

Influence of Board Characteristics and Corporate Governance on Financial Performance with Thailand Sustainability Investment as Mediator

Worakorn Pumiviset^{1,*}

Received: August 5, 2023 Revised: January 16, 2024 Accepted: January 31, 2024

Abstract

The primary aim of this research was to investigate the influence of board characteristics and corporate governance on financial performance, with a particular focus on the role of Thailand sustainability investment (THSI) as a mediator factor. The study employed variables to analyze a sample of 396 firms that are listed on the Thai stock exchange. The analysis of quantitative data was conducted using structural equation modeling with observed variables. The results show that the causal relationship model fits the empirical data. CEO duality and Thailand sustainability investment (THSI) have a significant positive direct effect on financial performance. In addition, the size of the board, the proportion of independent directors, the level of participation in Thailand's private sector collective action coalition against corruption, and the corporate governance rating have a significant positive direct effect on Thailand's sustainability investment (THSI). The study analyzed Thailand sustainability investment (THSI) and its indirect or mediating effects. It found that Thailand sustainability investment (THSI) fully mediates the influence between board size, the number of independent directors, participation in Thailand's private sector coalition against corruption, corporate governance score, and financial performance.

Keywords: corporate governance, board characteristics, financial performance, Thailand sustainability investment

¹ Accountancy Program, Faculty of Management Sciences, Songkhla Rajabhat University

* Corresponding author. E-mail: worakorn.pu@skru.ac.th

อิ

อิทธิพลของคุณลักษณะของคณะกรรมการและ การกำกับดูแลกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานทาง การเงินโดยมีหุ้นยังยืนเป็นตัวแปรคั่นกลาง

วรรณ ภูมิวิเศษ^{1*}

วันรับบทความ: August 5, 2023 วันแก้ไขบทความ: January 16, 2024 วันตอบรับบทความ: January 31, 2024

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของคุณลักษณะของคณะกรรมการและการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยมีการเป็นหุ้นยังยืนเป็นตัวแปรคั่นกลางของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 396 บริษัท วิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณโดยสมการโครงสร้างแบบที่ประกอบด้วยตัวแปรสังเกตได้ (Structural Equation Modelling with Observed Variables) ผลการศึกษา พบว่า โมเดลสมการโครงสร้างมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ เมื่อพิจารณาอิทธิพลทางตรงพบว่า คุณลักษณะของคณะกรรมการและการกำกับดูแลกิจการ ที่ประกอบไปด้วยการควมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ และการเป็นหุ้นยังยืนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน รวมทั้งขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระ ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต และคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการเป็นหุ้นยังยืน และเมื่อพิจารณาอิทธิพลทางอ้อมหรือการเป็นตัวแปรคั่นกลางของการเป็นหุ้นยังยืน พบว่าการเป็นหุ้นยังยืนเป็นตัวแปรคั่นกลางแบบสมบูรณ์ ซึ่งจะช่วยให้ใกล้เคียงหรือเป็นตัวแปรคั่นกลางระหว่างอิทธิพลของขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระ ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต คะแนนการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานทางการเงิน

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ คุณลักษณะของคณะกรรมการ ผลการดำเนินงานทางการเงิน หุ้นยังยืน

¹ หลักสูตรบัญชีบัณฑิต คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏสงขลา

* Corresponding author. E-mail: worakorn.pu@skru.ac.th

บทนำ

ประเทศกำลังพัฒนามีอุปสรรคมากมายที่ขัดขวางกระบวนการพัฒนาอันเป็นผลมาจากสภาพเศรษฐกิจที่ย่ำแย่และการคอร์รัปชันที่เพิ่มขึ้น สิ่งนี้ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของตลาดการเงินของประเทศ ซึ่งระบบการกำกับดูแลที่ไม่เพียงพอส่งผลให้เกิดการคอร์รัปชันเพิ่มขึ้น (Al-Amosh, Khatib, & Ananzeh, 2022) ระบบการกำกับดูแลกิจการเป็นกลไกเชื่อมโยงระหว่างผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มต่าง ๆ รวมทั้งผู้ถือหุ้น คณะกรรมการฝ่ายจัดการและพนักงานที่ต้องเข้าใจและสามารถปฏิบัติตามบทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบในส่วนของตนเองอย่างถูกต้องตามหลักพื้นฐานการดำเนินธุรกิจอย่างมีบรรษัทภิบาล (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566) นอกจากนี้ การกำกับดูแลกิจการยังเป็นแนวทางปฏิบัติเพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยแนวทางการกำกับดูแลกิจการกำหนดเป้าหมายเพื่อความยั่งยืน เพื่อให้บริษัทได้นำผลการประเมินที่เกี่ยวข้องไปใช้เป็นแนวทางการปรับปรุงและการพัฒนาการดำเนินงาน (มาริษา มีประมูล และศิลปพร ศรีจันเพชร, 2564) และบริษัทที่มีการควบคุมด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีและต่อเนื่องตามมาตรฐานจะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงกระบวนการดำเนินงานทางธุรกิจการบริหารจัดการทางธุรกิจที่เกี่ยวข้องทั้งหมด ซึ่งการกำกับดูแลกิจการที่เข้มงวดส่งผลดีต่อประสิทธิภาพและมูลค่าของบริษัท เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการทำงานและดึงดูดนักลงทุนมากขึ้น (Al-Saidi, 2021)

จะเห็นว่าแนวคิดของการกำกับดูแลกิจการจะครอบคลุมนโยบาย กระบวนการ และบุคลากร ซึ่งออกแบบมาเพื่อควบคุมบริษัทไปสู่การสร้างมูลค่าที่ยั่งยืนได้ ซึ่งการเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสำคัญมากขึ้นเรื่อย ๆ สำหรับทุกบริษัททั่วโลก โดยในเชิงกลยุทธ์แล้วการสร้างมูลค่า คือ การกิจที่สำคัญมากที่สุด ซึ่งหลายบริษัทจึงพยายามอย่างหนักเพื่อให้บรรลุการเติบโตอย่างยั่งยืนและโดยการบูรณาการการกำกับดูแลกิจการเข้ากับแผนกลยุทธ์ระยะยาว (Mukherjee & Sen, 2019) และการลงทุนเพื่อความยั่งยืน (Sustainable Investment) เป็นการลงทุนที่มุ่งเน้นผลตอบแทนทางเศรษฐกิจควบคู่ไปกับเสถียรภาพทางสังคม วัฒนธรรม และสิ่งแวดล้อม ซึ่งเป็นข้อพิจารณาที่นักลงทุนใช้ประกอบการพิจารณาและการตัดสินใจในการลงทุน โดยหลักทรัพย์เพื่อการลงทุนเพื่อความยั่งยืนในประเทศไทย (Thailand Sustainability Investment: THSI) ได้รับการจัดตั้งขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ พ.ศ. 2558 แสดงให้เห็นถึงการเป็นหลักทรัพย์ที่มีความน่าเชื่อถือสูงสำหรับผู้ลงทุนที่ต้องการลงทุนอย่างเป็นเอกภาพตามหลักการของ ESG (สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล) (Lakkanawanit et al., 2022) ซึ่งบริษัทที่มีส่วนร่วมในกิจกรรมการพัฒนาอย่างยั่งยืนมีแนวโน้มที่จะดึงดูดนักลงทุนที่มีศักยภาพมากขึ้น แนวปฏิบัติของบริษัทในการเปิดเผยผลการดำเนินงานด้านสังคม สิ่งแวดล้อม และความยั่งยืน สร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียซึ่งมีผลประโยชน์ร่วมกันและยังช่วยเพิ่มประสิทธิภาพทางการเงิน (Al-Amosh et al., 2022)

ดังนั้น ภายใต้บริบทเศรษฐกิจที่กำลังพัฒนาของประเทศไทยและภายใต้การกำกับดูแลกิจการ ที่พิจารณาจากลักษณะของคณะกรรมการรวมถึงบริบทการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งประกอบไปด้วย ขนาดของคณะกรรมการ การควมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ ความหลากหลายทางเพศซึ่งพิจารณาสัดส่วนกรรมการเพศหญิงในคณะกรรมการของบริษัท และสัดส่วนกรรมการอิสระ รวมไปถึงคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นและคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่จะส่งผลต่อความยั่งยืนและการดำเนินงานขององค์กร ซึ่งเป็นไปตาม

แนวทางกำกับดูแลกิจการที่กำหนดเป้าหมายเพื่อความยั่งยืน และจะช่วยเป็นแนวทางการพัฒนาการดำเนินงานขององค์กร (มารีษา มีประมูล และศิลปพร ศรีจันทร์เพชร, 2564) ซึ่งมีการศึกษาไม่มากนักที่ดำเนินการเกี่ยวกับการกำกับดูแลที่ส่งผลต่อการเป็นหุ้นยังยืนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย และตัวแปรดังกล่าวอาจส่งผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินขององค์กร รวมถึงการพิจารณาการเป็นตัวแทนคั่นกลางการอยู่ในรายชื่อหุ้นยังยืน ซึ่งช่วยเพิ่มเติมการอธิบายถึงอิทธิพลของลักษณะคณะกรรมการและการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงินอีกด้วย ซึ่งเป็นอีกแง่มุมในการพิจารณาเพื่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องได้ นอกจากนี้ ผลการศึกษายังช่วยเติมเต็มช่องว่างการวิจัยในวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องได้ในประเทศไทย

ในการศึกษาครั้งนี้ด้วยตัวแปรทั้งคุณลักษณะของคณะกรรมการ รวมทั้งคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต และคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งเป็นตัวแปรที่เกี่ยวข้อง และเป็นส่วนหนึ่งของระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่เป็นข้อมูลเปิดเผยโดยทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมถึงการดำเนินงานในส่วนของการอยู่ในรายชื่อหุ้นยังยืน ซึ่งแสดงถึงการพัฒนางานองค์กรให้เติบโตอย่างมั่นคงต่อเนื่องพร้อมรับมือกับปัจจัยการเปลี่ยนแปลงด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม และผลการดำเนินงานทางการเงินที่แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการสร้างผลตอบแทนจากเงินลงทุนที่ผู้ถือหุ้นเอามาลงทุน สามารถอธิบายภาพรวมของกรอบแนวคิดด้วยทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) จากวัตถุประสงค์การศึกษาอธิบายด้วยทฤษฎีตัวแทน ซึ่งประกอบไปด้วยกลไกการกำกับดูแลบริหารจัดการองค์กร อธิบายความสัมพันธ์ที่มีระหว่างบุคคลที่เป็นตัวการ (Principal) ในการแสวงหาประโยชน์สูงสุดจากการว่าจ้างจากบุคคลที่เป็นตัวแทน (Agent) (Jensen & Meckling, 1976) อย่างไรก็ตาม หากวัตถุประสงค์และผลประโยชน์ระหว่างตัวการและตัวแทนไม่สอดคล้องกัน อาจเกิดปัญหาการขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Agency Problem) ซึ่งการกำกับดูแลกิจการที่มีองค์ประกอบสำคัญจากคณะกรรมการ ทำหน้าที่ป้องกันความสูญเสียที่อาจเกิดขึ้นจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างตัวการและตัวแทน (Suttipun, 2021) และเชื่อว่าการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพช่วยเพิ่มขีดความสามารถของบริษัทในการจัดการกับความท้าทายที่เกิดขึ้นใหม่และความยั่งยืน เพื่อให้สอดคล้องกับเป้าหมายการจัดการระยะยาว (Hussain, Rigoni, & Orij, 2018) อีกด้วย

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะของคณะกรรมการและการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยมีการเป็นหุ้นยังยืนเป็นตัวแปรคั่นกลางของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

1. คุณลักษณะของคณะกรรมการ และการกำกับดูแลกิจการ (Board Characteristics and Corporate Governance)

บทบาทสำคัญของคณะกรรมการ คือ การติดตามการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร และในฐานะผู้กำหนดเป้าหมายเชิงกลยุทธ์ของบริษัท จัดหาผู้นำเพื่อนำไปสู่การปฏิบัติ ควบคุมดูแลการจัดการธุรกิจ และรายงานต่อ

ผู้ถือหุ้นเกี่ยวกับการดูแลของพวกเขา โดยกรรมการที่มีความหลากหลายจะมีการแลกเปลี่ยนข้อมูลที่มากขึ้น ทำให้การตัดสินใจที่มีประสิทธิภาพมากกว่า (Darko, Aribi, & Uzonwanne, 2016) นอกจากนี้ การที่คณะกรรมการมีความแตกต่างกันมีผลอย่างมากต่อการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืน เพื่อลดปัญหาระหว่างตัวการและตัวแทน และช่วยส่งสัญญาณที่มีประสิทธิภาพไปยังสังคมและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Bae, Masud, & Kim, 2018) อีกด้วย

ในการวิจัยครั้งนี้คุณลักษณะของคณะกรรมการ ประกอบด้วย ขนาดของคณะกรรมการ (Board size) การควบตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (CEO duality) สัดส่วนกรรมการเพศหญิง (Board gender) สัดส่วนกรรมการอิสระ (Board independence) รวมถึงคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (Annual General Meeting) ที่เป็นโครงการประเมินคุณภาพของบริษัทจดทะเบียนเพื่อใช้วัดประสิทธิภาพของบริษัทจดทะเบียนในการจัดประชุม ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต (Thailand's private sector collective action coalition against corruption) เป็นโครงการที่ได้รับการสนับสนุนการจัดทำโดยรัฐบาลและสำนักงานคณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการทุจริตแห่งชาติ (ป.ป.ช.) และคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (Corporate governance rating) ซึ่งเป็นการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนด้วยการสนับสนุนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566)

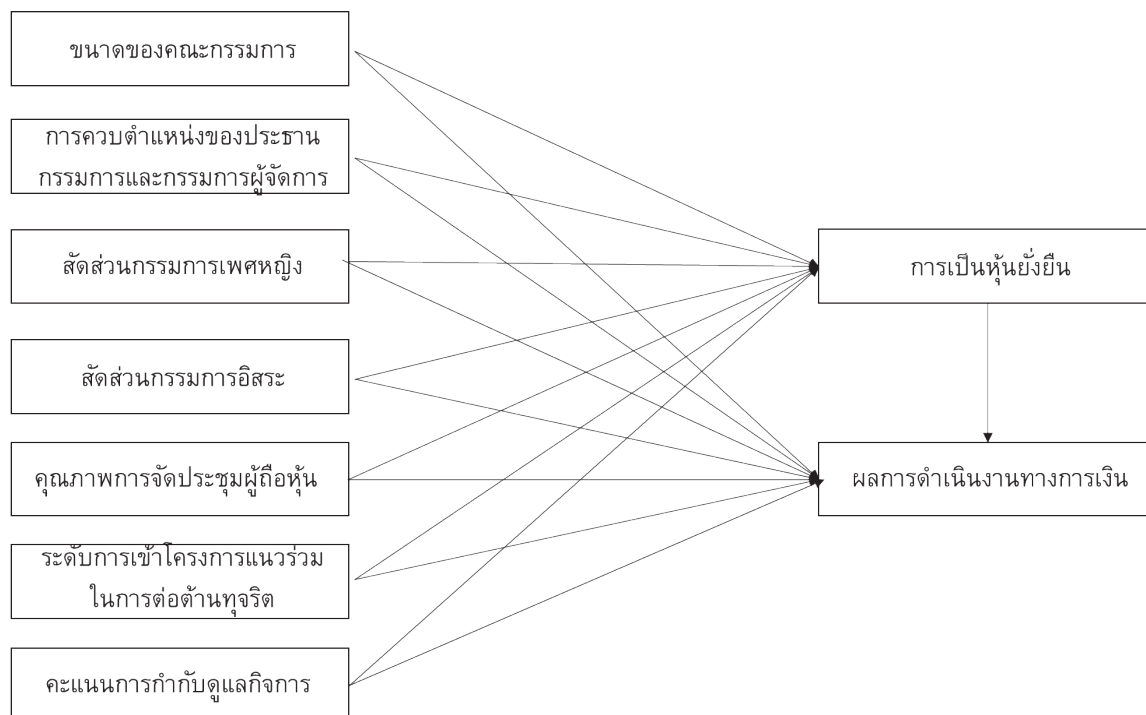
2. รายชื่อหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment)

การลงทุนอย่างยั่งยืนและมีความรับผิดชอบต่อสังคมเป็นแนวคิดที่ได้รับความนิยมทำให้ตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งทั่วโลกได้ริเริ่มพัฒนาดัชนีชี้วัดด้านความยั่งยืน สำหรับประเทศไทยปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังไม่ได้จัดทำดัชนีวัดความยั่งยืน แต่ได้จัดทำรายชื่อหุ้นยั่งยืนหรือ Thailand Sustainability Investment (THSI) ขึ้นเพื่อให้ผู้ลงทุนใช้ประกอบการลงทุนในบริษัทที่มีการดำเนินงานอย่างมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566)

3. ผลการดำเนินงานทางการเงิน

การวัดมูลค่ากิจการทางบัญชีเป็นสิ่งที่ผู้ลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุน ตัวบ่งชี้ประสิทธิภาพการบัญชีเป็นตัวบ่งชี้ที่ได้จากข้อมูลในรายงานทางการเงินในการคำนวณอัตราส่วนทางการเงิน และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ถูกนำมาใช้ในการวัดประสิทธิภาพทางการเงิน ซึ่งอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการทำกำไรสำหรับการลงทุนของผู้ถือหุ้น (Batchimeg, 2017) ซึ่งหากบริษัทมีผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นสูง แสดงว่าบริษัทนั้นทำกำไรได้มาก และจะส่งผลต่อมูลค่าบริษัทของบริษัทที่เพิ่มขึ้น (Lakkanawanit et al., 2022) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นตัวแปรหนึ่งที่ใช้วัดผลการดำเนินงาน หน่วยงานต่าง ๆ ใช้อัตราส่วนทางการเงินดังกล่าวในการวัดผลการดำเนินงานทางการเงิน นอกจากนี้ สามารถใช้ในการบ่งชี้ความรับผิดชอบต่อผู้บริหารฝ่ายการเงินในการประเมินและติดตามผลการปฏิบัติงานทางการเงินได้ โดยผู้บริหารฝ่ายการเงินสามารถใช้ในการประเมินเพื่อการตัดสินใจทางการเงิน รวมถึงการพัฒนาฐานการวัดผลการดำเนินงานได้ (Alshirah et al., 2022)

ดังนั้น จากการทบทวนวรรณกรรม จะเห็นว่าคุณลักษณะของคณะกรรมการและการกำกับดูแลที่ประกอบไปด้วย ขนาดของคณะกรรมการ การควบตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ สัดส่วนกรรมการเพศหญิง สัดส่วนกรรมการอิสระ รวมทั้งคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต และคะแนนการกำกับดูแลกิจการ อาจส่งผลต่อการเป็นหุ้นยั่งยืน และผลการดำเนินงานทางการเงิน ซึ่งอธิบายด้วยทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และจากการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีของสมการโครงสร้างอาจพิจารณาได้ว่า การเป็นหุ้นยั่งยืนอาจเป็นตัวแปรคั่นกลางระหว่างอิทธิพลของคุณลักษณะของคณะกรรมการและการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงินตามกรอบแนวคิดดังแสดงในภาพที่ 1 ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

4. การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

1. คุณลักษณะของคณะกรรมการและการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

จากการศึกษาที่ผ่านมาอธิบายถึงขนาดของคณะกรรมการที่ใหญ่ขึ้นจะนำทักษะต่าง ๆ มาสู่บริษัทเพื่อความอยู่รอดในโลกแห่งการแข่งขันและทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น (Kanakriyah, 2021; Zhu, Husnain, Ullah, Khan, & Ali, 2022)

สมมติฐานที่ 1.1 ขนาดของคณะกรรมการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

พิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างการควบตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน อิทธิพลดังกล่าวยังไม่ชัดเจนและไม่สมบูรณ์ ส่วนใหญ่ผลการศึกษาจะเป็นไปทางลบ

(Mubeen, Han, Abbas, Álvarez-Otero, & Sial, 2021; Zhu et al., 2022) ถึงแม้การควมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการมีบทบาทสำคัญในการปฏิบัติงานของบริษัทโดยการใช้อำนาจของผู้บริหารและทักษะการจัดการ แต่การมีอำนาจทั้งสองทางอาจตัดสินใจเพิ่มผลประโยชน์สูงสุดของตนโดยที่ผู้ถือหุ้นอาจต้องเสียค่าใช้จ่าย บทบาททั้งการดำรงตำแหน่งทั้งสองอาจลดอำนาจของคณะกรรมการและจำกัดความเป็นอิสระของคณะกรรมการเพื่อให้บรรลุบทบาทอำนาจและยังสนับสนุนการยึดตำแหน่ง CEO ซึ่งส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทไม่ดี (Mubeen et al., 2021)

สมมติฐานที่ 1.2 การควมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการมีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

การศึกษาที่ผ่านมา มีผลการศึกษาที่แสดงให้เห็นถึงการมีส่วนร่วมกรรมการเพศหญิงส่งผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ตัวอย่างผลการศึกษาของ Sarpong-Danquah, Gyimah, Afriyie, และ Asiamah (2018) ที่แสดงให้เห็นถึงผู้หญิงสามารถมีส่วนร่วมอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัทและยังไม่มีหลักฐานแน่ชัดว่าสัดส่วนของผู้หญิงที่เพิ่มขึ้นส่งผลเสียต่อประสิทธิภาพการทำงานของบริษัท (Kanakriyah, 2021)

สมมติฐานที่ 1.3 สัดส่วนกรรมการเพศหญิงมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

ผลการศึกษาความเป็นอิสระของคณะกรรมการทำให้มั่นใจได้ถึงแนวทางการจัดการที่ดีขึ้นผ่านคณะกรรมการที่ใช้แรงกดดันที่จำเป็นมาก โอกาสที่มากขึ้น การตรวจสอบภายในที่แข็งแกร่งขึ้น (Sarpong-Danquah et al., 2018) และส่งผลเชิงบวกต่อการดำเนินงาน (Kanakriyah, 2021; Sarpong-Danquah et al., 2018; Zhu et al., 2022)

สมมติฐานที่ 1.4 สัดส่วนกรรมการอิสระมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

ในการวิจัยที่ผ่านมา มีการศึกษาถึงประเด็นคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นโดยใช้ตัวแปรความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ (Board Meeting Frequency) โดยเชื่อว่าความถี่ของการประชุมคณะกรรมการมีประโยชน์ต่อทั้งผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และการประชุมคณะกรรมการบ่อยครั้งเป็นวิธีหนึ่งที่คณะกรรมการจะตอบสนองต่อการดำเนินงานที่ยากลำบาก (Palaniappan, 2017) ซึ่งแสดงให้เห็นผลลัพธ์ทางบวก (Kanakriyah, 2021)

สมมติฐานที่ 1.5 คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

Bougatef (2017) ประเมินผลของการคอร์รัปชันต่อความสามารถในการทำกำไรของธนาคารพาณิชย์ในตูนิเซียในช่วง ค.ศ. 2003-2014 พบว่า การทุจริตมีความเกี่ยวข้องอย่างมากกับการทำกำไรของธนาคาร และในการศึกษาของ Magerakis และ Tzelepis, (2022) อภิปรายถึงผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการควบคุมการทุจริตในสถาบัน ซึ่งแสดงให้เห็นถึงการที่บริษัททำงานได้ดีขึ้น เมื่อดำเนินงานในสภาพแวดล้อมที่มีการคอร์รัปชันต่ำ และหากระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริตมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินแล้ว

สมมติฐานที่ 1.6 ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริตมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

การศึกษาของ นัทวตรา ปันชนาธรณ์ และพรทิศา แสงเขียว (2564) โดยอธิบายถึงคะแนนการกำกับดูแลกิจการ คือ การบริหารงานอย่างเป็นรูปธรรมของผู้บริหารขององค์กรซึ่งกำหนดเป็นนโยบายในการบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพก่อให้เกิดประสิทธิผลต่อการดำเนินงานของบริษัท ในประเทศกำลังพัฒนาสามารถเพิ่มประสิทธิภาพการทำงานได้โดยการนำไปปฏิบัติและปฏิบัติตามแนวปฏิบัติด้านธรรมาภิบาล โดยผลการศึกษาส่วนใหญ่แสดงให้เห็นถึงคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน (Adu, 2022)

สมมติฐานที่ 1.7 คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

2. คุณลักษณะของคณะกรรมการและการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลต่อการเป็นหุ้นยั่งยืน

การศึกษาของ Birindelli, Dell'Atti, Iannuzzi, และ Savioli (2018) และ Mahmood, Kouser, Ali, Ahmad, และ Salman (2018) อธิบายถึงขนาดของคณะกรรมการที่ส่งผลเชิงบวกต่อการรายงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG score) และผลการศึกษาของ Atif, Alam, และ Hossain, (2020) โดยขนาดของคณะกรรมการส่งผลเชิงบวกต่อการลงทุนที่ยั่งยืน (Sustainable investment) สำหรับสมมติฐานดังกล่าวเมื่อพิจารณาในบริบทของประเทศไทย จึงพิจารณาได้ว่า

สมมติฐานที่ 2.1 ขนาดของคณะกรรมการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเป็นหุ้นยั่งยืน

การศึกษาอิทธิพลของการควบตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการและการเป็นหุ้นยั่งยืน ตัวอย่างเช่น Atif และคณะ (2020) แสดงถึงการควบตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (CEO duality) ส่งผลเชิงลบต่อการลงทุนที่ยั่งยืน (Sustainable investment) เช่นเดียวกับการศึกษาของ Arayssi, Jizi, และ Tabaja (2020) ซึ่งแสดงถึงอำนาจและสิทธิของทั้งสองตำแหน่งจึงมีการผสมกัน ทำให้ระดับความเป็นอิสระของคณะกรรมการลดน้อยลง และทำให้ความพยายามในการติดตามและปฏิบัติตามบทบาทการกำกับดูแล ตลอดจนการริเริ่มด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมลดลง

สมมติฐานที่ 2.2 การควบตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการมีอิทธิพลเชิงลบต่อการเป็นหุ้นยั่งยืน

การศึกษาอิทธิพลของสัดส่วนกรรมการเพศหญิงต่อการเป็นหุ้นยั่งยืน โดยส่วนใหญ่ผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องจะมีอิทธิพลเชิงบวก ตัวอย่างเช่น ในการศึกษาสัดส่วนกรรมการเพศหญิงมีอิทธิพลเชิงบวกต่อคะแนนที่วัดระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG (ESG score/ ESG reporting) (Arayssi et al., 2020; Birindelli et al., 2018) และการศึกษาของ Ain, Yuan, Javaid, และ Naeem (2022) โดยสัดส่วนกรรมการเพศหญิงส่งผลเชิงบวกต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท (Sustainable growth rate) ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการมีแนวโน้มที่จะเสนอมุมมองที่หลากหลายมากขึ้นและบทบาทการกำกับดูแลของกรรมการหญิงได้รับผลกระทบจากปัจจัยสถาบันภายในประเทศอีกด้วย

สมมติฐานที่ 2.3 สัดส่วนกรรมการเพศหญิงมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเป็นหุ้นยั่งยืน

การศึกษาของ Mahmood และคณะ (2018) โดยผลการศึกษาเชิงปริมาณระบุถึงสัดส่วนกรรมการอิสระส่งผลเชิงบวกต่อการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนในบริบทของปากีสถาน และในการศึกษาของ Arayssi และคณะ (2020) โดยผลการศึกษาเชิงปริมาณระบุถึงสัดส่วนกรรมการอิสระส่งผลเชิงบวกต่อการรายงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG reporting) โดยมีส่วนช่วยอำนวยความสะดวกในการถ่ายทอดภาพลักษณ์เชิงบวกของบริษัทโดยการปรับปรุงความรับผิดชอบต่อสังคม โดยคณะกรรมการอิสระเป็นตัวเร่งให้เกิดความสมดุลระหว่างเป้าหมายทางการเงินของบริษัทกับความรับผิดชอบต่อสังคมอีกด้วย

สมมติฐานที่ 2.4 สัดส่วนกรรมการอิสระมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเป็นหุ้นยั่งยืน

ในการวิจัยที่ผ่านมาได้มีการศึกษาถึงประเด็นคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นโดยใช้ตัวแปรความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ (Board Meeting Frequency) โดยเชื่อว่าความถี่ของการประชุมคณะกรรมการมีประโยชน์ต่อทั้งผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และส่งผลเชิงบวกต่อการลงทุนที่ยั่งยืน (Sustainable investment) (Atif et al., 2020)

สมมติฐานที่ 2.5 คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเป็นหุ้นยั่งยืน

จากการประเมินผลของการคอร์รัปชันต่อความสามารถในการทำกำไรที่ผ่านมา (Bougatef, 2017) พบว่าการทุจริตมีความเกี่ยวข้องอย่างมากกับการทำกำไรของธนาคาร และหากระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริตมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินแล้ว ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริตดังกล่าวก็อาจมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเป็นหุ้นยั่งยืนได้อีกด้วย

สมมติฐานที่ 2.6 ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริตมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเป็นหุ้นยั่งยืน

ผลการศึกษาของ Adu (2022) แสดงดัชนีการเปิดเผย CG (CG disclosure index) ซึ่งส่งผลเชิงบวกต่อการเปิดเผยข้อมูลธนาคารที่ยั่งยืน (Sustainable banking disclosure) ซึ่งแนวทางหลักในการบรรลุ SDGs คือ การสนับสนุนให้บริษัทต่าง ๆ ยอมรับและดำเนินโครงการริเริ่มทางธุรกิจที่ยั่งยืน

สมมติฐานที่ 2.7 คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเป็นหุ้นยั่งยืน

3. การเป็นหุ้นยั่งยืนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

การศึกษาของ Fuadah, Safitri, และ Yuliani, (2019) อธิบายรางวัลการรายงานความยั่งยืน (Sustainability reporting awards) มีอิทธิพลในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น การศึกษาของ Alareeni และ Hamdan (2020) ได้อธิบายการเปิดเผยข้อมูลองค์กรด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น และเช่นเดียวกับการศึกษาของ Adu (2022) ที่การเปิดเผยรายงานความยั่งยืน (SRD) ส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้น พิจารณาสสมมติฐานที่แสดงอิทธิพลระหว่างตัวแปรดังกล่าว ดังต่อไปนี้

สมมติฐานที่ 3.1 การเป็นหุ้นยังยืนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

4. การเป็นหุ้นยังยืนจะช่วยไกล่เกลี่ยหรือเป็นตัวแปรคั่นกลางอิทธิพลของคุณลักษณะของคณะกรรมการและการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

อย่างไรก็ตาม การศึกษาจำนวนไม่มากนักที่ใช้การเป็นหุ้นยังยืนมาเป็นตัวแปรคั่นกลางโดยเฉพาะในประเทศไทย ซึ่งจากผลการศึกษาที่ผ่านมาสังเกตได้ว่าคุณลักษณะของคณะกรรมการและการกำกับดูแลกิจการซึ่งประกอบด้วย ขนาดของคณะกรรมการ การควมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ สัดส่วนกรรมการเพศหญิง สัดส่วนกรรมการอิสระ คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต และคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน (สมมติฐานที่ 1.1–1.7) และส่งผลต่อการเป็นหุ้นยังยืน (สมมติฐานที่ 2.1–2.7) รวมทั้งการแสดงให้เห็นถึงการเป็นหุ้นยังยืนส่งผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินเช่นกัน (สมมติฐานที่ 3.1) จากสมมติฐานดังกล่าว ผู้วิจัยพิจารณาจากการเชื่อมโยงผลกระทบระหว่างตัวแปร จึงขอตั้งสมมติฐานถึงความเป็นไปได้ว่า คุณลักษณะของคณะกรรมการและการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินนั้นอาจจะได้รับอิทธิพลทางตรงและอาจจะได้รับอิทธิพลทางอ้อมโดยมีการเป็นหุ้นยังยืนเป็นตัวแปรคั่นกลางได้ จึงพิจารณาสมมติฐาน ดังต่อไปนี้

สมมติฐานที่ 4.1 ขนาดของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินโดยมีการเป็นหุ้นยังยืนเป็นตัวแปรคั่นกลาง

สมมติฐานที่ 4.2 การควมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อผลการดำเนินงานทางการเงินโดยมีการเป็นหุ้นยังยืนเป็นตัวแปรคั่นกลาง

สมมติฐานที่ 4.3 สัดส่วนกรรมการเพศหญิงมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินโดยมีการเป็นหุ้นยังยืนเป็นตัวแปรคั่นกลาง

สมมติฐานที่ 4.4 สัดส่วนกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินโดยมีการเป็นหุ้นยังยืนเป็นตัวแปรคั่นกลาง

สมมติฐานที่ 4.5 คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินโดยมีการเป็นหุ้นยังยืนเป็นตัวแปรคั่นกลาง

สมมติฐานที่ 4.6 ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริตมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินโดยมีการเป็นหุ้นยังยืนเป็นตัวแปรคั่นกลาง

สมมติฐานที่ 4.7 คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินโดยมีการเป็นหุ้นยังยืนเป็นตัวแปรคั่นกลาง

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ด้วยวัตถุประสงค์การวิจัยเพื่อทดสอบคุณลักษณะของคณะกรรมการและการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการเป็นหุ้นยังยืนของประเทศไทยและผลการดำเนินงานทางการเงิน หรือการทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะของคณะกรรมการและการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยมีการเป็นหุ้นยังยืนเป็นตัวแปรคั่นกลาง โดยบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวที่รับรู้โดยทั่วไป ซึ่งเป็นไปตามข้อกำหนดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ต้องเปิดเผยข้อมูลที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของผู้มีส่วนได้เสีย ดังนั้น การวิจัยในครั้งนี้จึงพิจารณาเก็บข้อมูลคุณสมบัติของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม ทรัพยากร บริการ และเทคโนโลยี) ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน และอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง เนื่องจากหากพิจารณาด้านสินทรัพย์ และอัตราส่วนทางการเงิน การวิจัยอาจจะได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจและรายการที่เกี่ยวข้องของอุตสาหกรรมดังกล่าว

การเก็บข้อมูลจากรายงานในเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 8 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2566 โดยข้อมูลตัวแปรที่เกี่ยวข้องมาจากรายงานประจำปีสิ้นสุดปี 2564 ซึ่งเป็นปีล่าสุดที่มีการเปิดเผยข้อมูลครบถ้วน ณ วันที่เก็บข้อมูล โดยประชากรเป็นบริษัทที่มีการรายงานข้อมูลทั้งสิ้นจำนวน 608 บริษัท ซึ่งจำนวนดังกล่าวรวมบริษัทจดทะเบียนที่แก้ไขการดำเนินงานไม่ได้ตามกำหนด และเมื่อแยกบริษัทซึ่งอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน และอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้างรวมจำนวน 179 บริษัท อยู่ในกลุ่มบริการสินค้า อุตสาหกรรม อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ทรัพยากร สินค้าอุปโภคบริโภค และเทคโนโลยี รวมจำนวน 429 บริษัท โดยกลุ่มบริษัทตัวอย่างบางบริษัทมีข้อมูลไม่ครบถ้วนไม่สามารถนำมาวิเคราะห์ข้อมูลได้ จำนวน 33 บริษัท จึงทำให้มีจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล จำนวน 396 บริษัท ดังรายละเอียดในตารางที่ 1 อย่างไรก็ตาม ในการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างควรมีตัวอย่างขั้นต่ำ 200 ตัวอย่างในการวิเคราะห์ข้อมูล (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2019) และในการวิจัยครั้งนี้มีจำนวนบริษัทที่สามารถนำมาวิเคราะห์ข้อมูลได้จำนวน 396 บริษัท

ตารางที่ 1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประเภทอุตสาหกรรม	จำนวนประชากร	จำนวนตัวอย่าง	จำนวนบริษัท ข้อมูลไม่ครบถ้วน
บริการ	124	108	16
สินค้าอุตสาหกรรม	93	87	6
อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	66	63	3
ทรัพยากร	63	61	2
สินค้าอุปโภคบริโภค	43	39	4
เทคโนโลยี	40	38	2
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	108	-	-
ธุรกิจการเงิน	68	-	-
บริษัทจดทะเบียนที่แก้ไขการดำเนินงานไม่ได้ ตามกำหนด	3	-	-
รวม	608	396	33

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บข้อมูลตัวแปรที่เกี่ยวข้องในการวิจัยครั้งนี้จากเว็บไซต์ที่มีการเปิดเผยข้อมูลในส่วนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ รวมถึงตัวแปรต่าง ๆ จากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์ฯ และหากข้อมูลยังไม่ครอบคลุมหรือขาดหาย มีการเก็บข้อมูลเพิ่มเติม ได้แก่ ตัวแปรคุณภาพการจัดการประชุมผู้ถือหุ้น ซึ่งมาจากระดับการประเมินคุณภาพการจัดการประชุมผู้ถือหุ้นของสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย จากเว็บไซต์สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย ตัวแปรระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริตและรายงานระดับคุณภาพจากการสำรวจการกำกับดูแลกิจการหรือคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งมาจากระดับคุณภาพจากการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์ฯ จากเว็บไซต์สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย และรายงานรายชื่อหุ้นยั่งยืน ซึ่งมาจากการประเมินความยั่งยืน ในการประเมินจะครอบคลุมคำถามในมิติการคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม การมีความรับผิดชอบต่อสังคม และธรรมาภิบาล จากเว็บไซต์ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยประกอบด้วย ตัวแปรสังเกตได้ทั้งสิ้น 10 ตัวแปร ซึ่งในการวิจัยที่ผ่านมีการใช้ตัวแปรดังกล่าว และเพื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ได้มีการพิจารณาตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการที่พิจารณาจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม โดยผลการศึกษาที่ผ่านมาขนาดของบริษัทมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินของบริษัท (Zhu et al., 2022) และจากผลการศึกษาที่ผ่านมาขนาดของบริษัท

มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการลงทุนที่ยั่งยืนอีกด้วย (Atif et al., 2020) ซึ่งข้อมูลตัวแปรรวมถึงวิธีการวัด และอ้างอิงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องดังรายละเอียดในตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ตัวแปร วิธีการวัด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ตัวย่อ	ตัวแปร	วิธีการวัด	อ้างอิงวิจัยที่เกี่ยวข้อง
BSIZE	ขนาดของคณะกรรมการ	จำนวนคณะกรรมการของบริษัท	Lakkanawanit และคณะ (2022)
DUAL	การควมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ	0 = ไม่ควมตำแหน่ง 1 = ควมตำแหน่ง	นันทตรา ปันชนาธรณ์ และพรทิศา แสงเขียว (2564); Alshirah และคณะ (2022)
GENP	สัดส่วนกรรมการเพศหญิง	จำนวนกรรมการเพศหญิง / จำนวนกรรมการทั้งหมด	Alshirah และคณะ (2022); Darko และคณะ (2016)
INDP	สัดส่วนกรรมการอิสระ	จำนวนกรรมการอิสระ / จำนวนกรรมการทั้งหมด	Lakkanawanit และคณะ (2022)
AGM	คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น	1 = N/A (ต่ำกว่า 79 คะแนน) 2 = 3 เหรียญ ระดับพอใช้ 3 = 4 เหรียญ ระดับดีเยี่ยม 4 = 5 เหรียญ ระดับดีเยี่ยม	นันทตรา ปันชนาธรณ์ และพรทิศา แสงเขียว (2564); มาริษา มีประมูล และคิลปพร ศรีจันเพชร (2564)
CAC	ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต	0 = ไม่ได้เข้าร่วมโครงการ 1 = ได้ประกาศเจตนาเข้าร่วม 2 = ได้รับการรับรอง	นันทตรา ปันชนาธรณ์ และพรทิศา แสงเขียว (2564); มาริษา มีประมูล และคิลปพร ศรีจันเพชร (2564)
CGR	คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	1 = N/A (ต่ำกว่า 50 คะแนน) 2 = ระดับดี, 3 = ระดับดีมาก 4 = ระดับดีเลิศ	มาริษา มีประมูล และคิลปพร ศรีจันเพชร (2564)
THSI	รายชื่อหุ้นยังยืน	0 = ไม่ได้อยู่ในรายชื่อหุ้นยังยืน 1 = อยู่ในรายชื่อหุ้นยังยืน	นันทตรา ปันชนาธรณ์ และพรทิศา แสงเขียว (2564); มาริษา มีประมูล และคิลปพร ศรีจันเพชร (2564)
ROE	ผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น	กำไรสุทธิ / ส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	Alshirah และคณะ (2022); Darko และคณะ (2016)
LTA	ขนาดกิจการ (ตัวแปรควบคุม)	ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม (The natural logarithm of total assets)	Alshirah และคณะ (2022); Atif และคณะ (2020); Zhu และคณะ (2022)

การวิเคราะห์ข้อมูล

การสร้างแบบจำลองสมการโครงสร้าง (SEM) เป็นเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพอย่างหนึ่งสำหรับการวิเคราะห์ตัวแปรต้นกลาง SEM เป็นแนวทางในการวิเคราะห์ทางสถิติหลายตัวแปรที่สำรวจความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างระหว่างจำนวนตัวแปร (Ballen & Salehi, 2021) โดย SEM สามารถนำไปประยุกต์ใช้เพื่อทดสอบโมเดลทางทฤษฎีในหลากหลายรูปแบบ เช่น การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple regression) การวิเคราะห์องค์ประกอบแบบยืนยัน (Confirmatory factor analysis) การวิเคราะห์เส้นทาง (Path analysis) และการวิเคราะห์อื่น ๆ (อิศรัฎฐ์ รินโธสง, 2564)

ในการวิเคราะห์การถดถอยสามารถใส่สมการเข้ากับชุดข้อมูลได้เพียงครั้งละหนึ่ง 1 ตัวแปร แต่ SEM สามารถใส่ชุดสมการการถดถอยเข้ากับข้อมูลได้พร้อม ๆ กัน และทดสอบว่าสมการเหล่านั้นจับความแปรผันของข้อมูลโดยรวมได้ดีเพียงใด ชุดสมการการถดถอยจับโครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ตั้งสมมติฐานไว้ เช่น โครงสร้างที่มีตัวแปรต้นกลางที่เชื่อมโยงตัวทำนายกับผลลัพธ์ และซอฟต์แวร์ทั่วไปที่ใช้ในการรัน SEM ได้แก่ แพ็กเกจ Lavaan ในแกรม R, AMOS, PROCESS Macro ในโปรแกรม SPSS, กระบวนการ CALIS ในโปรแกรม SAS และโปรแกรม Mplus (Ballen & Salehi, 2021)

จากวัตถุประสงค์ในการศึกษาภาพรวมของกรอบแนวคิดเป็นโมเดลเชิงสาเหตุซึ่งเป็นโมเดลสมการโครงสร้างที่มีตัวแปรต้น คือ คุณลักษณะของคณะกรรมการ การกำกับดูแลกิจการ และการเป็นหุ้นยังยืนเป็นตัวแปรต้นกลาง โดยตัวแปรทั้งสองส่วนอาจจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดด้วยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นตัวแปรตาม การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยการวิเคราะห์เส้นทางด้วยหลักการสมการโครงสร้าง หรือการวิเคราะห์สมการโครงสร้างแบบที่ประกอบด้วยตัวแปรสังเกตได้ (Structural equation modelling with observed variables) โดยทดสอบสมมติฐานด้วยเทคนิคการใช้หลักการของค่าประมาณความควรจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood: ML) และมีการใช้วิธีการ Bootstrapping (Bootstrapping method with a bias-corrected bootstrap method) การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ โดยมีลักษณะเฉพาะของโมเดลในรูปสมการเชิงเส้น ดังนี้

$$THSI = \beta_1 BSIZE + \beta_2 DUAL + \beta_3 GENP + \beta_4 INDP + \beta_5 AGM + \beta_6 CAC + \beta_7 CGR + error_1 \dots \dots \dots (1)$$

$$ROE = \beta_8 THSI + \beta_9 BSIZE + \beta_{10} DUAL + \beta_{11} GENP + \beta_{12} INDP + \beta_{13} AGM + \beta_{14} CAC + \beta_{15} CGR + error_2 \dots \dots \dots (2)$$

ผลการวิจัย

การวิจัยเก็บข้อมูลทุติยภูมิของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 396 บริษัท ซึ่งอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการร้อยละ 27.27 สินค้าอุตสาหกรรมร้อยละ 21.97 อุตสาหกรรมเกษตรและอาหารร้อยละ 15.91 ทรัพยากรร้อยละ 15.40 สินค้าอุปโภคบริโภคร้อยละ 9.85 และอุตสาหกรรมเทคโนโลยีร้อยละ 9.60 ดังรายละเอียดในตารางที่ 3

ตารางที่ 3 แสดงจำนวนและร้อยละของข้อมูลทั่วไป

ข้อมูล/ตัวแปร	จำนวน	ร้อยละ
	396	100.00
ประเภทอุตสาหกรรม		
บริการ	108	27.27
สินค้าอุตสาหกรรม	87	21.97
อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	63	15.91
ทรัพยากร	61	15.40
สินค้าอุปโภคบริโภค	39	9.85
เทคโนโลยี	38	9.60
การควบตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (DUAL)		
ไม่ควบตำแหน่ง	334	84.34
ควบตำแหน่ง	62	15.66
คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM)		
N/A (ต่ำกว่า 79 คะแนน)	47	11.87
3 เหรียญ ระดับพอใช้	30	7.58
4 เหรียญ ระดับดีเยี่ยม	157	39.64
5 เหรียญ ระดับดีเยี่ยม สมควรเป็นตัวอย่าง	162	40.91
ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต (CAC)		
ไม่ได้เข้าร่วมโครงการ	192	48.49
ได้ประกาศเจตนาเข้าร่วม	176	44.44
ได้รับการรับรอง	28	7.07
คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR)		
N/A (ต่ำกว่า 50 คะแนน)	45	11.36
ระดับดี	62	15.66
ระดับดีมาก	122	30.81
ระดับดีเลิศ	167	42.17
รายชื่อหุ้นยังยืน (THSI)		
ไม่ได้อยู่ในรายชื่อหุ้นยังยืน	285	71.97
อยู่ในรายชื่อหุ้นยังยืน	111	28.03

สำหรับตัวแปรที่เป็นตัวแปรเชิงคุณภาพ ที่ประกอบไปด้วย การควบตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (DUAL) คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต (CAC) คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) รายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) เป็นตัวแปรที่มีการวัดลักษณะมาตราบัญญัติ หรือมาตราแบ่งกลุ่ม (Nominal Scale) แสดงข้อมูลด้วยความถี่และร้อยละในตารางที่ 3

โดยตัวแปรการควบตำแหน่งของประธานกรรมการ และกรรมการผู้จัดการ (DUAL) ประกอบด้วย บริษัทที่มีประธานกรรมการไม่ควบตำแหน่งร้อยละ 84.34 และควบตำแหน่งร้อยละ 15.66 ตัวแปรคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) กิจกรรมที่ได้รับการประเมินอยู่ในระดับดีเยี่ยม สมควรเป็นตัวอย่าง ร้อยละ 40.91 ระดับดีเยี่ยม ร้อยละ 39.64 โดยอยู่ระดับ N/A (ต่ำกว่า 79 คะแนน) ร้อยละ 11.87 และระดับพอใช้ ร้อยละ 7.58 ตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) กิจกรรมมีผลการประเมินในระดับดีเลิศ ร้อยละ 42.17 ระดับดีมาก ร้อยละ 30.81 ระดับดีร้อยละ 15.66 และระดับ N/A (ต่ำกว่า 50 คะแนน) ร้อยละ 11.36 และเป็นบริษัทตามสถานะการเป็นรายชื่อหุ้นยั่งยืน ซึ่งบริษัทที่ไม่ได้อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน ร้อยละ 71.97 และอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนจำนวน 111 บริษัท ร้อยละ 28.03

ตารางที่ 4 ค่าสถิติเบื้องต้น

ตัวแปร	Minimum	Maximum	Mean	SD	Skewness	Kurtosis
BSIZE	6	20	10.048	2.435	0.874	0.665
DUAL	0	1	-	-	1.897	1.608
GENP	0	66.667	21.539	14.588	0.568	0.024
INDP	0	78.571	42.097	10.166	0.368	1.559
AGM	1	4	-	-	-0.965	-0.026
CAC	0	2	-	-	0.565	-0.599
CGR	1	4	-	-	-0.729	-0.640
THSI	0	1	-	-	0.982	-1.041
ROE	-56.480	72.530	9.716	17.038	-0.125	3.502
LTA	2.561	6.488	3.852	0.691	0.931	0.836

ตารางที่ 4 แสดงค่าสถิติเบื้องต้น ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ความเบ้ และความโด่งของตัวแปร โดยตัวแปรขนาดของคณะกรรมการ มีจำนวนคณะกรรมการน้อยที่สุด 6 คน และมากที่สุด 20 คน สำหรับสัดส่วนกรรมการเพศหญิง บางกิจการไม่มีกรรมการเพศหญิง และสัดส่วนกรรมการเพศหญิงค่าสูงที่สุดร้อยละ 66.667 ในส่วนของสัดส่วนกรรมการอิสระในบางกิจการไม่มีกรรมการอิสระ และบางกิจการมีสัดส่วนกรรมการอิสระมีค่าสูงที่สุดร้อยละ 78.571 สำหรับผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดโดยผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นค่าต่ำสุด -56.480 และค่าสูงที่สุด 72.530 และตัวแปรควบคุมขนาดกิจการมีค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์ค่าต่ำสุด 2.561 และค่าสูงที่สุด 6.488

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาค่าความเบ้ คือ -0.965 ถึง 1.897 และค่าความโด่งอยู่ที่ -1.041 ถึง 3.502 ตามเกณฑ์ ความเบ้ควรอยู่ระหว่าง -2 ถึง +2 และระดับความโด่งควรอยู่ระหว่าง -7 ถึง +7 (Hair et al., 2019) ซึ่งพิจารณาได้ว่าข้อมูลมีความเหมาะสมในการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง

ตารางที่ 5 ค่าสถิติสหสัมพันธ์เพียร์สัน

ตัวแปร	BSIZE	DUAL	GENP	INDP	AGM	CAC	CGR	THSI	ROE	LTA
BSIZE	1									
DUAL	-0.051	1								
GENP	0.000	-0.009	1							
INDP	-.195**	-0.073	-0.026	1						
AGM	.113*	-0.037	0.013	0.031	1					
CAC	.104*	-0.082	0.040	0.028	.341**	1				
CGR	.228**	-.153**	0.095	.128*	.603**	.438**	1			
THSI	.297**	-.114*	-0.012	.137**	.291**	.308**	.492**	1		
ROE	-0.008	0.074	-0.018	-0.018	0.045	0.061	0.089	.115*	1	
LTA	.492**	0.020	-0.086	.100*	.223**	.245**	.391**	.526**	0.096	1

หมายเหตุ: * = Significant; $p < 0.05$; ** = $p < 0.01$ (2-tailed)

นอกจากนี้ ในตารางที่ 5 แสดงเมทริกซ์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson's parametric correlation coefficients) ที่ใช้ในการประเมิน Multicollinearity ระหว่างตัวแปร พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบพาราเมตริกของเพียร์สันระหว่างตัวแปรอิสระ ซึ่งพบว่า อยู่ระหว่าง -0.195 ถึง 0.603 และจากข้อมูลของ Tabachnick และ Fidell (2001) ค่า Tolerance ที่แนะนำ คือ มากกว่า 0.10 และจากการวิเคราะห์ข้อมูลระดับ Tolerance เกินกว่าค่าต่ำสุดที่แนะนำ ซึ่งอยู่ระหว่าง 0.469 ถึง 0.982 และเมื่อพิจารณาค่า Variance inflation factor (VIF) อยู่ระหว่าง 1.019 ถึง 2.130 ซึ่งไม่เกิน 10 ดังนั้น จึงไม่มีปัญหาเชิงเส้น (Hair et al., 2019) ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระไม่มีนัยสำคัญและไม่เพิ่มข้อผิดพลาดมาตรฐานอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น จึงไม่มีปัญหาเกี่ยวกับ Multicollinearity ในโมเดลที่ประเมินในการวิจัยนี้

การวิจัยจะได้รับการทดสอบโดยใช้โมเดลสมการโครงสร้าง (SEM) ซึ่งเป็นวิธีการทางสถิติที่ใช้ความพอดี (Fit) เพื่อกำหนดความถูกต้องของผลการวิจัย จากผลลัพธ์แสดงสถิติแบบพอดีทั้งหมดเป็นไปตามเกณฑ์ที่ยอมรับได้: Chi-square (χ^2)/df = 0 ดังนั้น Comparison fit index (CFI) = 1, ดังนั้น Tucker-Lewis fit index (TLI) = 1, Root means square error of approximation (RMSEA) = 0.00 และ standard root mean square residuals (SRMR) = 0.00 แบบจำลองและข้อมูลที่สอดคล้องกับค่าเหล่านี้ (Hair et al., 2019)

การวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้างโดยใช้ Bootstrap method เพื่อทดสอบอิทธิพลทางอ้อม

ที่แก้ไขอคติ (Bootstrapping method with a bias-corrected bootstrap method) (Hayes & Scharkow, 2013) ด้วยตัวอย่าง Bootstrap เท่ากับ 5,000 ตัวอย่าง ดังเช่นในงานวิจัยก่อนหน้านี้ของ Vairavan และ Zhang (2020)

ตารางที่ 6 สรุปผลอิทธิพลทางตรง

สมมติฐาน	เส้นทางอิทธิพล	Est	SE	p-value
1.1	BSIZE-> ROE	-0.063	0.051	0.108
1.2	DUAL-> ROE	0.091*	0.048	0.030
1.3	GENP-> ROE	-0.023	0.047	0.310
1.4	INDP-> ROE	-0.049	0.045	0.138
1.5	AGM -> ROE	0.008	0.059	0.447
1.6	CAC-> ROE	0.013	0.066	0.421
1.7	CGR -> ROE	0.059	0.082	0.237
2.1	BSIZE->THSI	0.224***	0.048	0.000
2.2	DUAL->THSI	-0.028	0.036	0.217
2.3	GENP->THSI	-0.048	0.040	0.119
2.4	INDP->THSI	0.126**	0.042	0.002
2.5	AGM ->THSI	0.033	0.052	0.261
2.6	CAC->THSI	0.114**	0.046	0.007
2.7	CGR ->THSI	0.353***	0.053	0.000
3.1	THSI ->ROE	0.115*	0.055	0.019

หมายเหตุ: * = Significance; $p < 0.05$; ** = $p < 0.01$; *** = $p < 0.001$ (1 tailed)

ตารางที่ 6 อธิบายค่าประมาณค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางตามแบบจำลอง ผลการศึกษาพบอิทธิพลทางตรงเชิงบวกของคุณลักษณะของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ การควมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ ($\beta = 0.091$, $p < 0.05$) และการเป็นหุ้นย้งยืน ($\beta = 0.115$, $p < 0.05$) ดังนั้น จากผลการศึกษายอมรับสมมติฐานอิทธิพลทางตรงที่ 1.2 และ 3.1 ตามลำดับ

ค่าสถิติที่อธิบายอิทธิพลทางตรงเชิงบวกของคุณลักษณะของคณะกรรมการที่มีต่อการเป็นหุ้นย้งยืนอย่างมีนัยสำคัญ ประกอบไปด้วยขนาดของคณะกรรมการ ($\beta = 0.224$, $p < 0.001$) สัดส่วนกรรมการอิสระ ($\beta = 0.126$, $p < 0.01$) ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต ($\beta = 0.114$, $p < 0.01$) และคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ($\beta = 0.353$, $p < 0.001$) ดังนั้น จากผลการศึกษายอมรับสมมติฐานอิทธิพลทางตรงที่ 2.1,

2.4, 2.6 และ 2.7 ตามลำดับ

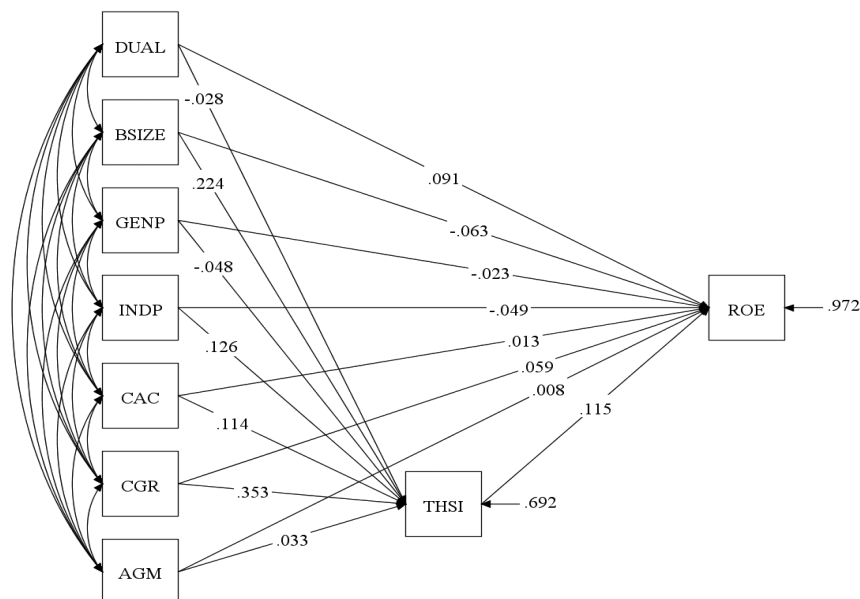
ตารางที่ 7 สรุปผลอิทธิพลทางอ้อม

สมมติฐาน	เส้นทางอิทธิพล	Est	SE	p-value	95% CIs	
					LLCI	ULCI
4.1	BSIZE->THSI->ROE	0.026*	0.014	0.030	0.004	0.059
4.2	DUAL->THSI->ROE	-0.003	0.005	0.262	-0.018	0.004
4.3	GENP->THSI->ROE	-0.005	0.006	0.167	-0.022	0.002
4.4	INDP->THSI->ROE	0.014*	0.009	0.046	0.002	0.038
4.5	AGM ->THSI->ROE	0.004	0.007	0.291	-0.006	0.023
4.6	CAC->THSI->ROE	0.013*	0.009	0.067	0.001	0.036
4.7	CGR ->THSI->ROE	0.040*	0.020	0.022	0.004	0.084

หมายเหตุ: * = Significance; $p < 0.05$ และ CIs = 95% bootstrap confidence intervals; LLCI = lower limit confidence interval; ULCI = upper limit confidence interval

การทดสอบการเป็นหุ้นยังยืนในฐานะตัวแปรคั่นกลางของความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการ และการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน หรือการตรวจสอบอิทธิพลทางอ้อมของคุณลักษณะของคณะกรรมการ และการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยมีการเป็นหุ้นยังยืนที่เป็นตัวแปรคั่นกลาง ในรายละเอียดของตารางที่ 7 พบว่า การเป็นหุ้นยังยืนเป็นตัวแปรคั่นกลางความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการ ซึ่งประกอบไปด้วย ขนาดของคณะกรรมการ และสัดส่วนกรรมการอิสระรวมถึงระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต และคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน หรือกล่าวได้ว่าคุณลักษณะของคณะกรรมการซึ่งประกอบไปด้วย ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระ ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต รวมถึงคะแนนการกำกับดูแลกิจการส่งผลทางอ้อมเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($\beta = 0.026$, $p < 0.05$; $\beta = 0.014$, $p < 0.05$; $\beta = 0.013$, $p < 0.05$; $\beta = 0.040$, $p < 0.05$ ตามลำดับ) ดังนั้น จากผลการศึกษายอมรับสมมติฐานอิทธิพลทางตรงที่ 4.1, 4.4, 4.6 และ 4.7 ตามลำดับ

ผลการวิจัยแสดงถึงการเป็นหุ้นยังยืนเป็นตัวแปรคั่นกลางระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการซึ่งประกอบไปด้วย ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระ ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต และคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน ซึ่งเป็นตัวแปรคั่นกลางแบบเต็มรูป (Full mediation) โมเดลอธิบาย (R-squared) 2% ของผลการดำเนินงานทางการเงิน และ 30.80% ของการเป็นหุ้นยังยืน และจากการค้นพบการยังคงมีหรือไม่มีตัวแปรควบคุมยังให้ผลการศึกษาที่เหมือนกัน ดังนั้น ผู้วิจัยจึงคงไว้เพียงแบบจำลองตามวัตถุประสงค์เท่านั้น



ภาพที่ 2 แสดงค่าพารามิเตอร์มาตรฐานของโมเดลสมการโครงสร้างจากโปรแกรมทางสถิติ

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ เพื่อทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะของคณะกรรมการ และการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยมีการเป็นหุ่นยังยืนเป็นตัวแปรคั่นกลางของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยภาพรวม พบว่า อิทธิพลคุณลักษณะของคณะกรรมการ และการกำกับดูแลกิจการซึ่งประกอบไปด้วย ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระ ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต และคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงินส่งผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยมีหุ่นยังยืนเป็นตัวแปรคั่นกลางแบบเต็มรูป (Full mediation) โดยอภิปรายผลตามสมมติฐาน ดังต่อไปนี้

การทดสอบอิทธิพลของการควมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ พบว่า มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน เช่นเดียวกับการศึกษาที่ผ่านมา (Kanakriyah, 2021; Palaniappan, 2017) ถึงแม้ว่าผลการศึกษาก่อนหน้านี้ (Mubeen et al., 2021; Zhu et al., 2022) จะอ้างถึงข้อเสียของการควมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการที่ส่งผลกระทบต่อการทำงานที่เกิดจากผู้บริหารอาจจะใช้อำนาจในทางที่ผิด อย่างไรก็ตาม เมื่อวัดผลการดำเนินงานด้วยผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น โดยอัตราส่วนดังกล่าวมีทิศทางเดียวกับการควมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ โดยในการศึกษาของ Song และ Kang (2019) อธิบายถึงการควมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการจะได้รับการสนับสนุนด้านความเป็นผู้นำ โดยตำแหน่งดังกล่าวจะช่วยสนับสนุนและอำนวยความสะดวกในการสื่อสารระหว่างผู้จัดการและคณะกรรมการและนำไปสู่การควมคุมที่เหมาะสมในการประมวลผลข้อมูลเพื่อสร้างความได้เปรียบสูงสุดจากการดำเนินงานภายในและระหว่างหน่วยธุรกิจที่ตั้งทางภูมิศาสตร์ต่าง ๆ โดยผู้บริหารดังกล่าวสามารถแสดงให้เห็นถึงความเป็นผู้นำที่แข็งแกร่งและอำนวยความสะดวกในการพัฒนาและการประสานงานของกลยุทธ์ของบริษัทได้อีกด้วย

พิจารณาอิทธิพลทางตรงพบอิทธิพลเชิงบวกระหว่างความสัมพันธ์ขนาดของคณะกรรมการและการเป็นหุ้นยั่งยืน เทียบเคียงกับผลการศึกษาที่ผ่านมาของ Atif และคณะ (2020), Birindelli และคณะ (2018) และ Mahmood และคณะ (2018) โดยคณะกรรมการที่มีความสมดุลจะให้คำแนะนำ และให้คำปรึกษาแก่องค์กร และคณะกรรมการขนาดใหญ่จะลดช่องว่างด้านความหลากหลาย เปิดโอกาสให้มีความสามารถ และทรัพยากรที่หลากหลายมากขึ้น และเป็นตัวแทนผลประโยชน์ของชนกลุ่มน้อยในการตัดสินใจได้อย่างถูกต้องมากขึ้น องค์กรขนาดใหญ่ลดความขัดแย้งภายในและสื่อสารข้อความเชิงบวกไปยังผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและสังคม (Bae et al., 2018) คณะกรรมการเป็นส่วนสำคัญของการกำกับดูแลกิจการในการดำเนินธุรกิจ มีบทบาทสำคัญในการติดตามควบคุม และกำกับดูแลฝ่ายบริหารให้ปฏิบัติตามนโยบายที่วางไว้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศที่กลไกการควบคุมยังด้อยพัฒนา และขนาดของคณะกรรมการยังเป็นหนึ่งในองค์ประกอบหลักที่กำหนดคุณภาพของการตัดสินใจ เนื่องจากคณะกรรมการขนาดใหญ่เป็นที่ทราบกันดีว่าให้ผลลัพธ์ที่เหนือกว่าเมื่อเทียบกับคณะกรรมการขนาดเล็ก (Birindelli et al., 2018) โดยในการศึกษาของ Chebbi และ Ammer (2022) อธิบายถึงการมีคณะกรรมการขนาดใหญ่ขึ้นจะทำให้การเปรียบเทียบมุมมองที่หลากหลายง่ายขึ้น ส่งเสริมการรับรู้ที่หลากหลายเกี่ยวกับเป้าหมายระยะยาวของบริษัท และกระตุ้นให้ผู้บริหารปรับปรุงประสิทธิภาพที่ไม่ใช่ทางการเงินนำไปสู่มุมมองผลการดำเนินงานที่ยั่งยืน

ผลการศึกษาสัดส่วนกรรมการอิสระมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเป็นหุ้นยั่งยืนเช่นเดียวกับผลการศึกษาที่เกี่ยวข้อง (Arayssi et al., 2020; Mahmood et al., 2018) ซึ่งอธิบายถึงการมีส่วนร่วมของกรรมการอิสระที่สูงขึ้นจะช่วยอำนวยความสะดวกในการถ่ายทอดภาพลักษณ์เชิงบวกของบริษัทโดย การปรับปรุงความรับผิดชอบต่อสังคมซึ่งนำไปสู่การเป็นหุ้นยั่งยืนได้ โดยหากบริษัทมีกรรมการอิสระหลายคนจะส่งเสริมบริษัท โดยสนับสนุนบริษัทโดยใช้ความรู้ ทักษะ และความมีชื่อเสียงที่น่าเชื่อถือสนับสนุนบริษัทไปสู่ความยั่งยืนที่ดีขึ้น และจำนวนกรรมการอิสระจะช่วยให้บริษัทต่าง ๆ สามารถจัดการกับข้อกำหนดด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมได้ นอกจากนี้ยังอาจส่งผลให้กิจกรรมทางสังคมของบริษัทเป็นที่รู้จักมากขึ้นอีกด้วย (Chebbi & Ammer 2022) ซึ่งสัดส่วนกรรมการอิสระที่เพิ่มมากขึ้นมีแนวโน้มที่จะเกี่ยวข้องกับการรายงานข้อมูลด้านความยั่งยืนที่สูงกว่า เนื่องจากกรรมการจากภายนอกได้รับแรงผลักดันจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมากกว่ากรรมการภายใน (Anyigbah, Kong, Edziah, Aphoto, & Ahiaku, 2023)

ถึงแม้ไม่ได้มีผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องชัดเจนของอิทธิพลของระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต (CAC) มีต่อการเป็นหุ้นยั่งยืน ผลการศึกษานี้บ่งชี้อิทธิพลเชิงบวกของระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริตมีต่อการเป็นหุ้นยั่งยืน หมายถึง ยิ่งมีระดับการเข้าร่วมที่สูงขึ้น หรือมีความเข้มข้นในการต่อต้านการทุจริตจะยิ่งส่งผลเชิงบวกต่อการเป็นหุ้นยั่งยืน อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันการเข้าเป็นสมาชิก CAC บริษัทสามารถเข้าร่วมโครงการตามความสมัครใจ ดังนั้น หน่วยงานที่เกี่ยวข้องรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรสนับสนุนเพื่อให้เห็นถึงความสำคัญและประโยชน์ที่องค์กรจะได้รับจากการเป็นสมาชิกหรือการเข้าร่วมโครงการดังกล่าว เพื่อสนับสนุนการบริหารจัดการในด้านเศรษฐกิจรวมบรรษัทภิบาล สังคมสิ่งแวดล้อม และผลการดำเนินงานเพื่อให้เกิดความยั่งยืนขององค์กรต่อไป

และในส่วนของผลการศึกษา พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเป็นหุ้นยั้งยืน เป็นไปในทิศทางเช่นเดียวกับการศึกษาของ Adu (2022) ซึ่งแสดงถึงกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นแนวทางสนับสนุนธุรกิจมีความยั่งยืนได้ ซึ่งบริษัทต่าง ๆ ในประเทศที่มีการกำกับดูแล (เช่น กฎระเบียบด้านการกำกับดูแลกิจการ) จะคำนึงถึงเรื่องความยั่งยืนในระหว่างกระบวนการตัดสินใจ (Chebbi & Ammer 2022)

ในการศึกษาครั้งนี้หากเทียบเคียงกับผลการศึกษาในต่างประเทศ (Adu, 2022; Alareeni & Hamdan, 2020; Fuadah et al., 2019) ก็ให้เห็นแนวโน้มของความยั่งยืนในด้านต่าง ๆ ที่ส่งผลที่ดีต่อการดำเนินงานทางการเงิน และในผลการศึกษาที่เกี่ยวข้อง โดย Friede, Busch, และ Bassen (2015) ได้ทำการวิจัยโดยวิเคราะห์ข้อมูล Meta-Analysis ที่มาจากการศึกษาที่เกี่ยวข้องกว่า 2,000 ผลการศึกษา โดยผลการศึกษาโดยส่วนใหญ่สนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่างการดำเนินงานสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ที่แสดงถึงการดำเนินงานที่ยั่งยืนส่งผลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพทางการเงินขององค์กร และเช่นเดียวกับผลการศึกษาในประเทศมาเลเซียของ Mohammad และ Wasiuzzaman (2021) ที่แสดงให้เห็นถึงการมีส่วนร่วมในกิจกรรม ESG ที่เน้นการดำเนินงานด้าน สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ได้พิสูจน์แล้วว่าช่วยปรับปรุงผลการดำเนินงานของบริษัทและความได้เปรียบในการแข่งขันเนื่องจากการเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่ดีขึ้น ซึ่งการส่งเสริมการลงทุนอย่างรับผิดชอบส่งผลให้การมีส่วนร่วมกับการกิจกรรม ESG ดีขึ้นและการปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานของบริษัทยั่งยืน

และเมื่อพิจารณาอิทธิพลทางอ้อมหรือผลการทดสอบตัวแปรคั่นกลาง พบว่า การเป็นหุ้นยั้งยืนเป็นตัวแปรคั่นกลางความสัมพันธ์ของคุณลักษณะของคณะกรรมการ และการกำกับดูแลกิจการซึ่งประกอบไปด้วย ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระ ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยเป็นตัวแปรคั่นกลางแบบสมบูรณ์ ซึ่งจากผลการศึกษาจะเห็นว่าขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระ ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต และคะแนนการกำกับดูแลกิจการจะไม่ส่งผลโดยตรงต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน แต่จะส่งผลทางอ้อมเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินผ่านตัวแปรการเป็นหุ้นยั้งยืน หมายถึง จำนวนกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระ ระดับการเข้าโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต และคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่เพิ่มขึ้นไม่ได้ส่งผลให้ผลการดำเนินงานทางการเงินให้ดีขึ้นโดยตรง แต่จะส่งผลต่อการเป็นหุ้นยั้งยืน ซึ่งการเป็นหุ้นยั้งยืนก็จะส่งผลที่ดีเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการตามลำดับ

นอกจากนี้ จะเห็นว่าคุณลักษณะของคณะกรรมการการกำกับดูแลกิจการมีความสำคัญซึ่งส่งผลทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ ตัวแปรดังกล่าวเป็นตัวแปรที่เกี่ยวข้องและเป็นส่วนหนึ่งของระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่เป็นข้อมูลเปิดเผยโดยทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การดำเนินงานในส่วนของการอยู่ในรายชื่อหุ้นยั้งยืนซึ่งแสดงถึงการพัฒนาองค์กรให้เติบโตอย่างมั่นคงต่อเนื่อง พร้อมรับมือกับปัจจัยการเปลี่ยนแปลงด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม และให้ความสำคัญกับการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสียทุกภาคส่วน ซึ่งส่งผลต่อการดำเนินงานทางการเงินที่แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการสร้างผลตอบแทนจากเงินลงทุนที่ผู้ถือหุ้นเฝ้าติดตามซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีตัวแทนที่การกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพช่วยเพิ่มขีดความสามารถของบริษัทในการจัดการกับความท้าทายที่เกิดขึ้นใหม่ และลดความขัดแย้งของ

หน่วยงาน ซึ่งการกำกับดูแลกิจการหรือธรรมาภิบาลและความยั่งยืนเป็นกลไกเสริมสำหรับการจัดการผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่ดีขึ้น ซึ่งการเชื่อมโยงระหว่างกลไกการกำกับดูแลและความคิดริเริ่มด้านความยั่งยืนเพื่อให้สอดคล้องกับเป้าหมายการจัดการระยะยาว (Hussain et al., 2018)

ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะ

การวิจัยครั้งนี้พิจารณาเฉพาะตัวแปรซึ่งเป็นข้อมูลทุติยภูมิที่เกี่ยวข้องของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น ผลการศึกษาอาจจะเป็นส่วนหนึ่งของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน และถึงแม้จะมีความรู้ความเข้าใจการเป็นตัวแปรต้นกลางของการเป็นหุ้นยั่งยืน (THSI) ผลที่ได้อาจจะอ้างอิงถึงประชากรบริษัททั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้ สำหรับการศึกษาครั้งต่อไปอาจจะมีการวิจัยในส่วนของประชากรในกลุ่มธนาคารและอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งมีลักษณะเฉพาะ และควรมีการเพิ่มเติมข้อมูลเชิงคุณภาพเพื่อการอธิบายปรากฏการณ์การเป็นตัวแปรต้นกลางของการเป็นหุ้นยั่งยืน (THSI) และในส่วนของตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับคุณลักษณะของคณะกรรมการและการกำกับดูแลกิจการสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป อาจจะมีการพิจารณาการกำกับดูแลกิจการเชิงปฏิบัติตามแนวทางการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Code: CG Code) โดยการใช้แบบสอบถามในการประเมินตัวแปรตามแนวทางปฏิบัติดังกล่าว

กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยนี้ได้ผ่านการรับรองการยกเว้นพิจารณาจริยธรรมการวิจัยในคนที่เป็นมาตรฐานสากล จากคณะกรรมการจริยธรรมการวิจัยในมนุษย์ มหาวิทยาลัยราชภัฏสงขลา เลขที่โครงการ HREC no.032/2566

บรรณานุกรม

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566). *การกำกับดูแลกิจการ*. สืบค้นเมื่อ 12 มิถุนายน 2566, จาก <https://www.setsustainability.com/page/thsi-thailand-sustainability-investment>
- นันทรา ปันชนาธรณ์ และ พรทิวา แสงเขียว (2564). อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและความรับผิดชอบต่อสังคมที่มีต่อผลการดำเนินงานธุรกิจหมวดอุตสาหกรรมกลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภคของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารมหาวิทยาลัยทักษิณ*, 8(8), 77-89.
- มาริษา มีประมูล และ ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2564). การเข้าร่วมโครงการกำกับดูแลกิจการทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มหรือไม่. *วารสารสภามหาวิทยาลัยราชภัฏ*, 3(8), 46-62.
- อิศรัญญ์ รินโธสง. (2564). *การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างสำหรับการวิจัยพฤติกรรมศาสตร์และสังคมศาสตร์*. สงขลา: นิโอพ้อย (1995).

- Adu, D. A. (2022). Sustainable banking initiatives, environmental disclosure and financial performance: The moderating impact of corporate governance mechanisms. *Business Strategy and the Environment*, 31(5), 2365-2399.
- Ain, Q. U., Yuan, X., Javaid, H. M., & Naeem, M. (2022). Board gender diversity and sustainable growth rate: Chinese evidence. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 35(1), 1364-1384.
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(7), 1409-1428.
- Alshirah, M. H., Alfawareh, F. S., Alshira'h, A. F., Al-Eitan, G., Bani-Khalid, T., & Alsour, M. D. (2022). Do corporate governance and gender diversity matter in firm performance (ROE)? Empirical evidence from Jordan. *Economies*, 10(4), doi: 10.3390/economies10040084
- Al-Amosh, H., Khatib, S. F., & Ananzeh, H. (2022). Environmental, social and governance impact on financial performance: evidence from the Levant countries. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(3), 493-513.
- Al-Saidi, M. (2021). Boards of directors and firm performance: A study of non-financial listed firms on the Kuwait Stock Exchange. *Corporate Ownership & Control*, 18(2), 40-47.
- Anyigbah, E., Kong, Y., Edziah, B. K., Aphoto, A. T., & Ahiaku, W. S. (2023). Board Characteristics and Corporate Sustainability Reporting: Evidence from Chinese Listed Companies. *Sustainability*, 15(4), 3553. doi: 10.3390/su15043553
- Arayssi, M., Jizi, M., & Tabaja, H. H. (2020). The impact of board composition on the level of ESG disclosures in GCC countries. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 11(1), 137-161.
- Atif, M., Alam, M. S., & Hossain, M. (2020). Firm sustainable investment: Are female directors greener?. *Business Strategy and the Environment*, 29(8), 3449-3469.

- Bae, S. M., Masud, M. A. K., & Kim, J. D. (2018). A Cross-Country Investigation of Corporate Governance and Corporate Sustainability Disclosure: A Signaling Theory Perspective. *Sustainability*, 10(8), 2611. doi: 10.3390/su10082611
- Ballen, C. J., & Salehi, S. (2021). Mediation analysis in discipline-based education research using structural equation modeling: Beyond “what works” to understand how it works, and for whom. *Journal of microbiology & biology education*, 22(2). doi: 10.1128/jmbe.00108-21
- Batchimeg, B. (2017). Financial performance determinants of organizations: The case of Mongolian companies. *Journal of Competitiveness*, 9(3), 22-33.
- Birindelli, G., Dell’Atti, S., Iannuzzi, A. P., & Savioli, M. (2018). Composition and activity of the board of directors: Impact on ESG performance in the banking system. *Sustainability*, 10(12), 4699. doi: 10.3390/su10124699
- Bougatef, K. (2017). Determinants of bank profitability in Tunisia: does corruption matter?. *Journal of Money Laundering Control*, 20(1), 70-78.
- Chebbi, K., & Ammer, M. A. (2022). Board Composition and ESG Disclosure in Saudi Arabia: The Moderating Role of Corporate Governance Reforms. *Sustainability*, 14(19), 12173. doi: 10.3390/su141912173
- Darko, J., Aribi, Z. A., & Uzonwanne, G. C. (2016). Corporate governance: the impact of director and board structure, ownership structure and corporate control on the performance of listed companies on the Ghana stock exchange. *Corporate Governance*, 16(2), 259-277.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of sustainable finance & investment*, 5(4), 210-233.
- Fuadah, L. L., Safitri, R. H., & Yuliani, Y. (2019). Factors Influencing financial performance through sustainability reporting in Indonesia. *Sriwijaya International Journal of Dynamic Economics and Business*, 3(1), 53-72.

- Hair, J. F. , Black, W. C. , Babin, B. J. , & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate data analysis* (8th ed.). India: Cengage.
- Hayes, A. F., & Scharkow, M. (2013). The relative trustworthiness of inferential tests of the indirect effect in statistical mediation analysis: does method really matter?. *Psychological Science*, 24(10), 1918-1927.
- Hussain, N., Rigoni, U., & Orij, R. P. (2018). Corporate governance and sustainability performance: Analysis of triple bottom line performance. *Journal of Business Ethics*, 149, 411-432.
- 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.
- Kanakriyah, R. (2021). The impact of board of directors' characteristics on firm performance: a case study in Jordan. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 341-350.
- Lakkanawanit, P., Soradee, N., Dachprom, N., Musidaeng, B., Suwannarat, P., Sangkhanukit, P., & Thammachot, S. (2022). The Impact of Corporate Governance on Firm Value: Evidence from the Stock Exchange of Thailand. *Science, Technology, and Social Sciences Procedia*, 2022(2), Retrieved from <https://wjst.wu.ac.th/index.php/stssp/article/view/25669>
- Magerakis, E., & Tzelepis, D. (2022). Corruption, cash holdings and firm performance: empirical evidence from an emerging market. *Journal of Applied Accounting Research*, 24(3), 483-507. doi: 10.1108/JAAR-11-2021-0310
- Mahmood, Z., Kouser, R., Ali, W., Ahmad, Z., & Salman, T. (2018). Does corporate governance affect sustainability disclosure? A mixed methods study. *Sustainability*, 10(1), 207. doi: 10.3390/su10010207
- Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, social and governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 100015. doi: 10.1016/j.cesys.2021.100015

- Mubeen, R., Han, D., Abbas, J., Álvarez-Otero, S., & Sial, M. S. (2021). The relationship between CEO duality and business firms' performance: the moderating role of firm size and corporate social responsibility. *Frontiers in psychology*, 12, 669715. doi: 10.3389/fpsyg.2021.669715
- Mukherjee, T., & Sen, S. S. (2019). Impact of corporate governance on corporate sustainable growth. *International Research Journal of Business Studies*, 12(2), 167-184.
- Palaniappan, G. (2017). Determinants of corporate financial performance relating to board characteristics of corporate governance in Indian manufacturing industry: An empirical study. *European Journal of Management and Business Economics*, 26(1), 67-85.
- Sarpong-Danquah, B., Gyimah, P., Afriyie, R. O., & Asiamah, A. (2018). Corporate governance and firm performance: An empirical analysis of manufacturing listed firms in Ghana. *Accounting and Finance Research*, 7(3), 111-118.
- Song, H. J., & Kang, K. H. (2019). The moderating effect of CEO duality on the relationship between geographic diversification and firm performance in the US lodging industry. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 31(3), 1488-1504.
- Suttipun, M. (2021). The influence of board composition on environmental, social and governance (ESG) disclosure of Thai listed companies. *International Journal of Disclosure and Governance*, 18(4), 391-402.
- Tabachnick, B. G., & Fidell, L. S. (2001). *SAS for Windows workbook for Tabachnick and Fidell: Using multivariate statistics* (4th ed.). Boston, MA.: Allyn and Bacon.
- Vairavan, A., & Zhang, G. P. (2020). Does a diverse board matter? A mediation analysis of board racial diversity and firm performance. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 20(7), 1223-1241.
- Zhu, C., Husnain, M., Ullah, S., Khan, M. T., & Ali, W. (2022). Gender diversity and firms' sustainable performance: moderating role of CEO duality in emerging equity market. *Sustainability*, 14(12), 7177. doi: 10.3390/su14127177