

อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*

THE INFLUENCE OF CORPORATE GOVERNANCE ON THE COST OF CAPITAL OF LISTED COMPANIES ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

พิจาน แสนภักดี, สุรัชย์ เอ็มอักษร, นฤพล อ่อนวิมล*

Pitan Sanpakdee, Surachai Am-ugsorn, Naruphon Onwimon*

คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ สุพรรณบุรี

Faculty of Business Administration and Information Technology, Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi,
Suphanburi, Thailand

*Corresponding Author E-mail: naruphon.o@rmutsb.ac.th

บทคัดย่อ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการซึ่งประกอบด้วยความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท การไม่ควมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด ขนาดของคณะกรรมการบริษัท การประชุมของคณะกรรมการบริษัท ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ และความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทที่มีต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัท ใช้รูปแบบการวิจัย เชิงปริมาณ โดยศึกษาจากข้อมูลทุดิจิตีจำนวน 524 บริษัท รวมทั้งสิ้น 2,096 ข้อมูล จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2561 - 2564 รวม 4 ปี จากรายงานประจำปี งบการเงิน แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และ SETSMART สถิติที่ใช้ในการวิจัย ได้แก่ 1) สถิติ เชิงพรรณนา ประกอบด้วย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และ 2) สถิติเชิงอนุมาน ประกอบด้วย การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน และการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท การไม่ควมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท มีอิทธิพลทางลบและมีนัยสำคัญต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และยังพบว่า การประชุมของคณะกรรมการบริษัทและขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบบริษัทไม่มีอิทธิพลและนัยสำคัญ ต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนั้นยังพบว่า อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ขนาดของบริษัท ข้อมูลจากกลุ่มอุตสาหกรรม และปีที่เก็บข้อมูลมีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัท การค้นพบนี้แสดงให้เห็นว่าเมื่อกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะทำให้ความเสี่ยงจากการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนลดลงและส่งผลให้บริษัทสามารถจัดหาเงินทุนได้อัตราที่ต่ำลง

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ; ต้นทุนเงินทุน; ต้นทุนของผู้ถือหุ้น; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

This article aims to study the influence of corporate governance, which includes the independence of the Board of Directors. Absence of the positions of Chairman and Chief Executive Officer Size of the Board of Directors Board of Directors Meeting Size of the Audit Committee and gender diversity in the Board of Directors on the Company's cost of money. Using a quantitative

research model, we studied secondary data from 524 companies, for a total of 2,096 data points from companies listed on the Stock Exchange of Thailand between 2018 and 2021, totaling 4 years from the annual report. Financial Statements, Annual Registration Statement (Form 56-1) and SETSMART Statistics used in the research were 1) descriptive statistics consisting of minimum, maximum, mean, and standard deviation, and 2) inferential statistics consisting of analyzing the values. Pearson correlation coefficient and multiple regression analysis the results showed that Independence of the Board of Directors Absence of the positions of Chairman and Chief Executive Officer Size of the Board of Directors and gender diversity in the Board of Directors It has a negative and significant influence on the cost of capital of listed companies on the Stock Exchange of Thailand. It was also found that the Board of Directors' meeting and the size of the Audit Committee had no significant influence on the cost of capital of a listed company on the Stock Exchange of Thailand. It was also found that Debt to Equity of a company size Data from industry groups and the year of data collection influence the company's cost of capital. These findings show that when firms have good corporate governance, they reduce investor risk and consequently lower financing rates for companies.

Keywords: Corporate Governance, Cost of Capital, Cost of Equity, Stock Exchange of Thailand

บทนำ

การจัดหาเงินทุนในการดำเนินธุรกิจนั้น กิจกรรมขนาดใหญ่จะใช้วิธีการระดมทุนจากนักลงทุน ซึ่งเมื่อนักลงทุนเข้ามาถือหุ้นในกิจการก็จะกลายมาเป็นเจ้าของกิจการ แต่ผู้ถือหุ้นจำนวนมากต้องอาศัยผู้บริหารที่มีความรู้ความสามารถในการบริหารจัดการบริษัท และเป็นเจ้าของทรัพยากรอย่างอื่นนอกจากเงินทุนเข้ามาเป็นตัวแทนในการบริหารงานและควบคุมธุรกิจ ถือเป็นการแยกความเป็นเจ้าของกิจการและ การควบคุมออกจากกันโดยทฤษฎีตัวแทนของ (Jensen, C. & Meckling, H., 1976) นั้น เชื่อว่าผู้บริหาร ซึ่งเป็นตัวแทนจะมีพฤติกรรมที่เห็นแก่ประโยชน์ส่วนตนและเป็นผู้ที่ฉวยโอกาสหาช่องทางในการดักตวงผลประโยชน์เข้าสู่ตน ดังนั้นการดำเนินงานของบริษัทอาจมิได้ให้ประโยชน์สูงสุดตามความต้องการของผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนซึ่งถือเป็นความเสี่ยงในการตัดสินใจลงทุน จึงทำให้พวกเขาต้องการผลตอบแทนเพื่อชดเชย ความเสี่ยงดังกล่าวเพิ่มขึ้นและส่งผลให้ต้นทุนในการจัดหาเงินทุนของกิจการสูงขึ้น (Dabrowska, J. F. et al., 2021) และมูลค่าของกิจการลดลง (Sattar, M. S. A., 2015) นอกจากนี้แล้ว การที่ผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ต้องมาทำงานร่วมกันเพื่อสร้างมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์และการเงินย่อมต้องมีต้นทุนของการสร้างความสัมพันธ์ระหว่างกัน ยิ่งถ้าผู้บริหารและผู้ถือหุ้นมิได้มีความสัมพันธ์ใกล้ชิดยิ่งต้องมีต้นทุนในส่วนนี้สูงตามทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรมของ (Williamson, O., 1975) โดยกลไกเพื่อสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารดำเนินงานเพื่อประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นด้วยวิธีดั้งเดิม คือ การจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารจึงอาจไม่เพียงพอ ปัจจุบันจึงต้องหากกลไก “การกำกับดูแลกิจการ” เข้ามาใช้เพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่บริษัท ซึ่งแนวคิดเรื่องการกำกับดูแลกิจการมุ่งเน้นไปที่ความจำเป็นในการตรวจสอบการจัดการของบริษัท และแยกกิจการออกจากความเป็นเจ้าของ เพื่อรักษาสถิติของนักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในท้ายที่สุด (Hoffmann, P., 2013) เมื่อมีการกำหนดแนวทางการกำกับดูแลกิจการอย่างเหมาะสมในบริษัท พฤติกรรมของบริหารคาดว่าจะสอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ การกำกับดูแลกิจการนำไปสู่การปรับปรุงการดำเนินงานของบริษัท (Sharma, S. & Singh, M., 2018)

ก่อนเกิดวิกฤตทางเศรษฐกิจจากการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 นั้น สหพันธ์การแลกเปลี่ยนโลกได้จัดให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีมูลค่าตามราคาตลาดรวมสูงสุดเป็นอันดับ 2 ในภูมิภาคอาเซียน รองจากสิงคโปร์ ด้วยมูลค่า 545 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ณ สิ้นเดือนกุมภาพันธ์ 2019 ซึ่งถือเป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญยิ่งของนักลงทุนในภูมิภาค อันเกิดจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนผ่านนโยบายการกำกับดูแลที่ดี เพื่อให้มีข้อมูลที่สะท้อนราคาตลาดของหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขาย และการเพิ่มมูลค่าของกิจการ (Pipatanasern, A. & Srijunpetch, S., 2017) ข้อมูลทางบัญชีภายใต้กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดียิ่งทวีความสำคัญมากขึ้นท่ามกลางการดำเนินธุรกิจในปัจจุบันที่มีเหตุการณ์ที่ไม่แน่นอนเกิดขึ้นอยู่เสมอ อาทิ การกีดกันทางการค้าระหว่างสหรัฐอเมริกาและจีน ในปี 2018 การออกจากสหภาพยุโรปของสหราชอาณาจักร (Brexit) ในปี 2019 สถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 ในปี 2020 และ การชะงักงันของห่วงโซ่อุปทานจากผลกระทบของการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 ในปี 2021 (BOT, B. o. T., 2021) ซึ่งวิกฤตการณ์เหล่านี้ก็ส่งผลกระทบต่อต้นทุนการจัดหาเงินทุนของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมด้วย

งานวิจัยในอดีตที่ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนนั้น ใช้คุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทเป็นตัวแทนการกำกับดูแลกิจการทำให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลงได้ โดยกิจการที่มีคณะกรรมการอิสระจำนวนมากจะสะท้อนความโปร่งใสในการบริหารงานของบริษัท ทำให้นักลงทุนเชื่อมั่นในคุณภาพของข้อมูลที่บริษัทรายงาน (Goh, C. F. et al. , 2018) และสัมพันธ์กับงานวิจัยของ (Bhuiyan, B. U.& Nguyen, T. H. N. , 2020) ได้อธิบายว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระที่มากนั้นจะทำให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง เนื่องจากสัดส่วนคณะกรรมการอิสระที่สูงจะช่วยถ่วงดุลอำนาจในการทำงานของคณะกรรมการบริษัท และควบคุมดูแลไม่ใหักรรมการคนใดใช้อำนาจในการกำหนดนโยบายและกระทำการเพื่อหาประโยชน์ส่วนตนเว้นแต่การกระทำนั้นจะสร้างมูลค่าให้ผู้ถือหุ้น ซึ่งถือว่าการตรวจสอบการทำงานของคณะกรรมการภายใน (Bhuiyan, B. U.& Nguyen, T. H. N. , 2020) นอกจากนี้ นักลงทุนยังมีมุมมองเกี่ยวกับการแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด จะสะท้อนความเป็นอิสระในการปฏิบัติงานของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งก็ทำให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลงได้ นอกเหนือจากความเป็นอิสระในการปฏิบัติงานของคณะกรรมการบริษัทจะเป็นปัจจัยสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดีแล้ว ความรู้ความสามารถที่หลากหลายของคณะกรรมการบริษัทจะช่วยให้บริษัทดำเนินงานได้บรรลุตามวัตถุประสงค์ที่ตั้งไว้ (Anwar, Z., 2020) ในส่วนของบริษัทขนาดใหญ่จำเป็นต้องแต่งตั้งคณะกรรมการจำนวนมากเพื่อใช้ความรู้ความสามารถของคณะกรรมการที่หลากหลายช่วยในกำกับ ติดตาม และตรวจสอบการทำงานของผู้บริหาร ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลงได้ (Bhuiyan, B. U.& Nguyen, T. H. N. , 2020); (Faysal, S. et al., 2020) โดยคณะกรรมการบริษัทควรมีส่วนร่วมในการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ของบริษัทผ่านการประชุมคณะกรรมการบริษัท ดังนั้น ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทจะเสริมความมั่นใจในการลงทุนทำให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง แต่ในบางครั้ง การประชุมคณะกรรมการบริษัทอาจจัดขึ้นเพื่อแก้ไขปัญหาต่าง ๆ ของบริษัทจึงไม่เกี่ยวข้องกับต้นทุนเงินทุนของบริษัทได้ (Busru, S. B. A. , 2019) และยังพบว่าคณะกรรมการตรวจสอบที่มีจำนวนมากจะสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ นักลงทุนเกี่ยวกับข้อมูลที่พวกเขานำไปใช้ตัดสินใจและส่งผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง (Wahyuni, P. D., 2019) โดยในปัจจุบันนักลงทุนให้ความสนใจเกี่ยวกับความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการบริษัทเป็นอย่างมาก เนื่องจากนักลงทุนเชื่อว่ากรรมการเพศหญิงมักมีความระมัดระวัง และหลีกเลี่ยงความเสี่ยง จึงเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสและถูกต้อง ลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ทำให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง (Gul, F. A., et a, 2013)

จากสภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันกิจการต้องให้ความสำคัญต่อการสร้างความน่าเชื่อถือต่อนักลงทุนเพื่อความอยู่รอดและการเจริญเติบโตของกิจการ ผู้วิจัยจึงมุ่งศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุน โดยการควบคุมตัวแปรปีที่เก็บข้อมูลและกลุ่มอุตสาหกรรมซึ่งได้รับผลกระทบทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน

อีกทั้งนำประเด็นความหลากหลายทางเพศซึ่งนักลงทุนทั่วโลกกำลังให้ความสำคัญอยู่ในขณะนี้มาเป็นองค์ประกอบหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการ ผลการวิจัยจะเป็นประโยชน์ต่อคณะกรรมการบริษัทเพื่อวางแผนการกำกับดูแลกิจการ และนักลงทุนยังสามารถใช้เป็นแนวทางในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์เพื่อการตัดสินใจลงทุนที่มีประสิทธิภาพ

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการ (ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท การไม่ควมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด ขนาดของคณะกรรมการบริษัท การประชุมของคณะกรรมการบริษัท ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ และความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท) ที่มีต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (quantitative research) ศึกษาจากข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยการรวบรวมข้อมูลการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่ออธิบายต้นทุนเงินทุนของบริษัทโดยมีรายละเอียด ดังนี้

1. ตัวแปรที่ศึกษา

ทบทวนวรรณกรรมจากข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งเป็นการค้นคว้า และการรวบรวมข้อมูล แนวคิด ทฤษฎี เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลและต้นทุนของเงิน จากหนังสือ ตำรา เอกสาร สิ่งตีพิมพ์ สรุปได้ดังนี้

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ผู้ถือหุ้นซึ่งถือเป็นเจ้าของบริษัทไม่สามารถอยู่ร่วมบริหารงานได้ในแต่ละวัน จึงมีการแต่งตั้งตัวแทนบริหารงาน เรียกว่าผู้บริหาร ในกรณีที่ผู้บริหารทำเพื่อประโยชน์ของตนเองแทนที่จะมุ่งสร้างผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นนั้น จึงเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์เป็นที่มาของปัญหาตัวแทน (Jensen, C. & Meckling, H., 1976) โดยเริ่มจาก ผู้ถือหุ้นที่เป็นเจ้าของบริษัท จ้างผู้บริหาร เป็นตัวแทนเพื่อบริหารบริษัทให้ได้ผลกำไรสูงสุด จากนั้นผู้บริหารจะได้รับค่าตอบแทน เช่น เงินเดือนและโบนัสสำหรับการบริหารบริษัท อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ดังกล่าวนำไปสู่การขัดผลประโยชน์เพราะแม้ว่าบริษัทจะมีผลกำไรมากขึ้น แต่ผู้บริหารก็ยังได้รับเงินเดือนเท่าเดิม ส่งผลให้ผู้บริหารไม่มีแรงจูงใจในการเพิ่มผลกำไรให้แก่ผู้ถือหุ้นอีกต่อไป

การกำกับดูแลกิจการ คือ กระบวนการควบคุมและติดตามการทำงานของผู้บริหารเพื่อให้มั่นใจว่าจะจะเป็นไปเพื่อประโยชน์สูงสุดแก่นักลงทุนและผู้ถือหุ้น (Parkinson, 1994) โดยคณะกรรมการบริษัทจะรับหน้าที่ในการควบคุมและติดตามการทำงานของผู้บริหาร ซึ่งเมื่อกระบวนการดังกล่าวมีประสิทธิภาพย่อมสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนอันจะทำให้เกิดการลงทุนเพิ่มในตลาดหลักทรัพย์อย่างยั่งยืน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในฐานะหน่วยงานกลางที่ทำหน้าที่กำกับดูแลการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จึงส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการ โดยเริ่มตั้งแต่ปี 2545 ได้ผลักดันให้รัฐบาลประกาศให้เป็น “ปีบรรษัทภิบาล” และได้จัดตั้ง “คณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติ” ต่อมาปี 2549 ได้ปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการให้สอดคล้องกับ OECD Principles of Corporate Governance ในปี 2555 ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2555 เพื่อให้สอดคล้องกับเกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของอาเซียน และในปี 2560 คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ร่วมมือกับองค์กรในตลาดทุนที่เกี่ยวข้องออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2560 เรียกว่า “CG Code 2017” ประกอบด้วยหลักปฏิบัติ จำนวนทั้งสิ้น 8 ข้อ โดยงานวิจัยฉบับนี้ได้นำหลักปฏิบัติข้อ 3 การเสริมสร้างให้คณะกรรมการมีประสิทธิภาพ และหลักปฏิบัติข้อ 6 ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม มาทำการศึกษาเนื่องจากมีความเกี่ยวข้องกับการวางระบบและติดตามตรวจสอบการทำงานของฝ่าย

บริหารให้สร้างผลประกอบการที่ดีแก่บริษัทการวางระบบและติดตามตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารให้สร้างผลประกอบการที่ดีแก่บริษัท

ต้นทุนเงินทุน คือ อัตราผลตอบแทนที่กิจการต้องการจะได้รับจากการลงทุน ซึ่งคำนวณมาจากอัตราคิดลดหรือมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตเปรียบเทียบกับราคาของเงินทุน ที่จ่ายไปเพื่อลงทุนในกิจการว่ามีความคุ้มค่าและมีความสมเหตุสมผลที่จะตัดสินใจลงทุนหรือไม่ ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของเงินทุนในแต่ละแหล่งมาจากแหล่งที่มาของเงินทุนที่แตกต่างกัน ก็จะมีความเสี่ยงที่ต่างกัน ประเภทของต้นทุนเงินทุนแบ่งได้ 3 ประเภท คือ ต้นทุนของแต่ละแหล่งเงินทุน ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักและต้นทุนส่วนเพิ่ม

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนเงินทุน

การกำกับดูแลกิจการมุ่งประเด็นการควบคุมพฤติกรรมของผู้บริหารให้ทำการบริหารจัดการ โดยมีการสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการเป็นที่ตั้ง มีกลไกที่สำคัญและเป็นที่นิยมใช้กันอย่างแพร่หลายในปัจจุบัน คือ บทบาทหน้าที่และโครงสร้างของคณะกรรมการ ซึ่งงานวิจัยนี้ได้กำหนดองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่เหมาะสม ด้วยองค์ประกอบต่อไปนี้ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท การไม่ควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด ขนาดของคณะกรรมการบริษัท การประชุมของคณะกรรมการบริษัท ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ และความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท

ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท (Board independence)

ความเป็นอิสระของคณะกรรมการจากฝ่ายบริหารทำให้มีการติดตามและควบคุมกิจกรรมของบริษัทอย่างมีประสิทธิภาพโดยนักลงทุนจะเชื่อมั่นว่าเมื่อคณะกรรมการมีความเป็นอิสระจะลดความเสี่ยงลง ในขณะที่กิจการที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระมากแต่มีต้นทุนของเงินทุนสูงนั้น จะสะท้อนการไม่ปฏิบัติตามแนวทางของตลาดหลักทรัพย์ในเรื่องคุณสมบัติของกรรมการอิสระของบริษัท (Sharma, S. & Singh, M., 2018) ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่า

H1: ความเป็นอิสระของคณะกรรมการมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุน

การไม่ควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด(Non-CEO duality)

เมื่อมีการควบตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด จะทำให้การตรวจสอบการบริหารงานได้รับผลกระทบอย่างมากเนื่องจากบุคคลนั้น จะปฏิบัติหน้าที่ในแนวทางเดียวกับที่บริหารมากกว่าผู้ถือหุ้น (Jensen, C. & Mecking, H., 1976) โดยงานวิจัยของ Nazir, M. I. พบความสัมพันธ์ทางลบระหว่างการควบตำแหน่งประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุดและต้นทุนของเงินทุน (Nazir, M. I., 2021) ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่า

H2: การไม่ควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุน

ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size)

ขนาดคณะกรรมการบริษัทที่มีบทบาทสำคัญในการตรวจสอบและควบคุมผู้บริหาร เพราะบริษัทที่มีคณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่จะเพิ่มพูนความเชี่ยวชาญและทรัพยากรที่มีให้กับองค์กร (Faysal, S. et al., 2020) ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร แต่ถ้าบริษัทที่มีคณะกรรมการบริษัทขนาดเล็กอาจถูกครอบงำโดยผู้บริหารบริษัทได้ แต่อย่างไรก็ตาม Jantadej, K. & Wattanatorn, W. พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการและต้นทุนเงินทุนในทิศทางเดียวกัน (Jantadej, K. & Wattanatorn, W., 2020) ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่า

H3: ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุน

การประชุมของคณะกรรมการบริษัท (Board meeting)

จำนวนการประชุมคณะกรรมการเป็นตัวชี้วัดที่ดีในการตรวจสอบของกรรมการ ซึ่งส่งผลต่อการประเมินความเสี่ยงของผู้ถือหุ้นและนักลงทุนเนื่องจากช่วยลดต้นทุนของเงินทุนได้ อย่างไรก็ตามผลการศึกษาบางส่วนพบว่าจำนวนครั้งในการประชุมเป็นการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการเท่านั้นซึ่งเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นแต่ไม่ช่วยให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่า



H5: การประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุน

ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee Size)

คณะกรรมการตรวจสอบมีหน้าที่คุ้มครองผู้ลงทุนของตลาดทุนผ่านการติดตามตรวจสอบฝ่ายบริหาร ประสานข้อมูลระหว่างหน่วยตรวจสอบภายในกับผู้สอบบัญชีเพื่อให้รายงานทางการเงินได้รับความน่าเชื่อถือจาก นักลงทุนและผู้ถือหุ้น กิจกรรมที่มีคณะกรรมการตรวจสอบจำนวนมากอาจสร้างความเชื่อมั่นให้แก่แก่นลงทุนเกี่ยวกับ ข้อมูลที่นำไปใช้ตัดสินใจส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง (Wahyuni, P. D., 2019) ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่า

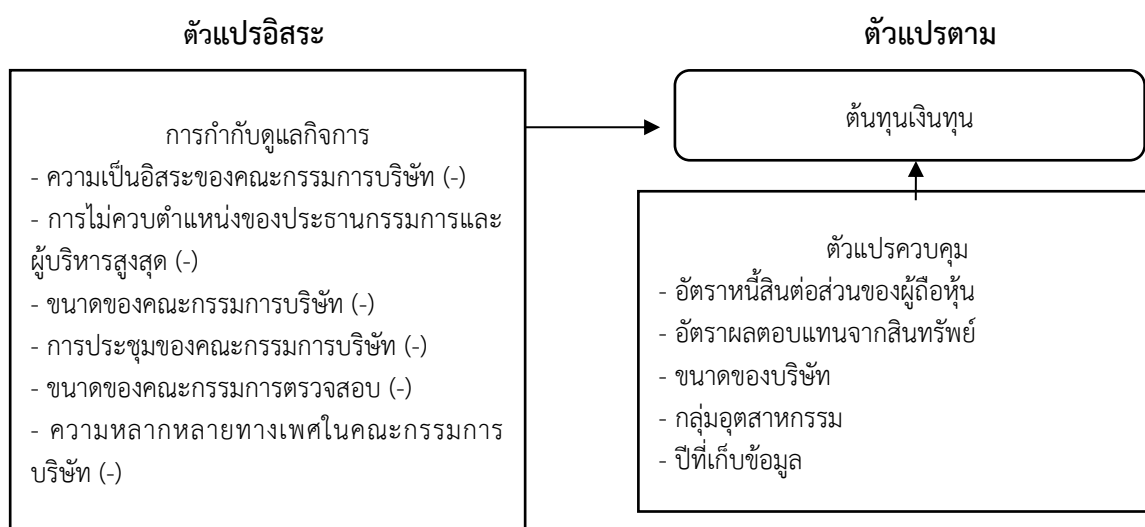
H5: ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุน

ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท (Board Gender Diversity)

ผู้หญิงมีความเสี่ยงน้อยกว่าผู้ชาย เนื่องจากผู้หญิง มีความมั่นใจน้อยกว่าในการตัดสินใจเกี่ยวกับความเสี่ยง เดียวกัน (Hillesland, M., 2019) ในทำนองเดียวกันพบว่าผู้ชายสามารถลงทุนในความเสี่ยงได้ดีกว่าผู้หญิง ดังนั้น งานวิจัยส่วนใหญ่จึงพบว่า บริษัทที่มีสัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิงมากจะช่วยลดต้นทุนเงินทุนของบริษัทลงได้ (Aksoy, M., & Yilmaz, M. K., 2023) แต่อย่างไรก็ตาม Kamil, R., & Appiah, K. O. กลับพบว่า กรรมการเพศ หญิงที่เพิ่มขึ้นทำให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทเพิ่มขึ้น (Kamil, R. & Appiah, K. O., 2022) ตั้งสมมติฐานว่า

H6: ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุน

จากการทบทวนวรรณกรรมและความสัมพันธ์ของตัวแปร ผู้วิจัยสามารถกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัยตาม ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen, C. & Meckling, H ซึ่งมีเหตุผลทางทฤษฎีในการวิเคราะห์อิทธิพล ของการกำกับดูแลต่อต้นทุนเงินทุนโดยผู้วิจัยได้ออกแบบกรอบแนวคิดการวิจัยในครั้งนี้ตามรายละเอียดดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

2. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรวมทั้งสิ้น 789 บริษัท จาก 8 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ 1) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค 3) กลุ่มธุรกิจการเงิน 4) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม 5) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 6) กลุ่มทรัพยากร 7) กลุ่มบริการ และ 8) กลุ่มเทคโนโลยี ผู้วิจัยได้เลือกกลุ่มตัวอย่างด้วยวิธีเจาะจงเฉพาะ โดยมีเงื่อนไข คือ เป็นบริษัทที่มีข้อมูลงบการเงินรวมทั้งหมายเหตุประกอบงบการเงินสำหรับรอบระยะเวลาบัญชี 2561 - 2564 ไม่เป็นบริษัทในตลาด เอ็ม

เอ ไอ (MAI) บริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน และบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปีการศึกษา เหลือกลุ่มตัวอย่างจำนวน 524 บริษัท

3. เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

เครื่องมือในการเก็บรวบรวมข้อมูลในการวิจัยครั้งนี้ คือ ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประกอบด้วย รายงานประจำปี งบการเงิน แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ตั้งแต่ปี 2561 - 2564 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และฐานข้อมูล SETSMART

4. การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บข้อมูล แบ่งเป็น 2 ประเภท คือ 1) เก็บข้อมูลที่เป็นตัวเลขทางการเงินจากงบการเงินของแต่ละบริษัท 2) เก็บข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีของแต่ละบริษัท จำนวน 524 บริษัท

5. การวิเคราะห์ข้อมูล

วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติ ดังต่อไปนี้ 1) สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean), ค่าสูงสุด (Maximum), ค่าต่ำสุด (Minimum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ในการอธิบายตัวแปร 2) สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ประกอบด้วย การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) และการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อการทดสอบสมมติฐาน

6. ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา

ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐาน ตามสมการที่ (1) ดังนี้

$$Ke_{it} = \beta + \beta_1 BIND_{it} + \beta_2 NBDU_{it} + \beta_3 BSIZE_{it} + \beta_4 BMEET_{it} + \beta_5 ASIZE_{it} + \beta_6 BGD_{it} + \beta_7 DEBT_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} IND + \beta_{11} YEAR + \varepsilon_{it} \dots (1)$$

โดย Ke = ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น คำนวณจากสูตร Capital Asset Pricing Model (CAPM)

$$Ke = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

$$R_f = \text{อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี (King, M. R., 2009)}$$

$$R_m = \text{อัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ คำนวณจาก}$$

$$R_m = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

$$P_t = \text{ดัชนีราคาปิดของตลาดหลักทรัพย์วันนี้}$$

$$P_{t-1} = \text{ดัชนีราคาปิดของตลาดหลักทรัพย์วันก่อน}$$

$$\beta = \text{ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ เก็บข้อมูลจากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย}$$

Kd = ต้นทุนเงินทุนของเจ้าหนี้ ต้นทุนส่วนนี้ต้องลบอัตราภาษีออก $(1-T)$ เพราะบริษัทสามารถนำดอกเบี้ยจ่ายไปลดภาษีได้ คำนวณจากดอกเบี้ยจ่ายของบริษัทในแต่ละปีหารด้วยค่าเฉลี่ยของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยระหว่างปี

$BIND_{it}$ = ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท วัดจาก จำนวนคณะกรรมการอิสระหารด้วยจำนวนคณะกรรมการทั้งหมดของบริษัท

$NBDU_{it}$ = การไม่ควมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด วัดโดยกำหนดให้ตัวแปรหุ่นมีค่าเท่ากับ 1 ถ้าบริษัทมีประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนละคนกัน และตัวแปรหุ่นจะมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าบริษัทนั้นมีประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนเดียวกัน

$$BSIZE_{it} = \text{ขนาดของคณะกรรมการบริษัท วัดจาก จำนวนคณะกรรมการทั้งหมดของบริษัท}$$



$BMEET_{it}$ = การประชุมของคณะกรรมการบริษัท วัดจาก จำนวนครั้งการประชุมในแต่ละปีของกรรมการทุกคนรวมกันหารด้วยจำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัท

$ASIZE_{it}$ = ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ วัดจาก จำนวนคณะกรรมการตรวจสอบหารด้วยจำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัทในแต่ละปี

$BGDI_{it}$ = ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท วัดจาก จำนวนคณะกรรมการเพศหญิงหารด้วยจำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัท

$DEBT_{it}$ = อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น วัดจาก หนี้สินรวมหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น

ROA_{it} = อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ วัดจาก กำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท

$SIZE_{it}$ = ขนาดของบริษัท วัดโดย ค่าลอการิทึม (Logarithm) ของสินทรัพย์รวมของบริษัท

IND = ตัวแปรควบคุมผลกระทบจากการเก็บข้อมูลแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม กำหนดเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) โดยสมมติให้ $IND1 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น, $IND2 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น, $IND3 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น, $IND4 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น, $IND5 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มทรัพยากร และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น, $IND6 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มบริการ และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น, $IND7 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มเทคโนโลยี และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น

$YEAR$ = ตัวแปรควบคุมผลกระทบจากการเก็บข้อมูลแต่ละปี กำหนดเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) โดยสมมติให้ $YEAR1 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของปี 2561 และเป็น 0 ถ้าเป็นปีอื่น, $YEAR2 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของปี 2562 และเป็น 0 ถ้าเป็นปีอื่น, $YEAR3 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของปี 2563 และเป็น 0 ถ้าเป็นปีอื่น, $YEAR4 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของปี 2564 และเป็น 0 ถ้าเป็นปีอื่น

ผลการวิจัย

ข้อมูลพื้นฐานจากกลุ่มตัวอย่าง 524 บริษัท สำหรับเวลาระยะเวลา 4 ปี จำนวน 2,096 ข้อมูล ของแต่ละตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา พบว่า บริษัทที่ไม่ควมตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด มีจำนวน 446 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 85.11 บริษัทที่มีการควมตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด มีจำนวน 78 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 14.89

ตารางที่ 1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรตาม

	หน่วย	ค่าต่ำสุด (Min.)	ค่าสูงสุด (Max.)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation)
BIND	ร้อยละ	0.20	0.78	0.4204	0.0997
BSIZE	คน	5.00	21.00	9.9325	2.4474
BMEET	ครั้ง	6.00	30.00	6.9598	2.8274
ASIZE	ร้อยละ	0.09	0.85	0.3332	0.0816
BGDI	ร้อยละ	0.00	1.00	0.2084	0.1537
DEBT	เท่า	.0001	31.83	0.91	1.8428
ROA	เท่า	-1.49	0.55	0.03	0.0925
ASSET	ล้านบาท	156.64	3,078,018.83	34,460.49	140,545.89
SIZE	เท่า	11.96	21.84	15.77	1.5603
Ke	%	0.0020	20.77	5.57	5.4949

จากตารางที่ 1 พบว่า ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทวัดจากสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ มีค่าเฉลี่ย 42.04 ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีค่าเฉลี่ยจำนวน 10 คน การประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีค่าเฉลี่ย 7 ครั้งต่อปี ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ วัดจากสัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 33.32 ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทวัดจากสัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิงมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 20.84 อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเฉลี่ย 0.91 เท่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ค่าเฉลี่ย 0.03 เท่า สินทรัพย์รวมของบริษัทมีค่าเฉลี่ย 34,460.49 ล้านบาท ขนาดของบริษัทมีค่าเฉลี่ย 15.77 เท่า และต้นทุนเงินทุนมีค่าเฉลี่ย 5.57 %

การวิจัยครั้งนี้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณเพื่อทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุน ซึ่งก่อนการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ ผู้วิจัยได้ตรวจสอบความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ด้วยการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน ดังแสดงในตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

Variable	BSIZE	BINDE	BGDI	NBDUA	BMEET	ASIZE	DEBT	ROA	SIZE	IND	YEAR
BIND	1										
BINDE	-.027	1									
BGDI	.527**	-.039	1								
NBDUA	.220**	.062**	.174**	1							
BMEET	.202**	.067**	.256**	.035	1						
ASIZE	.114**	.013	.216**	.061**	.118**	1					
DEBT	.043*	-.018	.025	.108**	-.018	-.021	1				
ROA	.022	.003	.056**	-.036	.008	.046*	-.272**	1			
SIZE	.323**	-.014	.399**	.272**	.035	-.034	.198**	.097**	1		
IND	-.061**	.041	.029	.031	.032	.112**	-.112**	-.019	-.194**	1	
YEAR	-.012	-.010	-.004	-.006	-.017	-.008	.008	.019	.022	-.007	1

* หมายถึง ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ .05, ** หมายถึง ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ .01

ผลการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างคู่ตัวแปรอิสระที่พิจารณาจากค่าสถิติ Pearson Correlation ตามตารางที่ 2 พบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่าน้อยกว่า 0.65 และจากการตรวจสอบควบคู่กับค่าสถิติ Tolerance และค่า VIF ในตารางที่ 3 ตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่า Tolerance ไม่เข้าใกล้ศูนย์มากนัก กล่าวคือมีค่ามากกว่า 0.10 และมีค่า VIF ไม่เกิน 10 ทำให้ไม่มีปัญหา Multicollinearity และ สถิติ Durbin-Watson มีค่า 1.9961 อยู่ในช่วง 1.5-2.5 แสดงถึงค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงเป็นอิสระกัน (Autocorrelation)

ผลการทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามสมมติฐานที่ 1 - สมมติฐานที่ 6 โดยการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) แสดงดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$$Ke_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{it} + \beta_2 NBDU_{it} + \beta_3 BSIZE_{it} + \beta_4 BMEET_{it} + \beta_5 ASIZE_{it} + \beta_6 BGDI_{it} + \beta_7 DEBT_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} IND + \beta_{11} YEAR + \epsilon_{it}$$

Variable	Unstandardized		Standardized	t-value	p-value	Collinearity Statistics	
	Coefficients		Coefficients			Tolerance	VIF
	B	Std. Error	Beta				
Constant	-3.7426	1.2756		-2.9339	0.0033**		
BIND	-0.2067	0.1022	-0.0458	-2.0221	0.0432*	0.6805	1.4693
NBDU	-0.6412	0.2903	-0.0416	-2.2085	0.0273*	0.9841	1.0161
BSIZE	-0.2825	0.0543	-0.1257	-5.1973	0.0000**	0.5978	1.6727



ตารางที่ 3 ผลการทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ต่อ)

$$Ke_{it} = \beta + \beta_1 BIND_{it} + \beta_2 NBDU_{it} + \beta_3 BSIZE_{it} + \beta_4 BMEET_{it} + \beta_5 ASIZE_{it} + \beta_6 BGDI_{it} + \beta_7 DEBT_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} IND + \beta_{11} YEAR + \varepsilon_{it}$$

Variable	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t-value	p-value	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
BMEET	0.0093	0.0385	0.0048	0.2425	0.8083	0.8855	1.1292
ASIZE	0.2422	0.2232	0.0212	1.0850	0.2780	0.9108	1.0979
BGDI	-0.1406	0.0711	-0.0385	-1.9773	0.0481*	0.9228	1.0836
DEBT	0.1446	0.0598	0.0486	2.4161	0.0157*	0.8639	1.1575
ROA	0.0612	1.1772	0.0010	0.0519	0.9585	0.8962	1.1157
SIZE	0.6950	0.0790	0.1973	8.7943	0.0000**	0.6949	1.4389
IND	-1.5301	0.4027	-0.0739	-3.7988	0.0000**	0.9237	1.0825
YEAR	5.6911	0.2340	0.4553	24.3140	0.0000**	0.9982	1.0017

ค่า Durbin Watson = 1.9898, ค่า F-value = 71.3242** และ ค่า Adjusted R² = 0.2708

* หมายถึง ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ .05, ** หมายถึง ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ .01

จากตารางที่ 3 ผลการทดสอบสมมติฐานตามตัวแบบที่ 1 พบว่า สถิติ F-test ค่า Sig. <.01 แสดงว่าตัวแปรอิสระทุกตัวในสมการสามารถร่วมกันทำนายตัวแปรตามได้ และเมื่อพิจารณาค่า Adjusted R² = 0.2708 หมายความว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดมีอิทธิพลต่อตัวแปรตามร้อยละ 27.08 หรือกล่าวได้ว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวร่วมกันอธิบายการผันแปรของตัวแปรตามได้ 27.08% เมื่อพิจารณาแยกตามองค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการ พบว่าความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท (BINDE) การไม่คว่ำตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (NBDUA) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BSIZE) และความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท (BGDI) มีค่าสถิติ (p-value) น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีทิศทางตรงกันข้าม แสดงว่า องค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการ ดังกล่าวมีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัท จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1, 2, 3 และ 6 ในขณะที่การประชุมของคณะกรรมการบริษัท (BMEET) และขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ (ASIZE) มีค่าสถิติ (p-value) มากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 แสดงว่า องค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการ ทั้ง 2 องค์ประกอบนี้ ไม่มีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัท จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 4 และ 5 นอกจากนี้ยังพบว่า อัตราหนี้สินต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น (DEBT) ขนาดของบริษัท (SIZE) กลุ่มอุตสาหกรรม (IND) และ ปี (YEAR) ที่แตกต่างกันมีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัท

โดยสามารถสร้างรูปแบบสมการพยากรณ์ ได้ดังนี้

$$Ke = - 3.7426 - 0.0458(BIND) - 0.0416(NBDU) - 0.1257(BSIZE) - 0.0385(BGDI) + 0.0486(DEBT) + 0.1973(SIZE) - 0.0739(IND) + 0.4553(YEAR) + 1.2756$$

ตารางที่ 4 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบ
H1: ความเป็นอิสระของคณะกรรมการมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุน	มีผลกระทบในทิศทางลบ
H2: การไม่คว่ำตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุน	มีผลกระทบในทิศทางลบ
H3: ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุน	มีผลกระทบในทิศทางลบ
H4: การประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุน	ไม่มีผลกระทบในทิศทางลบ
H5: ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุน	ไม่มีผลกระทบในทิศทางลบ
H6: ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุน	มีผลกระทบในทิศทางลบ

อภิปรายผล

การศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่าง ปี 2561 - 2564 นั้น พบว่า

ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลทางลบต่อต้นทุนเงินทุน ทั้งนี้อาจเป็นเพราะ การมีคณะกรรมการอิสระจำนวนมากจะสะท้อนความโปร่งใสของข้อมูลทางการเงินและบัญชีให้แก่นักลงทุนและผู้ให้กู้ ทำให้ลดความเสี่ยงลง จึงต้องการผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่ลดลง สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Bhuiyan ,B.U. & Nguyen,T.H.N. ที่พบว่า เมื่อบริษัทมีสัดส่วนของของคณะกรรมการอิสระที่มากจะทำให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง (Bhuiyan, B. U.& Nguyen, T. H. N. , 2020)

การไม่ควมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดมีอิทธิพลทางลบต่อต้นทุนเงินทุน กล่าวคือ เมื่อบริษัทไม่มีการควมตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดจะทำให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง ทั้งนี้อาจเป็นเพราะนักลงทุนและผู้ให้กู้ต้องการให้คณะกรรมการบริษัททำหน้าที่ตรวจสอบผู้บริหารได้โดยอิสระ เมื่อกิจการสามารถลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ตามทฤษฎีตัวแทนลงได้จะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Anwar, Z. et al ที่พบว่า เมื่อมีการควมตำแหน่งประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุดจะทำให้ต้นทุนเงินทุนสูงขึ้น (Anwar, Z. et al. , 2019)

ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลทางลบต่อต้นทุนเงินทุน กล่าวคือ จำนวนคณะกรรมการบริษัทที่มากจะสะท้อนถึงความหลากหลายในทักษะและประสบการณ์ของกรรมการบริษัทช่วยเพิ่มประสิทธิภาพ ในการกำกับดูแลกิจการตามทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร ผลการศึกษาจึงพบความสัมพันธ์ในทางผกผันระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับต้นทุนเงินทุนของบริษัท สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Faysal, S. et al. ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ช่วยให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง (Faysal, S. et al., 2020)

การประชุมของคณะกรรมการบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุน กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัทเปลี่ยนแปลงไป ไม่ได้ทำให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย ทั้งนี้อาจเป็นเพราะจำนวนครั้งการประชุมที่เพิ่มขึ้นอาจเกิดจากผลการดำเนินงานของบริษัทลดลง คณะกรรมการบริษัทจึงต้องมีการประชุมเพื่อแก้ไขปัญหาให้มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น จึงไม่เกี่ยวข้องกับการลดต้นทุนเงินทุนของบริษัทแต่อย่างใด สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Srivastava, V พบว่าจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัทไม่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุน (Srivastava, V. , 2019)

ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบไม่มีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุน กล่าวคือ สัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบที่เปลี่ยนแปลงไปไม่ได้ทำให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย ทั้งนี้ จำนวนของคณะกรรมการตรวจสอบอาจขึ้นอยู่กับขนาดและความซับซ้อนในการดำเนินงานของบริษัท โดยการมีคณะกรรมการตรวจสอบที่มีขนาดใหญ่เกินไปอาจส่งผลเสียต่อบริษัทในเรื่องการประสานงาน และการควมคุมที่ไม่ดีระหว่าง จึงไม่อาจช่วยให้บริษัทมีต้นทุนเงินทุนที่ต่ำลงได้ สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Appuhami, R พบว่า ขนาดคณะกรรมการตรวจสอบไม่มีผลต่อการลดต้นทุนเงินทุน (Appuhami, R., 2018)

ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลทางลบต่อต้นทุนเงินทุน กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีสัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิงที่มากขึ้นจะทำให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง ทั้งนี้อาจเป็นเพราะกรรมการเพศหญิงจะมีความระมัดระวังในข้อมูลที่นำเสนอต่อสาธารณชน ลดความเสี่ยงในการใช้ข้อมูลเพื่อการตัดสินใจของนักลงทุนและผู้ให้กู้ได้ จึงส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Aksoy, M., & Yilmaz, M. K พบว่า บริษัทที่มีสัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิงมากจะช่วยลดต้นทุนเงินทุนของบริษัทลงได้ (Aksoy, M., & Yilmaz, M. K., 2023)



สรุปและข้อเสนอแนะ

อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทการไม่ควมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด ขนาดของคณะกรรมการบริษัทและความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท มีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุน ในขณะที่การประชุมของคณะกรรมการบริษัท และขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ ไม่มีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุน นอกจากนี้ยังพบว่า อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ขนาดของบริษัท ข้อมูลจากกลุ่มอุตสาหกรรม และปีที่เก็บข้อมูลมีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัท ดังนั้น หากบริษัทกำหนดคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทให้เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมุ่งเน้นในเรื่องความเป็นอิสระในการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัท จำนวนคณะกรรมการที่เหมาะสมและมีความความรู้ ประสบการณ์และเพศที่หลากหลาย จะช่วยให้นักลงทุนเกิดความมั่นใจ และส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลงได้ ในส่วนของข้อเสนอแนะจากการวิจัย ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะประกอบด้วย 1) ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์ ซึ่งผลจากการวิจัยที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท และการไม่ควมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดจะสามารถลดต้นทุนเงินทุนลงได้นั้น ทำให้บริษัทสามารถใช้เป็นแนวทางในการวางแผนจัดตั้งคณะกรรมการบริษัทได้อย่างเหมาะสม กล่าวคือ จำนวนกรรมการที่มีมากและมีความหลากหลายทั้งอายุ เพศ และประสบการณ์ และมีความเป็นอิสระ โดยเฉพาะประธานกรรมการ จะทำให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทต่ำลง และมูลค่า ของบริษัทสูงขึ้น อีกทั้งนักลงทุนยังนำหลักการเดียวกันนี้ไปใช้วางแผนในการลงทุนในบริษัทที่มีคุณสมบัติดังกล่าวจะช่วยลดความเสี่ยง และเกิดความคุ้มค่าในการลงทุนได้ในระยะยาว 2) ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป โดยงานวิจัยนี้ได้ข้อค้นพบใหม่ คือ สัดส่วนของคณะกรรมการบริษัทที่มีเพศหญิงจำนวนมาก ช่วยลดต้นทุนเงินทุนของบริษัทลงได้ ดังนั้น ในการวิจัยครั้งต่อไป จึงควรทำวิจัยในประเด็นเกี่ยวกับ ความระมัดระวังทางบัญชี หรือการเปิดเผยข้อมูลมีความสัมพันธ์กับคณะกรรมการบริษัทเพศหญิงหรือไม่ และจะส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทอย่างไรและด้วยกระแสความสนใจของนักลงทุนในปัจจุบันที่ให้ความสำคัญต่อการลงทุนแบบยั่งยืนนั้น งานวิจัยในอนาคตจึงควรพัฒนาไปสู่ Environment, Social, และ Governance (ESG) ที่ส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัท

เอกสารอ้างอิง

- Aksoy, M., & Yilmaz, M. K. (2023). Does board diversity affect the cost of debt financing? Empirical evidence from Turkey. *Gender in Management: An International Journal*, 38(4), 504-524.
- Anwar, Z. (2020). The Effects of Corropeate Governance on Cost of Capital in Agriculture Sector of Asian Countries. *Scientific Papers Series Management, Economic Engineering in Agriculture and Rural Development*, 20(1), 33-40.
- Anwar, Z. et al. (2019). Corporate Governance and Cost of Equity: evidence from Asian Countries. *Journal of Political Studies*, 26(1), 193-216.
- Appuhami, R. (2018). The signalling role of audit committee characteristics and the cost of equity capital. *Pacific Accounting Review*, 30(3), 387-406.
- Bhuiyan, B. U. & Nguyen, T. H. N. (2020). Impact of CSR on cost of debt and cost of capital: Australian evidence. *Social Responsibility Journal*, 16(3), 419-430.
- BOT, B. o. T. (2021). Thai economy in 2021. *Annual Thai Economic Report*, 24(1), 1-3.

- Busru, S. B. A. (2019). Corporate Governance and Its Impact on Cost of Capital: Empirical Insights from Indian Listed Firms. *International Journal of Financial Management*, 9(1), 27-35.
- Dabrowska, J. F. et al. (2021). Energy Sector Risk and Cost of Capital Assessment—Companies and Investors Perspective. *Energies*, 2021(14), 1-20.
- Faysal, S. et al. (2020). Impact of corporate governance mechanisms on the cost of equity capital in emerging markets. *Journal of Public Affairs*, 21(2), 1221- 1239.
- Goh, C. F. et al. (2018). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Malaysian Companies. *Int. J Sup. Chain. Mgt*, 7(3), 225-230.
- Gul, F. A., et a. (2013). Gender-diverse boards and properties of analyst earnings forecasts. *Accounting Horizons*, 27(3), 511-538.
- Hillesland, M. (2019). Gender differences in risk behavior: An analysis of asset allocation decisions in Ghana. *World Development*, 117(2019), 127-137.
- Hoffmann, P. (2013). Internal corporate governance mechanisms as drivers of firm value : panel dataevidence for Chilean firms. *Review of Managerial Science*, 8(4), 575-604.
- Jantadej, K. & Wattanatorn, W. (2020). The Effect of Corporate Governance on the Cost of Debt: Evidence from Thailand. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 17(9), 283-291.
- Jensen, C. & Mecking, H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kamil, R. & Appiah, K. O. (2022). Board gender diversity and cost of debt: do firm size and industry type matter? *Gender in Management. An International Journal*, 37(1), 19-38.
- King, M. R. (2009). The cost of equity for global banks: a CAPM perspective from 1990 to 2009. *BIS Quarterly Review*, 2009(9), 60-73.
- Nazir, M. I. (2021). How Corporate Governance Practices Affect the Cost of Debt: A Cross-Country Comparison of Pakistan and India. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, 16(2), 187-198.
- Parkinson. (1994). *Corporate Power and Responsibility*. UK: Clarendon Press.
- Pipatanasern, A. & Srijunpetch, S. (2017). Response of the Stock Exchange of Thailand on Corporate Governance, Earnings Quality and Auditors. *Journal of Accounting Profession*, 13(40), 22-31.
- Sattar, M. S. A. (2015). Cost of Capital - The Effect to the Firm Value and Profitability; Empirical Evidences in Case of Personal Goods (Textile) Sector of KSE 100 Index. *Journal of Poverty Investment and Development*, 17(1), 24-28.
- Sharma, S. & Singh, M. (2018). Corporate governance and firm's performance during subprimecrisis: evidence from Indian firms. *Gurukul Business Review*, 14(1), 12-25.
- Srivastava, V. (2019). Impact of corporate governance attributes on cost of equity Evidence from an emerging economy. *Managerial Auditing Journal*, 34(2), 142-161.



- Wahyuni, P. D. (2019). Good Corporate Governance and Firm Size on Cost of Debt: Evidence from Indonesian Listed Companies. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 9(2), 257-265.
- Williamson, O. (1975). *Markets and Hierarchies*. New York: Free Press.