

ความหลากหลายทางเพศ องค์ประกอบอื่นของคณะกรรมการบริษัท และโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สุธิชา เบ็ญเจ็ด¹
ศิรดา จารุตากานนท์^{2*}

Received 12 February 2026

Revised 21 April 2026

Accepted 23 April 2026

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท องค์ประกอบอื่นของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งประกอบด้วยขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ การควมรวมตำแหน่งประธานคณะกรรมการบริษัทกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และการถือหุ้นของคณะกรรมการบริหารกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปีพ.ศ. 2563-2567 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยมีจำนวนรวมทั้งสิ้น 2,635 ตัวอย่าง ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลกลุ่มตัวอย่างจากรายงานทางการเงิน และรายงานประจำปี จากนั้นนำข้อมูลมาวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนาและทดสอบสมมติฐานวิจัยด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยแบบจำลอง Fixed Effect

ผลวิจัยพบว่า กลุ่มตัวอย่างมีโครงสร้างเงินทุนที่มากจากการก่อหนี้และจากส่วนของผู้อถือหุ้นในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกัน ในส่วนของการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทและโครงสร้างเงินทุนพบว่า การถือหุ้นของคณะกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 อย่างไรก็ตามงานวิจัยฉบับนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัท การควมรวมตำแหน่งประธานคณะกรรมการบริษัทกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

คำสำคัญ: ความหลากหลายทางเพศ องค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัท การกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างเงินทุน

^{1 2} คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยบูรพา

* Corresponding author email: sirada@buu.ac.th

GENDER DIVERSITY, OTHER BOARD COMPOSITION, AND CAPITAL STRUCTURE OF LISTED COMPANIES ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

Suthisa Benjerd¹

Sirada Jarutakanont^{2*}

Abstract

This research aims to examine the association between gender diversity on boards of directors, board composition – including board size, proportion of independent directors, CEO duality, and managerial ownership – and the capital structure of listed companies on the Stock Exchange of Thailand from 2020 to 2024. A total of 2,635 samples is used in the study. The researchers collect data from financial reports and annual reports. The data are analyzed using descriptive statistics, and the research hypotheses are tested using multiple regression analysis with a fixed-effect model.

The findings show that the sample companies have a capital structure consisting of debt and equity in roughly equal proportions. Testing the association between board composition and capital structure, the results indicate that managerial ownership is positively associated with capital structure at the .05 significance level, while the proportion of independent directors is negatively associated with capital structure at the .10 significance level. However, the research does not find an association between board size, CEO duality, or the proportion of female directors and capital structure.

Keywords: Gender Diversity, Board Composition, Corporate Governance, Capital Structure

^{1 2} Burapha Business School, Burapha University

*Corresponding author email: sirada@buu.ac.th

บทนำ

โครงสร้างเงินทุนแสดงให้เห็นถึงที่มาของแหล่งเงินทุนประกอบด้วยหนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้นที่บริษัทใช้ในการดำเนินงาน โครงสร้างเงินทุนเป็นหนึ่งในหัวข้อที่สำคัญที่สุดในการบริหารการเงินของบริษัท ซึ่งสามารถส่งผลกระทบต่อบริษัทได้ ทั้งข้อได้เปรียบเชิงทฤษฎีและหลักฐานเชิงประจักษ์จากงานวิจัยในอดีตแสดงให้เห็นว่า การเปลี่ยนแปลงใดๆ ในโครงสร้างเงินทุนส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท มูลค่าของบริษัท และความเสี่ยงของบริษัท (Graham & Mark, 2011; Hundal et al., 2020; Nenu et al., 2018)

การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนเป็นหนึ่งในการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ที่สำคัญและท้าทายที่สุดของบริษัท เป้าหมายของการบริหารโครงสร้างเงินทุน คือ การลดต้นทุนเงินทุนเพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นให้มากที่สุด โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมส่งผลกระทบอย่างมากในระยะยาวต่อหลายแง่มุมของบริษัท ไม่ว่าจะเป็นการช่วยบริหารความเสี่ยงทางการเงิน เพิ่มความยืดหยุ่นและสภาพคล่องทางการเงิน และเพิ่มความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนในอนาคต เนื่องจากโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมสามารถลดต้นทุนทางการเงินเพิ่มผลกำไร ชะลอเลื่อนการเติบโต และเพิ่มมูลค่าทางธุรกิจของบริษัทได้ (Modigliani & Miller, 1958, 1963; Graham, 2000; Binsbergen et al., 2010; Korteweg, 2010)

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเน้นย้ำถึงบทบาทของคณะกรรมการบริษัทในการกำกับดูแลการบริหารของบริษัทเพื่อให้บรรลุเป้าหมายทางธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น ด้วยการกำหนดนโยบายที่เหมาะสม และลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและฝ่ายบริหารของบริษัท คณะกรรมการบริษัทจึงเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยส่งเสริมให้บริษัทมีการปฏิบัติที่สอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี บทบาทและหน้าที่หลักของคณะกรรมการบริษัทที่สำคัญ ได้แก่ การกำหนดนโยบายทางการเงิน การอนุมัติการจัดหาเงินทุน การกำหนดนโยบายเงินทุนหมุนเวียน การตัดสินใจเรื่องเงินปันผล การตรวจสอบการดำเนินงานทางการเงิน การบริหารความเสี่ยงทางการเงินในระดับที่เหมาะสม รวมถึงการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

นอกจากบทบาทและหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทในการกำกับดูแลที่ให้ความสำคัญแล้ว คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังให้ความสำคัญกับประเด็นความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งความหลากหลายดังกล่าวรวมถึงความหลากหลายทางเพศด้วย เนื่องจากช่วยลดการคิดแบบคล้อยตาม ทำให้เกิดมุมมองที่หลากหลาย ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการทำงานขององค์กรโดยรวม นำไปสู่ทางเลือกเป็นประโยชน์ และสามารถทำให้มีผลประโยชน์ที่ดีขึ้นได้ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2568) ในมุมมองทฤษฎีตัวแทน ความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัทจะช่วยให้การกำกับดูแลการทำงานฝ่ายบริหารของคณะกรรมการบริษัทมีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น เนื่องจากความหลากหลายของคณะกรรมการช่วยเพิ่มความเป็นอิสระในการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ (Carter et al., 2003)

งานวิจัยในอดีตได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทและการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน ส่วนใหญ่ศึกษาข้อมูลในประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น ในสหภาพยุโรป เนื่องจากสหภาพยุโรปให้ความสำคัญกับความหลากหลายทางเพศ โดยมีการกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องมีสัดส่วนกรรมการเพศหญิงร้อยละ 40 (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2563; สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2568) งานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการบริษัทในประเทศไทยมีจำนวนจำกัด โดยยังไม่มีงานวิจัยใดที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการบริษัทและโครงสร้างเงินทุน แต่ศึกษาในบริบทอื่น เช่น งานวิจัยของ

Klomkhao (2020) ศึกษาผลกระทบของความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการบริษัทที่มีต่อความเสี่ยงและผลการดำเนินงานของบริษัท งานวิจัยของสุกัญญา วงษ์ลคร และสุรัชย์ เอ็มอักษร (2566ก) ศึกษาอิทธิพลของความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทที่มีต่อต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก และปัญจวิษ จีรัฐติกุล (2563) ศึกษาผลกระทบของสัดส่วนด้านเพศของคณะกรรมการที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

ในส่วนขององค์ประกอบอื่นของคณะกรรมการบริษัทนอกจากความหลากหลายทางเพศ งานวิจัยในประเทศไทยมีการศึกษามากมายต่อเนื่อง อาทิเช่น มีงานวิจัยที่เคยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการและต้นทุนเงินทุนของบริษัท (วรรณรัตน์ ปณิธานธรรม และดลกนิศ เต็งอำนาจ, 2559; ปิยะณัฐ ฤนพุทธม และนฤมล อริยพิมพ์, 2562; พิธาน แสนภักดี และคณะ, 2566) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัท (จินดาหรรษา แสงอัคนาวัน, 2560; วลลิต พิมแพร และการณ สุขสองห้อง, 2562; สุดารัตน์ ไชยชุมภู และคณะ, 2566) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการและมูลค่าของบริษัท (สุกัญญา วงษ์ลคร และสุรัชย์ เอ็มอักษร, 2566ข) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบคณะกรรมการกับความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม (ชุตินันท์ ศรีพาทกุล และคณะ, 2566) และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการและการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน (อรุณี ยศบุตร, 2566; นิภาพร พิระภาค และฐิตาภรณ์ สันจรรุณศักดิ์, 2567) แต่จากการทบทวนวรรณกรรมจึงพบว่ายังไม่มีงานวิจัยใดที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการและโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย ในขณะที่งานวิจัยในต่างประเทศ แม้ว่ามีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการและโครงสร้างเงินทุนของบริษัทมาบ้างแล้ว (Friend & Lang, 1988; Berger et al., 1997; Abor, 2007) แต่ด้วยสภาพแวดล้อม พื้นฐานโครงสร้างทางเศรษฐกิจ ข้อกำหนด และการกำกับดูแลบริษัทในต่างประเทศมีความแตกต่างจากในประเทศไทย ประกอบกับผลวิจัยที่ได้รับจากงานวิจัยในต่างประเทศที่ผู้วิจัยได้สรุปไว้ในส่วนของการทบทวนวรรณกรรมยังคงขาดความสอดคล้อง และไม่ได้ข้อสรุปที่ยุติ (Ranti, 2013) ดังนั้น ผลวิจัยที่ได้รับจากการศึกษาในต่างประเทศจึงไม่อาจนำมาใช้ในประเทศไทยได้

จากเหตุผลตามที่กล่าวมาทั้งหมดข้างต้น ผู้วิจัยจึงต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทและโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทที่อยู่ในขอบเขตของงานวิจัยฉบับนี้ประกอบด้วย ขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ การควมรวมตำแหน่งประธานคณะกรรมการบริษัทกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท และการถือหุ้นของคณะกรรมการบริหาร

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้พัฒนาขึ้นเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท และองค์ประกอบอื่นของคณะกรรมการบริษัท และโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมตามที่กล่าวในส่วนต่อไป ผู้วิจัยพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทและโครงสร้างเงินทุนเป็นไปได้ทั้งทิศทางเชิงบวก และทิศทางเชิงลบ ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานวิจัยแบบไม่กำหนดทิศทาง ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

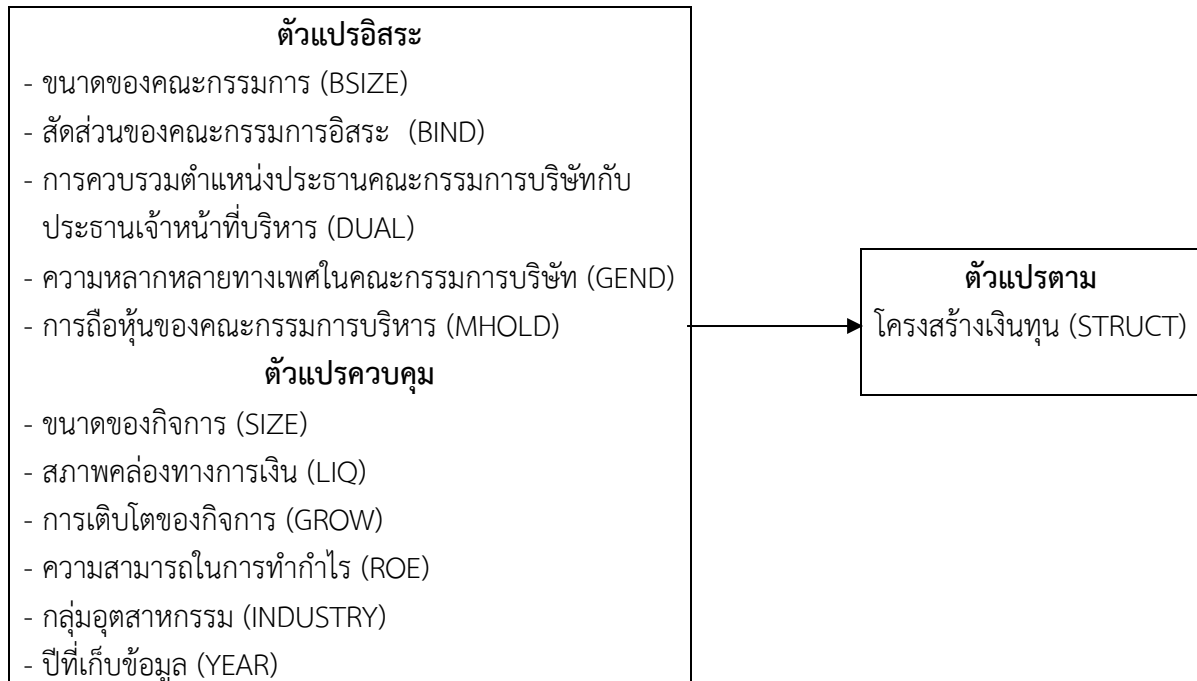
สมมติฐานที่ 2 สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

สมมติฐานที่ 3 การควบรวมตำแหน่งประธานคณะกรรมการบริษัทกับประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

สมมติฐานที่ 4 ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

สมมติฐานที่ 5 การถือหุ้นของคณะกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

การทบทวนวรรณกรรม

แนวคิดและทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนมีการพัฒนาขึ้นมา เริ่มต้นจาก Modigliani and Miller (1958) ที่ได้นำเสนอแนวคิดที่ว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุน และมูลค่าของกิจการ แนวคิดนี้มีข้อสมมติฐาน ไม่มีผลกระทบของภาษีเงินได้ ดังนั้น ระดับหนี้สินของกิจการที่สูงขึ้นจึงไม่ส่งผลทำให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้น ซึ่งข้อสมมติฐานดังกล่าวเป็นข้อสมมติที่ไม่เป็นจริงในทางปฏิบัติ เนื่องจากหากกิจการใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมย่อมมีต้นทุนการกู้ยืมเกิดขึ้น ซึ่งต้นทุนการกู้ยืมดังกล่าวสามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายทางภาษีได้ จากนั้น Modigliani & Miller (1963) จึงพัฒนาแนวคิดเดิมด้วยการนำประโยชน์จากภาษีเงินได้เข้ามาพิจารณาเพิ่มเติม โดยกล่าวว่าบริษัทที่ใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้จะได้รับผลประโยชน์ทางภาษีจากต้นทุนการกู้ยืม จึงส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการต่ำลง และมูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น

ทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) ถูกนำเสนอครั้งแรกโดย Kraus and Litzenberger (1973) กล่าวว่า กิจการจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีสัดส่วนของหนี้สินที่เหมาะสม โครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดจะทำให้บริษัทมีมูลค่าที่สูงที่สุด บริษัทต้องหาจุดสมดุลระหว่างผลประโยชน์และต้นทุนจาก

การก่อหนี้ คือการ Trade-off นั่นเอง ผลประโยชน์จากการก่อหนี้ คือ ภาษีที่ประหยัดได้จากต้นทุนการกู้ยืมที่เกิดจากการก่อหนี้ ในขณะที่ต้นทุนจากการก่อหนี้ คือ ภาระที่ต้องจ่ายชำระต้นทุนกู้ยืม และต้นทุนการล้มละลายที่เพิ่มขึ้น

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) โดย Ross (1977) ได้อธิบายว่าบริษัทจะการใช้การเปิดเผยข้อมูลเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณให้นักลงทุน เพื่อช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล เมื่อปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลลดลงจะส่งผลทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้นได้ การส่งสัญญาณที่มีคุณภาพจึงมีความสำคัญในการสร้างความน่าเชื่อถือของบริษัทต่อการรับรู้ของตลาดและผู้มีส่วนได้เสีย การจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้เป็นการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนได้ทราบว่าการลงทุนในโครงการใหม่มีโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนที่ดีที่ต้องคุ้มกับต้นทุนการกู้ยืม นอกจากนี้ผลตอบแทนจากการลงทุนดังกล่าวไม่ต้องแบ่งผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นรายใหม่ เนื่องจากประโยชน์หรือส่วนต่างจากการลงทุนที่สูงกว่าต้นทุนการกู้ยืมจะตกเป็นของผู้ถือหุ้นเดิม อย่างไรก็ตามหากต้นทุนกู้ยืมสูงกว่าผลตอบแทนที่ได้รับจะทำให้บริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินที่สูงขึ้น

หลังจากนั้น Myers and Majluf (1984) ได้พัฒนาทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) โดยนำเสนอว่า โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมไม่มีอยู่จริง ซึ่งแตกต่างจาก Trade-off Theory โดยให้เหตุผลว่าเกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่ผู้บริหารมีข้อมูลมากกว่าเนื่องจากรู้ เข้าใจธุรกิจและความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นของบริษัท รวมถึงโอกาสในการทำกำไรและการเติบโตมากกว่าบุคคลภายนอก ดังนั้น หากบริษัทต้องการจัดหาแหล่งเงินทุน ผู้บริหารจะจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นโดยเริ่มจากแหล่งเงินทุนภายในจากกำไรสะสมก่อน เพื่อหลีกเลี่ยงการส่งสัญญาณไปยังตลาดโดยการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น หากเงินทุนภายในมีไม่เพียงพอ จึงจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกด้วยการก่อหนี้สินและการระดมทุนจากผู้ถือหุ้น ในการจัดหาเงินทุนจากภายนอกนั้น จะเริ่มจากการก่อหนี้สินก่อนเนื่องจากมีต้นทุนเงินที่ต่ำกว่า และมีระยะเวลาการจัดหาเงินทุนที่เร็วกว่าการจัดหาเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น หากผู้บริหารหาแหล่งเงินทุนจากการออกหุ้นเพิ่มจะเป็นการส่งสัญญาณเชิงลบแก่นักลงทุนว่า ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทนั้นอาจสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งอาจส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง ดังนั้นการหาแหล่งเงินทุนจากการออกหุ้นเพิ่มควรเป็นทางเลือกสุดท้ายหากมีความต้องการเงินทุน

โครงสร้างเงินทุนของบริษัท ประกอบด้วยหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น แหล่งเงินทุนแต่ละประเภทมีข้อดีและข้อเสียต่อบริษัทแตกต่างกันไป การกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกจะมีทั้งประโยชน์และ ต้นทุนต่อบริษัทเนื่องจากการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกช่วยสร้างผลประโยชน์ทางภาษีให้กับบริษัท แต่ส่งผลให้บริษัทมีต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้น การกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมส่งผลกระทบที่สำคัญต่อกิจการหลายประการ ไม่ว่าจะเป็นการช่วยลดต้นทุนทางการเงิน ลดความเสี่ยงทางการเงิน ช่วยสร้างการเติบโต และเพิ่มมูลค่ากิจการได้ในระยะยาว (Modigliani & Miller, 1958; Modigliani & Miller, 1963; Graham, 2000; Binsbergen et al., 2010; Korteweg, 2010)

จากมุมมองของทฤษฎีตัวแทน ความสัมพันธ์จะเกิดขึ้นระหว่างสองฝ่ายเมื่อฝ่ายหนึ่งซึ่งเป็นตัวแทน (ผู้บริหาร) ได้รับการแต่งตั้งจากอีกฝ่ายหนึ่งซึ่งเป็นผู้เป็นเจ้าของ (ผู้ถือหุ้น) ให้กระทำการแทน ในสถานะเช่นนี้ ความขัดแย้งทางผลประโยชน์อาจเกิดขึ้นได้ เนื่องจากเป้าหมายและความต้องการของทั้งสองฝ่ายแตกต่างกัน Jensen and Meckling (1976) กล่าวว่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทถูกกำหนดขึ้นตามต้นทุนตัวแทนที่เกิดจากความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและตัวการ การก่อหนี้จะช่วยลดต้นทุนตัวแทนจากการที่บริษัทมีกระแสเงินสดอิสระ โดยการลดกระแสเงินสดส่วนเกินที่ผู้บริหารสามารถนำไปใช้จ่ายได้ เนื่องจากต้องนำเงินไปจ่ายชำระคืนหนี้สิน (Kochhar, 1996) อีกทั้งช่วยยับยั้งพฤติกรรมการลงทุนที่สูงเกินไปได้ ดังนั้น แหล่งเงินทุนมี

ผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างตัวการและตัวแทน การจัดหาแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ของบริษัทจะช่วยบรรเทาและลดต้นทุนที่เกิดจากปัญหาตัวแทนระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น และช่วยเพิ่มมูลค่าของบริษัทได้ (Berger & Di Patti, 2006)

การกำกับดูแลกิจการ

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ให้ความหมายของ “การกำกับดูแลกิจการ” หมายถึง ความสัมพันธ์ในเชิงการกำกับดูแล รวมทั้งกลไกมาตรการที่ใช้กับการตัดสินใจของคนในองค์กรให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของบริษัท เพื่อสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุน และสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2562)

บริษัทจดทะเบียนเป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศทั้งในแง่การสร้างรายได้ การจ้างงาน รวมถึงการมีส่วนร่วมดูแลสังคมและสิ่งแวดล้อม ดังนั้นคณะกรรมการบริษัทจึงมีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมให้บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อให้บริษัทสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับทั้งตนเองและสังคมได้อย่างยั่งยืน โดยต้องมีการวางโครงสร้างและระบบการกำกับดูแลกิจการอย่างมีประสิทธิภาพทั้งด้านการกำกับดูแล การติดตาม และการประเมินผล เพื่อให้ทุกฝ่ายมีแนวปฏิบัติไปในทิศทางเดียวกันตามหลักพื้นฐานการกำกับดูแลกิจการที่ดี 5 ประการ ประกอบด้วย ความซื่อสัตย์ ความยุติธรรม ความโปร่งใส ความรับผิดชอบ และภาระรับผิดชอบ

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้จัดทำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2560 (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2562) เพื่อใช้เป็นแนวทางให้คณะกรรมการบริษัทนำไปใช้เป็นแนวทางในการกำกับดูแลกิจการ หลักการของ CG Code มุ่งเน้นให้คณะกรรมการบริษัทเข้าใจบทบาทและการทำหน้าที่ของตนเอง ซึ่งถือเป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนและกำกับดูแลกิจการของบริษัทให้มีผลประกอบการที่ดีในระยะยาวอย่างยั่งยืน และเป็นที่น่าเชื่อถือสำหรับผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย บทบาทและหน้าที่หลักของคณะกรรมการบริษัทในการกำกับดูแลการดำเนินงานของบริษัท และการตัดสินใจที่สำคัญ ประกอบด้วย

1. การกำหนดนโยบายทางการเงิน คณะกรรมการจะพิจารณาและอนุมัตินโยบายที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาแหล่งเงินทุน ซึ่งนโยบายทางการเงินนี้จะส่งผลต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และระดับความเสี่ยงของบริษัท
2. การจัดการหนี้สินและเงินทุนหมุนเวียน คณะกรรมการมีหน้าที่ตรวจสอบและประเมินโครงสร้างหนี้สินของบริษัท เพื่อให้แน่ใจว่าบริษัทมีความสามารถในการชำระหนี้และรักษาสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง
3. การกำหนดนโยบายเงินปันผลของบริษัท ซึ่งส่งผลโดยตรงต่อโครงสร้างเงินทุน เพราะเงินปันผลจะมีผลต่อเงินสดที่เหลืออยู่ในบริษัทและความสามารถในการลงทุนในอนาคต
4. การตรวจสอบการดำเนินการทางการเงิน คณะกรรมการบริษัทจะตรวจสอบผลการดำเนินงานทางการเงิน เพื่อให้แน่ใจว่าการใช้เงินทุนของบริษัทเป็นไปตามเป้าหมายและมีประสิทธิภาพ รวมถึงการตรวจสอบความเสี่ยงที่อาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างเงินทุน
5. การบริหารความเสี่ยงทางการเงิน คณะกรรมการมีหน้าที่ดูแลให้การบริหารความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทเป็นไปอย่างรัดกุม เช่น ความเสี่ยงด้านหนี้สิน สภาพคล่อง และอัตราดอกเบี้ย

นอกจากนี้คณะกรรมการบริษัทยังมีบทบาทสำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัท เนื่องจากการตัดสินใจนี้จะส่งผลต่อผลประกอบการ ความเสี่ยง และความมั่นคงทางการเงินในระยะยาว

องค์ประกอบของคณะกรรมการและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

งานวิจัยในอดีตจำนวนมากได้ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท การกำกับดูแลกิจการเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีการศึกษาอย่างกว้างขวาง และพบว่ามีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของ

บริษัท (Stulz, 1990; Berger et al., 1997; Abor, 2007; John et al., 2008) งานวิจัยในอดีตพบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท เนื่องจากการใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินของบริษัทนอกจากทำหน้าที่เป็นกลไกการกำกับดูแลภายในบริษัทแล้ว ยังช่วยลดต้นทุนของความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นลงด้วย (Jensen & Meckling, 1976) นอกจากนี้การกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้บริษัทมีต้นทุนเงินทุนจากการก่อหนี้ต่ำลง ส่งผลให้บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีแนวโน้มที่โครงสร้างเงินทุนมีสัดส่วนจากการก่อหนี้ที่สูง (Klock et al., 2005) ดังนั้น การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงมีบทบาทสำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (Mande et al., 2012; Zhu, 2014; Zaid et al., 2020)

องค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทเป็นหนึ่งในกลไกที่สำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลกระทบต่อข้อกำหนดนโยบายทางการเงิน ซึ่งรวมถึงการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท งานวิจัยฉบับนี้ได้ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทประกอบด้วย ขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ การควมรวมตำแหน่งประธานคณะกรรมการบริษัทกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท และการถือหุ้นของคณะกรรมการบริหาร ตามลำดับดังนี้

ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BSIZE)

งานวิจัยในอดีตแสดงให้เห็นว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสำคัญต่อประสิทธิภาพของการควบคุมภายใน และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Lipton & Lorsch, 1992; Jensen, 1993; Said et al., 2009) อย่างไรก็ตามผลการวิจัยในอดีตชี้ให้เห็นความไม่สอดคล้องกันของผลการวิจัย โดยพบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัททั้งเชิงบวกและเชิงลบ และไม่พบความสัมพันธ์

งานวิจัยในอดีตของ Saad (2010) Gill et al. (2012) Zaid et al. (2020) และ Amin et al. (2022) พบว่า จำนวนคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดหาแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จากมุมมองของทฤษฎีตัวแทนของ Jensen (1986) คณะกรรมการบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะช่วยลดปัญหาตัวแทน และปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล เนื่องจากคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะกำกับดูแล และระมัดระวังการกระทำที่ฉวยโอกาสและเป็นอันตรายของฝ่ายบริหารได้มากกว่า ช่วยสนับสนุนให้บริษัทที่มีทางเลือกและเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้น มีความสามารถในการก่อหนี้ได้มากขึ้น (Cheng & Courtenay, 2006; Alves et al., 2015; Abobakr & Elgiziry, 2016) และมีต้นทุนเงินทุนที่ต่ำ ซึ่งส่งผลต่อเสถียรภาพทางการเงินของบริษัท (Anderson et al., 2004) นอกจากนี้ผลวิจัยของ Wen et al. (2002) Abor (2007) และ Hussainey and Al-Nodel (2009) ระบุว่า บริษัทที่มีคณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะใช้นโยบายหนี้สินสูงเพื่อเพิ่มมูลค่าของบริษัทให้สูงสุดผ่านการกำกับดูแลของคณะกรรมการบริษัทที่เข้มงวด งานวิจัยในอดีตที่กล่าวมาข้างต้นสนับสนุนว่า ขนาดของคณะกรรมการของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดหาแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ (Wen et al., 2002; Kyereboah-Coleman, 2006; Abor, 2007)

ในทางตรงกันข้าม มีงานวิจัยในอดีตส่วนหนึ่งพบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน Berger et al. (1997) และ Hasan & Butt (2009) พบว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่ อำนาจในการตัดสินใจของผู้บริหารจะลดลง คณะกรรมการบริษัทมีแนวโน้มที่จะกดดันผู้บริหารระดับสูงให้ลดภาระหนี้สิน และความเสี่ยงในการผิมนัดชำระหนี้ในอนาคต เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของบริษัท ดังนั้น บริษัทที่มีคณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่จึงใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้สินต่ำกว่าบริษัทที่มี

คณะกรรมการบริษัทขนาดเล็ก ซึ่งสอดคล้องกับผลวิจัยของ Mehran (1992) Berger et al. (1997) Abor and Biekpe (2005) Hasan and Butt (2009) และ Ranti (2013) ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนซึ่งเป็นตัวชี้วัดโครงสร้างเงินทุน

ในขณะที่งานวิจัยของ Wen et al. (2002) Elmagrhi et al. (2018) และ Ngatno et al. (2021) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (BIND)

คณะกรรมการอิสระมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแล และควบคุมการดำเนินงานธุรกิจของบริษัท บริษัทที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมากจะส่งเสริมสร้างความสามารถในการปกป้องบริษัทจากความไม่แน่นอน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการล้มละลาย เนื่องจากคณะกรรมการอิสระช่วยเพิ่มความโปร่งใส และดึงดูดเงินทุนที่จำเป็นในการสร้างโอกาสเติบโตได้มากขึ้น (Chen & Hsu, 2009) งานวิจัยของ Sheikh and Wang (2012) ระบุว่า การมีกรรมการอิสระจากภายนอกจำนวนมากช่วยให้สามารถตรวจสอบการกระทำของฝ่ายบริหารได้มากขึ้น และส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลที่เหมาะสมยิ่งขึ้น คณะกรรมการอิสระจะใช้ความรู้ ความเชี่ยวชาญ และความเป็นอิสระส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการ และลดการยกยอกใช้ทรัพยากรบริษัทที่ไม่เหมาะสม (Byrd & Hickman, 1992) Beasley (1996) พบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาสทุจริตในงบการเงิน คณะกรรมการอิสระจึงเป็นกลไกในการป้องกัน และกำกับการดำเนินงานธุรกิจของผู้บริหารให้เป็นไปอย่างเหมาะสม ซึ่งช่วยเพิ่มความมั่นใจว่าฝ่ายบริหารของบริษัทจะดำเนินธุรกิจเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งรวมถึงเจ้าหน้าที่ของบริษัท (Zaid et al., 2020) อย่างไรก็ตามงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระกับโครงสร้างเงินทุน แสดงผลวิจัยที่ไม่สอดคล้องกัน

งานวิจัยในอดีตส่วนหนึ่งพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระกับโครงสร้างเงินทุน (Amin et al., 2022; Zaid et al., 2020; Bokpin & Arko, 2009) บริษัทที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระสูงมักมีหนี้สินสูง (Jensen & Meckling, 1976; Abor, 2007; Alves et al., 2015; Bokpin & Arko, 2009) เนื่องจากคณะกรรมการอิสระสนับสนุนให้บริษัทจัดหาแหล่งเงินทุนด้วยการออกตราสารหนี้เพื่อป้องกันไม่ให้ผู้บริหารนำกระแสเงินสดอิสระไปใช้ในทางที่ผิด เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์สูงสุด นอกจากนี้ ความกว้างขวางของกรรมการอิสระซึ่งมักมีความเชี่ยวชาญและข้อมูลมากกว่าอาจช่วยให้บริษัทเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากภายนอกได้ง่ายขึ้น และมีต้นทุนทางการเงินจากการก่อหนี้ต่ำ (Anderson et al., 2004; Usman, 2019) ดังนั้น บริษัทที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระสูงจะช่วยเพิ่มโอกาสในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนโดยเฉพาะการก่อหนี้ และช่วยลดต้นทุนการกู้ยืมลง จึงทำให้บริษัทมีการจัดหาแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้สูง

ในขณะที่มีงานวิจัยอีกส่วนหนึ่งที่พบว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน Wen et al. (2002) และ Dimitropoulos (2014) พบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดหาเงินด้วยการก่อหนี้ เนื่องจากผู้บริหารเลือกที่จะใช้ประโยชน์จากอำนาจต่อรองน้อยลงเพื่อตอบสนองต่อข้อกำหนดด้านการกำกับดูแลที่เข้มงวดมากขึ้น

การควมรวมตำแหน่งประธานคณะกรรมการบริษัทกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (DUAL)

โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งรวมถึงการควมรวมตำแหน่งระหว่างประธานคณะกรรมการบริษัทและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นหนึ่งในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ถูกนำมาพูดถึงอย่างกว้างขวาง (Dalton et al., 2007) บทบาทและหน้าที่ของประธานคณะกรรมการบริษัทและประธาน

เจ้าหน้าที่บริหารมีความแตกต่างกัน ประธานคณะกรรมการบริษัทมีหน้าที่ในการกำหนดเป้าหมายเชิงกลยุทธ์ นโยบาย และกำกับดูแลบริษัท ในขณะที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีหน้าที่บริหารงานด้านปฏิบัติการของบริษัท ให้เป็นไปตามนโยบาย และบรรลุเป้าหมายของบริษัท หน้าที่ในการกำกับดูแลและการบริหารจัดการธุรกิจควร แยกออกจากกัน (Fama & Jensen, 1983) การแบ่งแยกหน้าที่ดังกล่าวออกจากกันนอกจากจะช่วยให้มีการสอบทานและกำกับการทำงานของฝ่ายบริหารแล้ว ยังช่วยลดปัญหาตัวแทน และความขัดแย้งระหว่างฝ่ายบริหารและผู้ถือหุ้นด้วย (Sheikh & Wang, 2012)

การควบรวมตำแหน่งระหว่างประธานคณะกรรมการบริษัทและประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีผลกระทบโดยตรงต่อการตัดสินใจในการจัดหาแหล่งเงินทุน และการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (Nazir et al., 2012; Zaid et al., 2020) การควบรวมตำแหน่งดังกล่าวอาจเพิ่มความเสี่ยงต่อการใช้อำนาจในทางที่ผิดและนำไปสู่การตัดสินใจด้านการบริหารจัดการที่บิดเบือน ประสิทธิภาพในการตรวจสอบและกำกับดูแลกิจการลดลง ส่งผลกระทบทางลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (Duru et al., 2016; Zaid et al., 2020) และความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทในมุมมองของเจ้าหนี้ ซึ่งส่งผลทำให้โอกาสในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนในการก่อหนี้ของบริษัทยากขึ้น หรือมีต้นทุนการกู้ยืมที่สูงขึ้น เนื่องจากเจ้าหนี้ผู้ให้กู้มองว่าบริษัทที่มีการควบรวมสองตำแหน่งดังกล่าวเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง จึงทำให้บริษัทมีสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เกิดจากหนี้สินต่ำ (Kyereboah-Coleman, 2006)

ในทางตรงกันข้าม Abor and Biekpe (2007) Ranti (2013) และ Dimitropoulos (2014) แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีการควบรวมตำแหน่งจะมีการใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้สูง อาจเนื่องมาจากการควบรวมตำแหน่งช่วยลดปัญหาที่เกี่ยวข้องกับการแยกความเป็นเจ้าของและการควบคุม ดังนั้น บริษัทที่มีประธานเจ้าหน้าที่บริหารควบรวมตำแหน่งประธานคณะกรรมการบริษัทจึงเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้สูง เนื่องจากการควบรวมตำแหน่งอาจช่วยลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลและนำไปสู่การเข้าถึงหนี้สินภายนอกได้มากขึ้น ส่งผลให้สัดส่วนโครงสร้างเงินทุนของบริษัทส่วนใหญ่มาจากการก่อหนี้สิน และ Usman (2019) พบว่าบริษัทที่มีการควบรวมตำแหน่งจะมีต้นทุนการกู้ยืมที่ต่ำกว่า จึงมีแนวโน้มที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้มากขึ้น ในขณะที่งานวิจัยในอดีตของ Fosberg (2004) Hasan and Butt (2009) Bokpin and Arko (2009) Heng et al. (2012) และ Jaradat (2015) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการควบรวมตำแหน่งประธานคณะกรรมการบริษัทกับประธานเจ้าหน้าที่บริหารและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท (GEND)

ความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัทเป็นประเด็นหนึ่งในการกำกับดูแลกิจการที่ทั่วโลกยังคงให้ความสำคัญ โดยเฉพาะความหลากหลายทางเพศ (Gender Diversity) ในอดีตที่ผ่านมาจำนวนกรรมการเพศหญิงในคณะกรรมการบริษัทมีค่อนข้างน้อยมาก (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2563) นอกจากนี้เน้นย้ำถึงบทบาทและหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทในการกำกับดูแลแล้ว คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังให้ความสำคัญกับประเด็นความหลากหลายทางเพศด้วยเช่นกัน ดังเห็นได้จากการให้คำแนะนำประเด็นความหลากหลายทางเพศตามหลักการกำกับกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนว่า คณะกรรมการควรพิจารณาสัดส่วนกรรมการหญิงให้เป็นอย่างน้อยร้อยละ 30 เพื่อช่วยให้บริษัทสามารถบรรลุความหลากหลายทางเพศในกรรมการ และควรกำหนดเป้าหมายหรือตัวชี้วัด เช่น นโยบายสัดส่วนกรรมการหญิง รวมถึงรายงานความคืบหน้าของเป้าหมายหรือตัวชี้วัดด้วย (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2568)

ในปัจจุบันเป็นที่ยอมรับกันว่าความหลากหลายในกำลังแรงงานเป็นประเด็นที่ได้รับความสนใจอย่างมากทั้งในแวดวงวิชาการและสื่อทั่วไป ซึ่งรวมถึงความหลากหลายทางเพศ (Farrell & Hersch, 2005) Schubert (2006) และ Maxfield et al. (2010) กล่าวว่าผู้หญิงมีแนวโน้มที่จะหลีกเลี่ยงความเสี่ยงมากกว่าผู้ชาย ผู้หญิงมักตัดสินใจเลือกทางเลือกที่มีความเสี่ยงต่ำ ในขณะที่ผู้ชายมักตัดสินใจเลือกในทางเลือกที่มีความเสี่ยงสูง สอดคล้องกับผลวิจัยของ Schicks (2014) ที่สรุปว่า ผู้ที่เป็นผู้ชายมีความเสี่ยงที่จะก่อหนี้เป็นจำนวนเงินที่สูงหรือก่อหนี้เกินตัวมากกว่าผู้หญิง อาจเนื่องจากมีระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ต่างกัน ผู้หญิงมีแนวโน้มที่จะหลีกเลี่ยงความเสี่ยงทางการเงิน จึงทำให้ผู้หญิงก่อหนี้ลดลง ดังนั้น ความหลากหลายทางเพศอาจส่งผลต่อการตัดสินใจทางการเงินที่แตกต่างกัน

จากมุมมองทฤษฎีตัวแทน คณะกรรมการบริษัทที่มีความหลากหลายจะทำให้การกำกับดูแลการทำงานของฝ่ายบริหารดีขึ้น เนื่องจากความหลากหลายของคณะกรรมการช่วยเพิ่มความเป็นอิสระในการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ (Carter et al., 2003) การมีกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริษัทช่วยปรับปรุงการสื่อสารและการแลกเปลี่ยนความคิดเห็นระหว่างคณะกรรมการบริษัท (Schippers et al., 2003) ลดอคติเชิงระบบและสร้างเครือข่ายที่หลากหลาย (Bass, 2019) ด้วยเหตุนี้ การมีกรรมการสตรีอยู่ในคณะกรรมการบริษัทจึงมีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท งานวิจัยในอดีตได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทและการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน ส่วนใหญ่ศึกษาจากข้อมูลกลุ่มตัวอย่างในประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งผลวิจัยที่ได้รับส่วนใหญ่ยังคงคลุมเครือ

งานวิจัยในอดีตของ Elmagrhi et al. (2018) และ Usman (2019) แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีคณะกรรมการบริษัทที่มีความหลากหลายทางเพศมีโครงสร้างเงินทุนจากหนี้สินสูง เนื่องจากกรรมการสตรีในคณะกรรมการบริษัทช่วยลดพฤติกรรมฉวยโอกาสของผู้บริหารที่อาจเกิดจากการกำกับดูแลกิจการที่อ่อนแอและช่วยลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งส่งผลต่อการรับรู้ของผู้ให้กู้ว่าบริษัทมีความสามารถในการชำระหนี้สูง จึงให้กู้ยืมในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ ดังนั้น บริษัทที่มีความหลากหลายทางเพศในระดับสูงมีแนวโน้มที่จะใช้หนี้สินในสัดส่วนที่สูง (Amin et al., 2022) และส่งผลให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้นจากผลประโยชน์ทางภาษีจากดอกเบี้ยเงินกู้ยืมด้วย (Jensen & Meckling, 1976; Dhaliwal et al., 2006; Jarboui et al., 2020; Ben-Saad & Belkacem, 2022)

ในขณะที่มีงานวิจัยในอดีตบางส่วนพบว่าคณะกรรมการบริษัทที่มีความหลากหลายทางเพศมีความสัมพันธ์เชิงลบกับระดับการก่อหนี้ (Loukil & Yousfi, 2016; Adusei & Obeng, 2019; Garcia & Herrero, 2021; Siregar et al., 2024) พบว่า กรรมการสตรีมีพฤติกรรมหลีกเลี่ยงความเสี่ยง มีความระมัดระวังในการตัดสินใจทางการเงิน จึงเลือกใช้กลยุทธ์ทางการเงินที่รอบคอบโดยพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากหนี้สินต่ำ (Siregar et al., 2024) เพื่อเพิ่มคุณภาพในการการกำกับดูแลกิจการ และลดการรับความเสี่ยงที่มากเกินไป (Palvia et al., 2015; Cardillo et al., 2021) การหลีกเลี่ยงความเสี่ยงของกรรมการสตรีมีส่วนในการเสริมสร้างประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งจะช่วยปกป้องผู้ถือหุ้นจากทางเลือกของผู้บริหารที่อาจส่งผลเสียต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (Siregar et al., 2024) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Alves et al. (2015) และ Abobakr & Elgiziry (2016) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายทางเพศกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

การถือหุ้นของคณะกรรมการบริหาร (MHOLD)

การก่อหนี้สินของบริษัท และการถือครองหุ้นโดยคณะกรรมการบริหารเป็นกลไกในการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพในการประสานผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทั้งภายในและภายนอกบริษัท การก่อหนี้สิน

ของบริษัทเป็นกลไกควบคุมที่มีประสิทธิภาพที่สามารถลดต้นทุนตัวแทนที่เกิดจากกระแสเงินสดอิสระที่มีอยู่ (Jensen & Meckling, 1976) และลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร (Stein, 2022) เนื่องจากการมีหนี้สินทำให้บริษัทมีภาระผูกพันในการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยซึ่งช่วยลดการบิดเบือนกระแสเงินสดของบริษัท และลดโอกาสในการลงทุนในโครงการที่ไม่เหมาะสมของผู้บริหาร (Stulz, 1990; Bathala et al., 1994)

การถือครองหุ้นโดยคณะกรรมการบริหารเป็นอีกหนึ่งกลไกในการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพเนื่องจากสามารถบังคับให้ผู้บริหารต้องเผชิญและมีส่วนร่วมรับผิดชอบในความเสี่ยงกับบริษัท หากผู้บริหารมุ่งแสวงหาผลประโยชน์ของตนเองโดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น (Florackis et al., 2020) การถือครองหุ้นของคณะกรรมการบริหารส่งผลให้คณะกรรมการบริหารมีบทบาทเป็นผู้พิทักษ์ของบริษัท ก่อให้เกิดความสอดคล้องของผลประโยชน์ระหว่างคณะกรรมการบริหารและผู้ถือหุ้น (Brailsford et al., 2002) ทำให้การตัดสินใจของคณะกรรมการบริหารในการใช้ทรัพยากรของบริษัทเป็นไปเพื่อตอบสนองต่อวัตถุประสงค์ของบริษัทเป็นสำคัญ โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากกว่าผลประโยชน์ส่วนตน ก่อให้เกิดผลประโยชน์ที่ดีและสร้างมูลค่าของบริษัทให้สูงขึ้น (Liao et al., 2015) เมื่อคณะกรรมการบริหารมีส่วนการถือหุ้นในบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ พวกเขาจะมีอำนาจในการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทมากขึ้นด้วย (Florackis & Ozkan, 2009) ซึ่งรวมถึงการตัดสินใจในการก่อหนี้ของบริษัท (Gurusamy, 2021)

งานวิจัยในอดีตได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองหุ้นโดยคณะกรรมการบริหารกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ดังกล่าวมีแนวโน้มที่จะไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน Lubis et al. (2025) และ Gurusamy (2021) พบว่า การถือครองหุ้นของคณะกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน บริษัทที่มีคณะกรรมการบริหารถือหุ้นในสัดส่วนสูงมักลดระดับหนี้สินของบริษัทลงเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับภาระผูกพันในการชำระหนี้ในอนาคต

อย่างไรก็ตามงานวิจัยของ Brailsford et al. (2002) Ruan et al. (2009) และ Florackis and Ozkan (2009) พบว่าการถือครองหุ้นของคณะกรรมการบริหารและโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์แบบไม่เป็นเส้นตรง ผลวิจัยพบว่าเมื่อระดับการถือครองหุ้นของคณะกรรมการบริหารอยู่ในระดับต่ำ การเพิ่มการถือครองหุ้นจะมีผลทำให้อัตราส่วนหนี้สินของบริษัทเพิ่มขึ้นเนื่องจากผลประโยชน์ของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นสอดคล้องกัน อย่างไรก็ตามเมื่อระดับการถือครองหุ้นของผู้คณะกรรมการบริหารอยู่ในระดับสูง อัตราส่วนหนี้สินของบริษัทจะลดลง เพื่อลดความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัท ในขณะที่งานวิจัยของ Pindado and Torre (2011) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองหุ้นของคณะกรรมการบริหารกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

วิธีการดำเนินการวิจัย

กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาสำหรับงานวิจัยนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2563 - 2567 ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการดำเนินงาน และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากโครงสร้างของบริษัทเหล่านี้แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่นที่มีสาระสำคัญ นอกจากนี้กลุ่มตัวอย่างไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน และข้อมูลผิดปกติด้วยวิธี Boxplot (Hubert & Vandervieren, 2008) คงเหลือจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น จำนวน 2,635 ตัวอย่าง แสดงรายละเอียดในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

รายการ	จำนวนตัวอย่าง					
	2563	2564	2565	2566	2567	รวม
จำนวนบริษัทจดทะเบียน	614	642	667	692	697	3,312
หัก กลุ่มธุรกิจการเงิน	(62)	(65)	(67)	(70)	(71)	(335)
หัก บริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟู	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)
หัก กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	(50)	(52)	(55)	(57)	(57)	(271)
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	(9)	(10)	(10)	(9)	(7)	(45)
หัก บริษัทที่มีข้อมูลผิดปกติ	(3)	(1)	(4)	(4)	(9)	(21)
รวมจำนวนตัวอย่าง	489	513	530	551	552	2,635

วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) โดยใช้ข้อมูลจากรายงานทางการเงิน รายงานประจำปี และแบบแสดงรายการ 56-1 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART เว็บไซต์ของบริษัท และเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th)

สถิติที่ใช้ในการวิจัย

สถิติที่ใช้ในงานวิจัยฉบับนี้ ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา และสถิติเชิงอนุมาน โดยใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเบื้องต้น และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเพื่อทดสอบสมมติฐานวิจัย

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เขียนสมการได้ดังนี้

$$\text{STRUCT}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{BSIZE}_{it} + \beta_2 \text{BIND}_{it} + \beta_3 \text{DUAL}_{it} + \beta_4 \text{GEND}_{it} + \beta_5 \text{MHOLD}_{it} + \beta_6 \text{SIZE}_{it} + \beta_7 \text{LIQ}_{it} + \beta_8 \text{GROW}_{it} + \beta_9 \text{ROE}_{it} + \text{INDUSTRY} + \text{YEAR} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่

STRUCT _{it}	=	โครงสร้างเงินทุนของบริษัท i ในปี t
BSIZE _{it}	=	ขนาดของคณะกรรมการบริษัทของบริษัท i ในปี t
BIND _{it}	=	สัดส่วนของกรรมการอิสระของบริษัท i ในปี t
DUAL _{it}	=	การควบรวมตำแหน่งประธานคณะกรรมการบริษัทกับประธานเจ้าหน้าที่บริหารของบริษัท i ในปี t
GEND _{it}	=	ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทของบริษัท i ในปี t
MHOLD _{it}	=	สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริหารของบริษัท i ในปี t
SIZE _{it}	=	ขนาดของกิจการของบริษัท i ในปี t
LIQ _{it}	=	สภาพคล่องทางการเงินของบริษัท i ในปี t
GROW _{it}	=	การเติบโตของกิจการของบริษัท i ในปี t
ROE _{it}	=	ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท i ในปี t
INDUSTRY	=	กลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัท
YEAR	=	ปีที่เก็บข้อมูล

$$\varepsilon_{it} = \text{ค่าความคลาดเคลื่อนอิสระของบริษัท } i \text{ ในปีที่ } t$$

ผู้วิจัยเพิ่มตัวแปรควบคุมที่งานวิจัยอดีตพบว่ามีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทเข้าไปในแบบจำลองจำนวน 4 ตัวแปร ประกอบด้วย ขนาดของกิจการ (Florackis & Ozkan, 2009; Alves et al., 2015; Gurusamy, 2021) สภาพคล่องทางการเงิน (Ruan et al., 2009) การเติบโตของกิจการ (Gurusamy, 2021) ความสามารถในการทำกำไร (Anderson et al., 2004; Florackis & Ozkan, 2009; Ruan et al., 2009; Gurusamy, 2021)

แบบจำลองนี้ได้ใส่ตัวแปรกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อควบคุมผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากปัจจัยเฉพาะของแต่ละอุตสาหกรรม (Troy et al., 2011; Gupta et al., 2020) และตัวแปรปีที่เก็บข้อมูลเพื่อกำจัดความเอนเอียงอันเนื่องมาจากการละเลยตัวแปรที่ไม่สามารถสังเกตได้ในแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา เนื่องจากในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุช่วงระยะเวลายาว (Panel data analysis) ตัวแปรตามอาจมีการเปลี่ยนแปลงไปตามระยะเวลาที่เกิดจากอิทธิพลของตัวแปรอิสระที่เปลี่ยนแปลงไปตามเวลา (Time fixed effects) (Schmidheiny, 2025; Hanck et al., 2026) การวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยแสดงในตารางที่ 2

ตารางที่ 2 การวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

สัญลักษณ์	ตัวแปร	การวัดค่า
STRUCT	โครงสร้างเงินทุน	หนี้สินรวม/ส่วนของผู้ถือหุ้น
BSIZE	ขนาดของคณะกรรมการบริษัท	จำนวนของคณะกรรมการบริษัท
BIND	สัดส่วนของกรรมการอิสระ	จำนวนของกรรมการอิสระ/จำนวนของคณะกรรมการบริษัท
DUAL	การควบรวมตำแหน่งประธาน คณะกรรมการบริษัทกับประธาน เจ้าหน้าที่บริหาร	หากมีการควบรวมตำแหน่ง = 1 หากไม่มีการควบรวมตำแหน่ง = 0
GEND	ความหลากหลายทางเพศใน คณะกรรมการบริษัท	จำนวนกรรมการที่เป็นสตรี/จำนวนคณะกรรมการบริษัท
MHOLD	สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริหาร	จำนวนหุ้นที่ถือโดยคณะกรรมการบริหาร/จำนวนหุ้นสามัญรวม
SIZE	ขนาดของกิจการ	ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม
LIQ	สภาพคล่องทางการเงิน	สินทรัพย์หมุนเวียนหารหนี้สินหมุนเวียน
GROW	การเติบโตของกิจการ	การเติบโตของรายได้ปัจจุบันเทียบกับปีก่อน
ROE	ความสามารถในการทำกำไร	กำไรสุทธิ/ส่วนของผู้ถือหุ้น
INDUSTRY	กลุ่มอุตสาหกรรม	วัดค่าเป็นตัวแปรหุ่นกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัท
YEAR	ปีที่เก็บข้อมูล	วัดค่าเป็นตัวแปรหุ่นของปีที่เก็บข้อมูลของบริษัท

ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์เชิงพรรณนาแสดงรายละเอียดในตารางที่ 3 ดังนี้

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	หน่วย	ค่าเฉลี่ย	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน
STRUCT	เท่า	1.154	0.002	24.990	1.594
BSIZE	คน	9.876	5.000	20.000	2.378
BIND	ร้อยละ	43.525	11.111	88.889	10.242
GEND	ร้อยละ	20.843	0.000	71.429	14.114
MHOLD	ร้อยละ	21.786	0.000	87.320	20.446
SIZE	Ln	6.872	5.195	9.539	0.684
LIQ	เท่า	3.016	0.002	190.353	8.527
GROW	ร้อยละ	9.785	-95.350	888.874	52.532
ROE	ร้อยละ	3.226	-587.490	127.279	31.648
DUAL	มีการควมรวมตำแหน่ง	422	ตัวอย่าง	คิดเป็นร้อยละ 16.02	
	ไม่มีการควมรวมตำแหน่ง	2,213	ตัวอย่าง	คิดเป็นร้อยละ 83.98	

จากตารางที่ 3 พบว่า โครงสร้างเงินทุนของบริษัท (STRUCT) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.154 เท่า แสดงให้เห็นว่า โดยเฉลี่ยแล้วกลุ่มตัวอย่างมีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนจากการก่อหนี้สินเป็นสัดส่วนที่ใกล้เคียงกับ ส่วนของผู้ถือหุ้น สะท้อนให้เห็นถึงการบริหารโครงสร้างเงินทุนที่สมดุลของบริษัทที่ไม่พึ่งพาแหล่งเงินทุนแหล่งใดแหล่งหนึ่งมากเกินไป

ในส่วนของตัวแปรองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัท ผู้วิจัยพบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BSIZE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 9.876 คน ประกอบด้วยสัดส่วนของคณะกรรมการที่เป็นกรรมการอิสระ (BIND) ร้อยละ 43.525 และความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการบริษัท (GEND) ร้อยละ 20.843 ซึ่งต่ำกว่าสัดส่วนที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ให้แนวทางเพื่อให้บริษัท บรรลุเป้าหมาย Gender Diversity ที่อยู่ที่ระดับร้อยละ 30 (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และ ตลาดหลักทรัพย์, 2568) อย่างไรก็ตามผู้วิจัยพบว่า มี 2 ตัวอย่างบริษัทที่ไม่มีกรรมการบริษัทที่เป็นสตรีเลย ในส่วนของสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริหาร (MHOLD) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 21.786 นอกจากนี้ผู้วิจัย พบว่ามีกลุ่มตัวอย่างจำนวน 422 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 16.02 ที่มีการควมรวมตำแหน่งระหว่างประธาน คณะกรรมการบริษัทกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (DUAL) ในขณะที่อีก 2,213 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 83.98 ไม่มีการควมรวมตำแหน่งระหว่างประธานคณะกรรมการบริษัทกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร

ในส่วนของตัวแปรควบคุม ขนาดของบริษัท (SIZE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.872 สภาพคล่องทางการเงิน (LIQ) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.016 เท่า การเติบโตของบริษัท (GROW) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 9.875 และ ความสามารถในการทำกำไร (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 3.207

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

1. ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation analysis) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งหมด ที่ใช้ในการศึกษาเพื่อตรวจสอบทิศทางและระดับความสัมพันธ์เบื้องต้นระหว่างตัวแปร โดยแสดงรายละเอียด ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตัวแปร

	BSIZE	BIND	DUAL	GEND	MHOLD	SIZE	LIQ	GROW	ROE
BSIZE	1.000								
BIND	-0.222	1.000							
DUAL	-0.115	-0.001	1.000						
GEND	-0.022	0.010	0.015	1.000					
MHOLD	-0.142	0.082	0.076	0.036	1.000				
SIZE	0.464	0.066	-0.030	-0.007	-0.234	1.000			
LIQ	-0.080	-0.009	0.033	-0.025	0.009	-0.153	1.000		
GROW	-0.003	0.006	-0.027	0.002	-0.019	0.049	-0.042	1.000	
ROE	0.071	-0.026	-0.006	-0.025	0.105	0.095	0.008	0.098	1.000

ตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตัวแปร เพื่อวัดระดับและทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร จากข้อตกลงเบื้องต้นในการวิเคราะห์การถดถอย ตัวแปรอิสระไม่ควรมีความสัมพันธ์กันหรือควรเป็นอิสระต่อกัน โดยค่าสหสัมพันธ์ไม่ควรเกิน 0.80 และ ไม่ควรต่ำกว่า -0.80 หากค่าสหสัมพันธ์เกิน 0.80 หรือต่ำกว่า -0.80 อาจทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ได้ (Shrestha, 2020) อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาความสัมพันธ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละคู่พบว่ามีค่าสหสัมพันธ์อยู่ในช่วง ระหว่าง -0.234 ถึง 0.464 ซึ่งไม่เกิน 0.80 และไม่ต่ำกว่า -0.80

2. ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของแบบจำลอง

ตัวแปร	Pooled OLS Model		Fixed Effect Model	
	β	p-value	β	p-value
ค่าคงที่	-3.187**	< 0.001	-15.864**	< 0.001
BSIZE	-0.069**	< 0.001	0.019	0.458
BIND	-1.186**	< 0.001	-0.670*	0.060*
DUAL	-0.217**	0.002	-0.003	0.979
GEND	0.447**	0.013	0.078	0.525
MHOLD	0.800**	< 0.001	0.696**	0.032
SIZE	0.774**	< 0.001	2.488**	< 0.001
LIQ	-0.016**	0.005	-0.002	0.592
GROW	0.217**	< 0.001	0.137**	< 0.001
ROE	-2.434**	< 0.001	-2.070**	< 0.001
INDUSTRY	Yes		Yes	
YEAR	Yes		Yes	
F	69.594**		81.570**	
p-value	< 0.001		< 0.001	
Adjusted/Within R Square	0.331		0.357	

** , * ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุในตารางที่ 5 จากแบบจำลอง Pooled OLS พบว่ามีค่าสถิติ F 69.594 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่าแบบจำลองมีความเหมาะสมในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท แบบจำลองมีค่า Adjusted R Square เท่ากับ 0.331 ค่า VIF ของตัวแปรอิสระอยู่ในช่วง 1.005 – 1.625 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 3.00 แสดงว่าไม่มีปัญหาที่เกิดจากตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Shrestha, 2020) และพบว่ามีค่า Durbin-Watson มีค่าเข้าใกล้ 2.00 โดยมีค่าเท่ากับ 1.961 แสดงว่าค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระจากกัน (Lee, 2016)

อย่างไรก็ตามเนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้อยู่ในรูปแบบ Panel data ประกอบด้วยการใช้ข้อมูลอนุกรมเวลาร่วมกับข้อมูลภาคตัดขวาง จึงไม่สามารถใช้วิธีวิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลอง Pooled OLS ได้ตามปกติ ผู้วิจัยต้องเลือกใช้ระหว่างการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลอง Fixed Effect (FEM) หรือ Random Effect (REM) โดยการพิจารณาจากผล Huasman Test ซึ่งจากการตรวจสอบพบค่า Chi-Square เท่ากับ 140.02 มีค่า p-value <0.001 จึงสรุปว่าควรใช้แบบจำลอง FEM ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Hausman, 1978)

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุจากแบบจำลอง Fixed Effect (FEM) มีค่าสถิติ F = 81.580 มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่าแบบจำลองมีความเหมาะสมในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท มีค่า Within R Square เท่ากับ 0.357 (แบบจำลองผ่านการ robust standard error แล้ว) เมื่อพิจารณาตัวแปรอิสระพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MHOLD) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.696 และมีค่า p-value 0.032 ในขณะที่สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (BIND) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.670 และมีค่า p-value 0.060

งานวิจัยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BSIZE) การควบคุมตำแหน่งประธานคณะกรรมการบริษัทกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (DUAL) และความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท (GEND) กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.019, -0.003, และ 0.078 ตามลำดับ และมีค่า p-value เท่ากับ 0.458, 0.979, และ 0.525 ตามลำดับ

ในส่วนของตัวแปรควบคุมพบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) และการเติบโตของกิจการ (GROW) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ 2.488 และ 0.137 ตามลำดับ ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -2.070 แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องทางการเงิน (LIQ) กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

อภิปรายผล

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท องค์ประกอบอื่นของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งประกอบด้วย ขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ การควบคุมตำแหน่งประธานคณะกรรมการบริษัทกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และการถือหุ้นของคณะกรรมการบริหาร กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัยพบว่า กลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับ 1.154 เท่า แสดงให้เห็นว่ากลุ่มตัวอย่างมีสัดส่วนในโครงสร้างเงินทุนที่มาจากหนี้สิน

จากส่วนของผู้ถือหุ้นในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกัน แสดงให้เห็นถึงการรักษาสัดส่วนในการบริหารโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่ไม่พึ่งพาแหล่งใดแหล่งหนึ่งสูงเกินไป อันอาจทำให้บริษัทประสบปัญหาความเสี่ยงทางการเงินในอนาคตได้

จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท และองค์ประกอบอื่นของคณะกรรมการบริษัทกับโครงสร้างเงินทุน พบว่า การถือหุ้นของคณะกรรมการบริหาร (MHOLD) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐานวิจัยที่ 5 ผลวิจัยสอดคล้องกับผลวิจัยของ Ruan et al. (2009) และ Florackis and Ozkan (2009) นอกจากนี้ผลวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนที่กล่าวว่าการเพิ่มสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้บริหารเป็นเครื่องมือในการลดปัญหาตัวแทน โดยทำให้ผลประโยชน์ของผู้บริหารสอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นของบริษัท (Jensen, 1986) และสอดคล้องกับผลวิจัยของ Bokpin and Arko (2009) ที่ระบุว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารสูงมักจะมียกระดับหนี้สินสูงกว่า เนื่องจากผู้บริหารมีแรงจูงใจที่จะเพิ่มมูลค่าของบริษัทด้วยการกู้ยืมเงิน การตัดสินใจทางการเงินที่เหมาะสมนอกจากช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นแล้ว ยังช่วยสนับสนุนการบรรลุเป้าหมายผลการดำเนินงานของบริษัทที่สูงขึ้นด้วย (Berger et al., 1997)

ในขณะที่สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (BIND) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 ผลวิจัยดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระสูงจะมีโครงสร้างเงินทุนจากการก่อหนี้สินต่ำ เนื่องจากบริษัทที่มีสัดส่วนคณะกรรมการอิสระที่สูงจะมีการกำกับดูแลที่เข้มงวด มีการบริหารความเสี่ยงที่ระมัดระวัง และมีการตัดสินใจทางการเงินที่ต้องคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นหลัก อาจส่งผลให้บริษัทเลือกที่จะพึ่งพาเงินทุนจากหนี้สินลดลงเพื่อลดความเสี่ยงทางการเงินและเพิ่มความมั่นคงของบริษัทในระยะยาว ซึ่งผลวิจัยที่ได้รับสอดคล้องกับงานวิจัยของ Wen et al. (2002) และ Dimitropoulos (2014) อย่างไรก็ตามเนื่องจากผลการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าวมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 จึงไม่สามารถยอมรับสมมติฐานวิจัยที่ 2 ได้

นอกจากนี้ผู้วิจัยพบว่าขนาดคณะกรรมการบริษัท (BSIZE) การควมรวมตำแหน่งประธานคณะกรรมการบริษัทกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (DUAL) ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท (GEND) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท จึงปฏิเสธสมมติฐานวิจัยที่ 1, 3, และ 4 ตามลำดับ ดังนี้

ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZE) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (STRUCT) สอดคล้องกับผลวิจัยของ Wen et al. (2002) Elmagrhi et al. (2018) และ Ngatno et al. (2021) ที่อธิบายว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทใหญ่ขึ้นไม่ได้ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการกำกับดูแลหรือการตัดสินใจที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน บริษัทควรให้ความสำคัญกับคุณภาพ เช่น ทักษะ และความเชี่ยวชาญของคณะกรรมการเพื่อส่งเสริมให้ปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ และจากข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยฉบับนี้พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทของกลุ่มตัวอย่างมีจำนวนที่ใกล้เคียงกัน โดยมีค่าเฉลี่ยของคณะกรรมการบริษัท 9.876 คน และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 2.378 คน ซึ่งมีความแตกต่างกันค่อนข้างน้อย อาจเป็นเหตุผลที่ทำให้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

การควมรวมตำแหน่งประธานคณะกรรมการบริษัทกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (DUAL) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (STRUCT) สอดคล้องกับผลวิจัยของ Fosberg (2004) Hasan and Butt (2009) Bokpin and Arko (2009) Heng et al. (2012) และ Jaradat (2015) แสดงให้เห็นว่าการควมรวมตำแหน่งไม่มีผลต่อการตัดสินใจทางการเงินในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน

ของบริษัท จากเหตุการณ์วิกฤติทางการเงินในอดีตที่ทำให้เกิดการล่มสลายหลายบริษัทไม่ว่าจะเป็นบริษัท Enron, Tyco และ Adelphia Communication ล้วนมีการควมรวบตำแหน่งประธานคณะกรรมการบริษัทกับประธานเจ้าหน้าที่บริหารทั้งสิ้น ข้อเสนอแนะจากเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นกับบริษัทเหล่านี้คือ ไม่ควรให้มีการควมรวบตำแหน่งดังกล่าวในบุคคลคนเดียว ซึ่งจะเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียน และหลักเกณฑ์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่กำหนดให้บริษัทที่เสนอขายหุ้นต่อประชาชนครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) หรือ เสนอขายหุ้นเพิ่มทุนต่อประชาชน (Secondary Public Offering: SPO) ต้องแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดออกจากกัน โดยมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2564 (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2564) จากข้อมูล 2,635 ตัวอย่างของงานวิจัยฉบับนี้พบว่า มี 2,213 ตัวอย่างคิดเป็นร้อยละ 83.98 มีการแยกผู้ดำรงตำแหน่งประธานคณะกรรมการบริษัทกับประธานเจ้าหน้าที่บริหารออกจากกัน

ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท (GEND) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (STRUCT) สอดคล้องกับผลวิจัยของ Alves et al. (2015) และ Abobakr and Elgiziry (2016) ผลวิจัยดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทไม่มีผลต่อการตัดสินใจทางการเงินและการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท แม้แนวคิดเรื่องความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทจะเป็นที่ยอมรับและมีประโยชน์หลายมิติในปัจจุบันก็ตาม แต่ในบริบทของโลกธุรกิจในประเทศไทย ผู้ชายยังคงมีบทบาทหลักในการตัดสินใจในการดำเนินธุรกิจ และมีแนวโน้มที่จะครอบงำการตัดสินใจของผู้หญิง และผู้หญิงมักถูกมองว่าขาดความสามารถ อีกทั้งยึดติดกับความคิดเห็นหลัก ๆ เพื่อเป็นที่ยอมรับ และหลีกเลี่ยงความขัดแย้งกับสมาชิกคนอื่น ๆ (Pimpa, 2012) และสามารถอธิบายโดยทฤษฎีมวลวิกฤต (Critical Mass Theory) โดย Kanter (1977) ที่กล่าวว่า เมื่อชนกลุ่มน้อยในองค์กรมีสัดส่วนอย่างน้อยหนึ่งในสามของประชากร ชนกลุ่มน้อยนั้นจึงจะมีอิทธิพลต่อองค์กรได้ โดยจะก่อให้เกิดผลกระทบต่อนโยบายและก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลง หากสัดส่วนน้อยกว่านั้นอาจไม่ก่อให้เกิดอิทธิพลใด ๆ หากมีเพศหญิงในสภาพแวดล้อมการทำงานมากเพียงพอ จะช่วยบรรเทาการไม่ให้ความสำคัญของเพศหญิงเนื่องจากเป็นคนกลุ่มน้อยลงได้ โดยสัดส่วนของสตรีที่อยู่ในช่วงระหว่างร้อยละ 16 ถึง 40 ถือว่าเป็นชนกลุ่มน้อยอยู่ จากข้อมูลในงานวิจัยพบว่ากลุ่มตัวอย่างมีสัดส่วนกรรมการสตรีเฉลี่ยร้อยละ 20.84 ถือเป็นเสียงส่วนน้อยในคณะกรรมการบริษัท ซึ่งสัดส่วนดังกล่าวถือว่าต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศในแถบยุโรปกับ Klomkhao (2020) จึงอาจส่งผลให้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทและโครงสร้างเงินทุน

ข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลวิจัยที่ได้รับสามารถให้ข้อเสนอแนะที่เป็นประโยชน์ต่อกลุ่มต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องได้ดังนี้

ผลการวิจัยที่ได้รับแสดงให้เห็นว่า มีองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทสามารถใช้เป็น “สัญญาณ” ให้ผู้ใช้งบการเงินประเมินแนวโน้มการกำหนดโครงสร้างเงินทุนและนโยบายทางการเงิน ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท ได้แก่ การถือหุ้นของคณะกรรมการบริหาร และสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ ผู้ใช้งบการเงินสามารถนำผลวิจัยนี้คัดกรองบริษัทที่มีนโยบายการเงินแบบอนุรักษ์

นิยมที่มีการใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินต่ำ (มีสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริหารต่ำ/มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระสูง) และบริษัทที่พร้อมจะรับความเสี่ยงเพื่อการเติบโตที่มีการใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินสูง (มีสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริหารสูง/มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่ำ) เพื่อใช้ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจจากการร่วมลงทุน และให้กู้ยืมเงิน ที่สอดคล้องกับระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ของผู้ใช้ทางการเงิน ตัวอย่างเช่น บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริหารต่ำ และบริษัทที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระสูงมีแนวโน้มมีนโยบายการเงินที่ปลอดภัย มีระดับในการก่อหนี้ต่ำ ในขณะที่บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริหารสูง และบริษัทที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่ำมีแนวโน้มที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินสูงเพื่อสร้างการเติบโตให้แก่บริษัท โครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่มีสัดส่วนการใช้หนี้สินที่แตกต่างกันย่อมมีความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่แตกต่างกัน การทำความเข้าใจองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัท และผลกระทบที่มีต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนจะช่วยให้ผู้ใช้การเงินประเมินระดับความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท และคาดการณ์ศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนจากการใช้ประโยชน์จากหนี้สิน เพื่อประกอบการตัดสินใจได้ดียิ่งขึ้น

คณะกรรมการบริษัท และผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถนำผลวิจัยฉบับนี้ไปเป็นแนวทางในการกำหนดองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทให้มีความเหมาะสมสอดคล้องกับนโยบายทางการเงินในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเพื่อก่อให้เกิดมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่นของบริษัท ทั้งนี้ยังคงอยู่ภายใต้แนวคิดในการกำกับดูแลกิจการที่ดี และเป็นไปตามข้อกำหนดของหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้อง

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์อาจนำผลวิจัยฉบับนี้ไปส่งเสริมทบทวนนโยบาย และข้อกำหนดที่เกี่ยวข้องกับองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากองค์ประกอบดังกล่าวมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนที่สะท้อนถึงความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท อันจะส่งผลกระทบต่อเชิงผลตอบแทนลงทุนในวงกว้าง เช่น การกำหนดสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริหาร และสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ รวมถึงควรส่งเสริมให้เกิดความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัทซึ่งเป็นประเด็นที่ทั่วโลกให้ความสำคัญ ซึ่งผลวิจัยฉบับนี้ยังพบว่าบริษัทจดทะเบียนมีสัดส่วนของกรรมการสตรีในระดับต่ำมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 20.843 ซึ่งต่ำกว่าเป้าหมายที่คาดหวังของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2568) นอกจากนี้ตามที่สำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้สนับสนุนให้แยกผู้ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดออกจากกัน (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2564) แต่ผลวิจัยพบว่ามีตัวอย่างจำนวน 422 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 16.02 ยังคงมีการควรรวมสองตำแหน่งดังกล่าวในบุคคลเดียวกัน

สำหรับข้อเสนอแนะในเชิงวิชาการ งานวิจัยที่เก็บข้อมูลที่ใช้ศึกษาในรูปแบบ Panel data ไม่สามารถใช้วิธีวิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลอง Pooled OLS ได้ตามปกติ หากใช้การวิเคราะห์แบบ Pooled OLS จะทำให้ผลการวิเคราะห์ที่ผิดพลาดเนื่องจากเกิด omitted variable bias ดังเห็นได้จากการเปรียบเทียบผลระหว่าง Pooled OLS กับ Fixed Effect ในงานวิจัยฉบับนี้ พบว่าการวิเคราะห์แบบ Pooled OLS เพิ่มโอกาสในการพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตามสูงกว่าการวิเคราะห์แบบ Fixed Effect ซึ่งงานวิจัยในประเทศไทยส่วนใหญ่ที่ใช้ข้อมูล Panel data ยังคงใช้วิธี Pooled OLS เป็นส่วนใหญ่ จึงอาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อถือได้ของผลวิจัย ดังนั้น งานวิจัยที่ใช้ข้อมูลในรูปแบบ Panel ควรใช้ Huasman Test ในการทดสอบเพื่อเลือกใช้ระหว่างแบบจำลอง Fixed Effect หรือ Random Effect ให้เหมาะสม

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

งานวิจัยฉบับนี้ได้ศึกษาความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัท โดยเจาะจงในด้านความหลากหลายทางเพศ งานวิจัยครั้งต่อไปอาจศึกษาความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัทในด้านอื่น ๆ เช่น อายุ การศึกษา ความรู้ ความเชี่ยวชาญ และประสบการณ์ นอกจากนี้งานวิจัยครั้งต่อไปอาจศึกษากลไกหรือประสิทธิผลในการกำกับดูแลกิจการในมิติอื่นๆ นอกเหนือจากองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัท เช่น การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัท ความถี่ในการเข้าร่วมประชุม เป็นต้น โดยอาจศึกษาในภาพรวม หรือเปรียบเทียบเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อให้เกิดความเข้าใจที่ลึกซึ้งในบริบทของอุตสาหกรรมมากยิ่งขึ้น

ข้อจำกัดในการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ใช้ข้อมูลในการศึกษา 5 ปี ระหว่างปีพ.ศ. 2563-2567 ซึ่งในช่วงเวลาดังกล่าวอาจได้รับผลกระทบจากปัจจัยหรือเหตุการณ์เฉพาะช่วงเวลา นอกจากนี้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงินจึงอาจทำให้เกิดข้อจำกัดในการนำข้อมูลผลการวิจัยไปใช้

เอกสารอ้างอิง

- จินดาหรรษา แสงอัคนาวิน. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ. [สารนิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ]. มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์.
- ชุตินันท์ ศรีพวงทกุล, อรุณี ยศบุตร, รัชนิยา บังเมฆ, และชัยยศ สัมฤทธิ์สกุล. (2566). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น องค์ประกอบคณะกรรมการกับความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม: หลักฐานเชิงประจักษ์จากตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยราชภัฏศรีสะเกษ*, 17(2), 53-72.
- นิภาพร พิระภาค, และฐิตาภรณ์ สินจรรยาศักดิ์. (2567). องค์ประกอบคณะกรรมการบริษัทที่ส่งผลต่อการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *สหวิทยาการและความยั่งยืนปริทรรศน์ไทย*, 13(2), 199-208.
- ปิยะณัฐ ฤณพุดม, และณฤมล อริยพิมพ์. (2562). ผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิทยาลัยพาณิชยศาสตร์บูรพาปริทัศน์*, 14(2), 95-111.
- ปัญจวิธ จิรัฐติกุล. (2563). ผลกระทบของสัดส่วนด้านเพศของคณะกรรมการและปัจจัยอื่น ๆ ที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ]. มหาวิทยาลัยรังสิต.
- พิธาน แสนภักดี, สุรัชย์ เอมอักษร, และณฤพล อ่อนนิมล. (2566). อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสังคมศาสตร์และวัฒนธรรม*, 7(6), 282-295.
- วรรณรัตน์ ปณิธานธรรม, และดลภณิศ เต็งอำนวย. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์*, 10(13), 27-39.

- วัลลี พิมพ์แพร, และการุณ สุขสองห้อง. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายด้านประชากรศาสตร์ของคณะกรรมการบริหารและผลการดำเนินงานของกิจการ. *วารสารศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์*, 6(2), 9-26.
- สุกัญญา วงษ์ละคร, และสุรัชย์ เอ็มอักษร. (2566ก). อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสหวิทยาการมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, 6(3), 1153-1173.
- สุกัญญา วงษ์ละคร, และสุรัชย์ เอ็มอักษร. (2566ข). ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและความยืดหยุ่นทางการเงินต่อมูลค่าของกิจการในสถานการณ์โควิด 19: กรณีศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสหวิทยาการวิจัย*, 5(1), 20-41.
- สุดารัตน์ ไชยชุมภู, แดน กุลรูป, และสุพรรณิ คำवास (2566). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทและคณะกรรมการตรวจสอบกับผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่ม SETHD. *วารสารบัญชีปริทัศน์ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย*, 8(2), 81-99.
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2563). *ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการ (Gender Diversity in the Boardroom)*. <https://thai-iod.com/th/publications-detail.asp?id=572>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2562). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560*. <https://www.sec.or.th/cgthailand/TH/Pages/CGCode/CGCodeIndex.aspx>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2564, 17 พฤษภาคม). *ก.ล.ต. ปรับเกณฑ์ฯ แยกตำแหน่ง “ประธานกรรมการ – ผู้บริหารสูงสุด” เพิ่มความยืดหยุ่นให้บริษัทจดทะเบียนที่ขายหุ้นเพิ่มทุน*. https://www.sec.or.th/TH/Pages/News_Detail.aspx?SECID=8961
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2568, 18 มีนาคม). *ความสำคัญของกรรมการหญิง ก่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อความยั่งยืน*. <https://www.sec.or.th/TH/Template3/Articles/2568/180368.pdf>
- อรุณี ยศบุตร. (2566). องค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทกับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ. *วารสารบริหารธุรกิจและศิลปศาสตร์ราชชมงคลล้านนา*, 11(2), 73-92.
- Abobakr, M. G., & Elgiziry, K. (2016). The Effects of Board Characteristics and Ownership Structure on the Corporate Financial Leverage. *Accounting and Finance Research*, 5(1), 1-14. <https://doi.org/10.5430/afr.v5n1p1>
- Abor, J. (2007). Debt Policy and Performance of SMEs. *The Journal of Risk Finance*, 8(4), 364-379. <https://doi.org/10.1108/15265940710777315>
- Abor, J., & Biekpe, N. (2005). What Determines the Capital Structure of Listed Firms in Ghana?. *African Finance Journal*, 7(1), 37-48.
- Abor, J., & Biekpe, N. (2007). Corporate Governance, Ownership Structure and Performance of SMEs in Ghana: Implications for Financing Opportunities. *Corporate Governance*, 7, 288-300. <https://doi.org/10.1108/14720700710756562>

- Adusei, M., & Obeng, E. Y. T. (2019). Board Gender Diversity and the Capital Structure of Microfinance Institutions: A Global Analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 258-269. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.09.006>
- Alves, P., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2015). Board of Directors' Composition and Capital Structure. *Research in International Business and Finance*, 35, 1-32. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.03.005>
- Amin, A., Rehman, R., Ali, R., & Said, R. M. (2022). Corporate Governance and Capital Structure: Moderating Effect of Gender Diversity. *Sage Open*, 12(1), 1-17. <https://doi.org/10.1177/21582440221082110>
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reep, D. M. (2004). Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and The Cost of Debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.01.004>
- Bass, A. E. (2019). Top management team diversity, equality, and innovation: a multilevel investigation of the health care industry. *Journal of Leadership & Organizational Studies*, 26(3), 339-351. <https://doi.org/10.1177/1548051819849008>
- Bathala, C.T., Moon, K.P., & Rao, R.P. (1994). Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective. *Financial Management*, 23, 38-50. <https://doi.org/10.2307/3665620>
- Beasley, M.S. (1996). An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review*, 71, 443-465.
- Ben-Saad, S., & Belkacem, L. (2022). How Does Corporate Social Responsibility Influence Firm Financial Performance? *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 22, 1-22. <https://doi.org/10.1108/CG-10-2020-0467>
- Berger, A. N., & Di Patti, E. B. (2006). Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1065-1102. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.05.015>
- Berger, P., Ofek, E., & Yermark, D. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb01115.x>
- Binsbergen, J. H. V., Graham, J. R., & Yang, J. (2010). The Cost of Debt. *The Journal of Finance* 65(6), 2089-2136. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01611.x>
- Bokpin, G. A., & Arko, A. C. (2009). Ownership Structure, Corporate Governance and Capital Structure Decisions of Firms: Empirical Evidence from Ghana. *Studies in Economics and Finance*, 26(4), 246-256. <https://doi.org/10.1108/10867370910995708>
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua, S. L. H. (2002). On the Relation between Ownership Structure and Capital Structure. *Accounting and Finance*, 42(1), 1-26. <https://doi.org/10.1111/1467-629X.00001>

- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32(2), 195-221.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90018-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90018-5)
- Cardillo, G., Onali, E., & Torluccio, G. (2021). Does gender diversity on banks' boards matter? Evidence from public bailouts. *Journal of corporate finance*, 71, 1-33.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101560>
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial review*, 38(1), 33-53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- Chen, H. L., & Hsu, W. T. (2009). Family ownership, board independence, and R&D investment. *Family business review*, 22(4), 347-362.
<http://dx.doi.org/10.1177/0894486509341062>
- Cheng, E. C., & Courtenay, S. M. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The international journal of accounting*, 41(3), 262-289.
<https://doi.org/10.1016/j.intacc.2006.07.001>
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T., & Dalton, C. M. (2007). The fundamental agency problem and its mitigation. *Academy of Management Annals*, 1(1), 1-64.
<https://doi.org/10.5465/078559806>
- Dhaliwal, D., Heitzman, S., & Li, O. Z. (2006). Taxes, leverage, and the cost of equity capital. *Journal of accounting research*, 44(4), 691-723.
<https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2006.00214.x>
- Dimitropoulos, P. (2014). Capital structure and corporate governance of soccer clubs: European evidence. *Management Research Review*, 37(7), 658-678.
<https://doi.org/10.1108/MRR-09-2012-0207>
- Duru, A., Iyengar, R. J., & Zampelli, E. M. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of business research*, 69(10), 4269-4277. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.04.001>
- Elmagghi, M. H., Ntim, C. G., Malagila, J., Fosu, S., & Tunyi, A. A. (2018). Trustee board diversity, governance mechanisms, capital structure and performance in UK charities. *Corporate Governance. The international Journal of Business in Society*, 18(3), 478-508.
<https://doi.org/10.1108/CG-08-2017-0185>
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 6(2), 301-325. <http://dx.doi.org/10.1086/467037>
- Farrell, K. A., & Hersch, P. L. (2005). Additions to corporate boards: The effect of gender. *Journal of Corporate finance*, 11(1-2), 85-106.
- Florackis, C., & Ozkan, A. (2009). Managerial Incentives and Corporate Leverage: Evidence from the United Kingdom. *Accounting and Finance Association of Australia and New Zealand*, 49(3), 531-553. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2009.00296.x>

- Florackis, C., Kanas, A., Kostakis, A., & Sainani, S. (2020). Idiosyncratic Risk, Risk-taking Incentives and the Relation between Managerial Ownership and Firm Value. *European Journal of Operational Research*, 283(2), 748–766. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2019.11.027>
- Fosberg, R. H. (2004). Agency problems and debt financing: leadership structure effects. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 4(1), 31-38. <https://doi.org/10.1108/14720700410521943>
- Friend, I., & Lang, L.H. (1988). An empirical test of the impact of managerial self interest on corporate capital structure. *Journal of Finance*, 47, 271-281. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb03938.x>
- García, C. J., & Herrero, B. (2021). Female directors, capital structure, and financial distress. *Journal of Business Research*, 136, 592-601. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.07.061>
- Gill, A., Biger, N., Mand, H. S., & Shah, C. (2012). Corporate governance and capital structure of small business service firms in India. *International Journal of Economics and Finance*, 4(8), 83-92. <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n8p83>
- Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *The journal of finance*, 55(5), 1901-1941. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>
- Graham, J. R., & Mark T.L. (2011). A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future. *Annual Review of Financial Economics*, 3(1), 309–345. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-102710-144821>
- Gupta, V. K., Mortal, S., Chakrabarty, B., Guo, X., & Turban, D. B. (2020). CFO Gender and Financial Statement Irregularities. *Academy of Management Journal*, 63(3), 1-58. <https://doi.org/10.5465/amj.2017.0713>
- Gurusamy, P. (2021). Corporate Ownership Structure and Its Effect on Capital Structure: Evidence from BSE Listed Manufacturing Companies in India. *Management Review*, 13(2), 1-20. <https://doi.org/10.1177/2277975220968305>
- Hanck, C., Arnold, M., Gerber, A., & Schmelzer, M. (2026). Introduction to Econometrics with R. <https://www.spusikkim.edu.in/downloads/files/n687f3b546ccef.pdf>
- Hasan, A., & Butt, S.A. (2009). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. *International Journal of Business and Management*, 4(2), 50-57. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v4n2p50>
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251–1271. <https://doi.org/10.2307/1913827>
- Heng, T, B., Azrbaijani, S., & San, O. T. (2012). Board of Directors and Capital Structure: Evidence from Leading Malaysian Companies. *Asian Social Science*, 8(3), 123-136. <https://doi.org/10.5539/ass.v8n3p123>

- Hubert, M., & Vandervieren, E. (2008). An adjusted boxplot for skewed distributions. *Computational Statistics & Data Analysis*, 52(12), 5186–5201.
<https://doi.org/10.1016/j.csda.2007.11.008>
- Hundal, S., Eskola, A., & Lyulyu, S. (2020). The Impact of capital structure on firm performance and risk in Finland. *Eurasian Studies in Business and Economics* 15 (1), 43-76. https://doi.org/10.1007/978-3-030-48531-3_4
- Hussainey, K., & Al-Nodel, A. (2009). *Does corporate governance drive financing decisions of saudi arabian companies?*. Working paper, University of Stirling, Scotland.
- Jaradat, M. S. (2015). Corporate Governance Practices and Capital Structure: A Study with Special Reference to Board Size, Board Gender, Outside Director and CEO Duality. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 3(5), 264-273.
- Jarboui, A., Saad, M. K. B., & Riguen, R. (2020). Tax Avoidance: Do Board Gender Diversity and Sustainability Performance Make a Difference? *Journal of Financial Crime*, 27(4), 1389-1408. <https://doi.org/10.1108/JFC-09-2019-0122>
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76. 323-329.
- John, K., Litov, L., & Yeung, B. (2008). Corporate governance and corporate risk taking: theory and evidence. *Journal of Finance*, 63(4), 1679-1728. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01372.x>
- Kanter, R. M. (1977). *Men and Women of the Corporation*. Harvard Business School.
- Klock, M. S., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2005). Does corporate governance matter to bondholders? *Journal of financial and quantitative analysis*, 40(4), 693-719.
<https://doi.org/10.1017/S0022109000001940>
- Klomkhao, J. (2020). *Do women on boards, education diversity and corporate governance affect firm risk and firm performance in Thailand?*. [Unpublished master thesis]. Chulalongkorn University.
- Kochhar, R. (1996). Explaining firm capital structure: The role of agency theory vs. transaction cost economics. *Strategic management journal*, 17(9), 713-728.
[https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199611\)17:9<713::AID-SMJ844>3.0.CO;2-9](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199611)17:9<713::AID-SMJ844>3.0.CO;2-9)
- Korteweg, A. (2010). The Net Benefits of Leverage. *Journal of Finance*, 65, 2137-2170.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01612.x>

- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911-922. <https://doi.org/10.2307/2978343>
- Kyereboah-Coleman, A. (2006). Corporate board diversity and performance of microfinance institutions: the effect of gender. *Studies in Economics and Econometrics*, 30(3), 19-33. <https://doi.org/10.1080/10800379.2006.12106414>
- Lee, M. Y. (2016). On the Durbin-Watson statistic based on a Z-test in large samples. *International Journal of Computational Economics and Econometrics*, 6(1), 114-121. <https://doi.org/10.1504/IJCEE.2016.073370>
- Liao, L. K., Mukherjee, T., & Wang, W. (2015). Corporate governance and capital structure dynamics: An empirical study. *Journal of Financial Research*, 38(2), 169-192.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The business lawyer*, 48(1), 59-77.
- Loukil, N., & Yousfi, O. (2016). Does gender diversity on corporate boards increase risk-taking? *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 33(1), 66-81. <https://doi.org/10.1002/cjas.1326>
- Lubis, R. K., Darmadi, S., Pratiwi, T. A., Windara, P. F., Lutvian, S., & Firas, R. (2025). Managerial ownership as a corporate governance mechanism in shaping leverage decisions: insights from Indonesia. *Cogent Business & Management*, 12(1), 1-22. <https://doi.org/10.1080/23311975.2025.2473043>
- Mande, V., Park, Y.K., & Son, M. (2012). Equity or debt financing: Does good corporate governance matter? *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 195-211. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00897.x>
- Maxfield, S., Shapiro, M., Gupta, V., & Hass, S. (2010). Gender and risk: women, risk taking and risk aversion. *Gender in Management: An International Journal*, 25(7), 586-604. <https://doi.org/10.1108/17542411011081383>
- Mehran, H. (1992). Executive incentive plans, corporate control and capital structure. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 27(4), 539-560. <https://doi.org/10.2307/2331139>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H., (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433 - 443.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Company financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nazir, M.S., Aslam, A., & Nawaz, M. M. (2012). The Impact of CEO Duality on Capital Structure: A Case from Non-Financial Sector of Pakistan. *American Journal of Scientific Research* 56, 5-12.

- Nenu, E. A., Vintilă, G., & Gherghina, Ș. C. (2018). The Impact of Capital Structure on Risk and Firm Performance: Empirical Evidence for the Bucharest Stock Exchange Listed Companies. *International Journal of Financial Studies*, 6(2), 41.
<https://doi.org/10.3390/ijfs6020041>
- Ngatno, Apriatni, E. P., & Youlianto, A. (2021). Moderating effects of corporate governance mechanism on the relation between capital structure and firm performance. *Cogent Business & Management*, 8(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1866822>
- Palvia, A., Vähämaa, E., & Vähämaa, S. (2015). Are female CEOs and chairwomen more conservative and risk averse? Evidence from the banking industry during the financial crisis. *Journal of business ethics*, 131(3), 577-594.
<https://doi.org/10.1007/s10551-014-2288-3>
- Pimpa, N. (2012). Amazing Thailand: Organizational Culture in the Thai Public Sector. *International Business Research*, 5(11), 35-42. <https://doi.org/10.5539/ibr.v5n11p35>
- Pindado, J., & de La Torre, C. (2011) Capital Structure: New Evidence from the Ownership Structure. *International Review of Finance*, 11(2), 213-226.
<https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2010.01115.x>
- Ranti, U. O. (2013). The Effects of Board Size and CEO Duality on Firms' Capital Structure: A Study of Selected Listed Firms in Nigeria. *Asian Economic and Financial Review*, 3(8), 1033-1043.
- Ross, S.A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Ruan, W., Tian, G. G., & Ma, S. (2009). Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value. *Corporate Ownership & Control*, 7(2), 71-82. <https://doi.org/10.22495/cocv7i2p6>
- Saad, N.M., (2010). Corporate governance compliance and the effects to capital structure in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 2(1), 105-114.
<https://doi.org/10.5539/ijef.v2n1p105>
- Said, R., Hj Zainuddin, Y., & Haron, H. (2009). The relationship between corporate social responsibility disclosure and corporate governance characteristics in Malaysian public listed companies. *Social responsibility journal*, 5(2), 212-226.
<https://doi.org/10.1108/17471110910964496>
- Schicks, J. (2014). Over-indebtedness in microfinance—an empirical analysis of related factors on the borrower level. *World development*, 54, 301-324.
<https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2013.08.009>
- Schippers, M. C., Den Hartog, D. N., Koopman, P. L., & Wienk, J. A. (2003). Diversity and team outcomes: The moderating effects of outcome interdependence and group longevity and the mediating effect of reflexivity. *Journal of Organizational Behavior*, 24(6), 779-802. <https://doi.org/10.1002/job.220>

- Schmidheiny, K. (2025). *Panel data: Fixed and random effects*.
<https://www.schmidheiny.name/teaching/panel2up.pdf>
- Schubert, R. (2006). Analyzing and managing risks—on the importance of gender differences in risk attitudes. *Managerial Finance*, 32(9), 706-715.
<https://doi.org/10.1108/03074350610681925>
- Sheikh, N.A. & Wang, Z. (2012). Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 12(5), 629-641.
- Shrestha, N. (2020). Detecting Multicollinearity in Regression Analysis. *American Journal of Applied Mathematics and Statistics*, 8(2), 39-42. <https://doi.org/10.12691/ajams-8-2-1>
- Siregar, M. E. S., Suherman, S., Mahfirah, T. F., Usman, B., Zairin, G. M., & Kurniawati, H. (2024). The role of female executives in capital structure decisions: Evidence from a Southeast Asian country. *Corporate Governance*, 24(4), 939-963.
<https://doi.org/10.1108/CG-05-2023-0203>
- Stein, T. S. (2022). Debt as corporate governance. *UL Law Journal*, 74(5), 1281-1330.
<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4054898>
- Stulz, R. M. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N)
- Troy, C., Smith, K. G., & Domino, M. A. (2011). CEO demographics and accounting fraud: Who is more likely to rationalize illegal acts?. *Strategic Organization*, 9(4), 259-282.
<https://doi.org/10.1177/1476127011421534>
- Usman, M. (2019). The Impact of Capital Structure on Financial Performance of Consumer Goods Industry in Nigeria. *Open Journal of Accounting*, 8(4), 47-62.
<https://doi.org/10.4236/ojacct.2019.84004>
- Wen, Y., Rwegasira, K., & Bilderbeek, J. (2002). Corporate governance and capital structure decisions of Chinese listed firms, corporate governance. *An International Review*, 10(2), 75-83. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00271>
- Zaid, M. A. A., Wang, M. Abuhijleh, S. T. F., Issa, A., Saleh, M. W. A., & Ali, F. (2020). Corporate Governance Practices and Capital Structure Decisions: The Moderating Effect of Gender Diversity. *The International Journal of Business in Society*, 20(5), 939-964.
<https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0343>
- Zhu, F. (2014). Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study. *International Review of Finance*, 14(3), 393-429. <https://doi.org/10.1111/irfi.12034>