นักลงทุนในตลาดหุ้น ขนาดกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 ($b = 0.325$, $p < 0.10$) เท่านั้น ผลลัพธ์นี้อธิบายได้จากความได้เปรียบเชิงโครงสร้างของกิจการขนาดใหญ่ที่มีการประหยัต่อขนาด

(economies of scale) มีการจัดสรรทรัพยากรภายในที่มีประสิทธิภาพ และมีความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำกว่า จึงส่งผลเชิงบวกต่ออัตราส่วนกำไรทางบัญชียิ่งไปกว่านั้น ผลลัพธ์นี้ขัดแย้งกับแบบจำลองมิติมูลค่าตลาดซึ่งสะท้อนว่าขนาดกิจการที่ใหญ่เกินไปอาจไม่ได้การรับรู้เชิงบวกจากนักลงทุนเสมอไปเนื่องจากความคาดหวังที่สูงของตลาด

ข้อเสนอแนะ

งานวิจัยชิ้นนี้มีข้อจำกัดสำคัญ 4 ประการ ซึ่งสามารถนำไปพัฒนาเป็นแนวทางสำหรับการศึกษาในอนาคตได้ ดังนี้ ประการแรก ระยะเวลาการจัดเก็บข้อมูลครอบคลุมเพียง 3 ปี (พ.ศ. 2564-2566) อาจยังไม่ยาวนานพอที่จะสะท้อนผลกระทบเชิงพฤติกรรมระยะยาว การศึกษาในอนาคตจึงควรขยายช่วงเวลาให้เป็นแบบระยะยาว (longitudinal study) ประการที่สอง แบบจำลองผลกระทบแบบสุ่มยังอาจมีข้อจำกัดในการขจัดปัญหา Endogeneity จากความสัมพันธ์ย้อนกลับ (reverse causality) ทั้งหมด การวิจัยครั้งต่อไปควรพิจารณาใช้เทคนิคเศรษฐมิติขั้นสูง เช่น ตัวแปรเครื่องมือ (IV) หรือแบบจำลอง Dynamic Panel GMM ประการที่สาม ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานจำกัดเพียงมิติทางบัญชี (ROA) และมูลค่าตลาด (Tobin's Q) ควรมีการขยายขอบเขตไปยังมิติอื่น เช่น อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) หรือคะแนนประเมินความยั่งยืน (ESG Score) และประการสุดท้าย ตัวแปรความหลากหลายทางเพศสภาพเป็นการวัดเชิงปริมาณภายนอก ซึ่งยังไม่ได้สะท้อนถึงปัจจัยเชิงคุณภาพเชิงลึก เช่น ประสิทธิภาพ หรือระดับการมีส่วนร่วมที่แท้จริง การศึกษาในอนาคตจึงควรผสมผสานระเบียบวิธีวิจัยเชิงคุณภาพ เช่น การสัมภาษณ์เชิงลึกร่วมด้วย เพื่อให้ได้มุมมองที่รอบด้านยิ่งขึ้น

จากผลการศึกษาเชิงประจักษ์ คณะผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะเพื่อยกระดับธรรมาภิบาลและความยั่งยืนขององค์กร ดังนี้

1. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย สำหรับหน่วยงานกำกับดูแล (ก.ล.ต./ตลท.) ควรพัฒนาระบบจูงใจ เพื่อส่งเสริมการเพิ่มสัดส่วนกรรมการหญิงอย่างเป็นขั้นตอนแทนการบังคับใช้มาตรการเชิงโครงสร้างเพียงอย่างเดียว ควบคู่ไปกับการพัฒนาระบบติดตามการเปิดเผยข้อมูลความหลากหลายทางเพศที่โปร่งใส เพื่อผลักดันกรอบ ESG ในมิติสังคมและธรรมาภิบาลให้ทัดเทียมสากล นอกจากนี้ สำหรับสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ควรเร่งพัฒนาระดับความพร้อม

และทักษะกรรมการหญิงและกรรมการอิสระหญิงอย่างเป็นระบบ เพื่อให้เกิดการมีส่วนร่วมเชิงคุณภาพและป้องกันปัญหาการแต่งตั้งเพียงเพื่อตอบสนองเชิงสัญลักษณ์

2. ข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติสำหรับองค์กร เช่น นโยบายการสรรหากรรมการ บริษัทจดทะเบียนควรปรับกระบวนการสรรหาโดยให้ความสำคัญกับคุณค่าเชิงความเชี่ยวชาญ เช่น การเงิน บัญชี และเทคโนโลยี ควบคู่กับความหลากหลายทางเพศ เพื่อให้กรรมการหญิงสามารถเข้ามามีบทบาทในการกำหนดทิศทางการลงทุนได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ นอกจากนี้ นโยบายการบริหารจัดการทางการเงิน ฝ่ายบริหารควรให้ความสำคัญสูงสุดกับการบริหารจัดการกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TA) เนื่องจากเป็นปัจจัยหลักที่มีนัยสำคัญต่อการสร้างมูลค่าตลาด (Tobin's Q) และผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งเป็นหัวใจสำคัญของการเติบโตที่ยั่งยืน

กิตติกรรมประกาศ

คณะผู้วิจัยขอขอบคุณมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์ ที่ให้การสนับสนุนทั้งเชิงนโยบาย ทรัพยากร และสภาพแวดล้อมทางวิชาการ อันเอื้อต่อการดำเนินงานวิจัยตลอดระยะเวลาโครงการ

References

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Bernile, G., Bhagwat, V., & Yonker, S. (2018). Board diversity, firm risk, and corporate policies. *Journal of Financial Economics*, 127(3), 588–612. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.12.009>
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47(1), 239–253. <https://doi.org/10.2307/2297111>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management* (15th ed.). Cengage Learning.

- 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. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00809.x>
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. **Financial Management**, 23(3), 70–74.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. **Journal of Management**, 37(1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Greene, W. H. (2020). **Econometric analysis** (8th ed.). Pearson.
- Hair, J. F., Jr., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). **Multivariate data analysis** (8th ed.). Cengage Learning.
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. **Econometrica**, 46(6), 1251–1271. <https://doi.org/10.2307/1913827>
- 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)
- Kline, R. B. (2011). **Principles and practice of structural equation modeling** (3rd ed.). Guilford Press.
- Konrad, A. M., Kramer, V., & Erkut, S. (2008). Critical mass: The impact of three or more women on corporate boards. **Organizational Dynamics**, 37(2), 145–164. <https://doi.org/10.1016/j.orgdyn.2008.02.005>
- Rungdetthanalai, T., & Phakdee, A. (2019). Board composition firm characteristics and earnings management of Thai listed companies (องค์ประกอบคณะกรรมการ ลักษณะกิจการ และการจัดการกำไร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย). **VRU Research and Development Journal Humanities and Social Science**, 14(1), 63–72.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. **The Quarterly Journal of Economics**, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Terjesen, S., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. **Journal of Management & Governance**, 20(3), 447–483. <https://doi.org/10.1007/s10997-014-9307-8>
- The Securities and Exchange Commission, Thailand. (n.d.). **Recommendations on gender diversity in the board of directors under principle 3: Strengthening board effectiveness of the corporate governance code for listed companies 2017 (คำแนะนำประเด็นความหลากหลายทางเพศ (gender diversity) ของคณะกรรมการ สำหรับหลักปฏิบัติ 3 เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผลของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560)**. <https://www.sec.or.th/TH/Documents/GenderCorner/Guidance%20on%20Gender%20Diversity%20on%20Boards.pdf>
- The Securities and Exchange Commission, Thailand. (2017). **Corporate governance code for listed companies 2017 (หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560)**. <https://www.sec.or.th/cgthailand/TH/Documents/Regulation/CGCode.pdf>
- Tukey, J. W. (1977). **Exploratory data analysis**. Addison-Wesley.
- Wooldridge, J. M. (2010). **Econometric analysis of cross section and panel data** (2nd ed.). MIT Press.