

ความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายด้านประชากรศาสตร์ของ
คณะกรรมการบริหารและผลการดำเนินงานของกิจการ
The Relationship between Board Demographic Diversity and
Firm Performance

วัลลี พิมแพร์^{1*}

การุณ สุขสองห้อง²

Wanlee Pimpare^{1*}

Karoon Suksonghong²

(Received: December 20, 2018; Revised: January 15, 2019; Accepted: May 31, 2019)

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายด้านประชากรศาสตร์ของคณะกรรมการบริหารต่อผลการดำเนินงานของกิจการ โดยได้ทำการศึกษากับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 101 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2556-2560 ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มที่กำลังอยู่ในระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน และกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) โดยเก็บรวบรวมผลข้อมูลจากระบบฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์ (SET SMART) วิเคราะห์ผลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปวิเคราะห์ข้อมูลเชิงเศรษฐมิติในการทดสอบสมมติฐาน จากผลการศึกษาพบว่า 2 ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการประกอบด้วย สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารผู้หญิง และค่าเฉลี่ยอายุของคณะกรรมการบริหารเมื่อวัดผลการดำเนินงานด้วยตัวชี้วัดทางการตลาด ในขณะที่สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารต่างชาติ สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารอิสระ และการควมรวมตำแหน่งระหว่างประธานฝ่ายบริหารและประธานกรรมการ ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการเมื่อวัดผลการดำเนินงานของกิจการโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นและตัวชี้วัดทางการตลาด

คำสำคัญ: ความหลากหลายด้านประชากรศาสตร์ คณะกรรมการบริหาร ผลการดำเนินงานของกิจการ

Abstract

This research aims to study the relationship between board diversity (women directors, directors' age, foreigner directors, board independence and CEO duality) on firm performance (return on assets, return on equity and Tobin's Q). By making the use of 101 samples of listed companies from 2013 to 2017 which excluded financial sectors and real estate funds, the group of undergoing operation rehabilitation and market for alternative investment (mai) that are in the Stock Exchange of Thailand (SET). The collecting data are from

¹ นักศึกษาปริญญาโท สาขาการบัญชีและการเงิน คณะการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา

² อาจารย์ประจำสาขาการบัญชีและการเงิน คณะการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา

* E-mail: anassistant@hotmail.com

an online database provided by SET Market Analysis and Reporting Tool (SET SMART). The data were analyzed by the econometric analysis program for testing all of the hypothesis. This study found that only two variables have a positive relationship on firm performance which is the women directors while measuring by return on equity and the director's age when measured by Tobin's Q. However, the foreigner directors, board independence and CEO duality have no relationship toward firm performance which measured by return on asset, return on equity and Tobin's Q.

Keywords: Demographic Diversity, Board of Director, Firm Performance

1. บทนำ

ปัจจุบันธุรกิจในประเทศไทยได้รับความสนใจจากนักลงทุนไทย และนักลงทุนต่างชาติสำหรับการลงทุนในธุรกิจหลากหลายประเภท ดังนั้น ในการบริหารกิจการจึงจำเป็นต้องใช้ความรู้และความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านและประสบการณ์ที่หลากหลายแตกต่างกันตามประเภทของธุรกิจ ดังนั้น ความหลากหลายทางด้านประชากรศาสตร์ของคณะกรรมการบริหาร (Board diversity) จึงเป็นเรื่องสำคัญเมื่อคำนึงถึงผลการดำเนินงานของกิจการ ความหลากหลายในด้านประชากรศาสตร์ ทำให้เพิ่มศักยภาพในการแข่งขันทางด้านสินค้าและบริการ มีการสร้างสรรค์นวัตกรรมทางด้านเทคโนโลยี การบริหารจัดการ และทรัพย์สินทางปัญญาแบบใหม่ นอกจากนี้ยังช่วยพัฒนาผลประโยชน์ของกิจการให้สูงขึ้น ทำให้เศรษฐกิจเจริญเติบโต บุคคลที่ได้รับเลือกเข้ามาเป็นคณะกรรมการบริหารของบริษัทควรเป็นผู้มีความรู้และมีความสามารถ มีทักษะและประสบการณ์ที่หลากหลาย มีอำนาจการตัดสินใจและบริหารงานได้อย่างเป็นอิสระ เหมาะสมกับความต้องการของบริษัท (Jhunjhunwala & Mishra, 2012) ความหลากหลายทางด้านประชากรศาสตร์ของคณะกรรมการบริหาร (Board diversity) สามารถจำแนกได้ตาม คุณลักษณะ ดังเช่น เพศ ศาสนา ความสามารถ ทักษะทางกายภาพและจิตใจ ความแตกต่าง ด้านสัญชาติ อายุ รวมทั้งความสนใจที่หลากหลายของผู้มีส่วนได้เสีย และการกำหนดกฎรั่วมกันภายในองค์กร (Ferreira, 2010; Embrick, 2011; Kramar, 2012; Mahadeo et al., 2012) และยังสามารถพิจารณาจากการควรรวมตำแหน่งของประธานฝ่ายบริหารและประธานคณะกรรมการ (CEO Duality) สัดส่วนจำนวนของคณะกรรมการบริหารต่างชาติ (Foreigner directors) และคณะกรรมการบริหารอิสระ (Board independence) (Hafsi & Turgut, 2013)

ในหลายประเทศได้มีการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายทางด้านประชากรศาสตร์ของคณะกรรมการและผลดำเนินงานของกิจการเพิ่มมากขึ้น โดยใช้ตัวแปรที่หลากหลายแตกต่างกัน ยกตัวอย่างเช่น ผลการศึกษาของ Garcia-Meca et al. (2015) ได้ศึกษาเกี่ยวกับเรื่องนี้ โดยใช้กลุ่มประชากรจาก ทั้งหมดเก้าประเทศ ซึ่งผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า คณะกรรมการบริหารผู้หญิงมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ทำให้ผลของการดำเนินงานนั้นดีขึ้น มีความเป็นอิสระและยังสามารถนำความรู้ความชำนาญที่หลากหลายในด้านต่างๆ มาปรับใช้ให้กับบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Carter, 2003; Erhardt, 2003; Walt, 2003) นอกจากนี้ อายุของคณะกรรมการบริหารก็เป็นอีกหนึ่งในการศึกษาในเรื่องของความหลากหลายในประเทศเกาหลี โดยวัดจากค่าเฉลี่ยอายุด้วยเช่นกัน แสดงให้เห็นว่าความอาวุโสของคณะกรรมการบริหารมีผลในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการในการสร้างมูลค่าของบริษัท นอกจากนี้ยังพบว่า ความอาวุโสจะสามารถบ่งบอกถึงความรู้ ความ

ชำนาญ ประสพการณ์และความสามารถของแต่ละปัจเจกบุคคลได้ จึงนำมาสู่ผลดีแกกิจการ (Cheng, 2010; Kim, 2010; Tingli, 2017)

ในขณะที่งานวิจัยอีกจำนวนหนึ่งได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของกิจการและความหลากหลายด้านประชากรศาสตร์ในมุมมองอื่นแตกต่างออกไป โดยศึกษาในด้านของสัญชาติ ดังเช่น ผลการวิจัยของ Carter (2003) และ Hornett (2015) ซึ่งวัดจากสัดส่วนของคณะกรรมการบริหารต่างชาติ พบความสัมพันธ์เชิงบวก เนื่องจากการมีอยู่ของคณะกรรมการบริหารต่างชาติ ช่วยให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีขึ้นเนื่องจากความรู้และประสบการณ์ภูมิหลังเหล่านั้น สามารถนำมาประยุกต์ใช้ในการบริหารวางแผนและในการตัดสินใจในการดำเนินงานซึ่งจะสามารถเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัทและนำมาสู่การทำกำไรให้กับบริษัท นำมาสู่ผลการดำเนินงานที่ดี (Masulis, 2012) ในด้านของคณะกรรมการบริหารอิสระ ในงานวิจัยต่างๆ แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ในเชิงบวกเนื่องจากกรรมการบริหารอิสระมีความรู้ ความชำนาญเชี่ยวชาญเฉพาะด้านมากกว่ากรรมการภายในบริษัท และมีประสบการณ์ค่อนข้างมากจึงทำให้เป็นผลดีต่อบริษัท กรรมการบริหารอิสระจะช่วยสร้างความสมดุลระหว่างคณะกรรมการและการบริหารจัดการ (Hermalin, 1991; Hillman, 2003; Kula, 2005) และการศึกษาในเรื่องความหลากหลายด้านประชากรด้านสุดท้าย ก็คือตำแหน่งของประธานฝ่ายบริหารและประธานคณะกรรมการ ในผลการวิจัยของ Bhagat (2001) พบว่า การควบตำแหน่งระหว่างประธานคณะกรรมการและผู้บริหารสูงสุดทำให้เกิดการบริหารอย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผลในสถานะผู้นำของบริษัท และยังสามารถสร้างและเพิ่มมูลค่าของผู้ถือหุ้นได้อย่างสูงสุด อีกทั้งยังทำให้เกิดการลดต้นทุนด้านการถ่ายโอนย้ายข้อมูลระหว่างผู้บริหารสูงสุดและคณะกรรมการบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Guillet et al. (2013) ได้การศึกษาเกี่ยวกับการควบตำแหน่งของประธานกรรมการบริหารและผลดำเนินงานของกิจการในอุตสาหกรรมร้านอาหารในสหรัฐอเมริกา

ทางแถบเอเชีย ผลงานการวิจัยของ Darmadi (2011) ซึ่งทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายทางด้านประชากรศาสตร์ของคณะกรรมการบริหารและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยใช้กลุ่มประชากรในประเทศอินโดนีเซีย อายุของคณะกรรมการบริหารและคณะกรรมการบริหารต่างชาติมีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน มีเพียงคณะกรรมการบริหารผู้หญิงเท่านั้นที่พบความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อการดำเนินงานของกิจการ อย่างไรก็ตามในประเทศไทยนั้นยังถือว่ามีการศึกษาในประเด็นดังกล่าวค่อนข้างน้อย ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยจะมุ่งเน้นศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายทางด้านประชากรศาสตร์ของคณะกรรมการบริหารและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยองค์ประกอบของความหลากหลายของคณะกรรมการบริหาร จำแนกออกเป็น 5 ด้าน คือ 1. สัดส่วนคณะกรรมการบริหารผู้หญิง (Women directors) 2. ค่าเฉลี่ยอายุของคณะกรรมการบริหาร (Directors' age) 3. สัดส่วนคณะกรรมการบริหารต่างชาติ (Foreigner directors) 4. สัดส่วนคณะกรรมการบริหารอิสระ (Board independence) 5. การควบรวมตำแหน่งระหว่างประธานฝ่ายบริหารและประธานกรรมการ (CEO duality)

2. วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการบริหารผู้หญิงกับผลการดำเนินงานของกิจการ
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าเฉลี่ยอายุของคณะกรรมการบริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ
3. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการบริหารชาวต่างชาติกับผลการดำเนินงานของกิจการ

4. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการบริหารอิสระกับผลการดำเนินงานของกิจการ
5. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประธานฝ่ายบริหารและประธานกรรมการกับผลการดำเนินงานของกิจการ

3. การทบทวนวรรณกรรมและสมมติฐานการวิจัย

1. ความหลากหลายทางด้านประชากรศาสตร์ของคณะกรรมการบริหารและผลการดำเนินงานของกิจการ (Board diversity and firm performance)

ในอดีตที่ผ่านมาได้มีการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายทางด้านประชากรศาสตร์ของคณะกรรมการบริหารและผลดำเนินงานของกิจการ ทั้งผลการศึกษาในเชิงบวก เชิงลบและในบางผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ ยกตัวอย่างเช่น งานวิจัยของผลการศึกษาของ García-Meca et al. (2015) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับเรื่องความสัมพันธ์หลากหลายโดยใช้กลุ่มประชากร จากประเทศแคนาดา สหรัฐอเมริกา ประเทศฝรั่งเศส อิตาลี เยอรมัน เนเธอร์แลนด์ สเปน สวีเดน และอังกฤษ ซึ่งผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า การที่มีคณะกรรมการบริหารผู้หญิงเป็นสมาชิก จะส่งผลในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ทำให้ผลของการดำเนินงานนั้นดีขึ้น ในทางกลับกันในผลการศึกษาของ Diepen (2015) ใช้กลุ่มตัวอย่างจากประเทศเนเธอร์แลนด์ โดยใช้ตัวแปรอิสระทั้งหมดสามตัวแปร ประกอบด้วย คณะกรรมการบริหารผู้หญิง อายุของคณะกรรมการบริหาร และคณะกรรมการบริหารต่างชาติ ในการวัดผลดำเนินงานของกิจการนั้นซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ตัวชี้วัดทางการตลาด หรือ Tobin's Q พบว่าคณะกรรมการบริหารผู้หญิง อายุของคณะกรรมการบริหาร และคณะกรรมการบริหารต่างชาตินั้น มีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ จึงทำให้ความหลากหลายทางด้านประชากรศาสตร์ของคณะกรรมการไม่มีผลต่อการดำเนินงานของกิจการ นอกจากนี้ Frijns et al. (2016) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์และผลกระทบของความหลากหลายเชิงวัฒนธรรม (cultural diversity) ของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งวัดผลด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์จากบริษัทในประเทศอังกฤษ ซึ่งศึกษาในแง่ของขนาดของคณะกรรมการบริหาร (Board size) คณะกรรมการบริหารอิสระ (Board independence) อายุของคณะกรรมการบริหาร (Directors' age) ขนาดของกิจการ (Firm size) และการควบรวมตำแหน่งของผู้จัดการและประธานกรรมการในคนเดียวกัน (CEO Duality) พบว่าคณะกรรมการบริหารอิสระ อายุของคณะกรรมการบริหาร และการควบรวมตำแหน่งของผู้จัดการและประธานกรรมการ ไม่มีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานของกิจการ แต่ขนาดของกิจการมีผลในเชิงบวก ในขณะที่ขนาดของคณะกรรมการบริหารพบผลในเชิงลบ

2. สัดส่วนคณะกรรมการบริหารผู้หญิงและผลการดำเนินงานของกิจการ (Women directors and firm performance)

งานวิจัยของ Zainal et al. (2013) ซึ่งได้ศึกษาถึงเรื่องความสัมพันธ์ของสัดส่วนของคณะกรรมการบริหารผู้หญิงต่อผลดำเนินงานของกิจการ โดยวัดค่าด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ต่อกัน แต่ในทางตรงกันข้าม García-Meca et al. (2015) ซึ่งศึกษาเรื่องความมีสัดส่วนของคณะกรรมการบริหารผู้หญิงและผลดำเนินงานของธนาคาร โดยใช้การวัดผลจากผลอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และ Tobin's Q กลับพบผลในเชิงบวก นอกจากนี้ยังมีการศึกษาที่สนับสนุนผลดังกล่าวโดยระบุว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการบริหารผู้หญิงเป็นสมาชิกนั้นทำให้ผลประกอบการดีขึ้น (Erhardt, 2003; Ferreira, 2010) ขณะเดียวกันถ้าหากในคณะกรรมการบริหาร มีสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร

ผู้หญิงสูงจะทำให้มูลค่าของบริษัทสูงขึ้น ซึ่งตามหลักทฤษฎีแล้ว คณะกรรมการบริหารผู้หญิงอาจจะเป็นเหมือนสัญลักษณ์ที่แสดงให้เห็นว่า มีความเป็นอิสระและยังสามารถนำความรู้ความชำนาญที่หลากหลายในด้านต่างๆ มาปรับใช้ให้กับบริษัทได้เป็นอย่างดี (Carter, 2003; Erhardt, 2003; Walt, 2003) นอกจากนี้ Jhunjhunwala & Mishra (2012) ให้ข้อสังเกตว่า กรรมการบริหารผู้หญิงนั้นจะตัดสินใจโดยใช้สัญชาตญาณมากกว่า และยังสามารถทำงานหลายอย่างพร้อมกันรวมถึงทำงานในหลากหลายแขนงที่เกี่ยวข้องกันได้ ในขณะที่กรรมการบริหารผู้ชายจะทำงานได้ทีละอย่าง และจะใช้ข้อมูลต่างๆ ที่ได้รับในการตัดสินใจเท่านั้น นอกจากนี้กรรมการบริหารผู้หญิงจะมีความระมัดระวังในการตัดสินใจในการบริหารงานมากกว่ากรรมการบริหารผู้ชาย ส่วนใหญ่กรรมการบริหารผู้หญิงจะมีทักษะในด้านของกฎหมาย การจัดการทรัพยากรมนุษย์ การสื่อสารภายในองค์กร และการประชาสัมพันธ์ เพื่อสร้างความเข้าใจ สามารถสร้างภาพลักษณ์ที่ดี สร้างความน่าเชื่อถือ เพื่อนำไปสู่เป้าหมายด้านความร่วมมือ (Zelechowski, 2004) ดังนั้นจึงกำหนดสมมติฐานงานวิจัย ได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1: สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารผู้หญิงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ

3. อายุของคณะกรรมการบริหารและผลดำเนินงานกิจการ (Directors' age and firm performance)

การศึกษาเรื่องอายุของคณะกรรมการบริหารในแง่ของความหลากหลายของคณะกรรมการบริหารต่อผลดำเนินงานของกิจการ ถือว่าเป็นตัวแปรที่สำคัญตัวหนึ่งในแง่ของการศึกษาความหลากหลายของคณะกรรมการบริหาร เนื่องจากส่วนใหญ่คณะกรรมการบริหารจะมีอายุมากกว่า 60 ปี ขึ้นไป (Kang, 2007) ในผลการศึกษาของ Kim (2010) ซึ่งได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับอายุของคณะกรรมการบริหารในประเทศเกาหลี โดยวัดจากค่าเฉลี่ยอายุของคณะกรรมการบริหาร แสดงให้เห็นว่ากรรมการบริหารอิสระที่มีความอาวุโสจะมีผลในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการในการสร้างมูลค่าของบริษัท นอกจากนี้ยังพบว่าอายุจะสามารถบ่งบอกถึงความรู้ ความชำนาญ ประสบการณ์และความสามารถของแต่ละปัจเจกบุคคลได้ และพบว่าสมาชิกในคณะกรรมการบริหารที่มีอายุแตกต่างกันจะเป็นประโยชน์แก่กิจการมากกว่าอายุใกล้เคียงกัน เนื่องจากการส่งเสริมให้เกิดการผสมผสานความสามารถและประสบการณ์ในการทำงานของสมาชิก นอกจากนี้ Rondøy (2006) ศึกษาในกลุ่มสแกนดิเนเวีย พบว่า ความแตกต่างระหว่างอายุไม่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ แต่ในทางตรงกันข้าม Engelen (2012) ศึกษาในประเทศเนเธอร์แลนด์ พบว่า หากคณะกรรมการบริหาร มีความอาวุโสมากจะทำให้ผลของการดำเนินงานของกิจการดีขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Mahadeo (2012) พบว่า กรรมการบริหารที่มีความอาวุโสมากนั้นจะมีความรู้ความชำนาญมากกว่ากรรมการบริหารที่อายุน้อย และมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการโดยวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ จากที่กล่าวมาข้างต้นชี้ให้เห็นว่า คณะกรรมการที่มีสมาชิกซึ่งมีอายุที่แตกต่างกันมีส่วนช่วยให้การทำงานร่วมกัน มีประสิทธิภาพและประสิทธิผล เนื่องจากความแตกต่างทางด้านสังคม และวัฒนธรรมในแต่ละช่วงอายุ ทำให้มีการแลกเปลี่ยนแบ่งปันความรู้และความสามารถภายในต่อกัน จึงทำให้เป็นประโยชน์ในการบริหารและตัดสินใจในการดำเนินการ ซึ่งนำมาสู่ผลกระทบในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ จากที่กล่าวมาข้างต้น จึงกำหนดสมมติฐานงานวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 2: ค่าเฉลี่ยอายุของคณะกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลดำเนินงานของกิจการ

4. สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารต่างชาติและผลดำเนินงานของกิจการ (Foreigner directors and firm performance)

ปัจจุบันมีบริษัทข้ามชาติและมีนักลงทุนต่างชาติเพิ่มมากขึ้น มีการเปิดโอกาสให้นักลงทุนเหล่านี้เข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นในกิจการต่างๆ เพราะฉะนั้นการที่ในคณะกรรมการมีสมาชิกเป็นคนต่างชาติจะสามารถทำให้เกิดความเข้าใจการดำเนินงานในภาวะที่มีความแตกต่างกันด้านสิ่งแวดล้อมบริบทต่าง ๆ วัฒนธรรม วิธีการดำเนินชีวิต และตามภูมิหลังในบ้านเกิดของคนเหล่านั้น ซึ่งอาจจะแตกต่างกับคนพื้นเมือง (Jhunjhunwala, 2012) แม้ว่างานวิจัยที่ผ่านมาบางงานพบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการบริหารต่างชาติต่อผลดำเนินงานของกิจการ เช่น งานวิจัยของ Riordan (2000) พบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อสัดส่วนของคณะกรรมการบริหารต่างชาติและผลดำเนินงานของกิจการ เนื่องจากการที่มีคณะกรรมการบริหารหลากหลายสัญชาติ อาจจะส่งผลกระทบต่อการศึกษาภายใน ตัดสินใจได้ช้าลง เนื่องจากความแตกต่างทางความคิด สังคม และวัฒนธรรม จึงทำให้เกิดผลเสียภายในองค์กร นอกจากนี้ก็ยังมีผลการวิจัยอื่นที่พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการบริหารชาวต่างชาติและผลดำเนินงานของกิจการไม่มีความสัมพันธ์ต่อกัน ดังเช่นผลการวิจัยของ Zainal (2013) พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายของคณะกรรมการบริหารต่างชาติต่อผลดำเนินงาน โดยวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ นอกจากนี้ยังมีผลการวิจัยของ Engelen (2012) และ Rondoy (2006) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการบริหารต่างชาติต่อผลดำเนินงานของกิจการ แต่อย่างไรก็ตามงานวิจัยอีกหลายชิ้นพบว่า ความหลากหลายของชาติพันธุ์ของคณะกรรมการบริหารต่อผลดำเนินงานของกิจการเพราะการที่ในคณะกรรมการบริหารมีสมาชิกกรรมการอิสระต่างชาติจะสามารถนำความรู้และประสบการณ์ภูมิหลังเหล่านั้น ช่วยในการบริหารกิจการของบริษัท และสามารถเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการได้ เช่น ในการศึกษาของ Carter (2003) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างความหลากหลายของชาติพันธุ์ของคณะกรรมการบริหารกับผลดำเนินงานของกิจการโดยใช้ Tobin's Q สอดคล้องกับ Masulis (2012) ที่พบว่าความหลากหลายของคณะกรรมการบริหารต่างชาติมีส่วนช่วยให้การดำเนินงานดีขึ้น เนื่องจากพวกเขาสามารถใช้ประสบการณ์ที่ผ่านมาในการวางแผนบริหารและตัดสินใจทำให้ผลดำเนินงานของกิจการดีขึ้น ดังนั้นจึงกำหนดสมมติฐานงานวิจัยดังนี้

สมมติฐานที่ 3: สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลดำเนินงานของกิจการ

5. สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารอิสระและผลดำเนินงานของกิจการ (Board Independence and firm performance)

กรรมการบริหารอิสระ คือ กรรมการจากภายนอกที่ไม่มีตำแหน่งเป็นผู้บริหารหรือพนักงานประจำของบริษัท เป็นอิสระจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งถือหุ้นไม่เกิน 5% สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2560) ได้กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องมีจำนวนกรรมการบริหารอิสระเป็น 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมดแต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน ซึ่งในอดีตที่ผ่านมาสัดส่วนของคณะกรรมการบริหารอิสระเป็นอีกหนึ่งด้านในเรื่องของความหลากหลายด้านประชากรศาสตร์ที่นักวิจัยหลายๆ คนให้ความสำคัญ ดังเช่น งานวิจัยของ Rashid (2018) ซึ่งได้ตรวจสอบผลกระทบของความสัมพันธ์ของคณะกรรมการบริหารอิสระต่อผลดำเนินงานของกิจการ ในประเทศบังกลาเทศ โดยวัดจากผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ พบว่า คณะกรรมการบริหารอิสระไม่มีผลกระทบต่อผลงานการดำเนินงานของกิจการ ถึงแม้ว่าจะมีความเชื่อที่ว่ากรรมการบริหารอิสระจะช่วยให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น (shareholder's interest) ดีขึ้นก็ตาม แต่ไม่สามารถใช้ได้กับประเทศบังกลาเทศ เนื่องจากผู้บริหาร

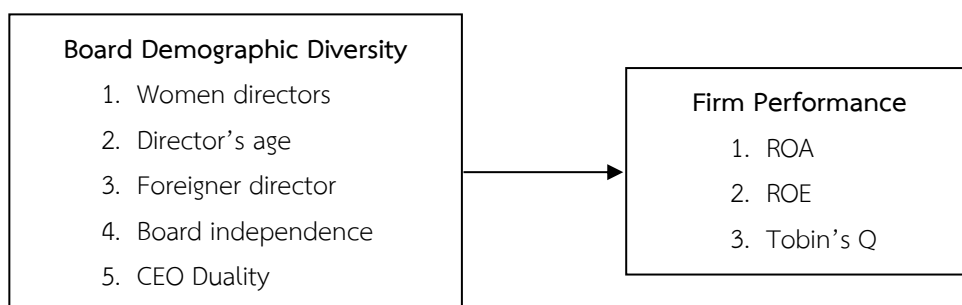
ภายในมีความรู้และเข้าใจกิจการมากกว่ากรรมการภายนอก ดังนั้นกรรมการภายในสามารถตัดสินใจได้ดีกว่า แต่ในทางตรงกันข้ามผลงานวิจัยของ Hermalin & Weisbach (1991), Hillman & Dalziel (2003) และ Kula (2005) พบว่า การที่มีสัดส่วนกรรมการบริหารอิสระมากจะทำให้อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นยิ่งสูงขึ้น เนื่องจากมีความรู้ ความชำนาญ เชี่ยวชาญเฉพาะด้านมากกว่ากรรมการภายในบริษัท มีประสบการณ์มากส่งผลดีต่อบริษัท และสามารถสร้างผลกำไรคืนกลับมาให้บริษัท ซึ่งกรรมการบริหารอิสระจะช่วยสร้างความสมดุลระหว่างคณะกรรมการและการบริหารจัดการ นอกจากนี้ผลการศึกษาของ Fama (1983) ยังพบว่า การเพิ่มสัดส่วนของคณะกรรมการบริหารอิสระช่วยลดต้นทุนที่ไม่จำเป็นแก่กิจการและเพิ่มศักยภาพในการควบคุมกรรมการ ดังนั้นจึงกำหนดสมมติฐานงานวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 4: สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลดำเนินการของกิจการ

6. การควรรวมตำแหน่งของประธานฝ่ายบริหารและประธานคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของกิจการ (CEO Duality and firm performance)

ความสัมพันธ์ระหว่างการควรรวมตำแหน่งของประธานฝ่ายบริหารและประธานคณะกรรมการในอดีตใช้เกี่ยวกับการศึกษาเรื่องของความหลากหลายเชิงประชากรของคณะกรรมการบริหาร ดังเช่นผลการวิจัยของ Bhagat (2001) พบว่า การควรรวมตำแหน่งระหว่างประธานคณะกรรมการและผู้บริหารสูงสุดทำให้เกิดการบริหารอย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิภาพในสถานะผู้นำของบริษัท และยังเสริมสร้างและเพิ่มมูลค่าของผู้ถือหุ้นได้อย่างสูงสุด อีกทั้งยังทำให้เกิดการลดต้นทุนด้านการถ่ายโอนย้ายข้อมูลระหว่างผู้บริหารสูงสุดและคณะกรรมการบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ แม้จะมีบางงานวิจัยให้ผลที่ตรงกันข้ามว่า การควรรวมตำแหน่งของการควรรวมตำแหน่งของประธานฝ่ายบริหารและประธานคณะกรรมการจะเป็นการขัดขวางคณะกรรมการจากหน้าที่และความรับผิดชอบในการประเมินและติดตามผลการปฏิบัติงานของฝ่ายจัดการ (Coles, 2001) แต่อย่างไรก็ตาม การที่บริษัทมีประธานฝ่ายบริหารและประธานคณะกรรมการเป็นบุคคลเดียวกันสามารถทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการมีประสิทธิภาพมากกว่าการที่ประธานฝ่ายบริหารและประธานคณะกรรมการถูกแยกออกจากกัน เนื่องจากสามารถช่วยลดต้นทุนและควบคุมในเรื่องของข้อมูลสารสนเทศ (information cost) ได้ดีกว่า (Zhao, 2011) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Guillet et al. (2013) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการควรรวมตำแหน่งของประธานกรรมการบริหารและผลดำเนินงานของกิจการในอุตสาหกรรมร้านอาหารในสหรัฐอเมริกา โดยวัดผลจาก Tobin's Q และผลตอบแทนจากสินทรัพย์ พบว่า จากการวัดผลทั้งสองแสดงถึงความสัมพันธ์ในเชิงบวก เนื่องการควรรวมตำแหน่งนี้ทำให้สามารถอำนาจการตัดสินใจที่เป็นอิสระมากกว่า เมื่อเกิดเหตุการณ์ที่ไม่คาดหวังหรือเหตุการณ์ฉุกเฉินสามารถตัดสินใจแก้ปัญหาได้ทันท่วงที จากที่กล่าวมาข้างต้นนำมาซึ่งการกำหนดสมมติฐานงานวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 5 การควรรวมตำแหน่งของประธานฝ่ายบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลดำเนินการของกิจการ



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

4. วิธีดำเนินการวิจัย

1. ประชากรกลุ่มตัวอย่างเลือกศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนทั้งสิ้น 101 บริษัท โดยไม่รวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มที่กำลังอยู่ในระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน และกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากระบบฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์ (SET SMART) ระหว่างปี พ.ศ. 2556 - 2560

2. สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล วัตถุประสงค์โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปวิเคราะห์ข้อมูลเชิงเศรษฐมิติ ในการทดสอบความสัมพันธ์จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ตัวแบบจำลองและการวัดค่าตัวแปร

$$\begin{aligned}
 ROA_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 WD_{i,t} + \beta_2 DA_{i,t} + \beta_3 FD_{i,t} + \beta_4 BI_{i,t} + \beta_5 DUAL_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 BOARD_{i,t} \\
 ROE_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 WD_{i,t} + \beta_2 DA_{i,t} + \beta_3 FD_{i,t} + \beta_4 BI_{i,t} + \beta_5 DUAL_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 BOARD_{i,t} \\
 \text{Tobin's } Q_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 WD_{i,t} + \beta_2 DA_{i,t} + \beta_3 FD_{i,t} + \beta_4 BI_{i,t} + \beta_5 DUAL_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 BOARD_{i,t}
 \end{aligned}$$

ตารางที่ 1 แสดงการวัดค่าของตัวแปร

ตัวแปร	การวัดค่า
$WD_{i,t}$	สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารผู้หญิงของบริษัท i ปีที่ t
$DA_{i,t}$	ค่าเฉลี่ยอายุของคณะกรรมการบริหารของบริษัท i ปีที่ t
$FD_{i,t}$	สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารต่างชาติของบริษัท i ปีที่ t
$BI_{i,t}$	สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารอิสระของบริษัท i ปีที่ t
$DUAL_{i,t}$	มีค่าเท่ากับ 1 หากประธานฝ่ายบริหารและประธานคณะกรรมการเป็นบุคคลเดียวกัน ถ้าไม่ใช่มีค่าเท่ากับ 0
$SIZE_{i,t}$	ขนาดของบริษัท i ปีที่ t คำนวณจากค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม
$BOARD_{i,t}$	จำนวนของคณะกรรมการบริหารบริษัท i ปีที่ t
$\epsilon_{i,t}$	ค่าความคาดเคลื่อนของบริษัท i ปีที่ t

ตารางที่ 2 แสดงตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรตาม (Dependent variable)	ชื่อย่อ	การวัดค่า
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์	ROA	$\frac{\text{กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้} \times 100}{\text{สินทรัพย์รวม}}$
ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น	ROE	$\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$
ตัวชี้วัดทางการตลาด	Tobin's Q	$\frac{\text{มูลค่าตลาดหลักทรัพย์} + \text{มูลค่าทางบัญชีของหนี้สิน}}{\text{มูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม}}$

ตารางที่ 3 แสดงตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรอิสระ (Independent variable)	ชื่อย่อ	การวัดค่า
สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารผู้หญิง	WD	$\frac{\text{จำนวนคณะกรรมการบริหารผู้หญิง}}{\text{จำนวนคณะกรรมการบริหารทั้งหมด}}$
ค่าเฉลี่ยอายุของคณะกรรมการบริหาร	DA	$\frac{\text{ผลรวมอายุคณะกรรมการบริหารทั้งหมด}}{\text{จำนวนคณะกรรมการบริหารทั้งหมด}}$
สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารต่างชาติ	FD	$\frac{\text{จำนวนคณะกรรมการบริหารชาวต่างชาติ}}{\text{จำนวนคณะกรรมการบริหารทั้งหมด}}$
สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารอิสระ	BI	$\frac{\text{จำนวนกรรมการบริหารอิสระ}}{\text{จำนวนคณะกรรมการบริหารทั้งหมด}}$
ประธานฝ่ายบริหารและประธานคณะกรรมการเป็นบุคคลเดียวกัน	DUAL	มีค่าเท่ากับ 1 หากประธานฝ่ายบริหารและประธานคณะกรรมการเป็นบุคคลเดียวกัน ถ้าไม่ใช่มีค่าเท่ากับ 0

ตารางที่ 4 แสดงตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรควบคุม (Control variable)	ชื่อย่อ	การวัดค่า
ขนาดของกิจการ	SIZE	ค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม
ขนาดของคณะกรรมการ	BOARD	จำนวนคณะกรรมการทั้งหมด

5. ผลการวิจัย

ในการวิเคราะห์ข้อมูลขั้นต้น ซึ่งจะมีการสรุปผลของตัวแปรทุกตัวในรูปแบบของค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

ตารางที่ 5 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556 ถึง 2560

	Mean	Std. Dev.
ROA	6.74	8.58
ROE	9.03	24.55
Tobin's Q	1.26	1.05
Woman Directors	17.15	9.87
Director's age	58.13	7.53
Foreigner Directors	35.08	21.59
Board Independence	36.42	7.61
CEO Duality	0.20	0.40
SIZE	23.10	1.98
Board	10.82	2.59

จากตารางที่ 5 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยค่าเฉลี่ยของสัดส่วนของคณะกรรมการบริหารผู้หญิง (WD) เท่ากับ 17.15 ค่าเฉลี่ยอายุของคณะกรรมการบริหาร (DA) เท่ากับ 58.13 ค่าเฉลี่ยของสัดส่วนของคณะกรรมการบริหารต่างชาติ (FD) เท่ากับ 35.08 ค่าเฉลี่ยของสัดส่วนของคณะกรรมการบริหารอิสระ (BI) เท่ากับ 36.42 และค่าเฉลี่ยของการควมรวมตำแหน่งของประธานฝ่ายบริหารและประธานกรรมการคณะกรรมการ (DUAL) เท่ากับ 0.20 ค่าเฉลี่ยของขนาดของกิจการ (SIZE) เท่ากับ 23.10 และค่าเฉลี่ยของจำนวนคณะกรรมการบริหาร (BOARD) เท่ากับ 10.82

ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 6.74 มีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 8.58 ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 9.03 มีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 24.55 ตัวชี้วัดทางการตลาด (Tobin's Q) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 1.26 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 1.05

การวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ใช้การวิเคราะห์แบบ Panel Data Analysis การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานจะใช้ 2 เทคนิค คือ Fixed effect least square และ Random effect least square ซึ่งรูปแบบทั้งสองนั้นมีความแตกต่างกันในแง่ของสมมติฐานที่ใช้ประกอบการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ โดย Fixed Effect นั้น มักจะเหมาะกับคุณลักษณะของบริษัทที่นำมาศึกษาในเชิงภาคตัดขวางที่สามารถทราบค่าได้แน่นอน ในทางตรงกันข้าม หากคุณลักษณะของบริษัทที่นำมาศึกษาในเชิงภาคตัดขวางขึ้นอยู่กับความน่าจะเป็นในรูปแบบใดรูปแบบหนึ่ง และมีการเปลี่ยนแปลงไปตามเวลา ก็ควรที่จะเลือกใช้เทคนิค Random Effect ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองแทน เพื่อลดปัญหาความบิดเบือนและความสัมพันธ์คลวงในการประมาณค่าดังกล่าว ทั้งนี้ผู้วิจัยใช้การทดสอบ Hausman test ในการวิเคราะห์ในการเลือกการทดสอบสมมติฐานด้วย เพื่อเลือกการวิเคราะห์ที่เหมาะสมที่สุด หากค่า p-value มากกว่า 0.01 และ 0.05 จะเลือกใช้ Random Effect Least Square ในการวิเคราะห์ แต่หากค่า p-value น้อยกว่า 0.01 หรือ 0.05 จะเลือกใช้ Fixed Effect Least Square ในการวิเคราะห์ จึงจะเหมาะสมที่สุด (สาวิตรี สมจันทร์, 2561)

ตารางที่ 6 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

	ROA	ROE	Tobin's Q	WD	DA	FD	BI	DUAL	SIZE	BOARD
ROA	1.0000									
ROE	0.6575	1.0000								
Tobin's Q	0.3286	0.2926	1.0000							
WD	-0.0240	-0.0348	0.0731	1.0000						
DA	-0.0261	-0.0003	-0.0331	0.0880	1.0000					
FD	0.0199	-0.0066	-0.1295	-0.0713	-0.0089	1.0000				
BI	0.0640	0.0724	0.0778	-0.1008	-0.1008	0.0118	1.0000			
DUAL	-0.0852	-0.0768	0.0213	-0.0121	-0.1173	-0.0719	-0.0889	1.0000		
SIZE	0.0381	0.1002	-0.0032	-0.2176	0.0740	-0.0153	0.1441	-0.0739	1.0000	
BOARD	-0.0279	-0.0226	-0.0191	-0.1667	0.0336	-0.2847	-0.1382	-0.0916	0.1811	1.0000

หมายเหตุ: ค่าที่ 1 หมายถึง Correlation coefficient ค่าใน () หมายถึง t-Statistic และค่าใน [] หมายถึง P-Value

จากตารางที่ 6 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละคู่แล้ว พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation coefficient) ของทุกตัวแปรมีค่าน้อยกว่า 0.65 แสดงว่าตัวแปรอิสระทุกตัวแปรมีความสัมพันธ์ค่อนข้างน้อย ตามเกณฑ์ของ Burns and Grove (1993) ทำให้ไม่เกิดปัญหา Multicollinearity หรือภาวะที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันสูงเกินไป

ตารางที่ 7 แสดงผลการทดสอบด้วยวิธี Hausman Test ของแบบจำลองที่ 1

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	P-Value
Cross-section random	9.6401	7	0.2099

หมายเหตุ : ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากตารางที่ 7 ผลการทดสอบ Hausman Test ให้ค่า Chi-Square เท่ากับ 9.6401 และค่า P-value เท่ากับ 0.2099 ถือว่า ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากมีค่าสูงกว่านัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และ 0.01 ดังนั้นการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยรูปแบบ Random Effect Panel Least Squares จึงมีความเหมาะสมกับแบบจำลองที่ 1

ตารางที่ 8 แสดงผลการวิเคราะห์ของแบบจำลองที่ 1 ด้วยวิธี Random Effect Panel Least Squares

Variable	Coefficient	Standard Error	t-Statistic	P-Value
Constant	11.7278	6.5807	1.7821	0.0753
WD	0.0265	0.0511	0.5198	0.6034
DA	-0.0787	0.0542	-1.4505	0.1475
FD	-0.0054	0.0302	-0.1816	0.8559
BI	0.0173	0.0598	0.2900	0.7719
DUAL	0.1349	1.4172	0.0951	0.9242
SIZE	-0.0408	0.1842	-0.2220	0.8244
BOARD	-0.0356	0.2465	-0.1446	0.8851

หมายเหตุ: ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากตารางที่ 8 ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยรูปแบบ Random Effect Panel Least Squares ของแบบจำลองที่ 1 ที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายเชิงประชากรศาสตร์ของคณะกรรมการบริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการในมิติทางด้านบัญชีที่วัดโดยผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) พบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารผู้หญิง (WD) ค่าเฉลี่ยอายุของคณะกรรมการบริหาร (DA) สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารต่างชาติ (FD) สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารอิสระ (BI) การควรวรมตำแหน่งของประธานฝ่ายบริหารและประธานกรรมการคณะกรรมการ (DUAL) ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดโดยผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ 0.05

ตารางที่ 9 แสดงผลการทดสอบด้วยวิธี Hausman Test ของแบบจำลองที่ 2

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	P-Value
Cross-section random	17.0689	7	0.0170**

หมายเหตุ : **, * หมายถึงระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

ตารางที่ 10 แสดงผลการวิเคราะห์ของแบบจำลองที่ 2 ด้วยวิธี Fixed Effect Panel Least Squares

Variable	Coefficient	Standard Error	t-Statistic	P-Value
Constant	-55.0120	31.4838	-1.7473	0.0814
WD	0.4354	0.2175	2.0013	0.0460**
DA	0.1787	0.2117	0.8439	0.3992
FD	0.2067	0.2005	1.0306	0.3034
BI	0.1247	0.2417	0.5160	0.6061
DUAL	9.7568	7.5799	1.2872	0.1988
SIZE	-0.2016	0.6467	-0.3118	0.7554
BOARD	3.4159	1.4645	2.3324	0.0202**

หมายเหตุ : **, * หมายถึงระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

จากตารางที่ 9 ผลการทดสอบ Hausman Test ให้ค่า Chi-Square เท่ากับ 17.0689 และมีค่า P-value เท่ากับ 0.0170 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ดังนั้น การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยรูปแบบ Fixed Effect Panel Least Squares Model จึงมีความเหมาะสมกับแบบจำลองที่ 2 และจากตารางที่ 10 ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยรูปแบบ Fixed Effect Panel Least Squares Model ของแบบจำลองที่ 2 ที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายเชิงประชากรศาสตร์ของคณะกรรมการบริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการในมิติทางด้านบัญชีที่วัดโดยผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่า มีเพียงแค่สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารผู้หญิง (WD) เท่านั้นที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ในขณะที่ค่าเฉลี่ยอายุของคณะกรรมการบริหาร (DA) สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารต่างชาติ (FD) สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารอิสระ (BI) การควรวรมตำแหน่งของประธานฝ่ายบริหารและประธานกรรมการคณะกรรมการ (DUAL) ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ

ตารางที่ 11 แสดงผลการทดสอบด้วยวิธี Hausman Test ของแบบจำลองที่ 3

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	P-Value
Cross-section random	5.0007	7	0.6599

หมายเหตุ : ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 12 แสดงผลการวิเคราะห์ของแบบจำลองที่ 3 ด้วยวิธี Random Effect Panel Least Squares

Variable	Coefficient	Standard Error	t-Statistic	P-Value
Constant	1.2561	0.9613	1.3066	0.1921
WD	0.0094	0.0066	1.4274	0.1542
DA	0.0138	0.0064	2.1430	0.0327**
FD	-0.0085	0.0061	-1.3929	0.1644
BI	-0.0035	0.0073	-0.4824	0.6297
DUAL	-0.1342	0.2314	-0.5799	0.5623
SIZE	-0.0161	0.0197	-0.8199	0.4127
BOARD	-0.0116	0.0447	-0.2599	0.7951

หมายเหตุ : *,** หมายถึงระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

จากจากตารางที่ 11 ผลการทดสอบ Hausman Test ให้ค่า Chi-Square เท่ากับ 5.0007 และมีค่า P-value เท่ากับ 0.6599 ซึ่งไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยรูปแบบ Random Effect Model จึงมีความเหมาะสมกับแบบจำลองที่ 3 และจากตารางที่ 12 ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยรูปแบบ Random Effect Panel Least Squares ของแบบจำลองที่ 3 ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายเชิงประชากรศาสตร์ของคณะกรรมการบริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการในมิติทางด้านบัญชีที่วัดโดยตัวชี้วัดทางการตลาด (Tobin's Q) พบว่า มีเพียงแต่ค่าเฉลี่ยอายุของคณะกรรมการบริหาร (DA) เท่านั้น ที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ในขณะที่สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารผู้หญิง (WD) สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารต่างชาติ (FD) สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารอิสระ (BI) การควมรวมตำแหน่งของประธานฝ่ายบริหารและประธานกรรมการคณะกรรมการ (DUAL) ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ

6. สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

สรุปผลการวิจัย

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ตั้งไว้ของการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายด้านประชากรศาสตร์ของคณะกรรมการบริหารต่อผลการดำเนินงานของกิจการ สรุปได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารผู้หญิงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ พบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารผู้หญิงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินการของกิจการที่วัดโดยผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดโดยผลตอบแทนจากสินทรัพย์และตัวชี้วัดทางการตลาด

สมมติฐานที่ 2 ค่าเฉลี่ยอายุของคณะกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ ผลการทดสอบ พบว่า ค่าเฉลี่ยอายุของคณะกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดโดยตัวชี้วัดด้านการตลาด จึงเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดโดยผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นและผลตอบแทนจากสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 3 สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ พบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการต่างชาติบริหารไม่มีความสัมพันธ์กับผลการ

ดำเนินงานของกิจการที่วัดจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และตัวชี้วัดทางการตลาด ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ จากผลดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าสัดส่วนของคณะกรรมการบริหารต่างชาติไม่ได้เป็นปัจจัยที่ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นในการศึกษาครั้งนี้

สมมติฐานที่ 4 ที่ว่าสัดส่วนของคณะกรรมการบริหารอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ พบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และตัวชี้วัดทางการตลาด ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แสดงให้เห็นว่าคณะกรรมการบริหารอิสระไม่ใช่ปัจจัยในที่ทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น

ส่วนสมมติฐานที่ 5 ที่ว่าการควมรวมตำแหน่งของประธานฝ่ายบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ พบว่าประธานฝ่ายบริหาร และประธานคณะกรรมการเป็นบุคคลเดียวกัน ไม่มีความสัมพันธ์ในมิติทางด้านบัญชีซึ่งวัดโดยผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และตัวชี้วัดด้านการตลาด ซึ่งไม่เป็นไปตาม แสดงให้เห็นว่าการที่ประธานฝ่ายบริหารและประธานคณะกรรมการเป็นบุคคลเดียวกันไม่ใช่ปัจจัยที่ทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น

อภิปรายผลการวิจัย

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายด้านประชากรศาสตร์ของคณะกรรมการบริหารผลการดำเนินงานของกิจการ ที่พบว่าสัดส่วนของคณะกรรมการบริหารผู้หญิงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินการของกิจการที่วัดโดยผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดโดยผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และตัวชี้วัดทางการตลาดนั้น สามารถอธิบายได้ว่ากรรมการบริหารผู้หญิงจะมีความระมัดระวังในการตัดสินใจบริหารงานมากกว่ากรรมการบริหารผู้ชาย และมีทักษะในหลายด้าน จึงนำไปสู่การการบริหารจัดการที่ดี สอดคล้องกับงานวิจัยของ Carter et al. (2003), Walt & Ingley (2003), Zelechowski & Bilimoria (2004) และ Campbell (2008) สำหรับวัฒนธรรมในประเทศไทยไม่ได้จำกัดเรื่องเพศส่งผลให้เพศหญิงมีโอกาสเท่าเพศชาย จึงทำให้คณะกรรมการบริหารผู้หญิงสามารถแสดงความคิดเห็นและปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างเต็มความสามารถ นำมาสู่การกำกับดูแลกิจการที่ดี ดังนั้น บริษัทควรเปิดโอกาสให้กับคณะกรรมการบริหารผู้หญิง และส่งเสริมให้มีความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการ เพื่อให้การปฏิบัติหน้าที่มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น สร้างความสามารถในการแข่งขันในอุตสาหกรรมนำไปสู่การเจริญเติบโต (Growth) และการเพิ่มมูลค่า (Value added) ให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวและยั่งยืน ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (อนุวัฒน์ ภัคดี, 2561)

ในส่วนของค่าเฉลี่ยอายุของคณะกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดด้วยตัวชี้วัดการตลาด แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ ที่วัดโดยผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นและผลตอบแทนจากสินทรัพย์ จากผลดังกล่าวอธิบายได้ว่าความอาวุโสของคณะกรรมการสามารถบอกรถึงความรู้ ความชำนาญ ประสบการณ์และความสามารถของแต่ละปัจเจกบุคคลได้ จึงทำให้เป็นประโยชน์ให้แก่กิจการ สามารถใช้ประสบการณ์ที่ผ่านมานั้น วิเคราะห์สถานการณ์ต่างๆ การลงทุน หรืองบการเงินเพื่อการบริหารงานให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด นำมาสู่การเพิ่มมูลค่าของกิจการ (Kim & Lim, 2010; Engelen et al., 2012; Cheng et al., 2010; Ararat et al., 2010)

นอกจากนั้น การที่สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารต่างชาติไม่มีความสัมพันธ์ใดๆ กับผลการดำเนินงานของกิจการ ความหลากหลายทางเชื้อชาติไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการชี้ให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทไม่ได้ขึ้นอยู่กับกรรมการบริหารต่างชาติ แต่ขึ้นอยู่กับ

ความสามารถของคณะกรรมการบริษัทที่แตกต่างกันในปีนั้นๆ (Marimnthu & Kolandaisamy, 2009) นอกจากนี้บุคคลชาวต่างชาติอาจมีวัฒนธรรมที่แตกต่างจากสังคมไทย หรือมีสภาพแวดล้อมในสถานที่ทำงานซึ่งมีความแตกต่างกันและรวมถึงการสื่อสารกับคณะกรรมการบริหารคนไทยอาจมีการสื่อสารที่เข้าใจไม่ตรงกันหรือตีความไม่ไปในทิศทางเดียวกัน จึงอาจจะทำให้ได้รับข้อมูลที่บิดเบือนหรือไม่ครบถ้วน เนื่องจากคนในบริษัทอาจขาดทักษะการสื่อสารภาษาอังกฤษหรือภาษาต่างชาติ ที่กรรมการชาวต่างชาติสามารถได้สื่อสารออกมา ดังนั้น จึงส่งผลให้ประสิทธิภาพในการทำงานลดลง (ณัฐนพร สุพิชยา และคณะ, 2561) นอกจากนี้ คณะกรรมการบริหารอิสระอาจจะมีความรู้และความเข้าใจหรือมีข้อมูลไม่เพียงพอในด้านการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากอาจถูกปิดกั้นการเข้าถึงทางข้อมูลโดยผู้บริหารระดับสูงอีกชั้นหนึ่ง จึงไม่ได้เป็นปัจจัยที่ทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีขึ้น (Cole et AL., 2001) และในส่วนของ การรวบรวมตำแหน่งของประธานฝ่ายบริหารและประธานคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการในด้านต่างๆ (Rondoy et al., 2006; Guillen et al., 2013) อาจเป็นเพราะการที่ประธานฝ่ายบริหารและประธานคณะกรรมการถูกแยกออกจากกัน จะช่วยให้ประธานกรรมการมีอิสระในการควบคุมดูแลการทำงานของประธานฝ่ายบริหารได้ ส่งผลให้มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่า (Duke-II & Kankpang, 2011)

7. ข้อเสนอแนะ

ผลการศึกษาครั้งนี้ ทำให้ได้ข้อเสนอแนะที่เป็นประโยชน์ในด้านต่างๆ อาทิ การบริหารจัดการของบริษัทการลงทุนของนักลงทุนในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รายละเอียดดังนี้

สำหรับนักลงทุนควรพิจารณาเลือกบริษัทในการลงทุน โดยคำนึงถึงบริษัทที่มีความหลากหลายในด้านของความรู้ของกรรมการ และความหลากหลายเรื่องของเพศซึ่งจากผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า ความหลากหลายด้านเพศและความอาวุโสของคณะกรรมการบริหารมีส่งผลให้ผลประกอบการของกิจการดีขึ้น

บริษัทควรที่จะพิจารณาในการเลือกสมาชิกคณะกรรมการบริหาร จากความอาวุโสของกรรมการ เนื่องจากมีความรู้และประสบการณ์ในการบริหารงานมากกว่ากรรมการที่มีอายุน้อย กรรมการอาวุโสใช้ความสามารถและประสบการณ์ที่สะสมมานานในการวิเคราะห์งบการเงิน หรือปัจจัยต่างๆ ที่เกี่ยวข้องในการบริหารงานให้มีประสิทธิภาพดีขึ้น

สำหรับการบริหารงาน บริษัทควรเปิดโอกาสให้ผู้หญิงมีสิทธิในการเข้าเป็นสมาชิกในคณะกรรมการบริหารมากขึ้น หรือมีสิทธิในการแสดงความคิดเห็น แลกเปลี่ยนความรู้ หรือตัดสินใจในการบริหารบริษัทให้มากขึ้น เพราะกรรมการบริหารผู้หญิงบริหารงานได้มีประสิทธิภาพและประสิทธิผลมากกว่ากรรมการผู้ชาย คณะกรรมการผู้หญิงมีทักษะในหลายด้าน นำไปสู่การบริหารจัดการที่ดี

ในการศึกษาครั้งต่อไปควรทำการศึกษาประเภทของความหลากหลายด้านประชากรศาสตร์ในด้านอื่นที่นอกเหนือจากการศึกษาครั้งนี้ หรือศึกษาความหลากหลายด้านประชากรศาสตร์โดยใช้ตัวชี้วัดของผลดำเนินงานของกิจการในด้านอื่น หรืออาจจะศึกษาในกลุ่มตัวอย่างในช่วงระยะเวลาที่ยาวนานหลังมากกว่า 5 ปี ขึ้นไป

8. เอกสารอ้างอิง

- ณัฐนพร สุพิชยา, วศินีธรรมศิริ, กฤติยา ตาบเพชร และฐิติพร สงวนพันธุ์. (2561). *สัดส่วนของคณะกรรมการต่างชาติกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100*. สืบค้นจาก <http://eprints.utcc.ac.th/6050/1/0162%20ณัฐนพร%20สุพิชยา.pdf>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560*. สืบค้นจาก <http://www.cgthailand.org/TH/principles/CG/Pages/cg-concept.aspx#>
- สาวิตรี สมจันทร์. (2561). *ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ*. วิทยานิพนธ์ปริญญาปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาการบัญชี มหาวิทยาลัยบูรพา.
- อนุวัฒน์ ภัคดี. (2561). ผลกระทบของลักษณะคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิจัยและพัฒนา วไลยอลงกรณ์ ในพระบรมราชูปถัมภ์*, 13(1), 164-175.
- Ararat, M., Aksu, M. H., & Tansel Cetin, A. (2010). The impact of board diversity on boards' monitoring intensity and firm performance: evidence from the Istanbul Stock Exchange. *Available at SSRN 1572283*.
- Bhagat, S., & Black, B. (2001). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27(2), 231-274.
- Burns and Grove (1993). *The Practice of Nursing Research: Conduct, Critique and Utilization*. W.B.Saunders Company, Philadelphia.
- Campbell, K. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435-451.
- Carter, D., Simkins, B., & Simpson, W. (2003). Corporate governance, board diversity and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Cheng, L. T. W., Chan, R. Y. K., & Leung, T. Y. (2010). Management demography and corporate performance: Evidence from China. *International Business Review*, 19(3), 261-275.
- Coles, J. W., McWilliams, V. B., & Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanism to performance. *Journal of Management*, 27, 23-50.
- Darmadi, S. (2011). Board diversity and firm performance: The Indonesian evidence. *Corporate Ownership & Control*, 8(2-4), 450-466.
- Diepen, N. (2015). *The effect of gender, age and nationality diversity on company performance- Evidence from Netherlands*. Netherlands. Master's thesis, Management and Social sciences, The Faculty of Behavioural, University of Twente.
- Duke-II, J., & Kankpang, K. (2011). Linking corporate governance with organizational performance: New insights and evidence from Nigeria. *Global Journal of Management and Management and Business Research*, 11(12), 47-58.
- Embrick, D. G. (2011). The diversity ideology in the business world: A new oppression for a new age. *Critical Sociology*, 37(5), 541-556.

- Engelen, P., van den Berg, A., & van der Laan, G. (2012). Board diversity as a shield during the financial crisis. *Corporate Governance*, 20, 259-285.
- Erhaedt, N., Werbel, J., & Shard, C. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11, 102-111.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26, 327-349.
- Ferreira, D. (2010). *Board diversity*. In H. K. Baker & R. Anderson (Eds.), *Corporate governance: A synthesis of theory, research, and practice* (pp. 225-242). New Jersey: John Wiley & Son.
- Frijns, B., Gilbert, A., Lehnert, T., & Tourani-Rad, A. (2016). The impact of cultural diversity in corporate boards on firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 41, 521-541.
- García-Meca, E., García-Sánchez, I. M., & Martínez-Ferrero, J. (2015). Board diversity and its effects on bank performance: An international analysis. *Journal of Banking & Finance*, 53, 202-214.
- Guillet, D. B., Seo, K., Kucukusta, D., & Lee, S. (2013). CEO duality and firm performance in the U.S. restaurant industry: Moderating role of restaurant type. *International Journal of Hospitality Management*, 33(1), 339-346.
- Hafsi, T., & Turgut, G. (2013). Boardroom diversity and its effects on social performance: Conceptualization and empirical evidence. *Journal of Business Ethics*, 112(3), 463-479.
- Hermalin, B. E. W., & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20(4), 101-112.
- Hillman, A. I., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396.
- Hornett, C. D. (2015). *The impact of board nationality, gender and race diversity on company performance*. Master's thesis, Business Administration, Gordon Institute of Business Science, University of Pretoria.
- Jhunjhunwala, S., & Mishra, R. K. (2012). Board diversity and corporate performance: The Indian evidence. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 11(3), 72-79.
- Kang, H., Cheng, M., & Gray, S. (2007). Corporate governance and board composition: Diversity and independence of Australian boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 194-207.
- Kim, H., & Lim, C. (2010). Diversity, outside directors and firm valuation: Korean evidence. *Journal of Business Research*, 63(3), 284-291.
- Kramar, R. (2012). Diversity management in Australia: A mosaic of concepts, practice and rhetoric. *Asia Pacific Journal of Human Resources*, 50(2), 245-261.

- Kula, V. (2005). The impact of the roles, structure and process of boards on firm performance: Evidence from Turkey. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 265-276.
- Mahadeo, J. D., Soobaroyen, T., & Hanuman, V. O. (2012). Board composition and financial performance: Uncovering the effects of diversity in an emerging economy. *Journal of Business Ethics*, 105(3), 375-388.
- Marimuthu, M., & Kolandaisamy, I. (2009). Ethnic and gender diversity in boards of directors and their relevance to financial performance of Malaysian companies. *Journal of Sustainable Development*, 2(3), 139-148.
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2012). Globalizing the boardroom: The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, 53(3), 527-554.
- Rashid, A. (2018). Board independence and firm performance: Evidence from Bangladesh. *Future Business Journal*, 4(1), 34-49.
- Riordan, C. M. (2000). Relational demography within groups: past developments, contradictions, and new directions. *Research in Personnel and Human Resources Management*, 19, 131-173.
- Rondoy, T., Thomsen, S., Oxelheim, L. (2006). A Nordic perspective on corporate board diversity. In *Paper presented at European international business academy annual conference* (p. 30). Fribourg: University of Fribourg.
- Tingli, P. (2017). *The impact of board of directors diversity upon corporate financial performance*. Master's thesis, Corporate Finance, Graduate School of Management, St. Petersburg State University.
- Walt, N., & Ingley, C. (2003). Board dynamics and influence of professional background, gender and ethnic diversity of directors. *Corporate Governance*, 11(3), 218-234.
- Yang, T., & Zhao, S. (2014). CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment. *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, 49, 534-552.
- Zainal, D., Zulkifli, N., & Saleh, Z. (2013). Corporate board diversity in Malaysia: A longitudinal analysis of gender and nationality diversity. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 3(1), 136-148.
- Zelechowski, D. D., & Bilimoria, D. (2004). Characteristics of women and men corporate inside directors in the US. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 337-342.