

บทบาทความสามารถในการทำกำไรต่อค่าตอบแทน ของพนักงานและผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

Unveiling the Role of Profitability in Employee
and Executive Compensation of Companies Listed
on The Stock Exchange (SET100)

วีระวรรณ ศิริพงษ์

คณะวิทยาการจัดการ
มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์
Email: weerawan.si@psu.ac.th

รจนา ขุนแก้ว

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี
คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์
Email: rojana.ko@psu.ac.th

สิริมา สนิหะ

นักศึกษาปริญญาตรี คณะวิทยาการจัดการ
มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์
Email: sirima.sanihe2002@gmail.com

สุทามาศ อินทร์สำราญ

นักศึกษาปริญญาตรี คณะวิทยาการจัดการ
มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์
Email: sutamasinsamran@gmail.com

ชนิภา วิชยาวจี

นักศึกษาปริญญาตรี คณะวิทยาการจัดการ
มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์
Email: chanipawichayavagee@gmail.com

วราริพ เพ็ชรพญา

นักศึกษาปริญญาตรี คณะวิทยาการจัดการ
มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์
Email: warathip957@gmail.com

Weerawan Siripong, Ph.D.

Faculty of Management Sciences
Prince of Songkla University
Email: weerawan.si@psu.ac.th

Rojana Khunkaew, Ph.D.

Assistant Professor of Department of Accountancy
Faculty of Management Sciences
Prince of Songkla University
Email: rojana.ko@psu.ac.th

Sirima Sanihe

Undergraduate Student
Faculty of Management Sciences
Prince of Songkla University
Email: sirima.sanihe2002@gmail.com

Sutamas insamran

Undergraduate Student
Faculty of Management Sciences
Prince of Songkla University
Email: sutamasinsamran@gmail.com

Chanipa Wichayavagee

Undergraduate Student
Faculty of Management Sciences
Prince of Songkla University
Email: chanipawichayavagee@gmail.com

Warathip Phetphaya

Undergraduate Student
Faculty of Management Sciences
Prince of Songkla University
Email: warathip957@gmail.com

บทความความสามารถในการทำกำไรต่อค่าตอบแทนของพนักงาน และผู้บริหาร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

วีระวรรณ ศิริพงษ์

คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์
Email: weerawan.si@psu.ac.th

รจนา ชุนแก้ว

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี
คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์
Email: rojana.ko@psu.ac.th

สิริมา สนิเ

นักศึกษาปริญญาตรี คณะวิทยาการจัดการ
มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์
Email: sirima.sanihe2002@gmail.com

สุทามาศ อินทร์สำราญ

นักศึกษาปริญญาตรี คณะวิทยาการจัดการ
มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์
Email: sutamasinsamran@gmail.com

ชนิภา รัชยาวจี

นักศึกษาปริญญาตรี คณะวิทยาการจัดการ
มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์
Email: chanipawichayavagee@gmail.com

วราริพ เพ็ชรพญา

นักศึกษาปริญญาตรี คณะวิทยาการจัดการ
มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์
Email: warathip957@gmail.com

วันที่ได้รับบทความต้นฉบับ: 17 มิถุนายน 2568

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 26 สิงหาคม 2568

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 28 สิงหาคม 2568

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของพนักงานและผู้บริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) ในปีพ.ศ. 2563 ถึง ปีพ.ศ. 2566 จำนวน 284 ตัวอย่าง โดยใช้การวิเคราะห์เชิงพรรณนา สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และการถดถอยเชิงพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐาน ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงบวกของความสามารถในการทำกำไรที่วัดด้วยอัตรากำไรขั้นต้นกับค่าตอบแทนของพนักงานโดยมีอัตราคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนเพศหญิงเป็นตัวแปรกำกับ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 นอกจากนี้ความสามารถในการทำกำไรที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนของผู้บริหารที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 อย่างไรก็ตามความสามารถในการทำกำไรที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงลบกับค่าตอบแทนของผู้บริหารโดยมีอัตราคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนเพศหญิงเป็นตัวแปรกำกับ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ผลการวิจัยนี้ก่อให้เกิดประโยชน์ทั้งในเชิงวิชาการและเชิงปฏิบัติการ โดยช่วยให้นักลงทุนเข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของพนักงานและผู้บริหารในกลุ่มบริษัท SET100 ซึ่งสามารถนำไปใช้ในการประเมินศักยภาพขององค์กร ขณะเดียวกัน ผู้บริหารสามารถใช้ข้อมูลดังกล่าวเป็นแนวทางในการกำหนดนโยบายด้านค่าตอบแทนและกลยุทธ์การบริหารทรัพยากรบุคคล อันจะส่งเสริมให้พนักงานตระหนักในบทบาทหน้าที่ และมุ่งมั่นในการเพิ่มประสิทธิภาพการทำงาน

คำสำคัญ: ความสามารถในการทำกำไร ค่าตอบแทนของพนักงาน ค่าตอบแทนของผู้บริหาร
SET 100

Unveiling the Role of Profitability in Employee and Executive Compensation of Companies Listed on The Stock Exchange (SET100)

Weerawan Siripong, Ph.D.

Faculty of Management Sciences
Prince of Songkla University
Email: weerawan.si@psu.ac.th

Rojana Khunkaew, Ph.D.

Assistant Professor of Department of Accountancy
Faculty of Management Sciences
Prince of Songkla University
Email: rojana.ko@psu.ac.th

Sirima Sanihe

Undergraduate Student
Faculty of Management Sciences
Prince of Songkla University
Email: sirima.sanihe2002@gmail.com

Sutamas insamran

Undergraduate Student
Faculty of Management Sciences
Prince of Songkla University
Email: sutamasinsamran@gmail.com

Chanipa Wichayavagee

Undergraduate Student
Faculty of Management Sciences
Prince of Songkla University
Email: chanipawichayavagee@gmail.com

Warathip Phetphaya

Undergraduate Student
Faculty of Management Sciences
Prince of Songkla University
Email: warathip957@gmail.com

Received: June 17, 2025

Revised: August 26, 2025

Accepted: August 28, 2025

ABSTRACT

This research's objectives are to examine the relationship between profitability and the compensation of employees and executives in companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET100). The sample comprises 284 observations from SET100 companies during the period 2020 to 2023. The research employs descriptive analysis, correlation coefficients, and multiple regression analysis to test the hypotheses. The findings reveal a positive relationship between profitability, measured by the gross profit margin, and employee compensation, moderated by the proportion of female remuneration committee, at a significance level of 0.01. Additionally, profitability, measured by the return on equity (ROE), demonstrates a positive relationship with executive compensation at a significance level of 0.05. However, profitability measured by ROE exhibits a negative relationship with executive compensation when moderated by the proportion of female remuneration committee, at a significance level of 0.01. The research findings provide benefits both academically and practically. It helps investors understand the relationship between profitability and compensation of employees and executives in the Stock Exchange (SET100), which can be used to assess the potential of an organization. At the same time, executives can use this information as a guide to establish compensation policies and human resource management strategies, which will promote employees' awareness of their roles and responsibilities and motivate them to improve work efficiency.

Key word: Profitability, Employee Compensation, Executive Compensation, SET 100

■ บทนำ

ภาวะเศรษฐกิจไทยในช่วงหลังโควิดมีปัญหาจากปัจจัยหลายประการที่มีความผันผวน อาทิ ค่าเงินบาท ราคาพลังงาน การท่องเที่ยวและส่งออกที่ลดลง มาตรการกีดกันทางการค้าระหว่างประเทศและสงครามการค้าระหว่างประเทศ ซึ่งกระทบต่อขีดความสามารถในการแข่งขันของภาคธุรกิจในประเทศไทย แต่ในปัจจุบันเศรษฐกิจของประเทศมีการฟื้นตัวในทิศทางที่ดีขึ้นส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร และผลการดำเนินงานของบริษัท (The Thai Bankers' Association, 2024) ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในเศรษฐกิจยุคปัจจุบันมีความสำคัญอย่างมาก เนื่องจากเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจ และเป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างความยั่งยืนและความเติบโตของธุรกิจ ในเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว บริษัทต้องปรับตัวให้ทันต่อสถานการณ์และเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารจัดการทรัพยากรเพื่อรักษาความสามารถในการทำกำไร

ความสามารถในการทำกำไรมีบทบาทสำคัญในการประเมินผลการดำเนินงานของกิจการ ช่วยให้ผู้บริหารสามารถควบคุมค่าใช้จ่ายและตรวจสอบประสิทธิภาพการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ความสามารถในการทำกำไรสะท้อนจากสัดส่วนของอัตรากำไรขั้นต้นเมื่อเปรียบเทียบกับยอดขายสุทธิ โดยทั่วไปแล้ว หากอัตรากำไรขั้นต้นสูง แสดงว่ากิจการสามารถดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพจนทำให้มีกำไรสูงเมื่อเทียบกับยอดขายสุทธิ อัตรากำไรสุทธิเป็นตัวชี้วัดว่ากิจการสามารถทำกำไรสุทธิได้มากน้อยเพียงใดเมื่อเปรียบเทียบกับยอดขายสุทธิ หากอัตรากำไรสุทธิสูง หมายความว่ากิจการมีความสามารถในการดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เป็นการวัดผลกำไรที่กิจการสามารถสร้างได้เมื่อเทียบกับมูลค่าสินทรัพย์ที่ลงทุน ยิ่งอัตรานี้สูงยิ่งแสดงถึงความสามารถในการใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์ แต่หากอัตราดังกล่าวต่ำ อาจสะท้อนถึงประสิทธิภาพการบริหารจัดการที่ยังไม่ดีเท่าที่ควร อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นแสดงให้เห็นว่ากิจการสามารถสร้างกำไรสุทธิได้มากน้อยเพียงใดจากเงินทุนที่เจ้าของลงทุนในกิจการ โดยอัตราส่วนนี้ช่วยให้ประเมินได้ว่าการใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นให้ผลตอบแทนที่คุ้มค่าหรือไม่ (Songjarean, 2021)

นอกจากนี้ความสามารถในการทำกำไรยังสามารถบ่งบอกได้ว่า คณะกรรมการบริหารมีประสิทธิภาพในการทำงานอย่างไร อันนำไปสู่การจัดสรรผลตอบแทนให้กับผู้บริหารแต่ละคนไม่ว่าจะอยู่ในรูปของเงินสด หุ้นสามัญ โบนัส เป็นต้น และผลตอบแทนที่ได้รับนั้นควรจะสอดคล้องกับตำแหน่งหน้าที่ความรับผิดชอบ ความรู้ความสามารถของผู้บริหาร รวมไปถึงผลงานของบริษัท และผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละคน การจ่ายค่าตอบแทนให้กับผู้บริหารเป็นกลไกการควบคุมที่บริษัทใช้ในการจูงใจให้ผู้บริหารปฏิบัติงานให้มีผลสอดคล้องกับค่าตอบแทนที่ได้รับ รวมทั้งส่งเสริมให้ผู้บริหารปรับเปลี่ยนพฤติกรรมที่ไม่พึงประสงค์ และมาทุ่มเทในการปฏิบัติงานเพื่อประโยชน์ในสร้างมูลค่าแก่กิจการและเจ้าของ การกำหนดค่าตอบแทนที่ไม่เหมาะสมอาจก่อให้เกิดปัญหาความไม่สมดุลระหว่างผลตอบแทนกับผลการดำเนินงาน การกำหนดค่าตอบแทนของผู้บริหารที่เหมาะสมจึงเป็นสิ่งที่จำเป็นสำหรับธุรกิจ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับค่าตอบแทนกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารไว้ในหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี พ.ศ. 2560 ว่าโครงสร้างการจ่ายค่าตอบแทนควรสอดคล้องกับวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักขององค์กร รวมถึงสอดคล้องกับผลประโยชน์ของกิจการในระยะยาว (SET, 2022) สำหรับค่าตอบแทนพนักงานเกิดจากการแลกเปลี่ยนของสองฝ่ายระหว่างบริษัทกับพนักงาน โดยบริษัทได้รับประโยชน์จากการทำงานของพนักงาน ภายหลังจากการตกลงว่าจ้าง บริษัทจะดำเนินการจ่ายค่าตอบแทนตามข้อตกลงที่กำหนดไว้ โดยทั่วไปค่าตอบแทนดังกล่าวมักอยู่ในรูปแบบของเงินเดือน ซึ่งถือเป็นกลไกมาตรฐานในการชำระค่าจ้างสำหรับพนักงานประจำ ในฐานะที่บุคคลเหล่านี้เป็นลูกจ้างขององค์กรย่อมมีความคาดหวังต่อค่าตอบแทนที่เหมาะสมกับความรับผิดชอบและความทุ่มเทในการปฏิบัติงานอย่างต่อเนื่องและมีประสิทธิภาพ กลับกันในฐานะเจ้าของบริษัทก็ต้องอาศัยปัจจัยหลายอย่างในการปรับเงินเดือนให้แก่พนักงานเช่นกัน (Narayam & Suwanna, 2019)

นอกจากนี้ งานวิจัยในอดีตจำนวนมากชี้ให้เห็นว่า อัตราส่วนกรรมการเพศหญิงในคณะกรรมการบริษัทมีผลต่อคุณภาพการตัดสินใจและผลการดำเนินงานขององค์กร (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020; Wijaya & Memarista, 2024) คณะกรรมการเพศหญิงจึงได้รับความสนใจจากงานวิจัยและผู้กำหนดนโยบายว่าอาจส่งผลต่อการตัดสินใจด้านค่าตอบแทนและการสร้างผลกำไร อย่างไรก็ตามงานวิจัยจำนวนมากมุ่งเน้นศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทน แต่ยังม้งานวิจัยจำนวนน้อยที่ศึกษาบทบาทการกำกับของคณะกรรมการเพศหญิง โดยเฉพาะในบริบทของประเทศไทยที่โครงสร้างกรรมการหญิงยังไม่แพร่หลายเท่าในต่างประเทศ

ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของพนักงานและผู้บริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 และศึกษาอิทธิพลของอัตราคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนเพศหญิงที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของพนักงานในฐานะตัวแปรกำกับ เนื่องจากกลุ่ม SET100เป็นกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าทางเศรษฐกิจสูงและมีบทบาทสำคัญต่อการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศในเรื่องการกำหนดนโยบายค่าตอบแทนของพนักงานและผู้บริหาร และค่าตอบแทนถือเป็นกลไกสำคัญในการสร้างแรงจูงใจ ส่งเสริมประสิทธิภาพการทำงาน รวมถึงรักษาบุคลากรที่มีคุณภาพไว้กับองค์กร หากการกำหนดค่าตอบแทนไม่สัมพันธ์กับผลการดำเนินงานหรือความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ย่อมอาจก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรม ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ตลอดจนกระทบต่อความเชื่อมั่นของ ผู้มีส่วนได้เสียทั้งภายในและภายนอกองค์กร นอกจากนี้ ผู้ลงทุนและผู้ถือหุ้นต่างให้ความสำคัญกับการเชื่อมโยงระหว่างผลประกอบการกับค่าตอบแทน เนื่องจากเป็นตัวสะท้อนถึงความโปร่งใส ความคุ้มค่า และการกำกับดูแลกิจการที่ดี ขณะที่คณะกรรมการบริษัทในฐานะผู้กำหนดนโยบายค่าตอบแทนจำเป็นต้องตัดสินใจบนพื้นฐานของข้อมูลที่มีความน่าเชื่อถือและเป็นธรรม การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของพนักงานและผู้บริหารจึงมีความสำคัญทั้งในเชิงทฤษฎีและปฏิบัติ โดยช่วยเติมเต็มช่องว่างทางวิชาการในบริบทของประเทศไทยที่ยังมีงานวิจัยเกี่ยวข้องไม่มากนัก อีกทั้งยังสามารถนำผลการวิจัยไปประยุกต์ใช้เพื่อการวางนโยบายค่าตอบแทนที่เหมาะสม โปร่งใส และเอื้อต่อการพัฒนาอย่างยั่งยืนขององค์กร

■ การทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐาน

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen และ Meckling (1976) อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น (Principal) กับผู้บริหาร (Agent) ซึ่งเป็นผู้ได้รับมอบหมายให้ทำหน้าที่บริหารงานแทนเจ้าของกิจการ โดยมีเป้าหมายหลักในการเพิ่มมูลค่าและสร้างผลตอบแทนสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจก่อให้เกิดปัญหาความไม่สมดุลของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างตัวการและตัวแทน ซึ่งทำให้ผู้บริหารมีอำนาจในการตัดสินใจมากกว่า และอาจดำเนินการในทิศทางที่ไม่สอดคล้องกับผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นได้ (Suttipun, 2021) ดังนั้น กลไกในการออกแบบระบบค่าตอบแทนจึงมีความสำคัญ เนื่องจากสามารถใช้เป็นเครื่องมือสร้างแรงจูงใจและลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร สำหรับปัจจัยสำคัญที่เชื่อมโยงกับระบบค่าตอบแทนคือ ความสามารถในการทำกำไร ซึ่งสะท้อนถึงศักยภาพของกิจการในการสร้างผลตอบแทนในระยะยาว (Behl et al., 2022) โดยนักลงทุนและนักวิเคราะห์ทางการเงินมักใช้ตัวชี้วัดด้านกำไร เช่น อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin), อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin), อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) เพื่อประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงาน (Wanaset, 2021) กำไรที่เพิ่มขึ้นไม่เพียงสะท้อนถึงการดำเนินธุรกิจที่มีประสิทธิภาพ แต่ยังสร้างฐานทรัพยากรที่เอื้อต่อการจ่ายค่าตอบแทนที่สูงขึ้นแก่พนักงานและผู้บริหาร

ค่าตอบแทนพนักงานถือเป็นองค์ประกอบสำคัญของระบบการบริหารทรัพยากรมนุษย์ เนื่องจากมีผลต่อแรงจูงใจ ความพึงพอใจ และความผูกพันต่อองค์กร โดยค่าตอบแทนประกอบด้วยทั้งที่เป็นตัวเงิน เช่น เงินเดือน โบนัส และผลตอบแทนตามผลงาน ตลอดจนสิทธิประโยชน์ที่ไม่ใช่ตัวเงิน เช่น สวัสดิการและโอกาสในการพัฒนา (Kang & Lee, 2021)

การออกแบบระบบคำตอบแทนจึงต้องสร้างสมดุลระหว่างความสามารถในการแข่งขันภายนอก ความเป็นธรรมภายในองค์กร และความยั่งยืนทางการเงิน (Boudreaux, 2021) เพื่อให้พนักงานเกิดแรงจูงใจและพร้อมสนับสนุนการบรรลุเป้าหมายขององค์กร ในขณะเดียวกัน คำตอบแทนผู้บริหารมีความซับซ้อนยิ่งขึ้น เพราะเกี่ยวข้องกับบทบาทของผู้บริหารระดับสูงที่มีอำนาจในการกำหนดกลยุทธ์และตัดสินใจเชิงนโยบาย โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SET, 2022) กำหนดให้คำตอบแทนผู้บริหารครอบคลุมทั้งคำตอบแทนทางการเงินและคำตอบแทนรูปแบบอื่น และต้องเปิดเผยอย่างโปร่งใสเพื่อสะท้อนความเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้น กลไกการเชื่อมโยงคำตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานจึงเป็นวิธีการที่ช่วยลดปัญหาตามทฤษฎีตัวแทน และสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารมุ่งเน้นการสร้างผลตอบแทนที่ยั่งยืน

นอกจากนี้ ปัจจัยเชิงโครงสร้างของคณะกรรมการกำหนดคำตอบแทนก็มีบทบาทต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว งานวิจัยจำนวนมากชี้ให้เห็นว่า อัตราส่วนกรรมการเพศหญิงในคณะกรรมการบริษัทมีผลต่อคุณภาพการตัดสินใจและผลการดำเนินงานขององค์กร (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020; Wijaya & Memarista, 2024) กรรมการเพศหญิงมักมีมุมมองที่แตกต่าง สร้างความหลากหลายทางความคิด และมีความใส่ใจต่อประเด็นด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม ซึ่งช่วยให้บริษัทสามารถปรับตัวเข้ากับความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียได้ดียิ่งขึ้น งานวิจัยหลายชิ้นยังพบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการเพศหญิงสูงมักมีอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) และมูลค่าตลาดที่ดีกว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการชายล้วน (Terjesen et al., 2016; Bhuyan et al., 2022; Al-Shaer et al., 2024) เมื่อพิจารณาโดยรวม กรอบแนวคิดที่เชื่อมโยงระหว่างทฤษฎีตัวแทน ความสามารถในการทำกำไร คำตอบแทนของพนักงานและผู้บริหาร รวมถึงอัตราส่วนกรรมการเพศหญิงจึงสะท้อนให้เห็นถึงโครงสร้างแรงจูงใจและกลไกกำกับดูแลที่มีผลต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทอย่างเป็นระบบ โดยการศึกษาประเด็นนี้ในบริบทของบริษัทจดทะเบียนไทย โดยเฉพาะกลุ่ม SET100 จะช่วยเสริมสร้างความเข้าใจเชิงประจักษ์และสนับสนุนการพัฒนานโยบายคำตอบแทนที่โปร่งใส ยุติธรรม และสอดคล้องกับความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน ดังนั้นงานวิจัยครั้งนี้จึงได้ตั้งสมมติฐานได้ดังนี้

ปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไรกับคำตอบแทนของพนักงานบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

H_{1a} อัตรากำไรขั้นต้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับคำตอบแทนของพนักงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

H_{1b} อัตรากำไรสุทธิมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับคำตอบแทนของพนักงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

H_{1c} อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับคำตอบแทนของพนักงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

H_{1d} อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับคำตอบแทนของพนักงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

ปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

H_{2a} อัตรากำไรขั้นต้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับค่าตอบแทนของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

H_{2b} อัตรากำไรสุทธิมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับค่าตอบแทนของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

H_{2c} อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

H_{2d} อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับค่าตอบแทนของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

ปัจจัยด้านอัตราค่าธรรมเนียมกำหนดค่าตอบแทนเพศหญิงมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของพนักงาน

H_{3a} อัตราค่าธรรมเนียมการกำหนดค่าตอบแทนเพศหญิงมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตรากำไรขั้นต้นกับค่าตอบแทนของพนักงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

H_{3b} อัตราค่าธรรมเนียมการกำหนดค่าตอบแทนเพศหญิงมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตรากำไรสุทธิกับค่าตอบแทนของพนักงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

H_{3c} อัตราค่าธรรมเนียมการกำหนดค่าตอบแทนเพศหญิงมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์กับค่าตอบแทนของพนักงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

H_{3d} อัตราค่าธรรมเนียมการกำหนดค่าตอบแทนเพศหญิงมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นกับค่าตอบแทนของพนักงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

ปัจจัยด้านอัตราค่าธรรมเนียมกำหนดค่าตอบแทนพิเศษผู้มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของผู้บริหาร

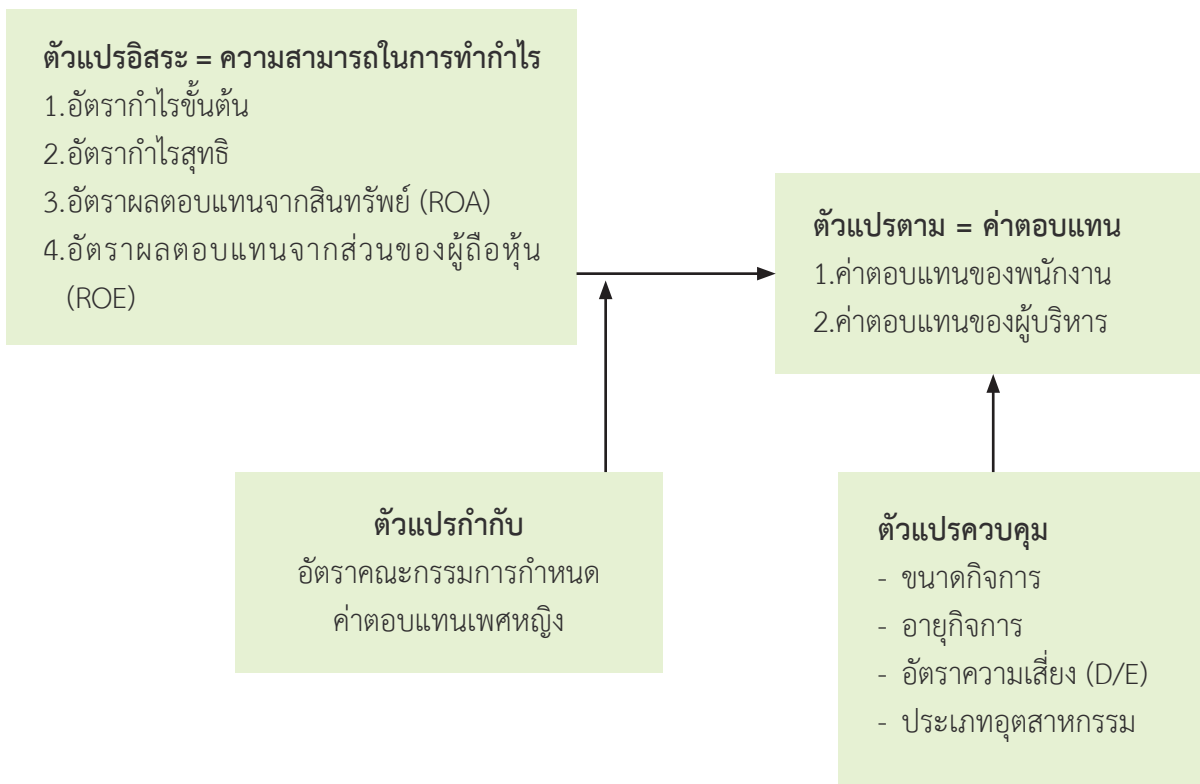
H_{4a} อัตราค่าธรรมเนียมการกำหนดค่าตอบแทนพิเศษผู้มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตรากำไรขั้นต้นกับค่าตอบแทนของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100

H_{4b} อัตราค่าธรรมเนียมการกำหนดค่าตอบแทนพิเศษผู้มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตรากำไรสุทธิกับค่าตอบแทนของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

H_{4c} อัตราค่าธรรมเนียมการกำหนดค่าตอบแทนพิเศษผู้มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์กับค่าตอบแทนของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

H_{4d} อัตราค่าธรรมเนียมการกำหนดค่าตอบแทนพิเศษผู้มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นกับค่าตอบแทนของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

■ กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

■ วิธีดำเนินการวิจัย

การเก็บรวบรวมข้อมูล

กลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ที่เผยแพร่ในเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการเก็บรวบรวมข้อมูลติดต่อกันระหว่างปี พ.ศ.2563 - พ.ศ.2566 รวมระยะเวลา 4 ปีมีจำนวนตัวอย่างที่นำมาใช้ในงานวิจัยทั้งสิ้น 284 ตัวอย่าง ดังแสดงรายละเอียดในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

	รวม
บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET100 พ.ศ.2563 - 2566	400
หัก	
บริษัทที่เปิดเผยข้อมูลตามตัวแปรไม่ครบถ้วน	(32)
อุตสาหกรรมการเงิน	(72)
บริษัทที่มีวันสิ้นรอบไม่ตรงกับวันที่ 31 ธันวาคม	(12)
จำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษาทั้งหมด	284

การวิเคราะห์ข้อมูล

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ในการวิจัยครั้งนี้ จะใช้สถิติพรรณนาในการสรุปข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งประกอบไปด้วย ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum) เป็นต้น

2. สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics) ใช้เพื่อการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ของกลุ่มตัวอย่างก่อนการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ตามสมมติฐาน โดยใช้การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานและหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม ตัวแปรกำกับและตัวแปรตาม สำหรับการทดสอบสมมติฐานว่าปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลต่อค่าตอบแทนของพนักงานบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ได้พัฒนาแบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน H1a – H1d ดังนี้

$$\text{EmCP}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{IGPM}_{i,t} + \beta_2 \text{INPN}_{i,t} + \beta_3 \text{ROA}_{i,t} + \beta_4 \text{ROE}_{i,t} + \beta_5 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_6 \text{AGE}_{i,t} + \beta_7 \text{LEV}_{i,t} + \beta_8 \text{IND}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

การทดสอบปัจจัยด้านอัตราค่าธรรมเนียมกำหนดค่าตอบแทนพิเศษผู้มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของพนักงาน ได้พัฒนาแบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน H3a – H3d ดังนี้

$$EmCP_{i,t} = \alpha + \beta_1 IGPM * MW + \beta_2 INPN * MW + \beta_3 ROA * MW + \beta_4 ROE * MW + \beta_1 IGPM + \beta_2 INPN + \beta_3 ROA + \beta_4 ROE + MW + \beta_5 SIZE + \beta_6 AGE + \beta_7 LEV + \beta_8 IND + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots(2)$$

การทดสอบปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ได้พัฒนาแบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน H2a – H2d ดังนี้

$$EmCP_{i,t} = \alpha + \beta_1 IGPM + \beta_2 INPN + \beta_3 ROA + \beta_4 ROE + \beta_5 SIZE + \beta_6 AGE + \beta_7 LEV + \beta_8 IND + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots(3)$$

การทดสอบปัจจัยด้านอัตราค่าธรรมเนียมกำหนดค่าตอบแทนพิเศษผู้มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของผู้บริหารได้พัฒนาแบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน H4a – H4d ดังนี้

$$EmCP_{i,t} = \alpha + \beta_1 IGPM * MW + \beta_2 INPN * MW + \beta_3 ROA * MW + \beta_4 ROE * MW + \beta_1 IGPM + \beta_2 INPN + \beta_3 ROA + \beta_4 ROE + MW + \beta_5 SIZE + \beta_6 AGE + \beta_7 LEV + \beta_8 IND + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots(4)$$

โดยกำหนดให้ :

- EmCP หมายถึง ค่าตอบแทนของพนักงาน
- ExCP หมายถึง ค่าตอบแทนของผู้บริหาร
- α หมายถึง ค่าคงที่ (Constant)
- β หมายถึง ค่าเบต้า (Beta) ค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปร
- IGPM หมายถึง อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin)
- INPN หมายถึง อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin')
- ROA หมายถึง อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset)
- ROE หมายถึง อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity)
- MW หมายถึง อัตราค่าธรรมเนียมการกำหนดค่าตอบแทนพิเศษ
- SIZE หมายถึง ขนาดของกิจการ
- AGE หมายถึง อายุกิจการ
- LEV หมายถึง อัตราความเสี่ยง (Debt/Equity)
- IND หมายถึง ประเภทอุตสาหกรรม
- e หมายถึง ค่าความคลาดเคลื่อน

■ ผลการวิจัย

ผลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

จากตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาพบว่า ค่าตอบแทนของพนักงานมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.531 พันล้านบาท (SD = 9.133) โดยมีค่าต่ำสุดเพียง 0.059 พันล้านบาท และค่าสูงสุดสูงถึง 61.654 พันล้านบาท สะท้อนถึงความแตกต่างระหว่างบริษัทที่มีขนาดและศักยภาพทางธุรกิจต่างกันอย่างมาก ขณะที่ค่าตอบแทนของผู้บริหารมีค่าเฉลี่ยเพียง 0.292 พันล้านบาท (SD = 1.469) โดยมีช่วงการกระจายตั้งแต่ 0.007 พันล้านบาท ไปจนถึง 12.670 พันล้านบาท แสดงให้เห็นถึงความแตกต่างเชิงโครงสร้างค่าตอบแทนในแต่ละบริษัท และอาจบ่งชี้ถึงความไม่สม่ำเสมอของการออกแบบระบบค่าตอบแทนผู้บริหาร

ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics)

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
EmCP	0.059	61.654	4.531	9.133
ExCP	0.007	12.670	0.292	1.469
IGPM	-50.200	87.400	27.126	17.692
INPN	-75.730	49.360	10.279	14.799
ROA	-15.050	63.250	8.468	9.101
ROE	-57.040	79.780	11.682	15.794
SIZE	8.060	15.057	11.255	1.397
AGE	2.000	132.000	35.056	19.510
LEV	0.150	19.130	1.512	1.681
MW	0.000	100.000	18.219	22.012

สำหรับตัวชี้วัดด้านความสามารถในการทำกำไร พบว่าทุกตัวแปรมีค่าต่ำสุดเป็นลบ ซึ่งสะท้อนว่าบางบริษัทในกลุ่มตัวอย่างประสบภาวะขาดทุน โดยอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) เฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 27.126 แต่มีการกระจายตัวสูง (SD = 17.692) บ่งชี้ถึงความแตกต่างด้านประสิทธิภาพต้นทุนการผลิตและการดำเนินงานระหว่างอุตสาหกรรม อัตรากำไรสุทธิ (NPM) เฉลี่ยที่ร้อยละ 10.279 (SD = 14.799) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) เฉลี่ยที่ร้อยละ 8.468 (SD = 9.101) แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่ยังคงสร้างผลตอบแทนได้ แต่มีความแตกต่างสูงระหว่างบริษัทที่มีประสิทธิภาพสูงกับบริษัทที่ประสบปัญหาการดำเนินงาน ขณะที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) เฉลี่ยร้อยละ 11.682 (SD = 15.794) ซึ่งแม้สะท้อนถึงการสร้างคุณค่าแก่ผู้ถือหุ้น แต่การกระจายตัวที่สูงบ่งชี้ว่ามีทั้งบริษัทที่สามารถสร้างผลตอบแทนโดดเด่นและบริษัทที่สร้างผลตอบแทนต่ำหรือขาดทุน

ตัวแปรควบคุมพบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) มีค่าเฉลี่ย 11.255 (SD = 1.397) ซึ่งสะท้อนว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีความแตกต่างด้านขนาดค่อนข้างชัดเจน โดยมีสินทรัพย์ตั้งแต่ระดับ 8.060 ถึง 15.057 ลอการิทึม ในขณะที่อายุของกิจการมีช่วงตั้งแต่ 2 ปี ไปจนถึง 132 ปี (ค่าเฉลี่ย 35.056 ปี, SD = 19.510) แสดงให้เห็นถึงการผสมผสานระหว่างบริษัทที่เพิ่งก่อตั้งและบริษัทที่ดำเนินกิจการมาอย่างยาวนาน อัตราความเสี่ยงทางการเงิน (D/E) มีค่าเฉลี่ย 1.512 เท่า (SD = 1.681)

แต่มีการกระจายกว้างตั้งแต่ 0.150 เท่าไปจนถึง 19.130 เท่า ซึ่งชี้ให้เห็นถึงความแตกต่างด้านโครงสร้างเงินทุนและการพึ่งพาหนี้สินในกลุ่มบริษัท

ตัวแปรกำกับเกี่ยวกับอัตราของคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนเพศหญิง (MW) พบว่ามีค่าเฉลี่ยเพียงร้อยละ 18.219 (SD = 22.012) และมีการกระจายกว้างตั้งแต่ 0 ถึง 100% ซึ่งสะท้อนถึงความไม่สม่ำเสมอในการมีส่วนร่วมของเพศหญิงในคณะกรรมการ โดยบางบริษัทไม่มีกรรมการเพศหญิงเลย ขณะที่บางบริษัทมีสัดส่วนกรรมการหญิงเต็มคณะกรรมการ ปรากฏการณ์นี้บ่งบอกถึงลักษณะความหลากหลายทางเพศที่ยังแตกต่างกันมากในตลาดทุนไทย และอาจส่งผลกระทบต่อคุณภาพการกำหนดนโยบายค่าตอบแทนและธรรมาภิบาลของบริษัท สำหรับความสัมพันธ์เชิงลบที่ปรากฏระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหาร (ExCP) และขนาดของกิจการ (SIZE) ซึ่งสวนทางกับความคาดหวังทั่วไป เนื่องจากโดยทฤษฎีแล้ว บริษัทขนาดใหญ่ควรมีค่าตอบแทนผู้บริหารสูงกว่าเพื่อสะท้อนความซับซ้อนในการบริหารจัดการ อย่างไรก็ตาม ผลลัพธ์นี้อาจสะท้อนให้เห็นถึงการกำกับดูแลด้านค่าตอบแทนที่เข้มงวดมากขึ้นในบริษัทขนาดใหญ่ หรืออาจเป็นผลจากโครงสร้างค่าตอบแทนที่กระจายตัวไปยังพนักงานในสัดส่วนมากกว่าผู้บริหาร ซึ่งเป็นประเด็นที่ควรศึกษาเชิงลึกต่อไป

ผลสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

ตารางที่ 3 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันสำหรับตัวแปรทั้งหมด

ตัวแปร	IGPM	INPN	ROA	ROE	EmCP	ExCP	SIZE	AGE	LEV	MW
IGPM	1.000	0.596**	0.397**	0.343**	-0.114	0.062	-.239**	-0.043	-0.133	0.108
INPN		1.000	0.562**	0.628**	-0.192**	0.098	-0.165**	-0.127*	-0.336**	0.002
ROA			1.000	0.887**	-0.122*	0.312**	-0.307**	0.035	-0.276**	0.026
ROE				1.000	-0.112	0.191**	-0.199**	-0.013	-0.353**	0.009
EmCP					1.000	-0.018	0.439**	0.048	0.120*	-0.133*
ExCP						1.000	-0.154**	0.016	-0.078	-0.081
SIZE							1.000	0.057	0.239**	-0.226**
AGE								1.000	-0.041	<.001
LEV									1.000	-0.045
MW										1.000

หมายเหตุ ** พบที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 และ * พบที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

จากตารางที่ 3 สามารถสรุปค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ ค่าสัมประสิทธิ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) มีค่าที่ 0.887 แสดงว่าตัวแปรทั้งสองมีความสัมพันธ์กันเองอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 หากนำไปใช้วิเคราะห์พร้อมกันอาจเกิดปัญหาตัวแปรอิสระสัมพันธ์กันเอง ดังนั้นจึงไม่เข้าเงื่อนไขที่จะทำการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression analysis) คือตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระต่อกัน คณะผู้วิจัยทำจึงเลือกอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มาวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณเพียงตัวแปรเดียว ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Narayam and Suwanna (2019) ที่ได้ทำการเลือกตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เนื่องจากการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่น้อยกว่าเมื่อเทียบกับตัวแปรอิสระทุกตัว ดังนั้นคณะผู้วิจัย จึงเลือกตัวแปรอิสระที่ใช้ในงานวิจัยครั้งนี้ คือ อัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรสุทธิ และอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) นอกเหนือจากนั้นไม่พบปัญหาความซ้ำซ้อนของตัวแปร (Multicollinearity problem) เพราะพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ที่มีค่าไม่เกิน 0.80 ของการศึกษา (Hair et al., 2014)

การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ตารางที่ 4 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของพนักงาน

ตัวแปร	Model 1		Model 2		ผลการทดสอบสมมติฐาน
	B	t(Sig.)	B	t(Sig.)	
Constant	-52.872	-11.515 (0.001***)	-51.404	-10.917 (0.001***)	
IGPM	0.014	0.436 (0.663)	-0.048	-1.181 (0.239)	ปฏิเสธสมมติฐาน H1a
INPN	0.014	0.287 (0.774)	0.038	0.567 (0.571)	ปฏิเสธสมมติฐาน H1b
ROE	-0.023	-0.596 (0.551)	-0.012	-0.220 (0.826)	ปฏิเสธสมมติฐาน H1d
IGPM*MW	-	-	0.004	2.884 (0.004***)	ยอมรับสมมติฐาน H3a
INPN*MW	-	-	-0.002	-0.917 (0.360)	ปฏิเสธสมมติฐาน H3b
ROE*MW	-	-	0.00009	0.047 (0.963)	ปฏิเสธสมมติฐาน H3d
MW	-	-	-0.118	-2.822 (0.005***)	
SIZE	5.118	13.169 (0.001***)	5.118	12.832 (0.001***)	
AGE	0.012	0.497 (0.620)	0.013	0.532 (0.595)	
LEV	-0.260	-0.927 (0.355)	-0.265	-0.912 (0.363)	
IND1 (AGRO)	8.527	4.353 (0.001***)	8.891	4.454 (0.001***)	
IND2 (CONSUMP)	-0.335	-0.090 (0.928)	-0.876	-0.237 (0.813)	
IND3 (INDUS)	-1.759	-0.675 (0.501)	-2.202	-0.848 (0.397)	

ตารางที่ 4 (ต่อ)

ตัวแปร	Model 1		Model 2		ผลการทดสอบสมมติฐาน
	B	t(Sig.)	B	t(Sig.)	
IND4	-3.748	-1.996	-3.957	-2.096	
(PROPCON)		(0.047**)		(0.037**)	
IND5	-6.889	-3.825	-6.622	-3.674	
(RESOURC)		(0.001***)		(0.001***)	
IND6	3.848	2.222	3.770	2.197	
(SERVICE)		(0.027**)		(0.029**)	
R Square	0.493		0.512		
Adjusted R Square	0.468		0.480		
F-Value (sig.)	19.793***		15.750***		

หมายเหตุ *** พบที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 ** พบที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ * พบที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.10

จากตารางที่ 4 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของพนักงาน (Model 1) พบว่า ค่า Adjusted R Square เท่ากับ 0.468 สามารถอธิบายความแปรปรวนของค่าตอบแทนได้ร้อยละ 46.8 อย่างไรก็ตาม ผลการทดสอบทางสถิติชี้ว่าตัวแปรด้านความสามารถในการทำกำไร ได้แก่ อัตรากำไรขั้นต้น (IGPM) อัตรากำไรสุทธิ (INPN) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่ได้มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับค่าตอบแทนพนักงานโดยตรง ผลดังกล่าวสะท้อนว่าการกำหนดค่าตอบแทนของพนักงานในบริษัทจดทะเบียนอาจไม่ได้พิจารณาโดยตรงจากผลการทำกำไรขององค์กร แต่ขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่น เช่น นโยบายค่าจ้างขั้นต่ำ แรงกดดันจากสภาพแรงงาน หรือมาตรฐานการจ่ายผลตอบแทนในอุตสาหกรรม เมื่อเพิ่มตัวแปรกรรมการกำหนดค่าตอบแทนเพศหญิงเป็นตัวแปรกำกับ (Model 2) ค่า Adjusted R Square เพิ่มขึ้นเป็น 0.480 แสดงถึงความสามารถในการอธิบายที่ดีขึ้น โดยพบว่าอัตรากำไรขั้นต้น (IGPM) มีค่าสัมประสิทธิ์ 0.004 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนพนักงาน สามารถตีความได้ว่าหากสัดส่วนกรรมการหญิงเพิ่มขึ้น 10% (0.1) ผลกระทบจากกำไรขั้นต้นที่ส่งผ่านมายังค่าแรงพนักงานจะขยายขึ้นประมาณ 0.0004 เท่าของการเปลี่ยนแปลงกำไรขั้นต้น ดังนั้นในการศึกษาจึงยอมรับสมมติฐาน H3a

ตารางที่ 5 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของผู้บริหาร

ตัวแปร	Model 3		Model 4		ผลการทดสอบ สมมติฐาน
	B	t(Sig.)	B	t(Sig.)	
Constant	1.149	1.260 (0.209)	1.580	1.741 (0.083*)	
IGPM	-0.002	-0.366 (0.714)	-0.003	-0.318 (0.751)	ปฏิเสธสมมติฐาน H2a
INPN	0.003	0.303 (0.762)	-0.010	-0.726 (0.468)	ปฏิเสธสมมติฐาน H2b
ROE	0.016	2.076 (0.039**)	0.053	4.565 (0.001***)	ยอมรับสมมติฐาน H2d
IGPM*MW			0.000	-0.598 (0.550)	ปฏิเสธสมมติฐาน H4a
INPN*MW			0.001	1.561 (0.120)	ปฏิเสธสมมติฐาน H4b
ROE*MW			-0.002	-4.176 (0.001***)	ยอมรับสมมติฐาน H4d
MW			0.006	0.760 (0.448)	
SIZE	-0.134	-1.734 (0.084*)	-0.199	-2.580 (0.010***)	
AGE	0.005	0.959 (0.338)	0.002	0.397 (0.692)	
LEV	0.007	0.119 (0.905)	0.083	1.380 (0.169)	
IND1 (AGRO)	-0.005	-0.101 (-0.013)	0.413	1.011 (0.313)	
IND2 (CONSUMP)	-0.407	-0.507 (0.612)	-0.493	-0.635 (0.526)	
IND3 (INDUS)	0.561	1.003 (0.317)	0.788	1.448 (0.149)	

ตารางที่ 5 (ต่อ)

ตัวแปร	Model 3		Model 4		ผลการทดสอบ สมมติฐาน
	B	t(Sig.)	B	t(Sig.)	
IND4	0.172	0.428	0.499	1.262	
(PROPCON)		(0.669)		(0.208)	
IND5	0.335	0.866	0.508	1.343	
(RESOURC)		(0.387)		(0.180)	
IND6	0.656	1.798	0.754	2.132	
(SERVICE)		(0.073*)		(0.034**)	
R Square	0.082		0.154		
Adjusted R Square	0.041		0.103		
F-Value (sig.)	2.008**		3.018***		

หมายเหตุ *** พบที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 ** พบที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ * พบที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.10

จากตารางที่ 5 วิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของผู้บริหาร พบว่าค่า Adjusted R Square เท่ากับ 0.041 แสดงว่าตัวแปรด้านความสามารถในการทำกำไรสามารถอธิบายความแปรปรวนของค่าตอบแทนผู้บริหารได้เพียง 4.1% เท่านั้น ซึ่งถือว่าค่อนข้างต่ำ อย่างไรก็ตาม ตัวแปร อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าสัมประสิทธิ์ 0.016 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงว่า ROE มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารในเชิงสถิติ โดยหาก ROE เพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารที่เพิ่มขึ้น 0.016 หน่วยในเชิงมูลค่า ซึ่งถึงแม้จะมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ขนาดของอิทธิพลยังถือว่าค่อนข้างเล็กในเชิงปฏิบัติ ดังนั้นในการศึกษาจึงยอมรับสมมติฐาน H2d เมื่อเพิ่มตัวแปรกำกับคือ สัดส่วนคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนเพศหญิง (MW) (Model 4) ค่า Adjusted R Square เพิ่มขึ้นเป็น 0.103 ผลการวิเคราะห์พบว่า ROE มีค่าสัมประสิทธิ์ -0.002 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงว่า ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่าง ROE กับค่าตอบแทนผู้บริหาร แสดงให้เห็นว่าเมื่อมีสัดส่วนกรรมการหญิงมากขึ้นหรืออาจกล่าวได้ว่าบทบาทของกรรมการหญิงอาจช่วยกำกับหรือตรวจสอบไม่ให้ค่าตอบแทนผู้บริหารปรับเพิ่มขึ้นตาม ROE แต่กลับทำให้ความสัมพันธ์ดังกล่าวแปรผกผันแทนดังนั้นในการศึกษาจึงยอมรับสมมติฐาน H4d

■ ผลการวิจัย

ผลการศึกษาพบว่า ความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตรากำไรขั้นต้น มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนของพนักงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ กล่าวคือ เมื่ออัตรากำไรขั้นต้นของกิจการเพิ่มสูงขึ้น ย่อมส่งผลต่อการพิจารณาของคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่มีส่วนคณะกรรมการเพศหญิงในระดับสูง ส่งผลให้พนักงานได้รับค่าตอบแทนที่สูงขึ้นตามไปด้วย ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับงานของ WijayaGesti และ Memarista (2024) ที่ชี้ให้เห็นว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อแรงจูงใจในการเพิ่มประสิทธิภาพการทำงานของพนักงานมากที่สุด ได้แก่ รายได้และค่าตอบแทน รองลงมาคือสภาพแวดล้อมและบรรยากาศการทำงาน และปัจจัยด้านลักษณะของงานที่ปฏิบัติ ทั้งนี้ในอุตสาหกรรมบริการประเภทธนาคาร ปัจจัยด้านค่าตอบแทนทั้งในรูปแบบทางการเงินและไม่ใช้ทางการเงิน ยังคงเป็นแรงจูงใจสำคัญที่ส่งผลต่อประสิทธิภาพในการปฏิบัติงานของพนักงาน นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังสอดคล้องกับ Bhuyan et al. (2022) ที่พบว่า สัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ กิจการที่มีสัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิงสูง มักมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น อันเนื่องมาจากลักษณะการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ที่มีความรอบคอบและระมัดระวังมากกว่าเพศชายในการกำหนดแนวทางการบริหารและดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจ ผลการศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของผู้บริหาร ตัวแปรที่ใช้วัดความสามารถในการทำกำไร พบว่ามีเพียงอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนของผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งยอมรับตามสมมติฐานที่ตั้งเอาไว้ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Narayam and Suwanna (2019) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนของผู้บริหารและกรรมการ ก็สามารถวิเคราะห์ได้ว่าแต่ละกิจการ มีประสิทธิภาพที่ดีในการบริหารงาน และเมื่อบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูง และผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ค่าตอบแทนผู้บริหารก็จะสูงขึ้นตามไปด้วยเพื่อเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดแรงจูงใจกับผู้บริหาร

ผลการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของผู้บริหาร โดยมีอัตราคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนเพศหญิงเป็นตัวแปรกำกับ ซึ่งตัวแปรที่ใช้วัดความสามารถในการทำกำไร พบว่ามีเพียงอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับค่าตอบแทนของผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งยอมรับตามสมมติฐานที่ตั้งเอาไว้ จึงเห็นได้ว่า หากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นสูงจะส่งผลต่อคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนเพศหญิง เพื่อพิจารณาการลดทอนค่าตอบแทนให้กับผู้บริหารให้ลดลง ในทางกลับกันผลการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนของพนักงาน โดยมีอัตราคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนเพศหญิงเป็นตัวแปรกำกับ พบว่าอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างไม่มีนัยสำคัญกับค่าตอบแทนของพนักงาน ทำให้อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นสูงและส่งผลต่อคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนเพศหญิง ในการพิจารณาเพิ่มค่าตอบแทนของพนักงานให้สูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Chang et al. (2024) พบว่าการมีอยู่ของคณะกรรมการอิสระที่เป็นเพศหญิง จะเห็นได้ว่าเมื่อตัวแปรตามเป็นเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นและเงินเดือนและสวัสดิการที่มอบให้กับพนักงาน ค่าสัมประสิทธิ์โดยประมาณทั้งหมดมีทิศทางเชิงบวกและมีนัยสำคัญ ซึ่งบ่งชี้ว่าบริษัทที่มีกรรมการอิสระที่เป็นเพศหญิงมักจะให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น และให้ความสำคัญกับสวัสดิการของพนักงานมากขึ้น สามารถสรุปตามทฤษฎีตัวแทนได้ว่า ผู้หญิงมีความอนุรักษ์นิยม ความละเอียดรอบคอบ และความระมัดระวัง และมีการจัดการความเสี่ยงที่ดีกว่า ทำให้บริษัทตัดสินใจที่จะเพิ่มผลประโยชน์โดยรวมขององค์กรมากกว่าที่จะเพิ่มผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียว และยังช่วยลดโอกาสของการตัดสินใจที่เป็นประโยชน์ต่อฝ่ายบริหารโดยเอาเปรียบผู้อื่น นอกจากนี้การรวมสมาชิกที่เป็นผู้หญิงเข้าในคณะกรรมการตามที่กล่าวถึง ยังสอดคล้องกับลักษณะเฉพาะของผู้หญิงที่เต็มใจรับฟังความคิดเห็นของผู้อื่นและเห็นคุณค่าของผลประโยชน์ของผู้อื่นมากกว่า

ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา เป็นผลดีต่อนักลงทุนที่ได้อ่านรายงานทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับค่าตอบแทนรวมของพนักงานและผู้บริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 อีกทั้ง ผู้บริหารสามารถใช้เป็นข้อมูลในการวิเคราะห์เพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดกลยุทธ์ แนวปฏิบัติที่ดี และกลยุทธ์ต่าง ๆ ทำให้พนักงานตระหนักถึงบทบาทหน้าที่ใช้ความรู้ ความสามารถในการทำงานอย่างเต็มที่และคำนึงถึงบริษัทอย่างสูงสุด เพื่อให้มีความสามารถในการทำกำไรสูง และเป็นประโยชน์สำหรับผู้ที่เกี่ยวข้อง นักวิจัยที่จะนำไปใช้อ้างอิง หรือเป็นแนวทางในการศึกษาต่อเพิ่มเติม

■ ข้อจำกัดและงานวิจัยในอนาคต

งานวิจัยนี้มีข้อจำกัดค่าตอบแทนของพนักงานและผู้บริหารบริษัทที่ไม่เป็นตัวเงิน ไม่ได้ถูกนำมาใช้ในการพิจารณาผลการวิจัยครั้งนี้ และข้อมูลค่าตอบแทนพนักงานและผู้บริหารที่เปิดเผยในแบบแสดงรายงานประจำปี มีการให้คำจำกัดความของค่าตอบแทนที่แตกต่างกัน ข้อมูลบางอย่างอาจเป็นความลับของบริษัท จึงทำให้มีข้อจำกัดด้านความครบถ้วนของข้อมูล ดังนั้นสำหรับงานวิจัยในอนาคตควรทำการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับค่าตอบแทนที่ไม่ใช่ตัวเงินว่ามีความสำคัญกับความสามารถในการทำกำไรหรือไม่ ควรศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของพนักงานและผู้บริหารกับตัวแปรอื่น ๆ เพิ่มเติม เช่น สัดส่วนคณะกรรมการแบ่งเป็นแต่ละแผนก สัดส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นต้น ควรทำการศึกษาตัวแปรความสามารถในการทำกำไรตัว อื่น ๆ เพิ่มเติม เช่น EPS EBIT ควรเพิ่มขอบเขตปีในการศึกษา และขอบเขตข้อมูลในการศึกษา เช่น บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ MAI



■ References

- Ahern, K.R. & Dittmar, A.K. (2012). The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 137–197.
- Al-Shaer, H., C. Kuzey, A. Uyar, & A. S. Karaman. (2024). Corporate Strategy, Board Composition, and Firm Value. *International Journal of Finance & Economics*, 29(3), 3177–3202.
- Behl, A., Kumari, P. S. R., Makhija, H., & Sharma, D. (2022). Exploring the relationship of ESG score and firm value using cross-lagged panel analyses: Case of the Indian energy sector. *Annals of Operations Research*, 313(1), 231–256.
- Bhuyan, R., Butchey, D., Haar, J. and Talukdar, B. (2022). CEO compensation and firm performance in the insurance industry. *Managerial Finance*, 48(7), 1086-1115.
- Boudreaux, C. J. (2021). Employee compensation and new venture performance: does benefit type matter?. *Small Business Economics*, 57(3), 1453-1477.
- Chang, Y., Wu, K.T., Lin, S.H., & Lin, C.J. (2024). Board gender diversity and corporate social responsibility. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 9(1), 1 -30.
- Cucari, N., Esposito de Falco, S., and Orlando, B. (2018). Diversity of board of directors and environmental social governance: evidence from Italian listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(1), 250-266.
- Hair, J. F. J., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2014). *Multivariate Data Analysis (7th ed)*. USA: Pearson Education International.
- Kang, E., & Lee, H. (2021). Employee compensation strategy as sustainable competitive advantage for HR education practitioners. *Sustainability*, 13(3), 1049.
- Narayam, S., Suwanna, T. (2019). The Relationship between Profitability and Executive Compensation of Companies Listed on The Stock Exchange. *Rajabhat Rambhai Brni Research Journal*, 13(3), 226-33.
- Pucheta-Martínez Isabel, M.C., & Gallego-Álvarez, G.A (2020). Do board characteristics drive firm performance? An international perspective. *Review of Managerial Science*, 14(6), 1251-1297.
- SET. (2022). *Criteria and Guideline Corporate Sustainability Assessment 2022 for Thailand Sustainability Investment (THIS)*. Retrieved April 18, 2022, from <https://www.set.or.th/th/products/index/SETTHSI.html>

- Songjarean, P. (2021). The Relationship Between Financial Ratios and Return on Assets of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand. *Rajapark Journal*, 15(38), 30 - 41.
- Suttiapun, M., & Yordudom, T. (2021). Impact of environmental, social and governance disclosures on marketreaction: an evidence of Top 50 companies listed from Thailand. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 20(3), 753-767.
- Terjesen, S., Couto, E.B. & Francisco, P.M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management & Governance*, 20(3), 447-483.
- The Thai Bankers' Association. (2024). *Summary of JSCCIB Press Release on the Economic Situation in July 2024*. Retrieved November 18, 2024, from <https://www.tba.or.th/en/>
- Wanaset, A. (2021). The Effect of Financial Ratios to Stock Price of Listed Companies in Thailand and Indonesia. *Journal of Federation of Accounting Professions*, 3(7), 48 – 68.
- Wijaya, H., & Memarista, G. (2024). Board size and firm performance: the moderating role of female representation. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 26(1), 18-28.