

ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการกับความมั่นคงทางการเงิน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ธนกร ธนาพล^{1*} และ วศินี ธรรมศิริ²

¹บริษัท เอสทีเอ แอคเคาติ้ง แอนด์ คอนซัลติ้ง จำกัด

²คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

*Thanakorn.tnph@gmail.com

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับความมั่นคงทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยวัดความมั่นคงทางการเงินด้วยดัชนี Piotroski F-Score ซึ่งประกอบด้วยตัวชี้วัดทางบัญชี 9 ตัว ครอบคลุม 3 มิติหลัก ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร (profitability) สภาพคล่องและโครงสร้างเงินทุน (liquidity and leverage) และประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (operating efficiency) คุณลักษณะของคณะกรรมการที่นำมาศึกษา ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระ การควมตำแหน่งประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO duality) สัดส่วนกรรมการเพศหญิงในคณะกรรมการ และจำนวนครั้งที่มีการประชุมคณะกรรมการต่อปี โดยมีตัวแปรควบคุมคือขนาดและอายุของบริษัท

การวิเคราะห์ข้อมูลใช้วิธีการถดถอยพหุคูณ (multiple regression analysis) โดยใช้ตัวอย่างคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ปีที่ศึกษาคือ 2566-2567 โดยรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี และฐานข้อมูล LSEG รวมจำนวนทั้งสิ้น 655 บริษัท รวมกลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,310 ตัวอย่าง ผลการศึกษาพบว่าขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่า F-Score โดยสมการมีค่า R-square 0.066 สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่มีจำนวนกรรมการมากกว่าอาจมีความหลากหลายด้านความรู้และประสบการณ์ ส่งผลให้มีความมั่นคงทางการเงินสูงขึ้น ขณะเดียวกัน พบว่าจำนวนครั้งที่มีการประชุมคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่า F-Score ซึ่งอาจบ่งชี้ว่าบริษัทที่เผชิญปัญหาความมั่นคงทางการเงินจำเป็นต้องจัดประชุมคณะกรรมการบ่อยกว่าบริษัทอื่น ผลการวิจัยนี้ช่วยเสริมสร้างความเข้าใจเกี่ยวกับบทบาทของคณะกรรมการบริษัทที่มีต่อความมั่นคงทางการเงิน และเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหาร นักลงทุน และหน่วยงานกำกับดูแลในการกำหนดนโยบายด้านธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียน

คำสำคัญ: คุณลักษณะคณะกรรมการ ความมั่นคงทางการเงิน Piotroski F-Score บริษัทจดทะเบียน



The Relationship between Board of Directors' Characteristics and Financial Stability of Firms Listed on the Stock Exchange of Thailand

Thanakorn Thanaphon^{1*} and Wasinee Thammasiri²

¹STA Accounting and Consulting Co., Ltd.

²School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce

*Thanakorn.tnph@gmail.com

Abstract

This study examines the relationship between board of directors' characteristics and the financial stability of firms listed on the Stock Exchange of Thailand. Financial stability is measured using the Piotroski F-Score, which is derived from nine accounting-based indicators covering three key dimensions: profitability, liquidity and leverage, and operating efficiency. The board of directors' characteristics investigated in this study include board size, the proportion of independent directors, CEO duality (where the CEO also serves as the Chair of the Board of Directors), the proportion of female directors on the board of directors, and the frequency of board of directors' meetings per year, with firm size and firm age included as control variables.

Data are analyzed using multiple regression analysis. The sample consists of firms listed on the Stock Exchange of Thailand over the period 2023–2024. The data are collected from firms' annual reports and the LSEG database, yielding a total of 655 firms and 1,310 firm-year observations. The results reveal a statistically significant positive relationship between board size and the Piotroski F-Score (the model has an R-squared value of 0.066), suggesting that firms with a larger board of directors may benefit from a greater diversity of expertise and experience, which contributes to stronger financial stability. In contrast, the frequency of board of directors' meetings is found to have a statistically significant negative relationship with the F-Score. This finding may indicate that firms experiencing lower financial stability tend to convene board of directors' meetings more frequently to address emerging financial concerns. Overall, the findings provide empirical evidence on the role of board of directors' characteristics in explaining financial stability and offer practical implications for corporate governance practices among listed companies, as well as for managers, investors, and regulatory authorities.

Keywords: Board of directors' characteristics, Financial stability, Piotroski F-Score, Listed companies

1. บทนำ

ความมั่นคงทางการเงิน (Financial Stability) คือความสามารถของระบบการเงินในการบริหารจัดการกระแสเงินสด ให้มีสภาพคล่องและกำไรสะสมเพียงพอต่อการรับมือกับความเสียหายหรือวิกฤตการณ์ต่างๆ ที่เกิดขึ้นจากเศรษฐกิจได้อย่างยั่งยืน ความมั่นคงทางการเงินของบริษัทจึงมีความสำคัญ เปรียบเสมือนรากฐานที่ช่วยให้บริษัทสามารถดำเนินธุรกิจได้อย่างต่อเนื่อง โดยไม่หยุดชะงัก รวมถึงเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน และสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย ซึ่งในภาพรวมความมั่นคงทางการเงินของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ยังเป็นตัวขับเคลื่อนสำคัญที่ช่วยประคองระบบเศรษฐกิจของประเทศให้มีความเสถียรภาพและเติบโตได้อย่างมั่นคงอีกด้วย (Kubayevich, 2024) [1]

ด้วยเหตุนี้ แนวคิดเรื่องการใช้ดัชนีชี้วัดความมั่นคงทางการเงินของบริษัทจึงได้รับความสนใจมากขึ้น เครื่องมือหนึ่งที่ได้รับการยอมรับในระดับสากลและมีการนำมาใช้ในงานวิจัยทั่วโลกคือ Piotroski F-Score ซึ่งพัฒนาขึ้นโดย Joseph Piotroski ในปี 2000 เพื่อคัดกรองบริษัทที่พื้นฐานทางการเงินมีความแข็งแกร่ง โดย F-Score มีความโดดเด่นในการรวบรวมเกณฑ์ที่ใช้สำหรับประเมินความมั่นคงของบริษัทจำนวน 9 ข้อที่ครอบคลุมในการวัดคุณภาพทั้ง 3 ด้าน ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) โครงสร้างเงินทุนและสภาพคล่อง (Leverage and Liquidity) และประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Operating Efficiency) การใช้ F-Score จึงช่วยให้นักลงทุนและผู้กำกับดูแลสามารถจำแนกบริษัทที่มีประสิทธิภาพ ออกจากบริษัทที่มีความเสี่ยงทางการเงินสูงได้อย่างแม่นยำ โดยเฉพาะในสภาวะที่ตลาดมีความผันผวน และความไม่แน่นอนอย่างต่อเนื่อง (Piotroski, 2000) [2]

ปัจจัยสำคัญที่เป็นตัวขับเคลื่อนความมั่นคงทางการเงินและกำหนดทิศทางเชิงกลยุทธ์ของบริษัทคือ "คณะกรรมการบริษัท" (Board of Directors) ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้น (ตัวการ) และผู้บริหาร (ตัวแทน) มักนำไปสู่ปัญหาการตัดสินใจที่ไม่สามารถสร้างผลประโยชน์สูงสุดต่อกิจการได้ คณะกรรมการบริษัทจึงถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อทำหน้าที่เป็นกลไกในการตรวจสอบและถ่วงดุลอำนาจของฝ่ายจัดการ คุณลักษณะของคณะกรรมการที่อาจมีความสัมพันธ์กับการดำเนินงานและความมั่นคงของกิจการ อย่างไรก็ตาม ในบริบทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย งานวิจัยส่วนใหญ่มุ่งเน้นไปที่ความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานที่เป็นตัวเงิน เช่น ROA หรือ อัตราผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ แต่ยังมีการศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของคุณลักษณะคณะกรรมการต่อความมั่นคงทางการเงิน ที่วัดโดย F-Score ไม่มากนัก โดยเฉพาะในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจและการเปลี่ยนแปลงผ่านทางเทคโนโลยี ความเข้าใจในประเด็นนี้มีความสำคัญอย่างยิ่ง เพราะหากคณะกรรมการสามารถบริหารจัดการให้บริษัทมีค่า F-Score ที่สูงได้ ย่อมหมายถึงความสามารถในการรักษาเสถียรภาพของกระแสเงินสดและการบริหารจัดการสินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ โดยงานวิจัยนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อหาความสัมพันธ์ของคุณลักษณะของคณะกรรมการกับความมั่นคงทางการเงิน (F-Score) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่นำเสนอโดย Meckling, W.H. และ Jensen, M. C. (1976) [3] ได้อธิบายถึงความสัมพันธ์ตัวแทนที่เกิดขึ้นภายใต้สัญญาระหว่างตัวการ (Principal) คือ ผู้ถือหุ้น โดยตัวการได้จ้างและจ่ายค่าตอบแทนตัวแทนให้เข้ามาดำเนินงาน และมีการมอบอำนาจในการตัดสินใจให้แก่ตัวแทน ซึ่งตัวแทน (Agent) คือ ผู้บริหาร จะต้องรายงานผลการดำเนินงานฐานะการเงินของกิจการ ทำให้เกิดการแยกการเป็นเจ้าของจากการบริหาร เมื่ออำนาจการตัดสินใจถูกแยกออกจากความเป็นเจ้าของ ตัวแทนจึงมีแนวโน้มที่จะไม่ตัดสินใจเพื่อประโยชน์สูงสุดของตัวการเสมอไป ทั้งนี้ การที่ผู้บริหารปฏิบัติหน้าที่โดยมุ่งเน้นแต่ผลประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น จะก่อให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem)

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2560 (Corporate Governance Code : CG Code) ที่ประกาศโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) โดยเน้นบทบาทและหน้าที่ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท เพื่อเป็นหลักและแนวทางสำหรับคณะกรรมการ ในการกำหนดทิศทางและกำกับดูแลกิจการ โดยมีหลักปฏิบัติพื้นฐานที่สำคัญของการกำกับดูแลกิจการ 8 หลักปฏิบัติ โดยหลักปฏิบัติที่ 1: ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (Establish Clear Leadership Role and Responsibilities of the Board) และหลักปฏิบัติที่ 3 เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ (Strengthen Board Effectiveness) เกี่ยวข้องกับคณะกรรมการบริษัทโดยตรง (Securities and Exchange Commission Thailand 2017) [4]

โครงสร้างคณะกรรมการบริษัท (Board Structure)

โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทเป็นกลไกสำคัญของระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) เนื่องจากคณะกรรมการทำหน้าที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการกำหนดทิศทาง กลยุทธ์ และนโยบายขององค์กร โดยมีหน้าที่ดำเนินการด้วยความรับผิดชอบและคำนึงถึงประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย บทบาทดังกล่าวสะท้อนถึงหน้าที่ในฐานะผู้รับมอบความไว้วางใจ (Fiduciary duty) ที่คณะกรรมการต้องปฏิบัติอย่างรอบคอบและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ เพื่อให้การดำเนินงานของบริษัทเป็นไปอย่างโปร่งใสและสอดคล้องกับหลักธรรมาภิบาล ตามแนวทางของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2560) บทบาทของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้จำกัดอยู่เพียงการกำหนดวิสัยทัศน์หรือกลยุทธ์เท่านั้น แต่ยังครอบคลุมถึงการกำกับดูแลและติดตามการดำเนินงานของฝ่ายจัดการ ตลอดจนการทำหน้าที่เป็นกลไกในการตรวจสอบและถ่วงดุลอำนาจ เพื่อควบคุมการใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหารให้อยู่ภายใต้กรอบของกฎหมาย หลักจริยธรรม และผลประโยชน์ขององค์กรในระยะยาว

แนวคิดและตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท (Firm Performance)

ผลการดำเนินงานของบริษัทเป็นดัชนีที่สะท้อนความสามารถขององค์กรในการบริหารจัดการทรัพยากรเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์เชิงกลยุทธ์ ทั้งในด้านการทำกำไร ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน และความมั่นคงทางการเงิน ในทางการเงิน และการเงิน การประเมินผลการดำเนินงานจึงไม่ได้จำกัดอยู่เพียงผลกำไรเชิงตัวเลขเท่านั้น แต่ต้องพิจารณาความสามารถของบริษัทในการรักษาเสถียรภาพและบริหารความเสี่ยงควบคู่กันไปเพื่อให้เกิดความยั่งยืนของกิจการ สำหรับการศึกษาที่มุ่งเน้นความมั่นคงทางการเงิน การพิจารณาผลการดำเนินงานเพียงมิติของการทำกำไรอาจไม่เพียงพอ จำเป็นต้องพิจารณาคุณภาพของผลการดำเนินงานผ่านตัวชี้วัดด้านสภาพคล่อง โครงสร้างเงินทุน และความสามารถในการชำระหนี้ร่วมด้วย เพื่อสะท้อนระดับความเสี่ยงทางการเงินและความสามารถของบริษัทในการดำเนินธุรกิจได้อย่างต่อเนื่องในระยะยาว (Securities and Exchange Commission Thailand 2017) [4]

โดยสรุป แม้ว่าการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทสามารถพิจารณาได้จากตัวชี้วัดหลายมิติ แต่การศึกษานี้มุ่งเน้นประเด็นด้านความมั่นคงทางการเงิน ซึ่งเกี่ยวข้องโดยตรงกับฐานะทางการเงินและความสามารถในการดำเนินธุรกิจอย่างต่อเนื่องของบริษัท ดังนั้น การเลือกใช้ตัวชี้วัดทางบัญชีที่พัฒนาจากข้อมูลงบการเงิน เช่น Piotroski F-Score จึงมีความเหมาะสม เนื่องจากสามารถสะท้อนความแข็งแกร่งและความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทได้อย่างเป็นรูปธรรม และสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทกับความมั่นคงทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Piotroski (2000) [2] ได้ศึกษาการใช้ข้อมูลจากงบการเงินเพื่อประเมินความแข็งแกร่งทางการเงินของบริษัท โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบว่าการวิเคราะห์ข้อมูลทางบัญชีในอดีตสามารถช่วยแยกบริษัทที่มีสถานะทางการเงินแข็งแกร่งออกจากบริษัทที่มีสถานะทางการเงินอ่อนแอได้หรือไม่ งานวิจัยดังกล่าวใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง ซึ่งเป็นกลุ่มบริษัทที่มักถูกมองว่ามีความเสี่ยงหรือถูกประเมินค่าต่ำ โดยตลาดทุน การศึกษานี้ได้นำข้อมูลจากงบการเงินมาพัฒนาเป็นดัชนี Piotroski F-Score ซึ่งประกอบด้วยตัวชี้วัดทางบัญชีจำนวน 9 ตัว แบ่งออกเป็น 3 มิติหลัก โดยใช้คะแนนรวมเพื่อสะท้อนระดับความแข็งแกร่งทางการเงินของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีค่า F-Score สูงมีผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากการลงทุนที่ดีกว่าบริษัทที่มีค่า F-Score ต่ำอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าข้อมูลจากงบการเงินสามารถสะท้อนคุณภาพและความมั่นคงทางการเงินของบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพ และเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนการใช้ F-Score เป็นเครื่องมือในการประเมินสถานะทางการเงินของบริษัท

Walkshäusl (2020) [5] ได้ศึกษาประสิทธิภาพของการใช้ Piotroski F-Score ในบริบทตลาดทุน ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีคะแนน F-Score สูงมีผลลัพธ์ทางการเงินที่ดีกว่าบริษัทที่มีคะแนนต่ำอย่างสม่ำเสมอ ทั้งในตลาดประเทศพัฒนาแล้วและตลาดเกิดใหม่ และผลดังกล่าวยังคงปรากฏแม้จะมีการควบคุมปัจจัยอื่นที่อาจส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ผลการศึกษาดังกล่าวช่วยยืนยันว่าคะแนน F-Score ไม่ได้จำกัดความสามารถในการใช้งานเฉพาะในบริบทตลาดทุนของสหรัฐอเมริกาเท่านั้น แต่สามารถนำไปใช้ประเมินความแข็งแกร่งและความมั่นคงทางการเงินของบริษัทได้ในบริบทที่หลากหลาย งานวิจัยนี้จึงมีความสำคัญในการสนับสนุนการนำ F-Score มาใช้ในงานวิจัยที่ศึกษาบริษัทในประเทศตลาดเกิดใหม่ ซึ่งมีลักษณะโครงสร้างตลาดทุนและระบบเศรษฐกิจที่แตกต่างจากประเทศพัฒนาแล้ว

Rahman, Sa และ Masud (2021) [6] ได้ศึกษาการคาดการณ์ภาวะปัญหาทางการเงินของบริษัท โดยใช้แบบจำลอง Piotroski F-Score เป็นเครื่องมือในการประเมินความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความเหมาะสมของการใช้ F-Score และองค์ประกอบของ F-Score ในการระบุบริษัทที่มีความเสี่ยงต่อการเข้าสู่ภาวะปัญหาทางการเงิน กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยบริษัทที่ประสบภาวะปัญหาทางการเงินจำนวน 81 บริษัท ซึ่งรวบรวมจากฐานข้อมูล UCLA-LoPucki Bankruptcy Research Database ในช่วงปี 2009–2017 ผลการศึกษาพบว่า F-Score มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับความเสี่ยงในการเข้าสู่ภาวะปัญหาทางการเงิน โดยบริษัทที่มีค่า F-Score ต่ำมีแนวโน้มสูงที่จะประสบปัญหาทางการเงินในอนาคต

Phakdee (2018) [7] ได้ศึกษาผลกระทบของลักษณะคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัยพบว่า การมีชาวต่างชาติในคณะกรรมการ การมีกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญด้านบัญชีการเงินในคณะกรรมการ และการมีกรรมการเพศหญิงในคณะกรรมการ ส่งผลกระทบบ่อยต่อการดำเนินงานในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในทางตรงกันข้ามพบว่าคณะกรรมการจบการศึกษาระดับเอกส่งผลกระทบบ่อยต่อการดำเนินงานในทิศทางลบ ดังนั้น หน่วยงานกำกับดูแล ผู้ถือหุ้น และนักลงทุน ควรพิจารณาถึงคุณลักษณะเฉพาะของคณะกรรมการ ซึ่งอาจทำให้การปฏิบัติงานมีประสิทธิภาพ เพื่อนำไปสู่การสร้างผลการดำเนินงานที่ดีและส่งผลกระทบต่อมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทได้อย่างยั่งยืน

Promtong (2020) [8] ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) โดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) วัดผลการดำเนินงานด้านการบัญชี และ Tobin's Q เพื่อวัดผลการดำเนินงานด้านการตลาด ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท คณะกรรมการอิสระและการมีคณะกรรมการบริหารที่มีความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการบริหารของบริษัทนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัททั้งสองด้าน นอกจากนี้การควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการและ

ประธานบริหารนั้นมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานของบริษัททั้งสองด้าน ส่วนการดำรงตำแหน่งคณะกรรมการอิสระของประธานกรรมการมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานทางการตลาดของบริษัท

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่างานวิจัยในต่างประเทศแสดงหลักฐานว่า Piotroski F-Score เป็นเครื่องมือที่สามารถสะท้อนความแข็งแกร่งและความมั่นคงทางการเงินของบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งในบริบทตลาดทุนของสหรัฐอเมริกาและตลาดระหว่างประเทศ อย่างไรก็ตาม งานวิจัยส่วนใหญ่ยังมุ่งเน้นการใช้ F-Score เพื่ออธิบายผลลัพธ์ทางการเงินหรือภาวะปัญหาทางการเงินของบริษัทเป็นหลัก ขณะที่การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง คุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งเป็นกลไกสำคัญของการกำกับดูแลกิจการกับความมั่นคงทางการเงินของบริษัทโดยใช้ F-Score เป็นตัวแทนยังมีอยู่จำกัด โดยเฉพาะในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษานี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อเติมเต็มช่องว่างดังกล่าว โดยมุ่งศึกษาความสัมพันธ์ของคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับความมั่นคงทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงนำไปสู่สมมติฐานงานวิจัยว่า

H: คุณลักษณะของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับความมั่นคงทางการเงิน (F-Score) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดยมีสมมติฐานย่อยได้แก่

H_{1A}: ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความมั่นคงทางการเงิน

H_{1B}: ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (Board Independence) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความมั่นคงทางการเงิน

H_{1C}: การควบตำแหน่งของประธานกรรมการ (CEO Duality) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความมั่นคงทางการเงิน

H_{1D}: ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ (Independent Chairman) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความมั่นคงทางการเงิน

H_{1E}: สัดส่วนกรรมการเพศหญิง (Female Directors) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความมั่นคงทางการเงิน

H_{1F}: ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ (Board Meeting Frequency) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความมั่นคงทางการเงิน

3. สมการที่ใช้ทดสอบสมมติฐาน

$$F_SCORE_{it} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{it} + \beta_2 BIND_{it} + \beta_3 DUAL_{it} + \beta_4 IDEP_{it} + \beta_5 FEMALE_{it} + \beta_6 MEET_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \epsilon_{it}$$

โดยที่

F_SCORE = คะแนนความมั่นคงทางการเงินของบริษัท (Piotroski, F-SCORE)

ตัวแปรอิสระ

BSIZE = ขนาดคณะกรรมการ วัดจากจำนวนกรรมการทั้งหมด

BIND = ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ วัดจากสัดส่วนของกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด

DUAL = การควบตำแหน่งของประธานกรรมการ วัดค่าโดยถ้าประธานคณะกรรมการดำรงทั้งตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารด้วย แทนค่า 1; อื่นๆ แทนค่า 0

IDEP = ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ วัดค่าโดยถ้าประธานคณะกรรมการเป็นกรรมการอิสระ แทนค่า 1; อื่นๆ แทนค่า 0

FEMALE = กรรมการเพศหญิง วัดจากสัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นเพศหญิงต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด

MEET = ความถี่ในการประชุม วัดจากจำนวนครั้งการประชุมต่อปี

ตัวแปรควบคุม

SIZE = ขนาดของบริษัท จาก Log ของสินทรัพย์รวม

AGE = อายุของบริษัท วัดจากจำนวนปีนับตั้งแต่วันที่เข้าตลาดหลักทรัพย์

E = ค่าความคลาดเคลื่อน

i = บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้ศึกษา

t = ปีที่ต้องการศึกษา พ.ศ. 2566-2567

ตัวแปรตาม Piotroski F-Score

ตัวแปรตามในการศึกษาครั้งนี้ คือ ความมั่นคงทางการเงิน โดยใช้ค่า คะแนน Piotroski F-Score เป็นเครื่องมือทางสถิติที่พัฒนาโดย Joseph Piotroski (2000) [2] เพื่อใช้ประเมินความแข็งแกร่งทางการเงินของบริษัท โดยเฉพาะกลุ่มหุ้นที่มีราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชี (Value Stocks) เพื่อคัดกรองหุ้นที่มีคุณภาพและลดความเสี่ยงจากการลงทุนในบริษัทที่พื้นฐานไม่ดี โดยระบบนี้จะใช้ตัวชี้วัดพื้นฐาน 9 ข้อที่ครอบคลุมในการวัดคุณภาพทั้ง 3 ด้าน ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) โครงสร้างเงินทุนและสภาพคล่อง (Leverage and Liquidity) และประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Operating Efficiency) ซึ่งหากผ่านเกณฑ์ในแต่ละข้อจะได้รับ 1 คะแนน รวมคะแนนเต็ม 9 คะแนน โดยผลการศึกษาพบว่า การลงทุนในหุ้นที่มีคะแนน F-Score สูง (ประมาณ 8-9 คะแนน) มีโอกาสสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากการยืนยันว่าบริษัทมีการเติบโตของกำไร มีกระแสเงินสดที่ดี และมีการบริหารจัดการหนี้สิน รวมถึงสินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพจริง ซึ่งเกณฑ์การเก็บคะแนนมี 9 ข้อดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มากกว่า 0 หรือไม่
2. การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ คือ ROA เพิ่มขึ้นจากปีก่อนหรือไม่
3. กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน มากกว่า 0 หรือไม่
4. กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมากกว่ากำไรสุทธิหรือไม่
5. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ลดลงจากปีก่อนหรือไม่
6. อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio) เพิ่มขึ้นจากปีก่อนหรือไม่
7. ไม่มีการเพิ่มทุนหรือไม่
8. อัตรากำไรขั้นต้น เพิ่มขึ้นจากปีก่อนหรือไม่
9. อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Asset turnover) เพิ่มขึ้นจากปีก่อนหรือไม่

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ประกอบด้วย

1. ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) วัดจากจำนวนกรรมการทั้งหมดที่มีชื่ออยู่ในทะเบียน ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี บริษัทควรมีคณะกรรมการในจำนวนที่เหมาะสม โดยมีขนาดที่ไม่ใหญ่หรือเล็กจนเกินไป สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้เกิดความรวดเร็วในการตัดสินใจ ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้น แนะนำให้ควรมีจำนวนกรรมการไม่น้อยกว่า 5 คน และไม่ควรเกิน 12 คน ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับขนาด ประเภท และความซับซ้อนของธุรกิจ (Securities and Exchange Commission Thailand 2017) [4] การมีคณะกรรมการขนาดใหญ่จะนำมาซึ่งความหลากหลายของความคิดเห็น และช่วยกระจายความเสี่ยงในการตัดสินใจ ที่ลดโอกาสในการผิดพลาดของการปฏิบัติงาน จากการศึกษาของ Akpan & Amran (2014, อ้างถึงใน Promtong 2020) [8] พบว่าขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

2. ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (Board Independence) วัดจากสัดส่วนของกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด ตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต้องมีกรรมการ

อิสระอย่างน้อยหนึ่งในสามของจำนวนกรรมการทั้งหมด (Securities and Exchange Commission Thailand 2017) [4] กรรมการอิสระมีบทบาทสำคัญภายใต้ทฤษฎีตัวแทนในการตรวจสอบฝ่ายจัดการ โดยเฉพาะในเรื่องความโปร่งใสของรายงานทางการเงินและความเสี่ยงทางการเงิน บริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระสูงอาจถูกคาดหวังว่าจะมีคุณภาพกำไรสูง

3. การคว่ำตำแหน่งของประธานกรรมการ (CEO Duality) วัดค่าโดยใช้ตัวแปรหุ่น โดยให้ค่าเป็น 1 หากบุคคลคนเดียวดำรงทั้งตำแหน่งประธานคณะกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และให้ค่าเป็น 0 หากมีการแยกตำแหน่งออกจากกัน ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี คณะกรรมการควรกำหนดอำนาจหน้าที่ของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการใหญ่ให้ชัดเจน และเพื่อไม่ให้คนใดคนหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด ควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการออกจากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการใหญ่ (Securities and Exchange Commission Thailand 2017) [4] เนื่องจากการคว่ำตำแหน่งมักถูกมองว่าเป็นการรวมอำนาจไว้ที่บุคคลเดียว ซึ่งอาจนำไปสู่การตัดสินใจที่เอื้อประโยชน์ต่อฝ่ายจัดการมากกว่าความมั่นคงระยะยาวของบริษัท

4. ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ (Independent Chairman) วัดค่าโดยใช้ตัวแปรหุ่นโดยให้ค่าเป็น 1 หากประธานคณะกรรมการเป็นกรรมการอิสระ และให้ค่าเป็น 0 หากประธานคณะกรรมการไม่เป็นกรรมการอิสระ ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี คณะกรรมการควรเลือกบุคคลที่เหมาะสมเป็นประธานกรรมการ โดยประธานกรรมการควรเป็นกรรมการอิสระ และดูให้มั่นใจว่า องค์ประกอบและการดำเนินงานของคณะกรรมการเอื้อต่อการใช้ดุลพินิจในการตัดสินใจอย่างมีอิสระ (Securities and Exchange Commission Thailand 2017) [4]

5. สัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นเพศหญิง (Female Directors) วัดจากสัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นเพศหญิง การมีสัดส่วนเพศที่หลากหลายนำไปสู่มุมมองที่แตกต่างกัน อาจทำให้กระบวนการตัดสินใจมีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยงานวิจัยของ Pimpare & Suksonghong (2019) [9] พบว่าสัดส่วนกรรมการเพศหญิงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยเฉพาะกรรมการเพศหญิงที่มีภูมิแนวมความระมัดระวังทางการเงินที่สูง และมีการเข้าประชุมที่สม่ำเสมอว่า

6. ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ (Board Meeting Frequency) วัดจากจำนวนครั้งที่มีการจัดการประชุมคณะกรรมการบริษัทในรอบปี ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการควรพิจารณาให้เหมาะสมกับภาระหน้าที่และความรับผิดชอบของคณะกรรมการและลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัท แต่ไม่ควรน้อยกว่า 6 ครั้งต่อปี (Securities and Exchange Commission Thailand 2017) [4] ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ จะถูกใช้เป็นตัวชี้วัดของความมุ่งมั่นและความเอาใจใส่ของคณะกรรมการ จำนวนการประชุมที่สูง อาจสะท้อนถึงความกระตือรือร้นและความเอาใจใส่ของคณะกรรมการในการติดตามผลการดำเนินงาน โดยงานวิจัยของ สุธิดา เสมอภาค พบว่าจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการส่งผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน เนื่องจากการประชุมเป็นช่องทางหลักให้กรรมการได้มีส่วนร่วมในการแสดงความคิดเห็นและกำกับดูแลการดำเนินงานให้เป็นไปตามเป้าหมายขององค์กร รวมถึงช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการตัดสินใจ (Smoephark, 2022) [10]

ตัวแปรควบคุม (Control Variables) ประกอบด้วย

1. ขนาดของบริษัท (Firm Size) วัดจากลอการิทึมฐานธรรมชาติของสินทรัพย์รวม จากการศึกษาในงานวิจัยก่อนหน้านี้พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงาน เมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่ ทำให้เกิดโครงสร้างการบริหารที่ซับซ้อน รวมถึงค่าใช้จ่ายในการประสานงานที่สูงเกินความจำเป็น ทำให้เกิดต้นทุนการบริหารงานที่สูงขึ้น ยังส่งผลให้กระบวนการตัดสินใจและการตอบสนองต่อตลาดมีความล่าช้า ซึ่งกระทบต่อประสิทธิภาพโดยรวม (Chatromyen, 2015) [11]

2. อายุของบริษัท (Firm Age) วัดจากจำนวนปีนับตั้งแต่จดทะเบียนจัดตั้งบริษัทหรือจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ บริษัทที่ก่อตั้งมานานมักจะมีกระบวนการทำงานที่มีความมั่นคงทางการเงินสูงกว่าบริษัทที่เพิ่งก่อตั้ง จากการศึกษาในงานวิจัยก่อนหน้านี้พบว่า ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจะลดลงอย่างต่อเนื่องเมื่อบริษัทมีอายุมากขึ้น สังเกตได้จากอัตรากำไร

และมูลค่ากิจการ ที่ลดลง โดยผลกระทบนี้เกิดจากปัจจัยของขนาดของบริษัท อายุของผู้บริหาร และลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรม จึงชี้ให้เห็นว่าอายุของบริษัทเป็นอุปสรรคสำคัญต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานในระยะยาว (Loderer and Waelchli, 2010) [12]

4. ประชากร กลุ่มตัวอย่าง และการเก็บรวบรวมข้อมูล

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2566 และ 2567 โดยกลุ่มตัวอย่างไม่รวมบริษัทที่อยู่ในหมวดพื้นฟูกิจการ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กลุ่มกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนและบริษัทที่ไม่ได้มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม ทำให้มีจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษารวมทั้งสิ้นจำนวน 655 บริษัท คิดเป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 1,310 ตัวอย่าง โดยการเก็บข้อมูลระยะเวลา 2 ปีจะทำให้เห็นการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานของกลุ่ม การศึกษานี้ดำเนินการเก็บข้อมูลจากแหล่งข้อมูลแบบหัตถิยภูมิโดยเลือกใช้ข้อมูลในรายงานประจำปี แบบ 56-1 One Report งบการเงินประจำปี จากฐานข้อมูล London Stock Exchange Group Workspace (LSEG) และเว็บไซต์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5. ผลการวิจัย

ตารางที่ 1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาของตัวแปร

Variable	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
F_SCORE	1,310	0.000	9.000	5.480	1.972
BSIZE	1,310	5.000	17.000	9.240	2.079
BIND	1,310	0.250	0.909	0.406	0.082
DUAL	1,310	0.000	1.000	0.040	0.190
IDEP	1,310	0.000	1.000	0.610	0.487
FEMALE	1,310	0.000	0.714	0.241	0.136
MEET	1,310	4.000	25.000	6.980	2.750
SIZE	1,310	18.410	28.870	22.279	1.607
AGE	1,310	1.000	49.000	17.250	11.981

จากตารางที่ 1 พบว่า ตัวแปรตาม (Dependent Variables) คือ ความมั่นคงทางการเงินของบริษัท (F_SCORE) ที่วัดจากคะแนน F-Score จำนวน 9 ตัวชี้วัดของกลุ่มตัวอย่าง มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 5.480 จากคะแนนเต็ม 9 คะแนน และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.972

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson's Correlation and Spearman's Correlation)

Variable	F_SCORE	BSIZE	BIND	DUAL	IDEP	FEMALE	MEET	SIZE	AGE
F_SCORE	1	.139**	-.052	.022	-.075**	.006	-.146**	.045	.055*
BSIZE	.142**	1	-.113**	-.074**	-.171**	-.158**	.307**	.604**	.293**
BIND	-.058*	-.308**	1	.038	.116**	.021	.243**	.141**	-.056*
DUAL	.022	-.062*	.010	1	-.248**	.034	-.032	-.010	.059*
IDEP	-.075**	-.179**	.172**	-.248**	1	.045	-.072**	-.191**	-.291**
FEMALE	-.004	-.213**	.056*	.053	.060*	1	-.090**	-.202**	-.082**
MEET	-.160**	-.274**	.091**	-.041	-.065*	-.065*	1	.436**	.170**
SIZE	.030	.576**	-.030	.005	-.222**	-.223**	.413**	1	.233**
AGE	.054	.288**	-.139**	.077**	-.297**	-.123**	.152**	.243**	1

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed) , * . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed) Pearson แสดงผลด้านขวาบน Spearman แสดงผลด้านซ้ายล่าง

จากตารางที่ 2 แสดงการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรจากค่าสหสัมพันธ์ Pearson และ Spearman จะเห็นว่า ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับความมั่นคงทางการเงิน (F-Score) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ขณะที่ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ (IDEP) และความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ (MEET) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ส่วนตัวแปรการคว่ำตำแหน่งของประธาน (DUAL) และสัดส่วนกรรมการเพศหญิง (FEMALE) ไม่พบความสัมพันธ์กับความมั่นคงทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทางสถิติ การตรวจสอบปัญหาพหุสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) จากการพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมด้วยตนเอง พบว่าค่าสหสัมพันธ์สูงสุดคือ ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZE) และ ขนาดของบริษัท (SIZE) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .604 (Pearson) และ .576 (Spearman) ผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบความเหมาะสมของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมซ้ำ โดยใช้ค่าดัชนี Tolerance และ VIF ซึ่งเป็นเกณฑ์มาตรฐานในการประเมินระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยค่า Tolerance ที่ต่ำกว่า 0.10 อาจบ่งชี้ถึงความเป็นไปได้ของปัญหา Multicollinearity และค่า VIF ที่สูงกว่า 10 ถือว่าเริ่มมีความเสี่ยงของความสัมพันธ์กันเองในระดับสูงระหว่างตัวแปรอิสระ ซึ่งการวิเคราะห์นี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้มั่นใจว่าผลการวิจัยที่พบไม่เกิดความคลาดเคลื่อนอันเป็นผลมาจากปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม ตามที่แสดงในตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression) ของคุณลักษณะของคณะกรรมการกับความมั่นคงทางการเงิน (F-Score)

Variable	Coefficients	Std. Error	T-Statistics	Sig.
(Constant)	4.218	0.869	4.855	<.001
BSIZE	0.184	0.034	5.423	<.001
BIND	0.700	0.701	0.999	0.318
DUAL	0.139	0.291	0.478	0.633
IDEP	-0.206	0.119	-1.724	0.085
FEMALE	0.300	0.400	0.751	0.453
MEET	-0.159	0.022	-7.210	<.001
SIZE	0.013	0.045	0.285	0.776
AGE	0.003	0.005	0.661	0.509
YEAR	0.190	0.106	1.796	0.073
N	1,310			
R Square	0.066		F-test	10.217
Adjusted R Square	0.060		Sig.	<.001

จากการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความมั่นคงทางการเงิน (F-Score) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (B) เท่ากับ 0.184 ซึ่งแสดงว่า เมื่อบริษัทมีจำนวนกรรมการเพิ่มขึ้น 1 คน จะส่งผลให้ค่าความมั่นคงทางการเงินเพิ่มขึ้น 0.184 คะแนน นอกจากนี้ยังพบว่า จำนวนครั้งการประชุม (MEET) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความมั่นคงทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (B) เท่ากับ -0.159 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการสูง มีแนวโน้มที่จะมีความมั่นคงทางการเงินในระดับที่ต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งในเบื้องต้นอาจตีความได้ว่าการประชุมที่บ่อยครั้งไม่ได้ช่วยส่งเสริมผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ อย่างไรก็ตาม ผลลัพธ์ดังกล่าวอาจสะท้อนปัญหาความเป็นเหตุเป็นผลย้อนกลับ (reverse causality) กล่าวคือ บริษัทที่กำลังเผชิญปัญหาด้านผลการดำเนินงานหรือความมั่นคงทางการเงินอาจจำเป็นต้องจัดประชุมคณะกรรมการบ่อยขึ้นเพื่อติดตามและแก้ไขสถานการณ์ ส่งผลให้พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างจำนวนครั้งการประชุมและค่า Piotroski F-Score ทั้งนี้ แบบจำลองมีค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.060 แสดงว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาสามารถอธิบายความผันแปรของค่า Piotroski F-Score ได้ประมาณร้อยละ 6 แสดงว่าความมั่นคงทางการเงินได้รับอิทธิพลจากปัจจัยอื่นซึ่งไม่ได้รวมอยู่ในแบบจำลองนี้

ตัวแปรที่ไม่พบหลักฐานทางสถิติว่ามีความสัมพันธ์กับความมั่นคงทางการเงินได้แก่ตัวแปรด้านความเป็นอิสระทั้ง 3 ตัวแปร และสัดส่วนกรรมการเพศหญิงในคณะกรรมการ ซึ่งอาจอธิบายได้ว่าปัจจัยอื่น เช่น ประสิทธิภาพของระบบการควบคุมภายใน คุณภาพของระบบบริหารความเสี่ยง ตลอดจนความรู้ ความสามารถ ประสบการณ์ และความเชี่ยวชาญของกรรมการในการกำกับดูแลและตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ อาจมีบทบาทต่อความมั่นคงของกิจการ มากกว่าความเป็นอิสระหรือความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการเพียงอย่างเดียว นอกจากนี้ ในบริบทของประเทศไทยที่หลายกิจการมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวและมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นผู้กำกับดูแลกิจการอย่างใกล้ชิด บทบาทของกรรมการอิสระหรือการแยกตำแหน่งประธานกรรมการอาจไม่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินอย่างเด่นชัด เนื่องจากกระบวนการกำกับดูแลอาจได้รับอิทธิพลจากกลไกการควบคุมภายในองค์กรอยู่แล้ว

6. สรุปผลการวิจัย

จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับความมั่นคงทางการเงิน (F-Score) บริษัทที่มีจำนวนกรรมการมาก มีความมั่นคงทางการเงินสูงกว่าบริษัทที่มีจำนวนกรรมการน้อยกว่า ในขณะที่จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับความมั่นคงทางการเงิน การประชุมของคณะกรรมการที่บ่อยครั้ง อาจแสดงถึงปัญหาของบริษัทที่เพิ่มขึ้นหรือเป็นผลมาจากสภาวะวิกฤตที่บริษัทกำลังเผชิญอยู่ คณะกรรมการจึงจำเป็นต้องเพิ่มความถี่ในการประชุมเพื่อติดตามสถานการณ์ ประเมินความเสี่ยง และหาแนวทางแก้ไขปัญหาดังกล่าว ส่งผลให้จำนวนครั้งการประชุมที่สูงในกลุ่มบริษัทที่มีความมั่นคงทางการเงินต่ำ ในขณะที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่วัดค่าความเป็นอิสระของคณะกรรมการและสัดส่วนกรรมการเพศหญิงในคณะกรรมการ

7. อภิปรายผลการวิจัย

ผลการศึกษาซึ่งพบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับความมั่นคงทางการเงิน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Akpan & Amran (2014) [13] ที่พบว่าขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ หมายความว่าบริษัทที่มีจำนวนคณะกรรมการในขนาดที่เหมาะสมและมีเพียงพอ จะทำให้บริษัทมีความหลากหลายขององค์ความรู้ ทักษะและประสบการณ์ที่รอบด้าน ตลอดจนสายสัมพันธ์ทางธุรกิจ (Business Connection) ที่กว้างขวาง ซึ่งเป็นปัจจัยที่ช่วยเพิ่มศักยภาพในการกำกับดูแล การตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ และการบริหารจัดการ ความเสี่ยงทางการเงินให้มีความละเอียดรอบคอบและมีประสิทธิภาพสูงสุด ส่งผลให้กิจการสามารถรักษาสมดุลทางการเงิน และเสริมสร้างเสถียรภาพจนสะท้อนออกมาเป็นค่าคะแนนความมั่นคงทางการเงิน (F-Score) ที่สูงขึ้น

ผลการศึกษาที่ว่า จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับความมั่นคงทางการเงิน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Vafeas (1999) [14] ที่พบว่าคณะกรรมการมักจะเพิ่มความพยายามในการกำกับการดูแลผ่านการประชุมที่ถี่ขึ้นเพื่อตอบสนองต่อผลการดำเนินงานที่ย่ำแย่ลง นอกจากนี้ ความสัมพันธ์ในทิศทางลบดังกล่าว อาจมีคำอธิบายเพิ่มเติมอีกประการหนึ่ง คือ การที่คณะกรรมการมีการประชุมบ่อยครั้งอาจเกิดจากมีประเด็นปัญหาที่ซับซ้อนและไม่สามารถหาข้อสรุปที่ชัดเจนได้ในระยะเวลาที่เหมาะสม ส่งผลให้กระบวนการแก้ปัญหาหรือการปฏิบัติงานเกิดความล่าช้า และทำให้ประสิทธิภาพของการดำเนินงานลดลง โดยความสัมพันธ์ด้านลบดังกล่าว สอดคล้องกับงานวิจัยของ Wongsathap & Chancharat (2021) [15] ที่พบว่าจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เนื่องจากบริษัทที่มีปัญหาด้านการดำเนินงานหรือประเด็นที่ต้องหาข้อสรุปมักจะมีการประชุมที่บ่อยครั้งขึ้นเพื่อหาทางออกให้แก่ธุรกิจ

8. ข้อจำกัดในงานวิจัย

ค่า F-Score มีลักษณะเป็นข้อมูลเชิงลำดับและมีค่าจำกัดอยู่ระหว่าง 0 ถึง 9 ซึ่งอาจมีข้อจำกัดในการอธิบายความสัมพันธ์ด้วยแบบจำลองเชิงเส้น ดังนั้น การวิจัยในอนาคตอาจพิจารณาใช้แบบจำลองทางสถิติที่เหมาะสมกับลักษณะข้อมูลดังกล่าวมากขึ้น เช่น Ordered Logistic Regression นอกจากนี้ งานวิจัยฉบับนี้มีข้อจำกัดด้านปัญหาความเป็นเหตุเป็นผลย้อนกลับ (reverse causality) โดยเฉพาะในความสัมพันธ์ระหว่างความถี่การประชุมคณะกรรมการบริษัทย่อยและค่า Piotroski F-Score ซึ่งอาจเกิดจากบริษัทที่มีผลการดำเนินงานต่ำจัดประชุมบ่อยขึ้น มากกว่าการประชุมบ่อยเป็นสาเหตุให้ผลการดำเนินงานลดลง ดังนั้น ผลการศึกษาคควรตีความในฐานะความสัมพันธ์ (association) มากกว่าความสัมพันธ์เชิงเหตุและผล (causal relationship) และเนื่องจากค่า R-Square ในงานวิจัยมีค่าต่ำ การศึกษาในอนาคตอาจพิจารณาศึกษาเฉพาะรายอุตสาหกรรมและเพิ่มจำนวนปีที่ใช้ในการศึกษา



9. เอกสารอ้างอิง

- [1] Kubayevich, K. (2024). Current analysis and current issues of ensuring the financial stability of the banking system in Uzbekistan. *European Journal of Business Startups and Open Society*, 4(3), 169–176.
- [2] Piotroski, J. D. (2000). Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers. *Journal of Accounting Research*, 38(Supplement), 1–41.
- [3] Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). Theory of the Firm. Managerial behavior, agency costs and ownership structure, 3(4), 305–360.
- [4] Securities and Exchange Commission Thailand. (2017). Corporate governance code for listed companies 2017. Retrieved from <http://www.cgthailand.org>
- [5] Walkshäusl, C. (2020). Piotroski's F-Score: International evidence. *Journal of Asset Management*, 21(2), 106–118.
- [6] Rahman, M., Sa, C. L., and Masud, M. A. K. (2021). Predicting firms' financial distress: An empirical analysis using the F-Score model. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(5), 199.
- [7] Phakdee, A. (2018). The effect of board characteristics on firm performance of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Valaya Alongkorn Rajabhat University Research and Development Journal under the Royal Patronage*, 13(1), 164–175.
- [8] Promtong, N. (2020). Relationship between board characteristics and performance of listed companies of the Market for Alternative Investment. *KKBS Journal of Business Administration and Accountancy*, 117–136.
- [9] Pimpare, W., & Saksonghong, K. (2019). The relationship between board demographic diversity and firm performance. *Journal of Liberal Arts and Management Science, Kasetsart University*, 6(2), 9–26.
- [10] Smoeophark, S. (2022). The relationship between board of directors structure and firm value (Tobin's Q) of listed companies: Information and communication technology sector. Master's thesis, Thammasat University
- [11] Chatromyen, T. (2015). The relationship between corporate governance and firm performance: Empirical evidence of Thai listed companies (SET100). Master's thesis, Thammasat University.
- [12] Loderer, C., & Waelchli, U. (2010). Firm age and performance (MPRA Paper No. 26450). University Library of Munich.
- [13] Akpan, E. O., & Amran, N. A. (2014). Board characteristics and company performance: Evidence from
- [14] Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113–142.
- [15] Wongsathep, J., & Chancharat, N. (2021). Board structure and the performance of listed companies in service sectors of the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Modern Learning Development*, 6(1), 174–184.