

ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการ ผ่านบทบาทของต้นทุนตัวแทน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ธิญาดา แท้วจจอหอ¹

อุษณา แจ็งคล้อย²

สุมาลี เอกพล³

¹ ผู้นิพนธ์ โทรศัพท์ 06-5154-4564 อีเมล: thiyada.ta@rmuti.ac.th

รับเมื่อ 26 พฤศจิกายน 2568 ตอบรับเมื่อ 22 มกราคม 2569 10.14416/j.faa.2026.25.010

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการ และบทบาทคั่นกลางของต้นทุนตัวแทนในความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการ โดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 790 รายปีรายบริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2565–2566 การวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติการวิเคราะห์เชิงพรรณนา สถิติสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน และการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า คุณลักษณะของคณะกรรมการด้านสัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิงและคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิง และคะแนนการกำกับดูแลกิจการยังมีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่ากิจการผ่านต้นทุนตัวแทน โดยผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทเพียงอย่างเดียว ไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการได้ หากขาดระบบการจ่ายค่าตอบแทนที่เหมาะสมและสามารถจูงใจให้ปฏิบัติหน้าที่อย่างมีประสิทธิภาพ ในขณะที่การมีสัดส่วนกรรมการเพศหญิงสูงช่วยลดต้นทุนตัวแทนด้านค่าตอบแทน และบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับสูงมักสะท้อนคุณภาพการบริหารและภาพลักษณ์ที่ดีขององค์กร ซึ่งส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นในที่สุด งานวิจัยนี้จึงเน้นย้ำถึงความสำคัญของการออกแบบกลไกการกำกับดูแลกิจการและระบบค่าตอบแทนที่เหมาะสม เพื่อควบคุมและลดต้นทุนตัวแทน อันจะช่วยให้การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการและผู้บริหารสอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น และนำไปสู่การสร้างมูลค่ากิจการอย่างยั่งยืนในระยะยาว

คำสำคัญ : การกำกับดูแลกิจการ คุณลักษณะของคณะกรรมการ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ต้นทุนตัวแทน มูลค่ากิจการ

¹ นักศึกษาปริญญาโท หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

² อาจารย์ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

³ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

Impact of Corporate Governance on Firm Value : Mediating Role of Agency Cost of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

Thiyada Taewchoho¹

Usana Jangkloy²

Sumalee Ekkaphol³

¹ Corresponding Author, Tel. 06-5154-4564, E-mail: thiyada.ta@rmuti.ac.th

Received 26 November 2025; Accepted 22 January 2026 10.14416/j.faa.2026.25.010

Abstract

This study aims to examine the impact of corporate governance on firm value and to investigate the mediating role of agency costs in the relationship between corporate governance and firm value. The study used 790 firm-year observations of companies listed on the Stock Exchange of Thailand during the period of 2022 and 2023. The data was analyzed using descriptive statistics, Pearson's correlation analysis and multiple regression analysis. The results revealed that board characteristics, particularly the proportion of female directors and corporate governance scores, had a direct effect on firm value. In addition, board size, the proportion of female directors and corporate governance scores had an indirect effect on firm value through agency costs. The findings indicated that board size alone was insufficient to enhance firm value in the absence of an appropriate compensation system that effectively motivated directors to perform their duties. Conversely, a higher proportion of female directors contributed to a reduction in agency costs related to compensation, while firms with higher corporate governance scores tended to reflect superior management quality and a positive organizational image ultimately leading to increased firm value. This study underscores the importance of designing effective corporate governance mechanisms and appropriate compensation to effectively control and reduce agency costs. Such mechanisms help align the duties and decision-making of both board of directors and executives with shareholders' interests, thereby contributing to sustainable firm value creation in the long term.

Keywords : Corporate Governance, Board Characteristics, Corporate Governance Score, Agency Costs, Firm Value

¹ Master's degree student, Master of Accountancy Program, Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Isan

² Lecturer, Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Isan

³ Assistant Professor, Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Isan

1. บทนำ

ในสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่มีการแข่งขันสูงและความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง การสร้างและรักษามูลค่าของกิจการถือเป็นเป้าหมายสำคัญขององค์กรธุรกิจ โดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดทุนซึ่งต้องเผชิญกับแรงกดดันจากผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียหลากหลายกลุ่ม หนึ่งในปัจจัยที่ได้รับความสนใจอย่างกว้างขวางในแวดวงวิชาการและภาคปฏิบัติคือการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance : CG) ซึ่งถูกมองว่าเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยยกระดับประสิทธิภาพการบริหารงานและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (Shleifer & Vishny, 1997; OECD, 2015)

การกำกับดูแลกิจการเป็นกลไกสำคัญในการเสริมสร้างระบบบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพและโปร่งใส ช่วยลดความเสี่ยงจากการทุจริตและปัญหาต้นทุนตัวแทน และลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร ซึ่งนำไปสู่การตัดสินใจที่ไม่สอดคล้องกับเป้าหมายในการเพิ่มมูลค่าของกิจการ (Jensen & Meckling, 1976) ตลอดจนสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้เสีย ดังนั้น องค์กรที่ให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงมีศักยภาพในการสร้างมูลค่าของกิจการและการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาว (Kencana & Surwanti, 2025) จากการทบทวนงานวิจัยในอดีต พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงาน และลดความไม่สมดุลในการรับรู้ข้อมูลระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น และองค์กรที่มีการกำกับดูแลกิจการที่เข้มแข็งมีแนวโน้มที่จะได้รับการประเมินมูลค่ากิจการสูงกว่าองค์กรที่มีการกำกับดูแลกิจการที่อ่อนแอ เนื่องจากนักลงทุนมีความเชื่อมั่นต่อความน่าเชื่อถือของการดำเนินงานขององค์กร (Sarker & Hossain, 2024; ทัศนวรรณ ศาลาผาย และคณะ, 2567; ปริพรพรท์ ปริยอุตมทรัพย์, 2560)

จากที่กล่าวมาข้างต้นแสดงถึงความสำคัญของการกำกับการดูแลกิจการที่ดี ซึ่งถูกกำหนดขึ้นจากนโยบายภายในองค์กร อย่างไรก็ตาม การกำกับดูแลกิจการที่ดีอาจไม่ได้ส่งผลต่อมูลค่ากิจการโดยตรงเพียงอย่างเดียว แต่อาจส่งผลผ่านกลไกภายในองค์กร โดยเฉพาะโครงสร้างและระดับของค่าตอบแทนคณะกรรมการ ซึ่งถือเป็นองค์ประกอบสำคัญของต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) โดยทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ได้อธิบายว่าความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารเป็นแหล่งกำเนิดของต้นทุนตัวแทน การกำหนดโครงสร้างผลตอบแทนที่เหมาะสมสามารถช่วยลดต้นทุนดังกล่าว และจูงใจให้ผู้บริหารมุ่งสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ (Jensen & Meckling, 1976)

ทั้งนี้ งานวิจัยเชิงประจักษ์ในบริษัทของธุรกิจจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ผ่านบทบาทของค่าตอบแทนคณะกรรมการในฐานะตัวแปรคั่นกลาง ยังมีอยู่อย่างจำกัด งานวิจัยนี้จึงมุ่งเติมเต็มช่องว่างดังกล่าว โดยการวิเคราะห์บทบาทของค่าตอบแทนคณะกรรมการในฐานะต้นทุนตัวแทนเพื่ออธิบายกลไกการส่งผ่านอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการอย่างเป็นระบบ ซึ่งคาดว่าจะช่วยอธิบายกลไกการส่งผ่านของการกำกับดูแลกิจการได้อย่างชัดเจนยิ่งขึ้น และเป็นประโยชน์ต่อทั้งนักวิชาการ ผู้กำหนดนโยบายและผู้มีส่วนได้เสียในตลาดทุนไทย

2. วัตถุประสงค์การวิจัย

- 2.1 เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ
- 2.2 เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อต้นทุนตัวแทน
- 2.3 เพื่อศึกษาผลกระทบของต้นทุนตัวแทนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ
- 2.4 เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ผ่านต้นทุนตัวแทน

3. การทบทวนวรรณกรรมและกรอบแนวคิดในการวิจัย

3.1 ทฤษฎีตัวแทน

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) แนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ได้กล่าวไว้ว่า ผู้ถือหุ้นไม่สามารถบริหารงานหรือนำพากิจการให้บรรลุเป้าหมายสูงสุดได้เพียงฝ่ายเดียว จึงมีความจำเป็นต้องมีตัวแทนที่เป็นผู้มีความรู้ความเชี่ยวชาญในการบริหารมาช่วยทำหน้าที่บริหารแทน ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย ได้แก่ ผู้ถือหุ้น (ตัวการ) และฝ่ายบุคคลที่ได้รับการมอบอำนาจในการบริหารงาน (ตัวแทน) หากผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารมีความต้องการที่แตกต่างกัน อาจก่อให้เกิดการขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้เช่นกัน ก่อให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) นำมาซึ่งจะเกิดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ในการติดตามตรวจสอบเพื่อที่จะลดพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมของตัวแทน

แนวทางการแก้ไขปัญหาตัวแทน (Agency problem) ได้แก่

1. การให้ค่าตอบแทน (Incentive) ซึ่งเป็นการสร้างแรงจูงใจให้แก่ผู้บริหารให้มีความตั้งใจทำงานให้กับองค์กรอย่างเต็มที่ เนื่องจากมีผลประโยชน์ที่ผูกมัดกัน โดยค่าตอบแทนดังกล่าวอาจเป็นในรูปแบบตัวเงิน เช่น เงินเดือน หรือโบนัส และไม่ใช่ตัวเงิน เช่น หุ้น เป็นต้น โดยให้ค่าตอบแทนที่สูงขึ้นจากผลการดำเนินงานของบริษัทที่ตัวแทนเป็นผู้บริหาร

2. การสอดส่องดูแล (Monitoring) โดยการแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทที่มาจากทั้งภายในและภายนอก เพื่อเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการบริหารงานและถ่วงดุลอำนาจของผู้บริหาร ดังนั้นคณะกรรมการจึงมีบทบาทสำคัญในการแก้ไขปัญหาตัวแทนและผลักดันให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี

โดยทุกคนในองค์กรย่อมมีแรงผลักดันที่จะทำเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว การที่ผู้บริหารสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับองค์กรก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าสิ่งนั้นเอื้อประโยชน์สูงสุดให้กับตนเองด้วย ส่วนใหญ่เกิดขึ้นระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น ในการวิจัยครั้งนี้วัดต้นทุนตัวแทน โดยใช้ค่าใช้จ่ายที่จ่ายให้กับตัวแทนเพื่อให้ดำเนินการตามพันธสัญญา คือ ค่าตอบแทนของกรรมการบริษัท ซึ่งเป็นการสร้างแรงจูงใจให้แก่ผู้บริหารให้มีความตั้งใจทำงานให้กับองค์กรอย่างเต็มที่ เนื่องจากมีผลประโยชน์ที่ผูกมัดกัน

3.2 แนวคิดการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการเป็นเครื่องมือที่สำคัญในการสร้างระบบบริหารจัดการที่ดี ช่วยลดความเสี่ยงจากการทุจริตเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงาน และสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนและสังคมโดยรวม องค์กรที่ให้ความสำคัญกับหลักธรรมาภิบาลและการกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงมีแนวโน้มที่จะเติบโตอย่างมั่นคงและยั่งยืน โดยคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทถือเป็นองค์ประกอบสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพ บริษัทที่มีจำนวนคณะกรรมการเหมาะสมกับขนาดของกิจการและมีความเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ จะช่วยเสริมประสิทธิภาพการควบคุมและการกำกับดูแลกิจการ โดยประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดควรแยกออกจากกันอย่างชัดเจน เพื่อไม่ให้คนหนึ่งคนใดมีอำนาจโดยไม่จำกัด รวมถึงได้กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องมีคณะกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด แต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน ซึ่งจะช่วยถ่วงดุลอำนาจของคณะกรรมการที่เกิดจากบุคคลภายใน รวมทั้งกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลาย ทั้งในด้านทักษะ ประสบการณ์ ความสามารถและคุณลักษณะเฉพาะด้านการเงินการบัญชี ตลอดจนการมีคณะกรรมการเพศหญิง ที่จำเป็นต่อการบรรลุวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักขององค์กร (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

ทั้งนี้ สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors : IOD) ได้จัดทำหลักเกณฑ์การสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies : CGR) ที่ระบุรายละเอียดประเด็นที่ประเมินพร้อมทั้งแนวพิจารณาเอาไว้อย่างครบถ้วน ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ โดยแบ่งออกเป็น 6 กลุ่มตามช่วงคะแนนที่ได้รับ โดยใช้จำนวนตราสัญลักษณ์ของคณะกรรมการบริษัทที่ปกติแห่งชาติ แสดงผล

คะแนนในแต่ละระดับ ประกอบด้วย ช่วงคะแนน 90-100 หมายถึง ดีเลิศ 80-89 หมายถึง ดีมาก 70-79 หมายถึง ดี 60-69 หมายถึง ดีพอใช้ 50-59 หมายถึง ผ่าน และต่ำกว่า 50 หมายถึง ไม่มีข้อมูล (ศูนย์พัฒนารัฐกิจเพื่อความยั่งยืน, 2567)

จากแนวคิดข้างต้น ผู้วิจัยจึงกำหนดตัวแปรอิสระให้คุณสมบัติของโครงสร้างคณะกรรมการ ประกอบด้วย การควบบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด ขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ สัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ด้านการเงินการบัญชี สัดส่วนคณะกรรมการพิเศษ และคะแนนการกำกับดูแลกิจการ เป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งคณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการแก้ปัญหาตัวแทนและผลักดันให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี

3.3 แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่ากิจการ

มูลค่าของกิจการ คือ มูลค่าปัจจุบันสุทธิรวมของกระแสเงินสดในอนาคต (Future Cash Flow) รวมกับมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ที่ไม่เกี่ยวกับการดำเนินงาน (Non-Operating Assets) ซึ่งสะท้อนถึงการเจริญเติบโตของบริษัท ผู้บริหารมีหน้าที่ในการสร้างมูลค่ากิจการให้สูงขึ้น ซึ่งการที่บริษัทมีมูลค่ากิจการที่สูงจึงเป็นการดึงดูดนักลงทุน และเป็นการเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว (กัญญาวิริ ทัพย์ธนะกาญจน์, 2559) มูลค่าของกิจการสามารถวัดมูลค่ากิจการได้โดย วิธีตามตลาด เช่น Market Capitalization Market-to-Book Ratio (M/B) และ Tobin's Q เป็นต้น และวิธีตามงบการเงิน เช่น ROA, ROE, EBITDA, Net Income เป็นต้น

ในการวิจัยครั้งนี้เลือกใช้ Tobin's Q ในการประเมินมูลค่าของกิจการ เนื่องจาก Tobin's Q เป็นตัววัดโอกาสการเจริญเติบโตของกิจการในระยะยาว และสามารถแสดงมูลค่าของกิจการผ่านมุมมองของนักลงทุนได้ โดย Tobin's Q มีสูตรการคำนวณ ดังนี้ (ชวัลพัชร หอมหวานทิพย์, 2563)

$$\text{อัตราส่วน Tobin's Q} = \frac{\text{มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ} + \text{มูลค่าทางบัญชีของหนี้สิน}}{\text{มูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์}}$$

3.4 การกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการ

คณะกรรมการบริษัทควรปฏิบัติหน้าที่ด้วยความโปร่งใส โดยองค์กรที่มีประธานกรรมการบริหารหรือประธานบริษัท คนละคนกันจะมีระบบการคัดค้านหรือคานอำนาจที่สมดุลกัน มีงานวิจัยในอดีตพบว่า การควบบตำแหน่งประธานและกรรมการผู้จัดการในคนเดียวกัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน อาจเป็นไปได้ว่า การแยกตำแหน่งบุคคลในการบริหารงาน จะช่วยลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เป็นการเพิ่มประสิทธิภาพการปฏิบัติงาน เนื่องจากหากมีการควบบตำแหน่ง อาจสุ่มเสี่ยงต่อการใช้อำนาจแสวงหาผลประโยชน์จากบริษัท (ณัฐธิดา เพ็ชรพังกา และพรทิวา แสงเขียว, 2566 และพีรภรณ์ เหมือนเสมอใจ และคณะ, 2565) อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยที่ไม่พบความสัมพันธ์ของประธานและผู้บริหารสูงสุดเป็นบุคคลเดียวกันกับผลการดำเนินงาน อาจเป็นไปได้ว่า นักลงทุนมุ่งหวังข้อมูลที่ทันต่อการตัดสินใจ การที่มีการแยกบทบาทหน้าที่ อาจจะทำให้เกิดการตัดสินใจที่ล่าช้า ส่งผลต่อข้อมูลอันเป็นประโยชน์ในการดำเนินงานของกิจการ สะท้อนถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุน (ธนภิญญา อุตตฤทธิ, 2562 ; จิตอุษา ชันทอง และกัลยิตต์ กิริตอังกูร, 2560) จากงานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่พบว่าการควบบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดส่งเสริมให้การดำเนินงานของกิจการดีขึ้น เนื่องจากการควบบตำแหน่งช่วยให้การตัดสินใจเป็นเอกภาพ ลดความขัดแย้งระหว่างคณะกรรมการและฝ่ายจัดการ และเพิ่มความรวดเร็วในการกำหนดกลยุทธ์ ดังนั้นจึงกำหนดเป็นสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H_{1a} : การควบบตำแหน่งของประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุด ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

จำนวนคณะกรรมการที่มีความเพียงพอต่อกิจการ มีส่วนช่วยให้การควบคุมการดำเนินงานเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยขนาดของคณะกรรมการส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งขนาดของคณะกรรมการที่

มากขึ้นจะทำให้มีการระดมความคิด มีข้อเสนอแนะและมีผลต่อการตัดสินใจที่ส่งผลต่อการดำเนินงาน (สุกัญญา วงษ์ลคร และ พิธาน แสนภักดี, 2566 และศิริวรรณ ห่วงเจริญ, 2560) แต่มีงานวิจัยในอดีตบางส่วน พบว่า จำนวนของคณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงาน อาจเนื่องมาจากมีจำนวนคณะกรรมการบริษัทมากทำให้เกิดความคิดเห็นที่ขัดแย้งกัน ทำให้ดำเนินการล่าช้า ส่งผลต่อผลดำเนินงานของบริษัทในทางลบ (Bilani, 2024) อีกทั้งยังพบว่าขนาดคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานทั้งด้านสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นและด้านความสามารถในการแข่งขัน (อาจารย์ ประจวบเหมาะ และคณะ, 2561) ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากขนาดของคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีขนาดไม่แตกต่างกันมากนัก แต่จากงานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการส่งผลกระทบเชิงบวกต่อการดำเนินงานของกิจการ เนื่องจากคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ขึ้นช่วยแบ่งหน้าที่การกำกับดูแลได้ชัดเจน ลดภาระงานของกรรมการแต่ละราย และเพิ่มความสามารถในการตรวจสอบฝ่ายบริหาร ส่งผลให้การดำเนินงานมีความโปร่งใส และมีประสิทธิภาพมากขึ้น ดังนั้นจึงกำหนดเป็นสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H_{1b} : ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

กรรมการอิสระเป็นองค์ประกอบสำคัญของคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนที่ทำหน้าที่ตรวจสอบการทำงานของ ทีมบริหารของบริษัทและมีความสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีของกิจการ (ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564) กรรมการอิสระต้องมีความเป็นอิสระจากการควบคุมของผู้บริหาร และไม่ใช้ตัวแทนของผู้ถือหุ้น โดย สัดส่วนของกรรมการอิสระมีอิทธิพลเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งความเป็นอิสระของกรรมการทำให้สามารถ ถ่วงดุลอำนาจในการแสดงความคิดเห็นได้อย่างอิสระ (เสาวลักษณ์ อำคุณ และพรทิวา แสงเขียว, 2566 ; สุระเชษฐ์ สิทธิปลื้ม และ รุติพร พระโพธิ์, 2567) แต่มีงานวิจัยบางส่วนที่พบว่า บริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งการแต่งตั้งกรรมการของกิจการ อาจเป็นการปฏิบัติตามข้อกำหนดและกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ (กนกพร จิตลภาชะ, 2566; เบญจพร โมกขเวส, 2564; Johl, et al., 2015) จากงานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ เนื่องจากคณะกรรมการอิสระมีความเป็นอิสระจากฝ่ายบริหารและผู้ถือหุ้น สามารถทำหน้าที่ตรวจสอบและถ่วงดุลการตัดสินใจของผู้บริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ ลดพฤติกรรมแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตน และส่งเสริมการดำเนินงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ดังนั้นจึงกำหนดเป็น สมมติฐานการวิจัยดังนี้

H_{1c} : สัดส่วนของกรรมการอิสระ ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

ความเชี่ยวชาญหรือความรู้ความสามารถทางด้านการเงินการบัญชีของคณะกรรมการบริษัทก็เป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่มีความสำคัญ เนื่องจากกรรมการจำเป็นต้องนำความรู้ดังกล่าวมาใช้สำหรับธุรกิจซับซ้อนหรือการพิจารณาแหล่งเงินทุน ส่งผลต่อผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นขององค์กร (สุกัญญา วงษ์ลคร และ จักรกฤษณ์ มะโฬพาร, 2566; อนุวัฒน์ ภักดี, 2561) อย่างไรก็ตามมีงานวิจัยที่พบว่า คณะกรรมการที่มีความรู้ ความชำนาญด้านบัญชีและการเงินไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน (ลัดดาวัลย์ พุดขุนทด และชุตินา นาคประสิทธิ์, 2561) จากงานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่พบว่า สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ ด้านการเงินการบัญชีทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น เนื่องจากกรรมการที่มีความรู้ด้านการเงินและการบัญชีสามารถตรวจสอบ การเงิน การควบคุมภายใน และการบริหารความเสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพ ช่วยเสริมสร้างความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงินและสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ ดังนั้นจึงกำหนดเป็นสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H_{1d} : สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ด้านการเงินการบัญชี ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

ในปัจจุบันผู้หญิงไทยมีบทบาทสำคัญและเพิ่มจำนวนมากขึ้นที่ได้รับการแต่งตั้งให้ดำรงตำแหน่งกรรมการของ คณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนไทย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2565) เนื่องจากคณะกรรมการเพศหญิงมีการบริหารจัดการที่มีความระมัดระวัง มีความละเอียดรอบคอบ ช่วยให้ระบบการควบคุมภายในของบริษัทมีประสิทธิภาพ ส่งผลต่อผล

การดำเนินงานที่ดีขึ้น ซึ่งทักษะความคิด ความเข้าใจและความสามารถในการวิเคราะห์ธุรกิจ ถือว่ามีความจำเป็นอย่างยิ่งต่อการสร้างมูลค่าให้กับกิจการ (ลัดดาวัลย์ พุดขุนทด และชุติมา นาคประสิทธิ์, 2561 และอนุวัฒน์ ภักดี, 2561) แต่มีงานวิจัยในอดีตบางส่วนกลับพบว่า คณะกรรมการเพศหญิงไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน เนื่องจากเพศหญิงอาจจะไม่ชอบการเปลี่ยนแปลง ยึดถือจริยธรรมมากกว่าเพศชาย ก่อนข้างมีความอนุรักษ์นิยม กรรมการเพศหญิงจึงมีความเกี่ยวข้องกับการจัดการกำไรน้อยกว่าเพศชาย (Laurens, 2022; Peni and Vahamaa, 2010) งานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่สามารถสรุปได้ว่า บริษัทที่มีคณะกรรมการเพศหญิงมากจะส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีขึ้น เนื่องจากความหลากหลายทางเพศสะท้อนถึงธรรมาภิบาลที่ดี ความเท่าเทียม และความทันสมัยขององค์กร ช่วยเสริมสร้างภาพลักษณ์และความเชื่อมั่นของนักลงทุน ตลาดทุน และสังคม ซึ่งสะท้อนออกมาในรูปของมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น ดังนั้นจึงกำหนดสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H_{1c} : สัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิง ส่งผลกระทบต่อเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

ในส่วนของคะแนนการกำกับดูแลกิจการ เป็นการประเมินความโปร่งใสของบริษัทในมุมมองของหน่วยงานภายนอก ซึ่งเป็นตัวชี้วัดการสร้างความสมดุลของผลประโยชน์ที่แตกต่างกันระหว่างฝ่ายบริหารและตัวแทน เพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับผู้มีส่วนได้เสียและผู้ถือหุ้น โดยการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดช่องว่างของความไม่เท่าเทียมในการเข้าถึงข้อมูล ลดโอกาสในการกระทำทุจริตของผู้บริหาร โดยมีงานวิจัยที่พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยมูลค่าทางตลาด ซึ่งระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถปกป้องสิทธิและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นได้เป็นอย่างดี การมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้องค์กรสามารถสร้างมูลค่าให้เพิ่มขึ้นได้ ส่งผลต่อภาพลักษณ์และความน่าเชื่อถือของบริษัท (ชุตานพร สอนภักดี และคณะ, 2567 และเบญจวรรณ ศุภภัทรพร, 2561) จากงานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่แสดงให้เห็นว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการถูกมองว่าเป็นตัวชี้วัดถึงความโปร่งใสในการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งส่งเสริมให้เกิดการบริหารงานของผู้บริหารที่มุ่งเน้นมูลค่ากิจการ จึงกำหนดเป็นสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H_{1f} : คะแนนการกำกับดูแลกิจการส่งผลกระทบต่อเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

3.5 การกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนตัวแทน

การกำกับดูแลกิจการได้รับความสนใจมากขึ้นจากหน่วยงานกำกับดูแลในหลายประเทศรวมทั้งประเทศไทยเพื่อรักษามาตรฐานในการปฏิบัติงานที่สูงขึ้น โดยทฤษฎีตัวแทนสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์และทำให้เกิดความเข้าใจบทบาทของการกำกับดูแลกิจการมากยิ่งขึ้น หากบริษัทมีโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสามารถลดต้นทุนตัวแทนได้อีกด้วย โดยเชื่อว่าคณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำหนดค่าตอบแทนกรรมการบริษัท ซึ่งมีงานวิจัยพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่วัดจากการควรวมอำนาจของกรรมการบริหาร และขนาดของคณะกรรมการบริษัท ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนกรรมการบริหาร แสดงว่าการที่บริษัทมีการควรวมอำนาจของกรรมการบริหารและขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่มากขึ้น จะส่งผลให้ค่าตอบแทนของคณะกรรมการบริหารสูงขึ้น (พิชญา อัดฉัตร และสุภาพร ทองสร้อย, 2566) อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยที่พบว่า การควรวมอำนาจของกรรมการบริหารไม่ส่งผลกระทบต่อค่าตอบแทนกรรมการ อันเนื่องมาจากบริษัทมีระบบธรรมาภิบาลที่ดี มีการตรวจสอบและถ่วงดุลอย่างมีประสิทธิภาพ (Fahlenbrach, R., 2009) โดยค่าตอบแทนของคณะกรรมการอาจถูกกำหนดจากผลการดำเนินงาน ขนาดบริษัท หรือมาตรฐานอุตสาหกรรม ไม่ได้ขึ้นอยู่กับจำนวนกรรมการอิสระ วุฒิการศึกษา หรือการมีความรู้ความเชี่ยวชาญเฉพาะทางเพียงอย่างเดียว (เสาวณี จันทะพงษ์ และปานิศาร์ เจษฎาอรุณพล, 2558) โดยมีงานวิจัยพบว่า สัดส่วนคณะกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนกรรมการ แสดงให้เห็นว่าการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการนั้นไม่ได้ขึ้นอยู่กับสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระแต่อย่างใด (ฐิติรัตน์ วุฒิสงห์ชัย, 2562) รวมทั้งสำหรับบริษัทที่มีคณะกรรมการเพศหญิง อาจมีค่าตอบแทนของคณะกรรมการที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการเพศชาย เนื่องจากแรงงานเพศหญิงยังคงได้รับค่าตอบแทนต่ำกว่าเพศชาย แม้มีคุณสมบัติและประสบการณ์ใกล้เคียงกัน (สัญญา เคนาภูมิ, 2568) อีกทั้งเชื้อชาติและอายุล้วนมีผลกระทบต่ออัตราค่าตอบแทนที่เพศหญิงได้รับ แม้จะมีระดับการศึกษาที่เท่ากันหรือเพศหญิงมีระดับการศึกษา

สูงกว่าเพศชายในอาชีพเดียวกัน แต่กลับได้รับค่าตอบแทนที่ต่ำกว่า (CNN, 2023) จากงานวิจัยในอดีตที่กล่าวข้างต้นสามารถกำหนดเป็นสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

H_{2a} : การควมตำแหน่งของประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุด ส่งผลกระทบต่อต้นทุนตัวแทน

H_{2b} : ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ส่งผลกระทบต่อต้นทุนตัวแทน

H_{2c} : สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ ส่งผลกระทบต่อต้นทุนตัวแทน

H_{2d} : สัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ด้านการเงินการบัญชี ส่งผลกระทบต่อต้นทุนตัวแทน

H_{2e} : สัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิง ส่งผลกระทบต่อต้นทุนตัวแทน

H_{2f} : คณะกรรมการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่อต้นทุนตัวแทน

3.6 ต้นทุนตัวแทนกับมูลค่ากิจการ

จากทฤษฎีตัวแทนของ Jensen and Meckling (1976) ระบุว่าต้นทุนตัวแทน ประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายติดตามตรวจสอบ ค่าใช้จ่ายที่จ่ายให้กับตัวแทนเพื่อให้ดำเนินการตามพันธสัญญา และค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับตัวแทนเพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้ผู้บริหารได้ใช้ดุลพินิจของตนเอง ในการทำงานเพื่อสร้างผลประโยชน์ให้กับตนเองในหลายช่องทาง ทำให้เกิดความขัดแย้งกันเกี่ยวกับผลประโยชน์ซึ่งก่อให้เกิดปัญหาจากการเป็นตัวแทน ผลการวิจัยในอดีตพบว่า ผลตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ (Han & Yu, 2023; ภัคสิริกาญจน์ สิริธนะการ และคณะ, 2566 และพจนารถ ฤทธิเดช และคณะ, 2564) กล่าวคือ การจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารในอัตราที่สูงมักมาพร้อมกับความคาดหวังถึงผลการดำเนินงานของกิจการ ผู้บริหารที่มีค่าตอบแทนสูง ย่อมบริหารงานอย่างเต็มความสามารถ สอดคล้องกับงานวิจัยของ (Abu-Ali et al., 2024; Kayan & Gan, 2022; Safiq, et al., 2021; Razali, et al., 2018) พบว่า ค่าตอบแทนที่เหมาะสมและสอดคล้องกับกำไรของบริษัทเป็นแรงผลักดันให้เกิดประสิทธิภาพในการควบคุมกำกับดูแลกิจการ ทำให้กรรมการตั้งใจในการบริหารงานและช่วยปกป้องสิทธิและประโยชน์ให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท แต่มีงานวิจัยในอดีตบางส่วนกลับพบว่า ค่าตอบแทนของคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ โดยให้ความเห็นว่า การจ่ายค่าตอบแทนที่มากเกินไป อาจเป็นแรงจูงใจให้คณะกรรมการบริหารงานสู่เป้าหมายการทำให้กำไรในระยะสั้นมากขึ้น (Basuroy, 2014) จากงานวิจัยในอดีตที่กล่าวข้างต้นจึงกำหนดเป็นสมมติฐานการวิจัยได้ ดังนี้

H3 : ต้นทุนตัวแทน ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

3.7 บทบาทส่งผ่านของต้นทุนตัวแทนที่มีต่อการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการ

จากงานวิจัยในอดีต พบว่า องค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการ อาทิเช่น การควมตำแหน่งของประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุด ขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ สัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ด้านการเงินการบัญชี สัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิง และคณะกรรมการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่อต้นทุนตัวแทน (พิชญา อัจฉกร และสุภาพร ทองสร้อย, 2566; สัญญา เคณาภูมิ, 2568 และฐิติรัตน์ วุฒิสงห์ชัย, 2562) และในขณะเดียวกัน ก็พบว่า ต้นทุนตัวแทนส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการเช่นกัน โดยการกำกับดูแลกิจการที่แข็งแกร่งจะช่วยลดต้นทุนตัวแทน ซึ่งในทางกลับกันนำไปสู่ประสิทธิภาพทางการเงินที่ดีขึ้น นอกจากนี้การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท ผ่านบทบาทการไกล่เกลี่ยของต้นทุนตัวแทน โดยตระหนักถึงความสำคัญของโครงสร้างการกำกับดูแลที่เข้มแข็งช่วยเพิ่มขึ้นประสิทธิภาพทางการเงินของกิจการ และต้นทุนตัวแทนยังสามารถลดลงได้ด้วยการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งนำไปสู่ความมั่นคงที่ดีขึ้นของกิจการ (Jamal, 2023) ดังนั้นจากงานวิจัยข้างต้น จึงสามารถกำหนดสมมติฐานงานวิจัย ดังนี้

H_{4a} : ต้นทุนตัวแทนเป็นตัวส่งผ่านระหว่างการควมตำแหน่งของประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุดกับมูลค่ากิจการ

H_{4b} : ต้นทุนตัวแทนเป็นตัวส่งผ่านระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่ากิจการ

H_{4c} : ต้นทุนตัวแทนเป็นตัวส่งผ่านระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระกับมูลค่ากิจการ

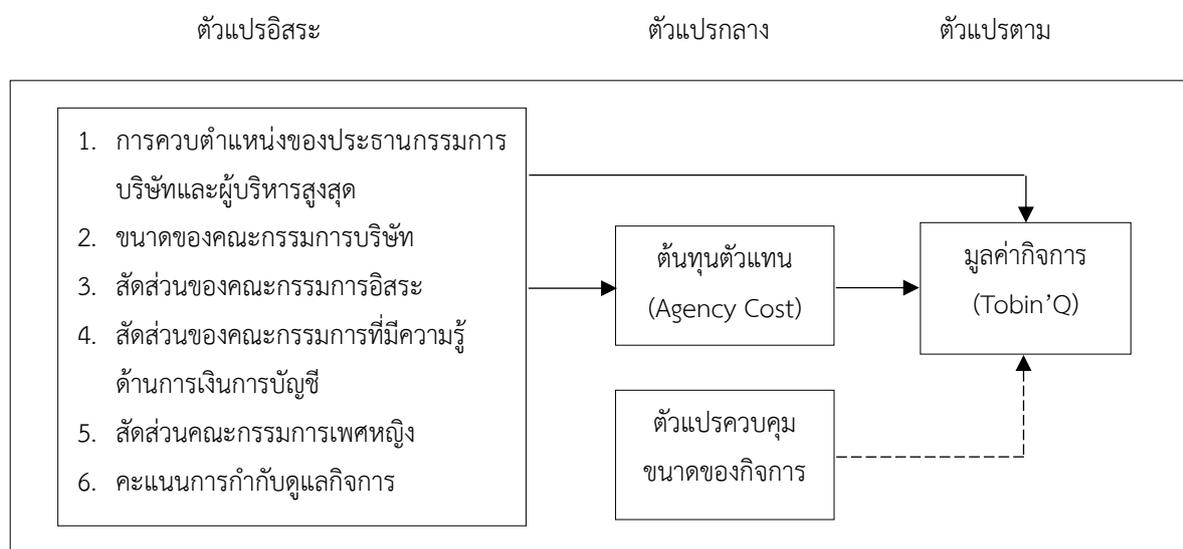
H_{4d} : ต้นทุนตัวแทนเป็นตัวส่งผ่านระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ด้านการเงินการบัญชีกับมูลค่ากิจการ

H_{4e} : ต้นทุนตัวแทนเป็นตัวส่งผ่านระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิงกับมูลค่ากิจการ

H_{4f} : ต้นทุนตัวแทนเป็นตัวส่งผ่านระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการ

3.8 กรอบแนวคิดในการวิจัย

การวิจัยเรื่องผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการ : ผ่านบทบาทของต้นทุนตัวแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิดทฤษฎี เอกสาร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อเป็นพื้นฐานและแนวทางในการศึกษา ซึ่งสามารถพัฒนากรอบแนวคิด โดยกำหนดตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่ใช้กรอบแนวคิดในการวิจัย ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

4. วิธีการวิจัย

4.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในงานวิจัยนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มสถาบันการเงิน บริษัทที่อยู่ในหมวดพื้นฟูกิจการ บริษัทในตลาด เอ็ม เอ ไอ (MAI) และบริษัทที่มีข้อมูลผิดปกติ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2565 ถึงปี พ.ศ. 2566 รวม 2 ปี โดยมีจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 790 รายปีรายบริษัท

4.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล การวิจัยนี้เก็บข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ประกอบด้วย ข้อมูลองค์ประกอบของโครงสร้างคณะกรรมการ และค่าตอบแทนกรรมการ เก็บข้อมูลจากรายงานประจำปี (56-1) ข้อมูลการคำนวณมูลค่ากิจการ และขนาดของกิจการ เก็บข้อมูลจากงบการเงิน ส่วนคะแนนการกำกับดูแลกิจการ เก็บข้อมูลจากฐานข้อมูลของ Set Smart ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่เปิดเผยระหว่างปี 2565 - 2566 โดยเก็บข้อมูลในช่วงเดือนมิถุนายน - กรกฎาคม 2568

4.3 การวัดค่าตัวแปร

ตารางที่ 1 ตัวแปร และการวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	การวัดค่า
การควบตำแหน่งของประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุด (DUL)	โครงสร้างการรวมอำนาจในการตัดสินใจเป็นประเด็นสำคัญตามแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งระบุว่าหน้าที่บุคคลเดียวทำหน้าที่ทั้งกำกับและบริหารอาจเพิ่มความเสี่ยงของปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์และลดประสิทธิภาพในการตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหาร ซึ่งวัดค่าเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy) โดยกำหนดค่า 1 เท่ากับ บริษัทที่มีประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนเดียวกัน และ 0 เท่ากับ บริษัทที่มีประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุดแยกออกจากกัน (จิตอุษา ชันทอง และ กัลยภักดิ์ กิริตอังกฤษ, 2560)
ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BSIZE)	จำนวนคณะกรรมการบริษัททั้งหมด (สุกัญญา วงษ์ลคร และพิชาน แสนภักดี, 2566)
สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND)	จำนวนคณะกรรมการอิสระ จำนวนคณะกรรมการ /บริษัททั้งหมด (กนกพร จิตลาภะ, 2566)
สัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ด้านการเงินการบัญชี (ACC)	จำนวนคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางบัญชีการเงิน จำนวน / คณะกรรมการบริษัททั้งหมด (สุกัญญา วงษ์ลคร และ จักรกฤษณ์ มะโหฬาร, 2566)
สัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิง (FEMALE)	จำนวนคณะกรรมการเพศหญิง /จำนวนคณะกรรมการบริษัททั้งหมด (อนุวัฒน์ ภักดี, 2561)
คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR)	0 หมายถึง คะแนนอยู่ในระดับ ดีพอใช้, ผ่าน, ไม่ผ่าน หรือ ไม่ได้รับการประเมิน 3 หมายถึง คะแนนอยู่ในระดับ “ดี” 4 หมายถึง คะแนนอยู่ในระดับ “ดีมาก” 5 หมายถึง คะแนนอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (วาสิณี เขียววิริยะกุล และ ศิลปพร ศรีจัน, 2565)
ตัวแปร	การวัดค่า
Tobin's Q (TOBIN'S Q)	มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ + มูลค่าทางบัญชีของหนี้สิน/ มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (ชวัลพัชร หอมหวานทิพย์, 2563)
ต้นทุนตัวแทน (COMP)	ค่าตอบแทนคณะกรรมการรวม (พจนารถ ฤทธิเดช และคณะ, 2564)
ขนาดของกิจการ (SIZE)	สินทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัท (เบญจพร โมกษะเวส 2564)

4.4 การวิเคราะห์ข้อมูล

4.4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Description Statistics) เพื่อวัดลักษณะเชิงกายภาพของข้อมูล ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ในการอธิบายตัวแปร

4.4.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ประกอบด้วย การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) และสมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อใช้ในการทดสอบสมมติฐาน และหาความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ที่คาดว่าจะส่งผลต่อผลการดำเนินงาน

โดยสมการถดถอยแบบพหุคูณที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน มีดังนี้

$$\text{TOBIN'S Q} = \beta_0 + \beta_1(\text{DUL}) + \beta_2(\text{BSIZE}) + \beta_3(\text{IND}) + \beta_4(\text{ACC}) + \beta_5(\text{FEMALE}) + \beta_6(\text{CGR}) + \beta_7(\text{SIZE}) + \epsilon \quad (1)$$

$$\text{COMP} = \beta_0 + \beta_1(\text{DUL}) + \beta_2(\text{BSIZE}) + \beta_3(\text{IND}) + \beta_4(\text{ACC}) + \beta_5(\text{FEMALE}) + \beta_6(\text{CGR}) + \beta_7(\text{SIZE}) + \epsilon \quad (2)$$

$$\text{TOBIN'S Q} = \beta_0 + \beta_1(\text{COMP}) + \beta_2(\text{SIZE}) + \epsilon \quad (3)$$

4.4.3 การวัดค่าตัวแปรส่งผ่าน (Mediator) โดยการวิเคราะห์การถดถอยเพื่อทดสอบอิทธิพลการส่งผ่านซึ่ง Baron and Kenny (1986) ได้ระบุลักษณะการส่งผ่านของตัวแปร มี 2 ลักษณะ คือ

1) การส่งผ่านแบบสมบูรณ์ (Complete Mediation หรือ Full Mediation) เป็นสถานะที่อิทธิพลจากตัวแปรต้นส่งผลต่อตัวแปรตาม โดยส่งผ่านตัวแปรคั่นกลางเท่านั้น ดังนั้นเมื่อมีตัวแปรคั่นกลางจะทำให้อิทธิพลทางตรงจากตัวแปรต้นไปตัวแปรตามลดลงไปจนไม่มีนัยสำคัญทางสถิติหลังจากใส่ตัวส่งผ่าน

2) การส่งผ่านแบบบางส่วน (Partial Mediation) เป็นสถานะที่อิทธิพลจากตัวแปรต้นส่งผลต่อตัวแปรตาม โดยส่งผ่านตัวแปรคั่นกลาง และตัวแปรต้นยังคงมีอิทธิพลทางตรงถึงตัวแปรตามโดยไม่ผ่านตัวแปรส่งผ่านด้วยเช่นกัน นั่นคืออิทธิพลทางตรงจากตัวแปรต้นไปตัวแปรตามลดลง แต่ยังคงมีนัยสำคัญทางสถิติหลังจากใส่ตัวส่งผ่าน

5. ผลการวิจัย

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระ ตัวแปรกลาง และตัวแปรตาม

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev.
ตัวแปร Dummy	Dummy = 1	Dummy = 0		
DUL	67 (8.48%)	723 (91.52%)		
BSIZE (คน)	5	20	9.91	2.31
IND (ร้อยละ)	0.13	0.80	0.44	0.10
ACC (ร้อยละ)	0.07	0.91	0.40	0.21
FEMALE (ร้อยละ)	0.00	0.71	0.22	0.14
CGR (คะแนน)	0	5	4.12	1.36
COMP (ล้านบาท)	0.15	97.59	8.20	11.46
TOBIN'S Q	0.25	6.22	1.37	0.90
SIZE (พันล้านบาท)	0.22	3,460.46	47.15	205.50

จากตารางที่ 2 พบว่า การควมตำแหน่งของประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุด (DUL) จำนวน 67 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 8.48 และบริษัทที่ไม่ได้มีการควมตำแหน่งของประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุด จำนวน 723 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 91.52 ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BSIZE) มีค่าเฉลี่ย จำนวน 9.91 คน ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน จำนวน 2.31 คน สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND) มีค่าเฉลี่ย ร้อยละ 44 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ร้อยละ 10 สัดส่วนของคณะกรรมการที่มี

ความรู้ด้านการเงินการบัญชี (ACC) มีค่าเฉลี่ย ร้อยละ 40 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ร้อยละ 21 สัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิง (FEMALE) มีค่าเฉลี่ย ร้อยละ 22 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ร้อยละ 14 คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) มีค่าเฉลี่ย 4.12 คะแนน ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 1.36 คะแนน ค่าตอบแทนของคณะกรรมการ (COMP) มีค่าเฉลี่ย 8.20 ล้านบาท ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 11.46 ล้านบาท มูลค่ากิจการ (TOBIN'S Q) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.37 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.90

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปร และตัวแปรตาม

	TOBIN'S Q	COMP	DUL	BSIZE	IND	ACC	FEMALE	CGR	SIZE
TOBIN'S Q	1								
COMP	0.053	1							
DUL	-0.075*	-0.077*	1						
BSIZE	-0.013	.517**	-.210**	1					
IND	-0.001	-0.011	0.018	-.217**	1				
ACC	0.048	.091*	-0.022	0.023	.097**	1			
FEMALE	.102**	-.161**	-0.013	-0.027	-0.046	.082*	1		
CGR	.158**	.422**	-.174**	.277**	0.056	.222**	0.032	1	
SIZE	-0.050	.681**	-0.014	.423**	0.014	.128**	-.084*	.387**	1
Tolerance		0.479	0.934	0.682	0.914	0.941	0.962	0.851	0.666
VIF		2.089	1.071	1.467	1.094	1.062	1.040	1.176	1.501

** มีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, * มีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 3 แสดงการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปร โดยมีค่าอยู่ระหว่าง -0.217-0.387 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เช่นเดียวกับ ค่า Tolerance และ VIF พบว่า ค่า VIF อยู่ในช่วงระหว่าง 1.040 – 2.089 ซึ่งน้อยกว่า 10 (Hair, et al., 2019) และค่า Tolerance อยู่ในช่วงระหว่าง 0.479 – 0.962 มีค่ามากกว่า 0.10 (Hair, et al., 2019) สรุปได้ว่า ตัวแปรที่นำมาศึกษา มีความสัมพันธ์กัน แต่ไม่อยู่ในระดับที่ก่อให้เกิดปัญหาความสัมพันธ์กันสูงของตัวแปรโดยเฉพาะตัวแปรอิสระ

ตารางที่ 4 ตารางแสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

Model	โมเดลที่ 1		โมเดลที่ 2		โมเดลที่ 3	
	Coefficients	t-value	Coefficients	t-value	Coefficients	t-value
DUL	-0.069	-0.584	0.075	0.853		
BSIZE	-0.002	-0.110	0.117**	9.348		
IND	-0.246	-0.747	0.433	1.753		
ACC	0.062	0.394	0.037	0.313		
FEMALE	0.637**	2.810	-0.870**	-5.122		
CGR	0.062*	2.428	0.081**	4.244		
COMP					0.099*	2.231
SIZE	-0.051	-2.069	0.357	19.494	-0.089	-3.072

** มีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, * มีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4 ผลการทดสอบสมมติฐาน โมเดลที่ 1 พบว่า สัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิง (FEMALE) ($B = 0.637$, $p < 0.01$) และคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ($B = 0.062$, $p < 0.05$) ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า หากสัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิงเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้มูลค่ากิจการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกัน 0.637 เช่นเดียวกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้มูลค่ากิจการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกัน 0.062 ดังนั้น ผู้วิจัยจึงยอมรับสมมติฐานที่ 1e และสมมติฐานที่ 1f

โมเดลที่ 2 พบว่า ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZE) ($B = 0.117$, $p < 0.01$) คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ($B = 0.081$, $p < 0.01$) ส่งผลกระทบต่อต้นทุนตัวแทนอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่า หากขนาดของคณะกรรมการเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้มูลค่ากิจการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกัน 0.117 เช่นเดียวกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้มูลค่ากิจการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกัน 0.081 และสัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิง (FEMALE) ($B = 0.870$, $p < 0.01$) ส่งผลกระทบต่อต้นทุนตัวแทนอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่า หากสัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิง เพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้มูลค่ากิจการเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้าม 0.870 ดังนั้น ผู้วิจัยจึงยอมรับสมมติฐานที่ 2c, 2e และ 2f

โมเดลที่ 3 พบว่า ต้นทุนตัวแทน (COMP) ($B = 0.099$, $p < 0.05$) ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่า หากค่าตอบแทนของคณะกรรมการเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้มูลค่ากิจการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกัน 0.099 ดังนั้น ผู้วิจัยจึงยอมรับสมมติฐานที่ 3

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ โดยส่งผ่านต้นทุนตัวแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

	การทดสอบ	อิทธิพลทางตรง	อิทธิพลทางอ้อม	ผล
H _{4a}	DUL → COMP → TOBIN'S Q	-0.069	0.007	ไม่ส่งผ่าน
H _{4b}	BSIZE → COMP → TOBIN'S Q	-0.002	0.012*	Full Mediation
H _{4c}	IND → COMP → TOBIN'S Q	-0.246	0.043	ไม่ส่งผ่าน
H _{4d}	ACC → COMP → TOBIN'S Q	0.062	0.004	ไม่ส่งผ่าน
H _{4e}	FEMALE → COMP → TOBIN'S Q	0.637*	-0.086*	Partial Mediation
H _{4f}	CGR → COMP → TOBIN'S Q	0.062*	0.008*	Partial Mediation

** มีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, * มีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 5 ผลการศึกษานี้เป็นไปตามแบบจำลองของ Baron and Kenny (1986) โดยทำการทดสอบด้วยสมการโครงสร้าง พบว่า ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZE) ($B = 0.012$, $p < 0.05$) ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ โดยผ่านต้นทุนตัวแทนอย่างมีนัยสำคัญ โดยต้นทุนตัวแทนทำหน้าที่เป็นตัวส่งผ่านแบบสมบูรณ์ (Full Mediation) สัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิง (FEMALE) ($B = 0.086$, $p < 0.05$) และคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ($B = 0.008$, $p < 0.05$) ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ โดยผ่านต้นทุนตัวแทนอย่างมีนัยสำคัญ โดยต้นทุนตัวแทนทำหน้าที่เป็นตัวส่งผ่านแบบบางส่วน (Partial Mediation) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงยอมรับสมมติฐานที่ 4c, 4e และ 4f

6. สรุปและอภิปรายผล

วัตถุประสงค์การวิจัยที่ 1 เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ ที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ

ผลการวิจัยพบว่า การควบตำแหน่งของประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุดไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ อาจกล่าวได้ว่า นักลงทุนมุ่งหวังข้อมูลที่ทันต่อการตัดสินใจ มีความชัดเจนในการนำทิศทางองค์กร เนื่องจากมีอำนาจเต็มในการกำหนดกลยุทธ์และดำเนินการ ทำให้องค์กรมีทิศทางชัดเจน สอดคล้องกับงานวิจัยของ ธนาภิณูญ์ อັตตฤทธิ (2562) และ จิตอุษา ชันทอง และกัลยิตต์ กิริตอังกูร (2560) ที่พบว่า การแบ่งแยกบทบาทและหน้าที่อาจทำให้กระบวนการตัดสินใจล่าช้า ส่งผลให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการดำเนินงานถูกนำไปใช้ไม่ได้ทันเวลาที่ ซึ่งอาจกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนได้

ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากขนาดของคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีขนาดไม่แตกต่างกันมากนัก และจากข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้กำหนดขนาดของคณะกรรมการบริษัท ว่าต้องมีจำนวน 5 คน แต่ไม่ควรเกิน 12 คน ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับขนาด ประเภทและความซับซ้อนของธุรกิจ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) สอดคล้องกับงานวิจัยของ อาจารย์ ประจวบเหมาะ และคณะ (2561) ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการไม่ได้เป็นปัจจัยหลักที่กำหนดประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ สิ่งสำคัญคือความรู้ ความเชี่ยวชาญในธุรกิจที่กรรมการรับผิดชอบ รวมถึงระดับการมีส่วนร่วมในการปฏิบัติหน้าที่ กล่าวคือ ไม่ว่าจะบริษัทจะมีจำนวนคณะกรรมการบริษัทเพิ่มขึ้นหรือลดลงก็ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท

สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ อาจกล่าวได้ว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระที่ได้รับการแต่งตั้งให้เป็นคณะกรรมการตามหลักการกำกับกิจการที่ดี ไม่ได้สนับสนุนการดำเนินงานของบริษัทที่เกิดประสิทธิภาพและผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นได้โดยตรง แต่การมีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระตามข้อกำหนดของกฎหมาย จะแสดงให้เห็นถึงความโปร่งใสในการบริหารงานและสะท้อนถึงความโปร่งใส รวมถึงความน่าเชื่อถือของผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งเป็นภาพลักษณ์ที่ดีในการกำกับดูแลกิจการ สอดคล้องกับงานวิจัยของ กนกพร จิตติลาภะ (2566) และเบญจพร โมกขะเวส (2564) ที่พบว่า คณะกรรมการอิสระอาจได้รับการแต่งตั้งให้เป็นคณะกรรมการตามหลักการกำกับกิจการที่ดี เพื่อให้มีการปฏิบัติตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ ทำให้คณะกรรมการอิสระไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

สัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ด้านการเงินการบัญชีไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ โดยพิจารณาจากการศึกษาทางด้านการเงิน การบัญชี บริหารธุรกิจและวุฒิบัตรการอบรมต่าง ๆ ของกรรมการ อาจเป็นไปได้ว่า การที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ด้านบัญชีและการเงินไม่ได้ช่วยส่งเสริมให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้นได้โดยตรง แต่อาจจะต้องใช้ปัจจัยอื่น ๆ ร่วมด้วยเพื่อจะทำให้การดำเนินงานบรรลุเป้าหมายสูงสุดได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ ลัดดาวัลย์ พุดขุนทด และชุตินา นาคประสิทธิ์ (2561) ที่พบว่า การศึกษาหรือประสบการณ์ด้านธุรกิจเพียงอย่างเดียว ไม่เพียงพอที่จะเปลี่ยนพฤติกรรมหรือทัศนคติของคณะกรรมการในการบริหารกิจการได้

สัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิง ส่งผลกระทบต่อเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่า เพศหญิงมีลักษณะการตัดสินใจในการดำเนินกลยุทธ์ทางธุรกิจที่มีความระมัดระวังมากกว่าเพศชายในการดำเนินกิจกรรมและการบริหารจัดการ ช่วยให้ระบบการควบคุมภายในของบริษัทมีประสิทธิภาพ ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ อนุวัฒน์ ภัคติ (2561) ที่พบว่า คณะกรรมการเพศหญิงส่งผลให้มีความละเอียดรอบคอบในการตัดสินใจอย่างระมัดระวัง ซึ่งทักษะความคิดความเข้าใจและความสามารถในการวิเคราะห์ธุรกิจ ถือว่ามีความจำเป็นอย่างยิ่งต่อการสร้างมูลค่าให้กับกิจการ ซึ่งการสนับสนุนให้มีการเพิ่มจำนวนกรรมการเพศหญิงเป็นการขยายโอกาสให้ผู้หญิงที่มีความรู้ความสามารถในการบริหารงานเข้ามามีบทบาทในการบริหารงานมากยิ่งขึ้น

คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่อมูลค่างานกิจการ จากผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดช่องว่างของความไม่เท่าเทียมในการเข้าถึงข้อมูล ลดโอกาสในการกระทำทุจริตของผู้บริหาร ส่งผลต่อความสำเร็จของกิจการเพิ่มขึ้นได้ อีกทั้งการกำกับดูแลกิจการที่ดียังช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียและช่วยสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่กิจการ ซึ่งสิ่งเหล่านี้จะช่วยส่งเสริมให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดียิ่งขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ ชูดาพร สอนภักดี และคณะ (2567) และเบญจวรรณ ศุภภัทรพร (2561) ที่พบว่า ระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยปกป้องสิทธิและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ และยังส่งเสริมให้องค์กรสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้ในระยะยาว

วัตถุประสงค์การวิจัยที่ 2 เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ ที่ส่งผลต่อต้นทุนตัวแทน

ผลการวิจัยพบว่า การควบตำแหน่งของประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุด ไม่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนตัวแทน แสดงให้เห็นว่า ค่าตอบแทนของคณะกรรมการนั้นไม่ได้ขึ้นอยู่กับการควบตำแหน่งของประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุดแต่อย่างใด สอดคล้องกับงานวิจัยของ Fahlenbrach, R. (2009) ที่พบว่า การควบรวมอำนาจของกรรมการบริหารไม่ส่งผลกระทบต่อค่าตอบแทนกรรมการ อันเนื่องมาจากบริษัทมีระบบธรรมาภิบาลที่ดี มีการตรวจสอบและถ่วงดุลอย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้น ถึงแม้จะมีการควบตำแหน่งแต่ก็ไม่สามารถกำหนดค่าตอบแทนโดยปราศจากกลไกการตรวจสอบและถ่วงดุลอย่างมีประสิทธิภาพ เป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เพื่อลดความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น และลดโอกาสที่ผู้บริหารจะตัดสินใจในลักษณะที่เอื้อประโยชน์ต่อตนเองมากกว่าผู้ถือหุ้น

ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ส่งผลกระทบต่อต้นทุนตัวแทน ผลการวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีจำนวนของคณะกรรมการมาก จะต้องมีการจ่ายค่าตอบแทนในการปฏิบัติหน้าที่อย่างเหมาะสมสูงขึ้นตามไปด้วย เพื่อลดความขัดแย้งของผลประโยชน์ในการปฏิบัติหน้าที่ สอดคล้องกับงานวิจัยของ พิชญ์ อัจฉกร และสุภาพร ทองสร้อย (2566) ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีจำนวนที่มากขึ้น อาจนำไปสู่ต้นทุนการบริหารที่สูงขึ้น

สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ ไม่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนตัวแทน แสดงให้เห็นว่า การจ่ายค่าตอบแทนกรรมการนั้นไม่ได้ขึ้นอยู่กับสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระแต่อย่างใด โดยค่าตอบแทนของคณะกรรมการอาจถูกกำหนดจากผลการดำเนินงานขนาดบริษัท หรือมาตรฐานอุตสาหกรรม ไม่ได้ขึ้นอยู่กับจำนวนกรรมการอิสระเพียงอย่างเดียว สอดคล้องกับงานวิจัยของ วุฒิสงห์ชัย (2562) พบว่าสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ ไม่มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนกรรมการ ถึงแม้คณะกรรมการอิสระจะมีบทบาทในการกำกับดูแลและส่งเสริมธรรมาภิบาล แต่ก็ไม่ได้อำนาจโดยตรงในการกำหนดค่าตอบแทนกรรมการทั้งหมด

สัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ด้านการเงินการบัญชี ไม่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนตัวแทน อาจกล่าวได้ว่าค่าตอบแทนของคณะกรรมการมักขึ้นอยู่กับตำแหน่งและบทบาทหน้าที่ในคณะกรรมการเป็นหลัก ซึ่งการมีความรู้เฉพาะทางด้านการเงินการบัญชี อาจเป็นคุณลักษณะพึงประสงค์ แต่ไม่ใช่ตัวกำหนดค่าตอบแทนโดยตรง สอดคล้องกับงานวิจัยของ เสาวณี จันทะพงษ์ และปาณิศร์ เจริญอรุณผล (2558) ที่พบว่า การกำหนดค่าตอบแทน มักให้ความสำคัญกับการมีทักษะและประสบการณ์ในการทำงานมากกว่าปัจจัยด้านวุฒิการศึกษา

สัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิง ส่งผลกระทบต่อต้นทุนตัวแทน กล่าวคือกิจการที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิงมากขึ้น จะส่งผลให้ค่าตอบแทนของคณะกรรมการบริหารลดลง เนื่องจากแรงงานเพศหญิงยังคงได้รับค่าตอบแทนต่ำกว่าเพศชาย แม้มีคุณสมบัติและประสบการณ์ใกล้เคียงกัน (สัจญา เคนาภูมิ, 2568) อีกทั้งเชื้อชาติและอายุล้วนมีผลกระทบต่ออัตราค่าตอบแทนที่เพศหญิงได้รับ แม้จะมีระดับการศึกษาที่เท่ากันหรือเพศหญิงมีระดับการศึกษาสูงกว่าเพศชายในอาชีพเดียวกัน แต่กลับได้รับค่าตอบแทนที่ต่ำกว่า (CNN, 2023)

คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่อต้นทุนตัวแทน แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีคะแนนกำกับดูแลกิจการดี มักถูกมองว่ามีระบบบริหารจัดการที่โปร่งใสและมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้คณะกรรมการมีความรับผิดชอบสูงขึ้น ซึ่งอาจนำไปสู่การกำหนดค่าตอบแทนในระดับที่สูงขึ้นตามความรับผิดชอบ สอดคล้องกับงานวิจัยของ วุฒิสงห์ชัย (2562) พบว่า

ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการเพิ่มขึ้น ค่าตอบแทนคณะกรรมการก็จะเพิ่มขึ้นด้วย โดยการจ่ายค่าตอบแทนคณะกรรมการจะเพิ่มขึ้นหรือลดลงนั้นจะสัมพันธ์กันกับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งถือเป็นตัวแทนของผลการปฏิบัติงานของคณะกรรมการส่วนหนึ่ง

วัตถุประสงค์การวิจัยที่ 3 เพื่อศึกษาผลกระทบของต้นทุนตัวแทน ที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า ต้นทุนตัวแทนส่งผลกระทบต่อเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ สอดคล้องกับงานวิจัยของ ภักศิริกาญจน์ สิริธนะการ และคณะ (2566) พบว่า ค่าตอบแทนที่เหมาะสมและสอดคล้องกับกำไรของบริษัทเป็นแรงผลักดันให้เกิดประสิทธิภาพในการควบคุมกำกับดูแลกิจการ คณะกรรมการที่มีค่าตอบแทนสูงมักบริหารงานเต็มความสามารถ มีความตั้งใจทำงาน มีแรงจูงใจในการบริหารงานให้มีผลการดำเนินงานที่ดีและสร้างกำไรให้กับกิจการอย่างสูงสุด เพื่อปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นให้ดีที่สุด แสดงให้เห็นว่า การกำหนดค่าตอบแทนกรรมการที่เหมาะสม โปร่งใส สอดคล้องกับการปฏิบัติงานของคณะกรรมการ และผลการดำเนินงาน ถือว่าเป็นค่าตอบแทนพิเศษจากการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น อีกทั้งยังเป็นสิ่งจูงใจและรักษากรรมการซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Agency Theory ที่ระบุว่าหน้าที่ตัวแทนได้รับผลตอบแทนที่น่าพอใจจะทำให้ตัวแทนตั้งใจปฏิบัติงานเพื่อให้ผลการดำเนินงานของกิจการนั้นดี (พจนารถ ฤทธิเดช และคณะ, 2564; Kayan & Gan, 2022; Abu-Ali, et al., 2024 และ Han & Yu, 2023)

วัตถุประสงค์การวิจัยที่ 4 เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ ที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ผ่านต้นทุนตัวแทน

จากผลการวิจัย พบว่า คุณลักษณะคณะกรรมการด้านขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิง และคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่ากิจการ เมื่อผ่านต้นทุนตัวแทน ซึ่งยืนยันความสำคัญขององค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการแต่ละประเภท โดยชี้ให้เห็นว่า ขนาดของคณะกรรมการจำนวนมากเพียงอย่างเดียว ไม่อาจส่งผลทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นได้ แต่องค์กรต้องมีการให้ผลตอบแทนที่เหมาะสมและจูงใจให้ผู้บริหารดำเนินงานอย่างเต็มความสามารถ จึงจะส่งผลดีในการสร้างมูลค่ากิจการได้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ พิษญา อัมฉักร และสุภาพร ทองสร้อย (2566) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการที่เพิ่มขึ้นอาจก่อให้เกิดต้นทุนในการบริหารจัดการที่สูงขึ้น รวมทั้งการมีส่วนร่วมของคณะกรรมการเพศหญิงสูงสามารถส่งผลได้โดยตรงต่อการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการ ในขณะที่การที่บริษัทมีคณะกรรมการเพศหญิงมากก็จะส่งผลทำให้ต้นทุนการจ่ายค่าตอบแทนของคณะกรรมการลดลง ซึ่งส่งผลต่อมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ สัญญา เคนาภูมิ (2568) ได้กล่าวไว้ว่า เพศหญิงยังคงเผชิญกับความเหลื่อมล้ำด้านค่าตอบแทนเมื่อเปรียบเทียบกับเพศชาย แม้ว่าจะมีคุณสมบัติและประสบการณ์ที่ใกล้เคียงกันก็ตาม และหากบริษัทมีคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับสูง ซึ่งแสดงถึงภาพลักษณ์ที่ดีของกิจการในมุมมองของหน่วยงานภายใน จึงทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นได้โดยตรง นอกจากนี้การที่บริษัทดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะต้องมีระบบการจ่ายค่าตอบแทนให้กับคณะกรรมการที่เป็นธรรม เพื่อลดแรงจูงใจในการไม่ปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการกำกับการดูแลในการรักษาผลประโยชน์ให้กับองค์กร จึงส่งผลให้องค์กรสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มขึ้นได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ ฐิติรัตน์ วุฒิสงห์ชัย (2562) พบว่า ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับที่สูงขึ้น ค่าตอบแทนของคณะกรรมการมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตาม สะท้อนให้เห็นว่าการกำหนดค่าตอบแทนมีความเชื่อมโยงกับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวแทนของผลการปฏิบัติงานของคณะกรรมการในระดับหนึ่ง

จากผลการวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่า คุณลักษณะคณะกรรมการด้านขนาดของคณะกรรมการจะมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ เมื่อผ่านต้นทุนตัวแทนเท่านั้น อาจกล่าวได้ว่า หากบริษัทมีการจ่ายค่าตอบแทนที่ต่างกัน จึงส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ถ้าขนาดของคณะกรรมการมีจำนวนมาก อาจนำไปสู่ต้นทุนการบริหารที่สูงขึ้น ซึ่งการให้ค่าตอบแทนที่สูง เป็นการสร้างแรงจูงใจให้แก่ผู้บริหารให้มีความตั้งใจทำงานให้กับองค์กรอย่างเต็มที่ เนื่องจากมีผลประโยชน์ที่ผูกมัดกัน เป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ตามแนวทางแก้ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ส่งผลให้องค์กรสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มขึ้นได้

ข้อจำกัดของงานวิจัยนี้ คือ การวัดการกำกับดูแลกิจการเฉพาะองค์ประกอบของคณะกรรมการและคณะกรรมการกำกับดูแลกิจการเท่านั้น ซึ่งในการวัดการกำกับดูแลกิจการมีหลากหลายตัวชี้วัด นอกจากนั้นการวัดมูลค่ากิจการที่ใช้เฉพาะ Tobin's Q ซึ่งเป็น การวัดมูลค่าในมุมมองทางการตลาด โดยมูลค่ากิจการที่วัดในมุมมองทางการบัญชีไม่ได้ถูกนำมาใช้ในการพิจารณาร่วม อาทิเช่น อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุนรวม อัตรากำไรจากการดำเนินงาน เป็นต้น และงานวิจัยนี้ได้เก็บข้อมูลในช่วงระยะเวลา 2 ปี ซึ่งอาจจะทำให้ผลการวิจัยไม่ได้แสดงแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของมูลค่ากิจการที่เกิดจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้อย่างชัดเจน

7. ข้อเสนอแนะ

7.1 ข้อเสนอแนะจากการศึกษาครั้งนี้

7.1.1 นักลงทุนควรนำข้อมูลด้านโครงสร้างคณะกรรมการ โดยเฉพาะสัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิง และคณะกรรมการกำกับดูแลกิจการมาใช้เป็นปัจจัยประกอบการตัดสินใจลงทุนเพื่อประเมินศักยภาพในการลดต้นทุนตัวแทนและการสร้างมูลค่ากิจการในระยะยาว

7.1.2 หน่วยงานกำกับดูแลควรส่งเสริมและสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนเพิ่มสัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิงในระดับคณะกรรมการบริษัท รวมถึงผลักดันแนวทางการพัฒนาความหลากหลายทางเพศอย่างเป็นรูปธรรม ควบคู่กับการยกระดับมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการตามมติและแนวปฏิบัติของคณะกรรมการกำกับดูแล เพื่อช่วยลดต้นทุนตัวแทน เพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารจัดการ และเสริมสร้างมูลค่ากิจการอย่างยั่งยืนในตลาดทุน

7.1.3 หน่วยงานกำกับดูแลและบริษัทจดทะเบียนควรมุ่งเน้นการยกระดับคุณภาพและประสิทธิภาพของคณะกรรมการมากกว่าการกำหนดขนาดคณะกรรมการเพียงอย่างเดียว โดยควรส่งเสริมการออกแบบกลไกการกำกับดูแลกิจการและระบบค่าตอบแทนที่เหมาะสม เพื่อควบคุมและลดต้นทุนตัวแทน อันจะช่วยให้การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการและผู้บริหารสอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น และนำไปสู่การสร้างมูลค่ากิจการอย่างยั่งยืนในระยะยาว

7.2 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

ควรมีการทดสอบ ตัวแปรอิสระโดยการเพิ่มตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการอื่น เช่น สัดส่วนจำนวนผู้ถือหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก สัดส่วนการถือหุ้นแบบสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นแบบครอบครัว เป็นต้น และตัวแปรอัตราส่วนทางการเงินอื่น เช่น อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุนรวม อัตรากำไรจากการดำเนินงาน เป็นต้น ส่วนข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างควรทดสอบเฉพาะกลุ่มในอุตสาหกรรมอื่นเพิ่มเติม และควรเปรียบเทียบช่วงเวลาสำหรับ 3 ปี หรือ 5 ปี เพื่อให้เห็นแนวโน้มของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแต่ละปัจจัย

8. เอกสารอ้างอิง

ภาษาไทย

- กนกพร จิตติลาภะ. (2566). การศึกษาผลกระทบของกลยุทธ์ในระดับธุรกิจต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนคณะกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงาน. *วารสารวิชาชีวะบัญชี*, 16(50), 43-65.
- กัญญาวีร์ ทิพย์ชนะกาญจน์. (2559). *ความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ*. (วิทยานิพนธ์การศึกษาค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์). สืบค้นจาก https://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2016/TU_2016_5802112770_5725_4415.pdf

- จิตอุษา ชันทอง และกัลยทิติ์ กิรติอังกูร. (2560). การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจศรีนครินทรวิโรฒ*, 8(2), 42-54.
- ชวัลพัชร หอมหวานทิพย์. (2563). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดธุรกิจขนส่งและโลจิสติกส์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (สารนิพนธ์บัณฑิตศึกษา). มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต. สืบค้นจาก <https://libdoc.dpu.ac.th/thesis/Chawanpat.Hom.pdf>
- ชุตานพร สอนภักดี, ธาวิณี สุขมี, พิมพ์ชนก อิทธิพัทธ์วรกุล, สรัญญา เอี่ยมอานวย, ชมพูนุช อินทร์ขาว, และอารียา ผิวเผือด (2567). ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ค่าตอบแทนคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI). *วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏอุดรธานี*, 6(5), 11-23.
- ฐิติรัตน์ วุฒิสิงห์ชัย. (2562). *ความสัมพันธ์ระหว่างผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ การกำกับดูแลกิจการกับค่าตอบแทนกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI (ปี 2559-2561)*. (สารนิพนธ์บัณฑิตศึกษา). มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต. สืบค้นจาก <https://libdoc.dpu.ac.th/thesis/Thitirat.Wut.pdf>
- ณัฐธัญญา เพ็ชรพังงา และพรทิภา แสงเขียว. (2566). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการบริหารสภาพคล่องกับผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสหวิทยาการสังคมศาสตร์และการสื่อสาร*, 4(3), 125-142.
- ทัตวรรณ ศาลาผาย, ณธกร กัญญาพรพงศ์, สุมาลี สมนึก และต้องใจ แยมผกา. (2567). ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานทางการเงินและการลงทุนในเทคโนโลยีที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารรัชต์ภาคย์*, 18(58), 517-532.
- ธนาภิญญา อัดตฤทธิ. (2562). การกำกับดูแลกิจการกับความเชื่อมั่นของนักลงทุนประเทศไทยในบริษัทจดทะเบียนของประเทศไทย. *วารสารราชภัฏเพชรบูรณ์สาร*, 21(2), 1-14.
- เบญจพร โมกขะเวส. (2564). ระดับการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร : กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการนอร์ทเทิร์น*, 8(1), 38-52.
- เบญจวรรณ ศุภภัทรพร. (2561). ผลกระทบของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการสถาบันเทคโนโลยีแห่งสุวรรณภูมิ*, 4(2), 171-190.
- ปริพรรห์ ปรียอุดมทรัพย์. (2560). *กรณีศึกษาเรื่องธรรมาภิบาล กับบริษัท Enron*. สืบค้นจาก <https://wconnex.bualuang.co.th/s/article/27520?language=th>
- พจนารถ ฤทธิเดช, ปาริชาติ บุรพาศิริวัฒน์ และมัทนชัย สุทธิพันธ์. (2564). อิทธิพลของผลตอบแทนผู้บริหารต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม*, 13(2), 60-74.
- พิชญา อัจฉกร และสุภาพร ทองสร้อย. (2566). ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ ความสามารถในการทำกำไรกับผลตอบแทนกรรมการบริหาร : หลักฐานเชิงประจักษ์ กลุ่มบริษัทดัชนี SET 50. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยการจัดการและเทคโนโลยีอีสเทิร์น*, 20(2), 139-152.
- พีรภรณ์ เหมือนเสมอใจ, ศิริรัตน์ พวงแสงสุข, ศรีสุดา อินทมาศ และสโรชินี แผ้วพลสง. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างการประเมินการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน : กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจและนวัตกรรม มทร. พระนคร (JBI)*, 1(2), 50-66.
- ภัคศิริกาญจน์ สิริชนตระการ, ธนิตา จิตรน้อมรัตน์ และศิริเดช คำสุพรหม. (2566). การศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการของธุรกิจครอบครัวและธุรกิจที่ไม่ใช่ครอบครัวที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับผลการดำเนินงานบริษัทและมูลค่าของกิจการ. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, 37(3), 38-54.

- ลัดดาวัลย์ พุดขุนทด และชุติมา นาคประสิทธิ์. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับผลการดำเนินงานทางด้านบัญชี. *วารสาร มทร.อีสาน ฉบับมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, 5(1), 18-31.
- วาสิณี เขียววิริยะกุล และศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการ องค์กรประกอบเกี่ยวกับคณะกรรมการบริษัท และโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวกับการวางแผนภาษีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์*, 16(25), 25-47.
- ศิริวรรณ ห่วงเจริญ. (2560). ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ*, 6(2), 86-107.
- ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564). *คู่มือคณะกรรมการอิสระ*. สืบค้นจาก <https://setsustainability.com//download/p8nimwkzhy9bjje>
- ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน. (2567). *การสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน*. สืบค้นจาก <https://setsustainability.com/page/cgr-corporate-governance-report>
- ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน. (2567). *บรรษัทภิบาล หรือการกำกับดูแลกิจการ*. สืบค้นจาก <https://setsustainability.com/page/corporate-governance>
- สัญญา เคนาภูมิ. (2568). บทบาทของความเป็นธรรมทางเพศในตลาดแรงงาน : อุปสรรคและแนวทางแก้ไข. *วารสารกวีานพะเยา*, 2(2), 15-23.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560*. สืบค้นจาก <https://www.sec.or.th/cgthailand/TH/pages/cgcode/cgcodeintroduction.aspx>
- สุกัญญา วงษ์ลคร และจักรกฤษณ์ มะโฬาร. (2566). อัตราส่วนทางการเงิน โครงสร้างคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี CLMV. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, 37(1), 109-127.
- สุกัญญา วงษ์ลคร และพิชาน แสนภักดี. (2566). ผลกระทบของโครงสร้างคณะกรรมการที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI. *วารสารการบริหารนิเทศศาสตร์และนวัตกรรมท้องถิ่น*, 9(4), 1-13.
- สุรเชษฐ์ สิทธิปลื้ม และ จูฑิพร พระโพธิ์. (2567). ความสัมพันธ์ของคุณลักษณะคณะกรรมการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารศิลปศาสตร์และอุตสาหกรรมบริการ*, 7(1), 332-344.
- เสาวณี จันทพงษ์ และปานิตร์ เจริญอรุณพล. (2558). *อะไรเป็นปัจจัยกำหนดค่าจ้างของผู้ประกอบการไทย? และนัยต่อผลิตภาพแรงงาน*. สืบค้นจาก <https://s.cad.go.th/mLbD>
- เสาวลักษณ์ อ่ำคุณ และพรทิวา แสงเขียว. (2566). การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม การกำกับดูแลกิจการ อัตราส่วนสภาพคล่อง ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอุตสาหกรรมอุปโภคบริโภคและเทคโนโลยี. *วารสารสหวิทยาการสังคมศาสตร์และการสื่อสาร*, 6(4), 224-235.
- อนุวัฒน์ ภัคคี. (2561). ผลกระทบของลักษณะคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิจัยและพัฒนาวิจัยและพัฒนาวลัยดงกรณ ในพระบรมราชูปถัมภ์*, 13(1), 164-175.
- อาจารย์ ประจวบเหมาะ, ประยงค์ มีใจชื่อ, ชาคริต สกฤตอิสริยาภรณ์, และศุภสิทธิ์ จารุพัฒน์ธีรณ. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารเกษมบัณฑิต*, 19(ฉบับพิเศษ), 124-141.

ภาษาอังกฤษ

- Abu-Ali, B. O., Al-Jamal, D., & El-Masry, A. (2024). The Relationship between Executive Compensation, Sustainability, and Performance : A Systematic Review. *Open Journal of Business and Management*, 12, 3020-3083.
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173-1182.
- Basuroy, S., Kimberly, C. G., & Yezen, H. K. (2014). CEO compensation, customer satisfaction, and firm value. *Review of Accounting and Finance*, 13(4), 326-352.
- Bilani, L. M. (2024). Corporate Governance and Financial Performance in Manufacturing Industry - A study in the Lebanese environment. *Rihan Journal for Scientific Publishing*, 45, 28-46.
- CNN Business. (2023). *The US gender pay gap: Why it hasn't narrowed much in 20 years*. Retrieved from <https://edition.cnn.com/2023/03/01/success/gender-pay-gap-pew>
- Fahlenbrach, R. (2009). Shareholder Rights, Boards, and CEO Compensation. *Review of Finance*, 13(1), 81-113.
- Jamal, A. H. (2023). Impact of Corporate Governance on Firm Performance : Mediating Role of Agency Cost. *Abasyn Journal of Social Sciences*, 16(2), 157-166.
- 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.
- Johl, S. K., Kaur, S. & Cooper, B. J. (2015). Board Characteristics and Firm Performance : Evidence from Malaysian Public Listed Firms. *Journal of Economics, Business and Management*, 3(2), 239-243.
- Kayan, U. N., & Gan, C. (2022). Executive Compensation and Firm Performance Relationship. *Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 25(1), 1-18.
- Kencana, E. D. A., & Surwanti, A. (2025). Exploring Corporate Governance and Firm Value: A Comprehensive Bibliometric Analysis Study. *Jurnal Ilmiah Manajemen Kesatuan*, 13(5), 3461-3472.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2019). *Multivariate Data Analysis*. (8th rd.). Upper Saddle River, New Jersey : Pearson Prentice Hall.
- Han, L., & Yu, H. H. (2023). An empirical study from Chinese energy firms on the relationship between executive compensation and corporate performance. *Nurture*, 17(3), 378-393.
- Laurens, S. (2022). Gender diversity and the stock price. *Corporate & Business Strategy Review*, 3(2), 273-280.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2015, November 30). G20/OECD principles of corporate governance. *OECD Publishing*. Retrieved from <https://doi.org/10.1787/9789264236882-en>
- Peni, E., & Vahamaa, S. (2010). Female executives and earnings Management. *Managerial Finance*. 36(7), 629-645.

- Razali, M. W. M., Yee, N. S., Hwang, J. Y. T., Tak, A. H. B., & Kadri, N. J. I. B. R. (2018). Directors' Remuneration and Firm's Performance: A Study on Malaysian Listed Firm under Consumer Product Industry. *International Business Research*, (11)5, 102-109.
- Safiq, M., Phan, S., & Kusumastati, W. W. (2021). The Relationship between Tax Avoidance and Firm Value, Moderated by Executive Compensation. *Journal Inovasi Penelitian*, 2(7), 2193-2202.
- Sarker, N., & Hossain, S. K. (2024). Corporate governance and firm value: Bangladeshi manufacturing industry perspective. *PSU Research Review*, 8(3), 872-897.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.