อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Influence of Corporate Governance on the Weighted Average Cost of Capital of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand

[1]สุกัญญา วงษ์ลคร และ [2]สุรชัย เอมอักษร

[1]Sukanya Wonglacorn and [2]Surachai Am-ugsorn

คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

Faculty of Business Administration and Information Technology

Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi, Thailand

E-mail: sukanya.wo@rmutsb.ac.th, surachai.a@rmutsb.ac.th

Received January 13, 2023; **Revised** February 5, 2023; **Accepted** March 7, 2023

บทคัดย่อ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งประกอบด้วยขนาดของคณะกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท การไม่ควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด การประชุมของคณะกรรมการบริษัท และขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยศึกษาจากข้อมูลทุติยภูมิที่รวบรวมจาก 524 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2561 – 2564 รวม 4 ปี จากรายงานประจำปี งบการเงิน แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และ SETSMART สถิติที่ใช้ในการวิจัย ได้แก่ 1) สถิติเชิงพรรณนา และ 2) สถิติเชิงอนุมาน ประกอบด้วย การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน และการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท และการไม่ควบตำแหน่งของประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุด มีอิทธิพลทางลบและมีนัยสำคัญต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก นอกจากนั้นยังพบว่า อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ข้อมูลจากกลุ่มอุตสาหกรรม และ ปีที่เก็บข้อมูลมีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัท การค้นพบนี้แสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสำคัญต่อบริษัท เนื่องจากเป็นการสร้างความเชื่อมั่นในการบริหารจัดการของบริษัทแก่นักลงทุน ลดความเสี่ยงจากการตัดสินใจลงทุน ส่งผลให้บริษัทสามารถจัดหาเงินทุนได้ด้วยต้นทุนที่สมเหตุสมผล

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ; ต้นทุนเงินทุน; ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

Abstract

This article aimed to study the influence of corporate governance, which consists of board size, board independence, board gender diversity, non–board duality, board meetings, and audit committee size, on the weighted average cost of capital. This was quantitative research; the secondary data employed in this study were collected from 524 companies listed on the Stock Exchange of Thailand. Using information during the years 2018–2021, a total of 4 years, from financial statements, the annual registration statement (Form 56–1), and SET SMART. The statistics used in the research were descriptive statistics, Pearson correlation coefficient analysis, and multiple regression analysis. The results revealed that board size, board independence, non–board duality, and board gender diversity had a negative and significant effect on the weighted average cost of capital. It was also found that the debt–to–equity ratio, industry groups, and years of data collection influence a company's weighted average cost of capital. These findings indicate that corporate governance matters to companies. Because it creates confidence in the management of the company among investors, thus reducing the risk of investment decisions. As a result, the company can get financing at a fair cost of capital.

Keywords: corporate governance; cost of capital; wacc

บทนำ

ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดว่าเป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญยิ่งของนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ ในปี 2564 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวมของหลักทรัพย์ IPO คือ 4.54 แสนล้านบาท สูงเป็นอันดับที่ 7 ในเอเชีย และอันดับที่ 18 ของโลก (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2565) ซึ่งถือได้ว่าตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน อย่างไรก็ตาม การที่นักลงทุนมอบหมายให้ผู้บริหารจัดการบริษัทแทนตนนั้น อาจนำมาซึ่งปัญหาตัวแทน (Agency Problem) อันเนื่องมาจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Symmetry) (Jensen & Mecking, 1976) โดยผู้บริหารมีข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจมากกว่าผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัท มักตัดสินใจลงทุนเพื่อเพิ่มผลประโยชน์ของตนเองแทนที่จะคำนึงถึงผลประโยชน์ของ

ผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะในช่วงที่มีความผันผวนของสภาพเศรษฐกิจ สังคม และการเมืองเช่นในปัจจุบัน (Zhu, 2021)

เพื่อบรรเทาปัญหาตัวแทน ผู้ถือหุ้นจึงต้องแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทเพื่อทำหน้าที่กำกับการทำงานของผู้บริหาร โดยกลไกสำคัญที่ใช้เป็นเครื่องมือในการควบคุมการปฏิบัติงานของคณะกรรมการบริษัทก็คือ “การกำกับดูแลกิจการ” ซึ่งการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นจะช่วยสร้างข้อมูลทางการเงินที่มีคุณภาพ สะท้อนเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจที่กระทบผลการดำเนินงานของบริษัทได้อย่างทันเวลา โดยเฉพาะในสถานการณ์ที่มีความไม่แน่นอน และความผันผวนจากสภาวะแวดล้อมของธุรกิจ ข้อมูลที่มีคุณภาพจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน (Am-ugsorn, 2022b) ทำให้นักลงทุนเรียกร้องผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่ลดลง ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการต่ำลงได้

ต้นทุนเงินทุนของบริษัท คือ ต้นทุนที่บริษัทจะต้องจ่ายจากการจัดหาเงินมาลงทุนในกิจการ อาจจะเป็นดอกเบี้ยที่จ่ายให้แก่ผู้ให้กู้ หรือเงินปันผลที่จ่ายให้แก่นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้น ดังนั้น กิจการที่สามารถจัดหาเงินทุนด้วยต้นทุนเงินทุนที่ต่ำย่อมสร้างความได้เปรียบในการแข่งขัน นอกจากนั้นแล้ว ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนยังใช้ต้นทุนของเงินทุนในการประเมินกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการที่ตนลงทุน เมื่อต้นทุนของเงินทุนต่ำ มูลค่าของกิจการจะสูงขึ้นซึ่งจะส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนจะตัดสินใจลงทุนในบริษัท (ณัฐชา อัตถพลพิทักษ์, 2562) ด้วยเหตุนี้จึงมีงานวิจัยในอดีตจำนวนมากที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัท เช่น วรรณรัตน์ ปณิธานธรรม และ ดลกณิศ เต็งอำนวย (2559) และ Gupta (2018) พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง ปิยะณัฐ ถุนพุทธดม และ นฤมล อริยพิมพ์ (2562) และ Dogan (2020) พบว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการมีบทบาทสำคัญต่อต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

โดยงานวิจัยข้างต้นนั้นยังไม่ได้คำนึงถึงผลกระทบทางเศรษฐกิจจากวิกฤตการณ์ต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในแต่ละปี อาทิ การกีดกันทางการค้าระหว่างสหรัฐอเมริกาและจีน ในปี 2561 การออกจากสหภาพยุโรปของสหราชอาณาจักร (Brexit) ในปี 2562 สถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด 19 ในปี 2563 และการชะงักงันของห่วงโซ่อุปทาน (Supply Chain Disruption) จากผลกระทบของโควิด 19 ในปี 2564 (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2564) ซึ่งวิกฤตการณ์เหล่านี้ก็ส่งผลกระทบต่อลักษณะการประกอบธุรกิจในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมด้วย บทความวิจัยนี้จึงได้นำเสนออิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก โดยการควบคุมตัวแปรปีที่เก็บข้อมูล และกลุ่มอุตสาหกรรมซึ่งได้รับผลกระทบทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน อีกทั้ง นำประเด็นความหลากหลายทางเพศซึ่งนักลงทุนทั่วโลกกำลังให้ความสำคัญอยู่ในขณะนี้ (EY Reporting, 2019) มาเป็นองค์ประกอบหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการ ผลการวิจัยจะเป็นประโยชน์ต่อคณะกรรมการบริษัทเพื่อวางแผนการกำกับดูแลกิจการ และนักลงทุนยังสามารถใช้เป็นแนวทางในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์เพื่อการตัดสินใจลงทุนที่มีประสิทธิภาพ

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อทดสอบอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการ อันได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท การไม่ควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด การประชุมของคณะกรรมการบริษัท ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ ที่มีต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การทบทวนวรรณกรรม

1. ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ผู้ถือหุ้นซึ่งถือเป็นเจ้าของบริษัทไม่สามารถอยู่ร่วมบริหารงานได้ในแต่ละวัน จึงมีการแต่งตั้งตัวแทนบริหารงาน เรียกว่าผู้บริหาร ในกรณีที่ผู้บริหารทำเพื่อประโยชน์ของตนเองแทนที่จะมุ่งสร้างผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นนั้น จึงเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เป็นที่มาของปัญหาตัวแทน (Jensen & Mecking ,1976) บางกิจการพบว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ใช้ประโยชน์จากการมีสิทธิในการออกเสียงที่มากนั้น เอารัดเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย (Shapiro, 2005) โดยปัญหาตัวแทนส่วนใหญ่เกิดจากการรับรู้ข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน (Information Asymmetry) ระหว่างบุคคลภายในที่มีโอกาสเข้าถึงข้อมูลได้มากกว่า คือ ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผู้ที่เข้าถึงข้อมูลได้น้อยกว่า หรือช้ากว่า ได้แก่ นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นรายย่อย อันเป็นสาเหตุสำคัญของต้นทุนเงินทุนของกิจการสูงขึ้น เพราะเมื่อผู้ลงทุนและผู้ให้กู้ทราบถึงปัญหาตัวแทน จึงประเมินความเสี่ยงของบริษัทในระดับที่สูงขึ้น และต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) เพิ่มขึ้น (Am-ugsorn, 2022a)

2. ทฤษฎีความเป็นผู้ควบคุมดูแลจัดการทรัพย์สิน (Stewardship Theory)

คณะกรรมการบริษัทและฝ่ายบริหาร จะดูแลทรัพย์สินและสร้างมูลค่าสูงสุดแก่บริษัท ต่อเมื่อเจ้าของทรัพย์สินได้มอบอำนาจหน้าที่และความเป็นอิสระในการตัดสินใจดำเนินนโยบายต่าง ๆ ให้แก่ตน โดยจะทำงานเพื่อบรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กรมากกว่าการทำเพื่อส่วนตัว (Donaldson & Davis, 1991) ดังนั้น เมื่อค่าตอบแทนของผู้บริหารขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงาน การที่บริษัทมีประธานกรรมการบริษัทเป็นคนเดียวกับผู้บริหารจะช่วยให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มมากขึ้น เนื่องจากผู้บริหารจะกำหนดแนวทางในการบริหารงานโดยไม่ถูกแทรกแซงจากคณะกรรมการบริษัท (Rechner & Dalton, 1991) ต้นทุนในการกำกับติดตาม และตรวจสอบการจัดการกำไรต่ำ จึงทำให้มีผลการดำเนินงานสูงขึ้น

3. แนวคิดการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)

“การกำกับดูแลกิจการ” หมายถึง กลไกมาตรการที่ใช้กำกับการตัดสินใจของคนในองค์กรให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ ซึ่งประกอบด้วย (1) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลัก (2) การกำหนดกลยุทธ์นโยบาย และพิจารณาอนุมัติแผนงานและงบประมาณ และ (3) การติดตาม ประเมิน และดูแลการรายงาน

ผลการดำเนินงาน โดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2560 (Corporate Governance Code for Listed Companies 2017: CG Code) เพื่อเป็นหลักปฏิบัติให้คณะกรรมการบริษัทนำไปปรับใช้ในการกำกับดูแล ให้กิจการมีผลประกอบการที่ดีในระยะยาว เพื่อสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ถือหุ้นและนักลงทุน ประกอบไปด้วยหลักปฏิบัติจำนวนทั้งสิ้น 8 ข้อ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) โดยงานวิจัยฉบับนี้ ได้นำหลักปฏิบัติข้อ 3 การเสริมสร้างให้คณะกรรมการมีประสิทธิภาพ และหลักปฏิบัติข้อ 6 ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม มาทำการศึกษาเนื่องจากมีความเกี่ยวข้องกับการวางระบบและติดตามตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารให้จัดหาเงินทุนด้วยต้นทุนเงินทุนที่ต่ำ

4. ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory)

การเข้าถึงทรัพยากรที่สำคัญ ทำให้กิจการต้องพึ่งพากิจการอื่น ดังนั้น กิจการจึงต้องหากลยุทธ์เพื่อลดการพึ่งพาดังกล่าว (Pfeffer & Salancik, 1978) โดยการแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทเป็นกลยุทธ์หนึ่งที่จะเชื่อมโยงระหว่างบริษัทและแหล่งทรัพยากรต่าง ๆ ที่จำเป็นต่อการเพิ่มประสิทธิภาพการทำงานของบริษัท (Schuler & MacMillan, 1984; Wright & McMahan, 1992) ทฤษฎีนี้สนับสนุนแนวทางที่บริษัทขนาดใหญ่จะต้องแต่งตั้งคณะกรรมการจำนวนมากเพื่อให้แน่ใจว่า บริษัทสามารถบริหารจัดการทรัพยากรให้บรรลุเป้าหมายของบริษัทได้ อย่างไรก็ตาม Jensen (1993), and Lipton and Lorsch (1992) แนะนำให้บริษัทควรมีคณะกรรมการบริษัท 8 – 9 คน เนื่องจาก คณะกรรมการบริษัทที่มีขนาดใหญ่เกินไปอาจขาดความกระตือรือร้นในการตรวจสอบและมีค่าใช้จ่ายสูง ในขณะที่คณะกรรมการบริษัทขนาดเล็กจะเกิดความคล่องตัวในการปฏิบัติงานและติดต่อสื่อสารและมีประสิทธิภาพในการตรวจสอบมากกว่า

5. ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure)

Modigliani and Miller (1958) ได้เสนอว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่าบริษัทในตลาดทุนที่สมบูรณ์ แต่ต่อมา Modigliani & Miller (1963) ได้นำเสนอว่าการจัดหาเงินทุนด้วยการก่อหนี้นั้น กิจการจะได้ประโยชน์จากการนำดอกเบี้ยไปเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อประหยัดภาษี (Tax Shield from Debt) จึงเป็นที่มาของทฤษฎีทางเลือก (Trade–off Theory) หมายถึงกิจการต้องหาโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดโดยเปรียบเทียบระหว่างประโยชน์จากการก่อหนี้และความเสี่ยงที่จะล้มละลาย โดยโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดจะทำให้กิจการมีมูลค่าเพิ่มขึ้นจากการประหยัดภาษี ต่อมา Myers and Majluf (1984) ได้พบว่า ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) ที่เกิดจากผู้บริหารของบริษัทมีข้อมูลภายในมากกว่านักลงทุนส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ จึงนำเสนอทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) กล่าวคือกิจการควรจัดหาเงินทุนจากแหล่งทุนภายในก่อนแหล่งทุนภายนอก โดยเริ่มจากกำไรสะสม การก่อหนี้หรือออกหุ้นกู้ การออกขายหุ้นสามัญใหม่ และการออกขายหุ้นบุริมสิทธิ ตามลำดับ

6. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเกี่ยวกับอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักนั้น นักวิจัยส่วนใหญ่ใช้คุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทเป็นตัวแทนการกำกับดูแลกิจการ อาทิ ผลการศึกษา

ของ ปิยะณัฐ ถุนพุทธดม และ นฤมล อริยพิมพ์ (2562) และ Faysal, Salehi and Moradi (2020) ที่พบว่า บริษัทขนาดใหญ่ต้องแต่งตั้งคณะกรรมการจำนวนมาก เพื่อใช้ความรู้ความสามารถของคณะกรรมการในการบริหารงานและการตรวจสอบ ซึ่งจะช่วยให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลงได้ แต่ขนาดของคณะกรรมการที่ใหญ่เกินไป ก็อาจจะมีปัญหาความล่าช้าในการตัดสินใจ และไม่มีประสิทธิภาพในการสื่อสารทำให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการสูงขึ้นได้ (Jantadej & Wattanatorn, 2020; Usman, Farooq, & Zhang 2019) คุณลักษณะของคณะกรรมการที่จะสะท้อนความโปร่งใสในการบริหารงานของบริษัทและคุณภาพของข้อมูลที่บริษัทเปิดเผย คือ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท (Goh, Tai, Rasli, Tan, & Zakuan, 2018) โดยผลการศึกษาของ Das and Pattanayak (2019), and Bravo, Reguera–Alvarado and Perez (2018) พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระที่มากนั้นจะทำให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง แต่หากบริษัทขาดการปฏิบัติที่เข้มงวดตามแนวทางของตลาดหลักทรัพย์ในเรื่องคุณสมบัติของกรรมการอิสระของบริษัทก็จะทำให้นักลงทุนขาดความมั่นใจและส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนที่สูงขึ้นได้ (Singhal, 2014)

คุณลักษณะหนึ่งของคณะกรรมการบริษัท ที่ปัจจุบันกำลังได้รับความสนใจจากนักลงทุนเป็นอย่างมากคือ ความหลากหลายทางเพศ (Gender Diversity) โดย Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) และ ASEAN CG Scorecard ได้กำหนดหลักเกณฑ์การประเมินที่เกี่ยวข้องกับความหลากหลายทางเพศไว้คือ คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการอิสระที่เป็นผู้หญิงอย่างน้อย 1 คน (วิชชุตา สุวรรณชัยรบ, 2560) เนื่องจากคุณลักษณะของกรรมการเพศหญิงมักหลีกเลี่ยงความเสี่ยง มีความระมัดระวัง จึงเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสและถูกต้อง (Gul, Hutchinson & Lai, 2013) ลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Abad et al., 2017) ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Nguyen (2020) และ Sarang, Rind, Al–Faryan, and Saeed (2022) การสร้างความเชื่อมั่นเกี่ยวกับความเป็นอิสระในการปฏิบัติงานของคณะกรรมบริษัทให้แก่เจ้าหนี้และผู้ถือหุ้น ด้วยการไม่ควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดนั้น ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง ดังผลการศึกษาของ Bravo et al. (2018) หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ หากมีการควบตำแหน่งดังกล่าวจะทำให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทสูงขึ้น ดังผลการศึกษาของ Anwar, Khan, and Danish (2019) และ ณัฐชา อัตถพลพิทักษ์ (2562)

ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทสามารถสะท้อนความมีคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการได้ สร้างความมั่นใจแก่นักลงทุนว่าคณะกรรมการบริษัทมีส่วนร่วมในการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ (Bozec & Bozec, 2011) ทำให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการต่ำลง (Busru, 2019) อย่างไรก็ตาม ยังมีผลการศึกษาของ Utami and Pernamasari (2020) ที่ไม่พบว่าจำนวนครั้งของการประชุมมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ คุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทอีกลักษณะหนึ่งที่แสดงถึงความถูกต้องเชื่อถือได้ของข้อมูลทางบัญชีคือ สัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบโดยบริษัทที่มีคณะกรรมการตรวจสอบขนาดใหญ่แสดงถึงความยินดีที่จะอุทิศทรัพยากรเพื่อดูแลกระบวนการบัญชีและการเงิน ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการต่ำลง (Sadatmand & Alavi, 2019; Wahyuni, 2019) แต่ผลการศึกษาของ Dao, Huang and Zhu (2013) ก็ยังไม่พบอิทธิพลของขนาดของคณะกรรมการต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรม แนวคิด ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องดังกล่าวข้างต้น ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงนำไปสู่สมมติฐานวิจัย ดังนี้

H1: ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

H2: ความเป็นอิสระของคณะกรรมการมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

H3: ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

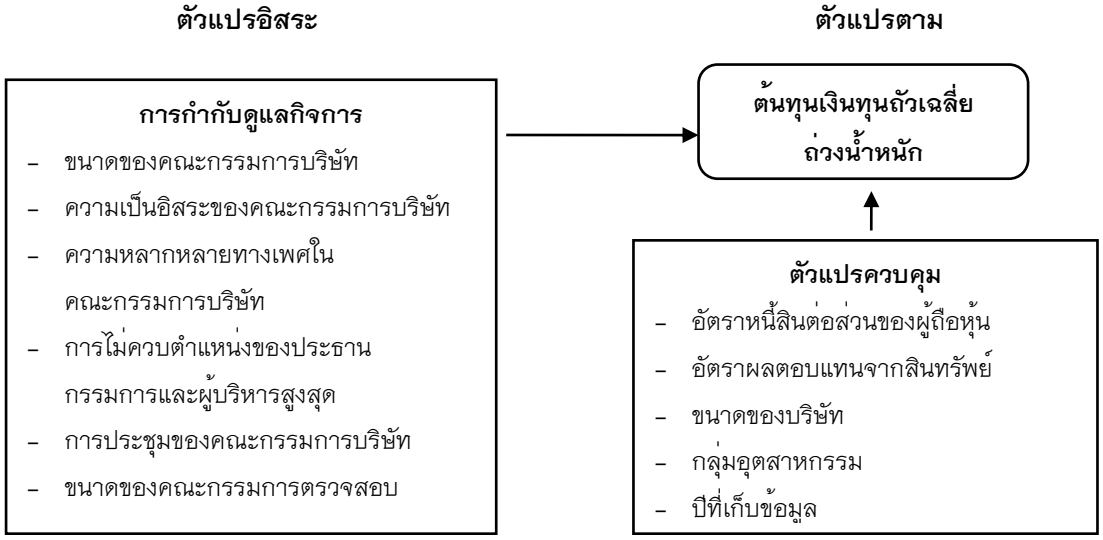
H4: การไม่ควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

H5: การประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

H6: ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบมีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

กรอบแนวคิดการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ผู้วิจัยกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัยตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Mecking (1976) ซึ่งมีเหตุผลทางทฤษฎีในการวิเคราะห์อิทธิพลของการกำกับดูแลต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัท (Shleifer & Vishny, 1997) โดยผู้วิจัยได้ออกแบบกรอบแนวคิดการวิจัยในครั้งนี้ตามรายละเอียดดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) ในรูปแบบเหตุผลเชิงนิรนัย (Deductive Reasoning) โดยการรวบรวมข้อมูลการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่ออธิบายต้นทุนเงินทุนของบริษัท โดยมีรายละเอียด ดังนี้

1) 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 และบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปีที่ศึกษา เหลือกลุ่มตัวอย่างจำนวน 524 บริษัท

2) เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

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

3) การเก็บรวบรวมข้อมูล

วิธีการเก็บข้อมูล แบ่งเป็น 2 ประเภท คือ 1) เก็บข้อมูลที่เป็นตัวเลขทางการเงินจากรายงานทางการเงินของแต่ละบริษัท 2) เก็บข้อมูลเกี่ยวการกำกับดูแลกิจการจากแบบแสดงข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีของแต่ละบริษัท

4) 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

5) ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา

ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐาน ตามสมการที่ (1) ดังนี้

$$WACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{it} + \beta_2 BINDE_{it} + \beta_3 BGDIV_{it} + \beta_4 NBDUA_{it} + \beta_5 BMEET_{it} + \beta_6 ASIZE_{it} + \beta_7 DEBT_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} IND + \beta_{11} YEAR + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

โดย $WACC_{it}$ = ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก วัดโดย

WACC = We*Ke + (Wd*Kd*(1–T))

We = สัดส่วนของส่วนของเจ้าของ คำนวณจาก มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น / (มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น + หนี้สินที่มีดอกเบี้ย)

Wd = สัดส่วนของเจ้าหนี้ คำนวณจาก หนี้สินมีดอกเบี้ย / (มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น + หนี้สินที่มีดอกเบี้ย)

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

Ke = $R_f + \beta*(R_m–R_f)$

R_f = อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี (King, 2009)

R_m = อัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ คำนวณจาก

R_m = $(P_t – P_{t-1}) / P_{t-1}$

P_t = ดัชนีราคาปิดของตลาดหลักทรัพย์วันนี้

P_{t-1} = ดัชนีราคาปิดของตลาดหลักทรัพย์วันก่อน

β = ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ เก็บข้อมูลจากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Kd = ต้นทุนเงินทุนของเจ้าหนี้ ต้นทุนส่วนนี้ต้องลบอัตราภาษีออก (1–T) เพราะบริษัทสามารถนำดอกเบี้ยจ่ายไปลดภาษีได้ คำนวณจากดอกเบี้ยจ่ายของบริษัทในแต่ละปี หารด้วยค่าเฉลี่ยของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยระหว่างปี

$BSIZE_{it}$ = ขนาดของคณะกรรมการบริษัท วัดจาก จำนวนคณะกรรมการทั้งหมดของบริษัท

$BINDE_{it}$ = ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท วัดจาก จำนวนคณะกรรมการอิสระหารด้วยจำนวนคณะกรรมการทั้งหมดของบริษัท

$BGDIV_{it}$ = ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท วัดจาก จำนวนคณะกรรมการเพศหญิงหารด้วยจำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัท

$NBDUA_{it}$ = การไม่ควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด วัดโดยกำหนดให้ตัวแปรหุ่นมีค่าเท่ากับ 1 ถ้าบริษัทมีประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนละคนกัน และตัวแปรหุ่นจะมีค่าเท่ากับ 0 ถ้าบริษัทนั้นมีประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนเดียวกัน

$BMEET_{it}$ = การประชุมของคณะกรรมการบริษัท วัดจาก จำนวนครั้งการประชุมในแต่ละปีของกรรมการทุกคนรวมกันหารด้วยจำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัท

$ASIZE_{it}$ = ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ วัดจาก จำนวนคณะกรรมการตรวจสอบหารด้วยจำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัทในแต่ละปี

$DEBT_{it}$ = 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 ของแต่ละตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาแสดงดังตารางที่ 1 และ 2

ตารางที่ 1 ค่าความถี่และร้อยละของบริษัทที่ไม่ควบและควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด

	ความถี่ (Frequency)	**ร้อยละ** (Percentage)
บริษัทที่ไม่ควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (NBDUA)	446 บริษัท	85.11%
บริษัทที่ควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด	78 บริษัท	14.89%

จากตารางที่ 1 พบว่า บริษัทที่ไม่ควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด มีจำนวน 446 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 85.11 บริษัทที่มีการควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด มีจำนวน 78 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 14.89

ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรตาม

	หน่วย	**ค่าต่ำสุด** (Min.)	**ค่าสูงสุด** (Max.)	**ค่าเฉลี่ย** (Mean)	**ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน** (Std. Deviation)
BSIZE	คน	5.00	21.00	9.9325	2.4474
BINDE	ร้อยละ	0.20	0.78	0.4204	0.0997
BGDIV	ร้อยละ	0.00	1.00	0.2084	0.1537
BMEET	ครั้ง	6.00	30.00	6.9598	2.8274
ASIZE	ร้อยละ	0.09	0.85	0.3332	0.0816
DEBT	ร้อยละ	.0001	31.83	0.91	1.8428
ROA	ร้อยละ	-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
WACC	%	-10.02	9.17	3.50	2.9455

จากตารางที่ 2 พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีค่าเฉลี่ยจำนวน 10 คน โดยมีจำนวนสูงสุด 21 คน และต่ำสุด 5 คน ซึ่งสอดคล้องตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยจำนวนคณะกรรมการบริษัทที่เหมาะสม ตั้งแต่ 5-12 คน ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทวัดจากสัดส่วนคณะกรรมการอิสระมีค่าเฉลี่ย 42.04 ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทวัดจากสัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิงมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 20.84 การประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีค่าเฉลี่ย 7 ครั้งต่อปี ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ วัดจากสัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 33.32 อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 91 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ค่าเฉลี่ยร้อยละ 3 สินทรัพย์รวมของบริษัทมีค่าเฉลี่ย 34,460.49 ล้านบาท ขนาดของบริษัทมีค่าเฉลี่ย 15.77 เท่า และต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 3.50

การวิจัยครั้งนี้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณเพื่อทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัท ซึ่งก่อนการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ ผู้วิจัยได้ตรวจสอบความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ด้วยการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน ดังแสดงในตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

Variable	BSIZE	BINDE	BGDIV	NBDUA	BMEET	ASIZE	DEBT	ROA	SIZE	IND	YEAR
BSIZE	1.00										
BINDE	.527**	1.00									
BGDIV	.216**	.114**	1.00								
NBDUA	–.039	–.027	.013	1.00							
BMEET	.174**	.220**	.061**	.062**	1.00						
ASIZE	.256**	.202**	.118**	.067**	.035	1.00					
DEBT	.025	.043*	–.021	–.018	.108**	–.018	1.00				
ROA	.056**	.022	.046*	.003	–.036	.008	–.272**	1.00			
SIZE	.399**	.323**	–.034	–.014	.272**	.035	.198**	.097**	1.00		
IND	.029	–.061**	.112**	.041	.031	.032	–.112**	–.019	–.194**	1.00	
YEAR	–.004	–.012	–.008	–.010	–.006	–.017	.008	.019	.022	–.007	1.00

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

ผลการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างคู่ตัวแปรอิสระที่พิจารณาจากค่าสถิติ Pearson Correlation ตามตารางที่ 3 พบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่าน้อยกว่า 0.65 (Burns & Grove, 1993) และจากการตรวจสอบควบคู่กับค่าสถิติ Tolerance และค่า VIF ในตารางที่ 3 ตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่า Tolerance ไม่เข้าใกล้ศูนย์มากนัก กล่าวคือมีค่ามากกว่า 0.10 และ มีค่า VIF ไม่เกิน 10 ทำให้ไม่มีปัญหา Multicollinearity (Bowerman & O'Connell, 2000) และ สถิติ Durbin–Watson มีค่า 1.9961 อยู่ในช่วง 1.5–2.5 (Coakes & Steed, 2003) แสดงถึงค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงเป็นอิสระกัน (Autocorrelation)

ผลการทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามสมมติฐานที่ 1 – สมมติฐานที่ 6 โดยการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) แสดงดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$$COST_{it} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{it} + \beta_2 BINDE_{it} + \beta_3 BGDIV_{it} + \beta_4 NBDUA_{it} + \beta_5 BMEET + \beta_6 ASIZE + \beta_7 DEBT + \beta_8 ROA + \beta_9 SIZE + \beta_{10} IND + \beta_{11} YEAR + \varepsilon_{it}$$

Variable	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t-value	p-value	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
Constant	4.9660	0.9555		5.1968	0.0000**		
BSIZE	-0.1241	0.0407	-0.0768	-3.0496	0.0023**	0.5978	1.6727
BINDE	-0.1532	0.0765	-0.0472	-2.0015	0.0454*	0.6805	1.4693
BGDIV	-0.1054	0.0532	-0.0401	-1.9793	0.0479*	0.9228	1.0836
NBDUA	-0.5349	0.2175	-0.0482	-2.4592	0.0140*	0.9841	1.0161
BMEET	0.0292	0.0288	0.0209	1.0106	0.3122	0.8855	1.1292
ASIZE	-0.1294	0.1672	-0.0158	-0.7742	0.4388	0.9108	1.0979
DEBT	0.1083	0.0448	0.0506	2.4169	0.0157*	0.8639	1.1575
ROA	0.8814	0.8819	0.0205	0.9994	0.3176	0.8962	1.1157
SIZE	-0.0142	0.0592	-0.0056	-0.2405	0.8099	0.6949	1.4389
IND	-0.6290	0.3017	-0.0422	-2.0846	0.0372*	0.9237	1.0825
YEAR	3.8996	0.1753	0.4336	22.2397	0.0000**	0.9982	1.0017

ค่า Durbin Watson = 1.9961, ค่า F-value = 51.2072** และ ค่า Adjusted R^2 = 0.2095

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

จากตารางที่ 4 ผลการทดสอบสมมติฐานตามตัวแบบที่ 1 พบว่า สถิติ F-test ค่า Sig. <.01 แสดงว่าตัวแปรอิสระทุกตัวในสมการสามารถร่วมกันทำนายตัวแปรตามได้ และเมื่อพิจารณาค่า Adjusted R2 = 0.2095 หมายความว่า ตัวแปรอิสระทั้งหมดมีอิทธิพลต่อตัวแปรตามร้อยละ 20.95 หรือกล่าวได้ว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวร่วมกันอธิบายการผันแปรของตัวแปรตามได้ 20.95% เมื่อพิจารณาแยกตามองค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการ พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BSIZE) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท (BINDE) ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท (BGDIV) และการไม่ควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (NBDUA) มีค่าสถิติ (p-value) น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีทิศทางตรงกันข้าม แสดงว่า องค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการ ดังกล่าวมีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัท จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1, 2, 3 และ 4 ในขณะที่ การประชุมของคณะกรรมการบริษัท (BMEET) และขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ (ASIZE) มีค่าสถิติ (p-value) มากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 แสดงว่า องค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการ ทั้ง 2 องค์ประกอบนี้ ไม่มีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัท จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 5 และ 6 นอกจากนั้นยังพบว่า อัตรา

หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DEBT) และข้อมูลจากกลุ่มอุตสาหกรรม (IND) และ ปี (YEAR) ที่แตกต่างกันมีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัท

อภิปรายผลการวิจัย

การศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่าง ปี 2561 – 2564 นั้นพบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลทางลบต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีจำนวนคณะกรรมการบริษัทที่มาก จะทำให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทลดลง ทั้งนี้อาจเป็นเพราะบริษัทมีคณะกรรมการที่มีความสามารถจำนวนมากเพื่อการกำกับและติดตามการทำงานของฝ่ายบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพตามทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลงได้ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ ปิยะณัฐ ถุนพุทธดม และ นฤมล อริยพิมพ์ (2562) และ Faysal et al. (2020)

ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลทางลบต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีสัดส่วนของของคณะกรรมการอิสระที่มากจะทำให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทลดลง ทั้งนี้อาจเป็นเพราะการมีคณะกรรมอิสระจำนวนมากจะสะท้อนความโปร่งใสของข้อมูลทางการเงินและบัญชีให้แก่ผู้ลงทุนและผู้ให้กู้ ทำให้ความเสี่ยงลดลง จึงต้องการผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่ลดลง สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Das and Pattanayak (2019) และ Bravo et al. (2018)

ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท มีอิทธิพลทางลบต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีสัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิงที่มากจะทำให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทลดลง ทั้งนี้อาจเป็นเพราะกรรมการเพศหญิงจะมีความระมัดระวังในข้อมูลที่นำเสนอต่อสาธารณชน ลดความเสี่ยงในการใช้ข้อมูลเพื่อการตัดสินใจของนักลงทุนและผู้ให้กู้ลงได้ จึงส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Nguyen (2020) และ Sarang et al. (2022)

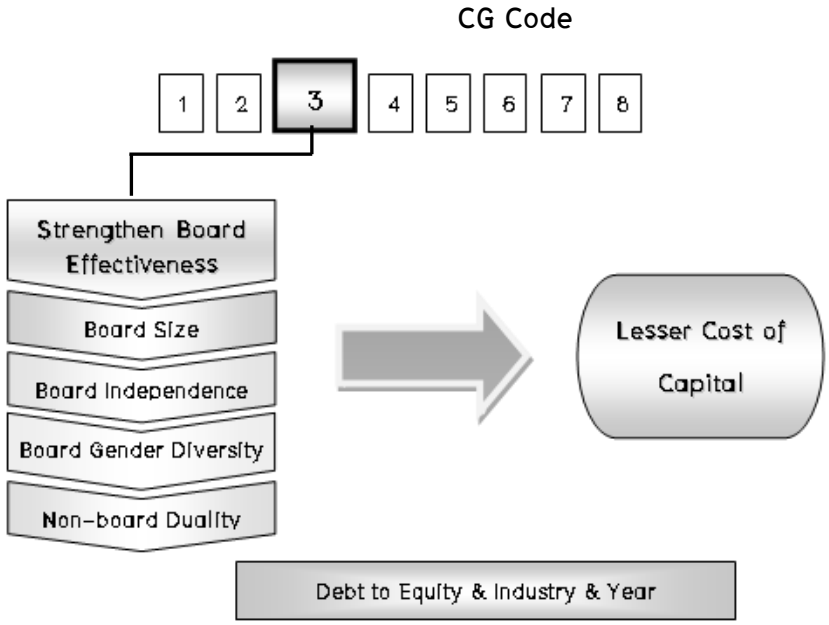
การไม่ควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดมีอิทธิพลทางลบต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก กล่าวคือ เมื่อบริษัทไม่มีการควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดจะทำให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทลดลง ทั้งนี้อาจเป็นเพราะนักลงทุนและผู้ให้กู้ต้องการให้คณะกรรมการบริษัททำหน้าที่ตรวจสอบผู้บริหารได้โดยอิสระ เมื่อกิจการสามารถลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict Of Interest) ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ลงได้จะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Bravo et al. (2018) Anwar et al. (2019) และ ณัฐชา อัตถพลพิทักษ์ (2562)

การประชุมของคณะกรรมการบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัทเปลี่ยนแปลงไป ไม่ได้ทำให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย ทั้งนี้อาจเป็นเพราะจำนวนครั้งการประชุมที่เพิ่มขึ้นอาจเกิดจากผลการดำเนินงานของบริษัทลดลง คณะกรรมการบริษัทจึงต้องมีการประชุมเพื่อแก้ไขปัญหาให้มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นในปีถัดไป จึงไม่เกี่ยวข้องกับการลดต้นทุนเงินทุนของบริษัทแต่อย่างใด สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Utami and Pernamasari (2020) และ Srivastava (2019)

ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบไม่มีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก กล่าวคือ สัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบที่เปลี่ยนแปลงไปไม่ได้ทำให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย ทั้งนี้ จำนวนของคณะกรรมการตรวจสอบอาจขึ้นอยู่กับขนาดและความซับซ้อนในการดำเนินงานของบริษัท โดยการมีคณะกรรมการตรวจสอบที่มีขนาดใหญ่เกินไปอาจส่งผลเสียต่อบริษัทในเรื่องการประสานงาน และการควบคุมที่ไม่ดีระหว่างสมาชิก (Appuhami, 2018) จึงไม่อาจช่วยให้บริษัทมีต้นทุนเงินทุนที่ต่ำลงได้ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Dao et al. (2013)

องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

จากการวิจัยทำให้เกิดองค์ความรู้ ซึ่งเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อลดต้นทุนเงินทุนของบริษัท ดังแผนภาพ



ภาพที่ 2 องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

CG Code: Corporate Governance Code for listed companies 2017 คือหลักปฏิบัติของสำนักงานคณะกรรมการกำกับตลาดหลักทรัพย์ที่ได้จัดทำขึ้นเพื่อให้คณะกรรมการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นำไปปรับใช้ในการกำกับดูแลกิจการให้สร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุนและสร้าง

คุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน มีจำนวน 8 หลักปฏิบัติ โดยหลักปฏิบัติที่ 3 Strengthen Board Effectiveness: การเสริมสร้างให้คณะกรรมการมีประสิทธิภาพ จะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง (Lesser Cost of Capital) ได้นั้น ประกอบด้วย 1) Board Size: ขนาดของคณะกรรมการบริษัทควรมีจำนวนเพียงพอที่จะกำกับดูแลกิจการ 2) Board Independence: ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท ควรมีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระที่จะสะท้อนอำนาจถ่วงดุลที่เหมาะสม 3) Board Gender Diversity: คณะกรรมการควรมีความหลากหลายทางเพศ เพื่อใช้ประโยชน์จากคุณสมบัติที่มีความแตกต่างกัน 4) Non–board Duality: การไม่ควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด เพื่อให้เกิดความเป็นอิสระในการกำกับติดตามฝ่ายบริหาร เมื่อคณะกรรมการบริษัทมีคุณสมบัติทั้ง 4 ข้อ จะแสดงให้ผู้ลงทุนและผู้ให้กู้เห็นว่าบริษัทมีความเสี่ยงน้อย จึงต้องการผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงต่ำ ทั้งนี้ยังมีปัจจัยต่าง ๆ ที่ส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทได้ อาทิ อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท ประเภทอุตสาหกรรมที่บริษัทดำเนินธุรกิจและเหตุการณ์ หรือวิกฤตการณ์ในแต่ละปี (Debt to Equity & Industry & Year)

สรุป

การศึกษาเรื่องอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการศึกษาได้ดังนี้ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท และการไม่ควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด มีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัท ในขณะที่การประชุมของคณะกรรมการบริษัท และขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ ไม่มีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัท นอกจากนั้นยังพบว่า อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และข้อมูลจากกลุ่มอุตสาหกรรม และปีที่เก็บข้อมูลแตกต่างกันมีอิทธิพลต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัท ดังนั้น สรุปได้ว่าหากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปฏิบัติตามหลักปฏิบัติการกำกับดูแลกิจการของสำนักงานคณะกรรมการกำกับตลาดหลักทรัพย์ หลักปฏิบัติที่ 3 จะสามารถสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุนและผู้ให้กู้ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลงได้

ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัย ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์

ผลจากการวิจัยที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท และการไม่ควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดจะสามารถลดต้นทุนเงินทุนของบริษัทลงได้นั้น ทำให้บริษัทสามารถใช้เป็นแนวทางในการ

วางแผนจัดตั้งคณะกรรมการบริษัทได้อย่างเหมาะสม กล่าวคือ จำนวนกรรมการที่มีมากและมีความหลากหลายทั้งอายุ เพศ และประสบการณ์ และมีความเป็นอิสระ โดยเฉพาะประธานกรรมการจะทำให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทต่ำลง และมูลค่าของบริษัทสูงขึ้น อีกทั้งนักลงทุนยังนำหลักการเดียวกันนี้ไปใช้วางแผนในการลงทุนในบริษัทที่มีคุณสมบัติดังกล่าวจะช่วยให้ลดความเสี่ยง และเกิดความคุ้มค่าในการลงทุนได้ในระยะยาว

2. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

งานวิจัยนี้ได้ข้อค้นพบใหม่ คือ สัดส่วนของคณะกรรมการบริษัทที่มีเพศหญิงจำนวนมาก ช่วยให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลงได้ ดังนั้น ในการวิจัยครั้งต่อไปจึงควรทำวิจัยในประเด็นเกี่ยวกับ ความระมัดระวังทางบัญชี หรือการเปิดเผยข้อมูลมีความสัมพันธ์กับคณะกรรมการบริษัทเพศหญิงหรือไม่ และจะส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทอย่างไร

เอกสารอ้างอิง

ณัฐชา อัตถพลพิทักษ์. (2562). การกำกับดูแลกิจการ: การศึกษาเชิงประจักษ์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสภาวิชาชีพบัญชี, 1*(1), 68–86. สืบค้นจาก https://so02.tci-thaijo.org/index.php/JFAC/article/view/179926

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2565, 11 มกราคม). สรุปภาวะตลาดหลักทรัพย์เดือนธันวาคม 2564. สืบค้นเมื่อ 4 มกราคม 2566, จาก https://media.set.or.th/common/research/1066.pdf

ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2564). รายงานภาวะเศรษฐกิจไทยรายปี. สืบค้นเมื่อ 4 มกราคม 2566, จากhttps://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/EconomicConditions/AnnualReport/Pages/default.aspx

ปิยะณัฐ ถุนพุทธดม และ นฤมล อริยพิมพ์. (2562). ผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนของเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิทยาลัยพาณิชย์ศาสตร์บูรพาปริทัศน์, 14*(2), 95–111. สืบค้นจาก http://ojslib3.buu.in.th/index.php/parituch/article/view/6720

วรรณรัตน์ ปณิธานธรรม และ ดลกณิศ เต็งอำนวย. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์, 10*(13), 27–39. สืบค้นจาก https://journal.bus.ku.ac.th/files/KABContent/KAB_014/2560_Vol1/03.pdf

วิชชุตา สุวรรณชัยรบ. (2560). *ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทไทย*. สืบค้นเมื่อ 4 มกราคม 2566, จาก https://www.thai-iod.com/th/publications-detail.asp?id=572

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพยและตลาดหลักทรัพย์. (2560). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560*. กรุงเทพฯ: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพยและตลาดหลักทรัพย์.

Abad, D., Lucas–Pérez, M. E., Minguez–Vera, A., & Yagüe, J. (2017). Does Gender Diversity on Corporate Boards Reduce Information Asymmetry in Equity Markets?. *BRQ Business Research Quarterly, 20*(3), 192–205. https://doi.org/10.1016/j.brq.2017.04.001

Am–ugsorn, S., Dumpitakse, K. & Ngudgratoke, S. (2022a). Effect of Corporate Governance on Cost of Equity: An Empirical Study of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand. Paper presented In The 11th National and the 4th International Conference Management Sciences 2022, Lampang, Thailand. Retrieved from https://ms.lpru.ac.th/nims2022/EN/proceedings/PP100/

Am–ugsorn, S., Dumpitakse, K., & Ngudgratoke, S. (2022b). Mediating Effects of Accounting Conservatism on The Relationship Between Corporate Governance and Cost of Capital. *Central European Management Journal,* 30(3), 271–283. Retrieved from https://journals.kozminski.cems–j.com/index.php/pl_cemj/article/view/194.html

Anwar, Z., Khan, M. K., & Danish, R. Q. (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: Australian evidence. *Pacific Accounting Review, 30*(3), 387–406. https://doi.org/10.1108/PAR–12–2016–0120

Bowerman, B. L., & O'Connell, R. T. (2000). *Linear Statistical Models: An Applied Approach*. Boston: Duxbury Press.

Bozec, Y., & Bozec, R. (2011). Corporate governance quality and the cost of Capital. *International Journal of Corporate Governance, 2*(3/4), 217–236. https://doi.org/10.1504/IJCG.2011.044376

Bravo, F., Reguera–Alvarado, N., & Perez, M. P. (2018). The role of directors: unravelling the effects of boards on corporate outcomes. *International Journal of Managerial Finance Research, 14*(4), 399–413. https://doi.org/10.1108/IJMF–09–2017–0200

Burns, N., & Grove, S. K. (1993). *Study the practice of nursing research: Conduct, critique & utilization.* (4th ed.). W. B. Saunders Company: Philadelphia.

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.

Coakes, S. J., & Steed, L. G. (2003). *SPSS analysis without anguish version 11 for Windows.* Milton: John Wiley and Sons Australia Limited.

Dao, M., Huang, H.–W., & Zhu, J. (2013). The Effects of Audit Committee Members' Age and Additional Directorships on the Cost of Equity Capital in the USA. *European accounting review, 22*(3), 607–643. https://doi.org/10.1080/09638180.2012.739823

Das, N., & Pattanayak, J. K. (2019). Impact of corporate governance attributes on cost of equity Evidence from an emerging economy. *Managerial Auditing Journal, 34*(2), 142–161. https://doi.org/10.1108/MAJ–01–2018–1770

Dogan, B., & Acar, M. (2020). The impact of corporate governance on cost of capital: an application on the firms in the manufacturing industry in Borsa Istanbul. *CES Working Papers, 7*(1), 65–88.

Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australia Journal Management, 16*(1), 49–64. https://doi.org/10.1177/031289629101600103

EY Reporting. (2019, 15 February). *How to get more women in the boardroom.* Retrieved February 2, 2023, from https://www.ey.com/en_gl/assurance/how–to–get–more–women–in–the–boardroom

Faysal, S., Salehi, M., & Moradi, M. (2020). Impact of corporate governance mechanisms on the cost of equity capital in emerging markets. *Journal of Public Affairs, 21*(2), 1221– 1239. https://doi.org/10.1002/pa.2166

Goh, C. F., Tai, W. Y., Rasli, A., Tan, O. K., & Zakuan, N. (2018). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Malaysian Companies. *Int. J Sup. Chain. Mgt, 7*(3), 225–230. Retrieved from https://core.ac.uk/download/pdf/230748617.pdf

Gul, F. A., Hutchinson, M., & Lai, K. M. Y. (2013). Gender–diverse boards and properties of analyst earnings forecasts. *Accounting Horizons, 27*(3), 511–538. https://doi.org/10.2308/acch–50486

Gupta, K., Krishnamurti, C., Tourani–Rad, A. (2018). Financial development, corporate governance and cost of equity capital. *Journal of Contemporary Accounting & Economics, 14*(1), 65–82. https://doi.org/10.1016/j.jcae.2018.02.001

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, 7*(9), 283–291. Retrieved from https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no9.283

Jensen, C., & Mecking, H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Jounal of Financial Econonmics 3*(4), 305–360. Retrieved from https://doi.org/10.1016/0304–405X(76)90026–X

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance, 48*(3), 831–880. Retrieved from https://doi.org/10.1111/j.1540–6261.1993.tb04022.x

King, M. R. (2009). The cost of equity for global banks: a CAPM perspective from 1990 to 2009. *BIS Quarterly Review.* Retrieved from https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0909g.htm

Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer, 48*(1), 59–77. Retrieved from http://www.jstor.org/stable/40687360

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review, 48*(3), 262–297. Retrieved from http://www.jstor.org/stable/1809766

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review, 53*(3), 433–443. Retrieved from http://www.jstor.org/stable/1809167

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics, 13*(2), 187–221. Retrieved from https://doi.org/10.1016/0304–405X(84)90023–0

Nguyen, P. (2020). Board gender diversity and cost of equity. *Applied Economics Letters, 27*(18), 1522–1526. Retrieved from https://doi.org/10.1080/13504851.2019.1693693

Pfeffer, J. S., & Salancik, G. R. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective.* New York: Harper & Row.

Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal, 12*(2), 155–160. Retrieved from http://www.jstor.org/stable/2486344

Sadatmand, R., & Alavi, S. M. (2019). Audit Committee Characteristics and Cost of Equity Capital. *Journal of Empirical Research in Accounting, 9*(1), 234–255. https://doi.org/10.22051/JERA.2018.21796.2158

Sarang, A. A. A., Rind, A. A., Al–Faryan, M. A. S., & Saeed, A. (2022). Women on board and the cost of equity: the mediating role of information asymmetry. *Journal of Financial Reporting and Accounting.* https://doi.org/10.1108/JFRA–02–2022–0048

Schuler, R. S., & MacMillan, I. (1984). Gaining competitive advantage through human resource practices. *Human Resource Management, 23,* 241–256. Retrieved from https://doi.org/10.1002/hrm.3930230304

Shapiro, S. P. (2005). Agency Theory. *Annual Reviews, 31,* 263–284. Retrieved from https://doi.org/10.1146/annurev.soc.31.041304.122159

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance, 52*(2), 737–783. Retrieved from https://doi.org/10.1111/j.1540–6261.1997.tb04820.x

Singhal, A. (2014). Corporate Governance, Cost of Capital and Value Creation: Evidence from Indian Firms. *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR–JEF), 4*(6), 36–54. Retrieved from https://www.iosrjournals.org/iosr–jef/papers/vol4–issue6/E0463654.pdf

Srivastava, V. (2019). Impact of corporate governance attributes on cost of equity Evidence from an emerging economy. *Managerial Auditing Journal, 34*(2), 142–161. Retrieved from https://doi.org/10.1108/MAJ–01–2018–1770

Usman, M., Farooq, M. U., & Zhang, J. (2019). Female directors and the cost of debt: does gender diversity in the boardroom matter to lenders?. *Managerial Auditing Journal, 34*(4), 374–392. Retrieved from https://doi.org/10.1108/MAJ–04–2018–1863

Utami, W., & Pernamasari, R. (2020). *The Effect of Earnings Management and Corporate Governance on the Cost of Equity Capital in Listed Manufacturing Industries in Indonesia.* Paper presented In the First Annual Conference of Economics, Business, and Social Science, ACEBISS 2019, Jakarta, Indonesia. Retrieved from https://doi.org/10.4108/eai.26–3–2019.2290921

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.

Wright, P. M., & McMahan, G. C. (1992). Theoretical perspectives for strategic human resource management. *Journal of Management, 18*(2), 295. Retrieved from https://doi.org/10.1177/014920639201800205

Zhu, G., Hu, W., Peng, T., & Xue. C. (2021). The Influence of Corporate Financialization on Asymmetric Cost Behavior: Weakenging or Worsening. *Journal of Business Economics and Management, 22*(1), 21–41. Retrieved from https://doi.org/10.3846/jbem.2020.13634