

ผลกระทบของระดับการเปิดเผยข้อมูล และโครงสร้างธรรมาภิบาลองค์กร
ต่อความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Impact of Disclosure Levels and Corporate Governance on Financial Risk:
An Empirical Study of Listed Companies in The Stock Exchange of Thailand

ศิวสณิ กิตติชัยชูพงศ์¹, ประเทือง นรินทรางกุล ณ ออยุธยา², ธนาวดี สมคะเน³,
อัมมารภรณ์ เพชรวาลี⁴ และ พรรณทิพย์ อย่างกลั่น⁵
Shivaasanee Kittichaichupong¹, Prathuang Narinrangkul Na Ayudhaya²,
Thanawadee Somkanae³, Ammaraporn Phetwalee⁴ and Phanthip Yangklan⁵

¹⁻⁴นักศึกษาระดับปริญญาตรีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

⁵อาจารย์ ดร., ผู้ช่วยคณบดีฝ่ายวิชาการ คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

Corresponding Author: shivaasanee@gmail.com

Received: July 16, 2025. Revised: December 22, 2025. Accepted: December 29, 2025.

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) วิเคราะห์ผลกระทบของระดับการเปิดเผยข้อมูลต่อความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ 2) วิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างธรรมาภิบาลองค์กรต่อความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลครบถ้วนและเปิดเผยข้อมูลอย่างต่อเนื่องในช่วงปี พ.ศ. 2562–2566 จำนวน 552 บริษัท คัดเลือกโดยวิธีการสุ่มแบบมีเงื่อนไข (purposive sampling) จากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) งบการเงินประจำปี หมายเหตุประกอบงบการเงิน รายงานประจำปี เว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ และข่าวสารของบริษัท การวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนาและการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ โดยกำหนดตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น และความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง ส่วนตัวแปรอิสระ ได้แก่ ระดับการเปิดเผยข้อมูล (CG Score, ESG Rating และการเข้าร่วมโครงการ Thai-CAC) และโครงสร้างธรรมาภิบาลองค์กร (สัดส่วนกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปี) โดยทดสอบนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05

ผลการวิจัยพบว่า ระดับการเปิดเผยข้อมูลด้าน CG Score มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ขณะที่ ESG Rating และการเข้าร่วมโครงการ Thai-CAC ไม่มีอิทธิพล นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูลทั้งสามด้านไม่มีอิทธิพลต่อความผันผวนของผลตอบแทนหุ้นและความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง ในส่วนของโครงสร้างธรรมาภิบาลองค์กร พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลเชิงลบต่อความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง และจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปีมีอิทธิพลเชิงลบต่อความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น ในทางกลับกัน ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น อย่างไรก็ตาม สัดส่วนกรรมการอิสระไม่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น และความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง โดยผลการวิเคราะห์ทั้งหมดมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05

คำสำคัญ: ระดับการเปิดเผยข้อมูล, โครงสร้างธรรมาภิบาลองค์กร, ความเสี่ยงทางการเงิน, บริษัทจดทะเบียน

Abstract

This research aimed to 1) analyze the impact of disclosure levels on financial risk of companies listed on the Stock Exchange of Thailand, and 2) analyze the impact of corporate governance structure on financial risk of listed companies. This study was quantitative research using secondary data from 552 listed companies with complete and continuously disclosed information during 2019-2023, selected through purposive sampling from the Stock Exchange of Thailand database, annual registration statements (Form 56-1), annual financial statements, notes to financial statements, annual reports, the Stock Exchange website, and company news. Data analysis employed descriptive statistics and multiple regression analysis. The dependent variables were debt-to-equity ratio, stock return volatility, and liquidity risk. The independent variables were disclosure levels (CG Score, ESG Rating, and Thai-CAC participation) and corporate governance structure (proportion of independent directors, board size, and frequency of board meetings per year). Statistical significance was tested at the .01 and .05 levels.

The research findings revealed that CG Score disclosure level had a positive influence on debt-to-equity ratio, while ESG Rating and Thai-CAC participation had no influence. Additionally, all three disclosure aspects had no influence on stock return volatility and liquidity risk. Regarding corporate governance structure, board size had a negative influence on liquidity risk, and frequency of board meetings per year had a negative influence on stock return volatility. Conversely, board size had a positive influence on stock return volatility. However, the proportion of independent directors had no influence on debt-to-equity ratio, stock return volatility, or liquidity risk. All analytical results were statistically significant at the .01 and .05 levels.

Keywords: Information Disclosure Level, Corporate Governance, Financial Risk,
Listed Companies

บทนำ

ในปัจจุบันการจัดการความเสี่ยงทางการเงินนั้นเป็นประเด็นสำคัญที่ได้รับความสนใจอย่างกว้างขวาง โดยเฉพาะอย่างยิ่งภายหลังวิกฤตการณ์ทางการเงินโลก พ.ศ. 2550–2551 ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความเปราะบางของระบบเศรษฐกิจและความสำคัญของการบริหารจัดการความเสี่ยงภายในองค์กรธุรกิจการเปิดเผยข้อมูลและธรรมาภิบาลองค์กรจึงเป็นกลไกสำคัญในการสร้างความโปร่งใส เสริมสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุน และลดปัญหาความไม่สมดุลของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น (Spence, 1973; Siew, Balatbat & Carmichael, 2016) โดยการเปิดเผยข้อมูลที่ครอบคลุมและตรวจสอบได้สามารถช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการประเมินความเสี่ยงทางการเงินและช่วยลดต้นทุนเงินทุนของบริษัท (AlHares, Domingues, & Sarea (2018)

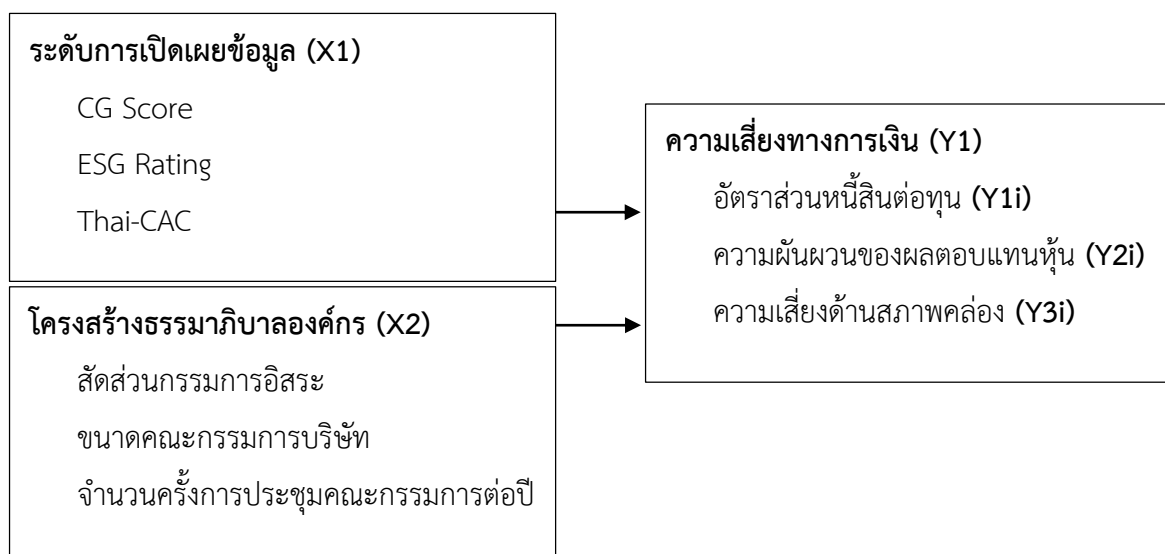
ในประเทศไทย บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ต้องปฏิบัติตามแนวทางการเปิดเผยข้อมูลผ่านแบบ 56-1 One Report และรายงานประจำปี รวมถึงการประเมินด้านธรรมาภิบาลองค์กร เช่น โครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (CG Score) และการประเมินด้านความยั่งยืน (ESG Ratings) ซึ่งสะท้อนระดับความโปร่งใส ความรับผิดชอบต่อสังคม และความพร้อมในการบริหารความเสี่ยงของบริษัท (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2564 และ ไทย-แคค, 2565) อย่างไรก็ตามระดับการเปิดเผยข้อมูลยังแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญระหว่างอุตสาหกรรมและขนาดของบริษัท โดยเฉพาะในกลุ่มธุรกิจที่มีความผันผวนสูง (ดลยา ไชยวงศ์ และอรุณี ยศบุตร, 2561) ในส่วนของโครงสร้างธรรมาภิบาลองค์กรงานวิจัยในช่วงทศวรรษที่ผ่านมาได้ชี้ให้เห็นว่าลักษณะของคณะกรรมการบริษัท เช่น ขนาดของคณะกรรมการและความถี่ของการประชุม มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแล ตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ และบริหารความเสี่ยงทางการเงิน (Ben Arfa, Ammari, & Boussaada, 2020; Mogaji & Nguyen, 2022) การมีคณะกรรมการที่มีความหลากหลายและการประชุมอย่างสม่ำเสมอสามารถช่วยลดความเสี่ยงด้านความผันผวนของผลตอบแทนและความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของบริษัทได้ ในขณะเดียวกัน ความเสี่ยงทางการเงินซึ่งประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น และความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง เป็นตัวชี้วัดสำคัญที่สะท้อนศักยภาพการแข่งขันและเสถียรภาพทางการเงินขององค์กร หากระดับความเสี่ยงสูงเกินไปจะส่งผลเชิงลบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและความยั่งยืนของธุรกิจในระยะยาว (Burgstahler et al., 2006; Siew et al., 2016)

ดังนั้น การศึกษาผลกระทบของระดับการเปิดเผยข้อมูล และโครงสร้างธรรมาภิบาลองค์กรต่อความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงมีความสำคัญอย่างยิ่ง เนื่องจากสามารถสร้างองค์ความรู้ที่ช่วยให้ผู้บริหาร ผู้กำหนดนโยบาย และนักลงทุน เข้าใจกลไกการลดความเสี่ยง เพิ่มประสิทธิภาพทางการเงิน และส่งเสริมความยั่งยืนของธุรกิจไทยในระยะยาว

วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของระดับการเปิดเผยข้อมูลต่อความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างธรรมาภิบาลองค์กรต่อความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ที่มา: ผู้วิจัย

ในกรอบแนวคิดนี้ ระดับการเปิดเผยข้อมูล (X1) และโครงสร้างธรรมาภิบาลองค์กร (X2) ถูกพิจารณาเป็นตัวแปรอิสระที่คาดว่าจะมีอิทธิพลต่อความเสี่ยงทางการเงิน (Y) ซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น และความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานข้อที่ 1 ระดับการเปิดเผยข้อมูล ด้าน CG Score มีผลกระทบทางตรงเชิงบวกต่อความเสี่ยงทางการเงิน ด้านอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานข้อที่ 2 ระดับการเปิดเผยข้อมูล ด้าน ESG Ratings มีผลกระทบทางตรงเชิงบวกต่อความเสี่ยงทางการเงิน ด้านอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานข้อที่ 3 ระดับการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน ด้าน Thai-CAC มีผลกระทบทางตรงเชิงบวกต่อความเสี่ยงทางการเงิน ด้านอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานข้อที่ 4 ระดับการเปิดเผยข้อมูล ด้าน CG Score มีผลกระทบทางตรงเชิงบวกต่อความเสี่ยงทางการเงิน ด้านความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานข้อที่ 5 ระดับการเปิดเผยข้อมูล ด้าน ESG Ratings มีผลกระทบทางตรงเชิงบวกต่อความเสี่ยงทางการเงิน ด้านความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานข้อที่ 6 ระดับการเปิดเผยข้อมูล ด้าน Thai-CAC มีผลกระทบทางตรงเชิงบวกต่อความเสี่ยงทางการเงิน ด้านความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นิยามศัพท์

ระดับการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure Level) หมายถึง การเปิดเผยข้อมูลเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งในงานวิจัยฉบับนี้จะเน้นในด้านข้อมูลสมัครใจ ได้แก่ CG Score ESG Ratings และ Thai-CAC

โครงสร้างธรรมาภิบาลองค์กร (Corporate Governance) หมายถึง ระบบการกำกับดูแลกิจการที่ประกอบด้วยองค์ประกอบหลัก 3 ประการ ได้แก่ คณะกรรมการบริษัท กลไกตรวจสอบ และนโยบายธรรมาภิบาล ซึ่งในงานวิจัยนี้จะพิจารณาเฉพาะด้านคณะกรรมการบริษัท ประกอบด้วย สัดส่วนกรรมการอิสระ (Proportion of Independent Directors) ขนาดคณะกรรมการ (Board Size) และความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ (Board Meeting Frequency) ต่อปี

ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) หมายถึง ความไม่แน่นอนที่กระทบต่อเสถียรภาพทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งแบ่งเป็น 3 ด้านหลักตามงานวิจัย ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt-to-Equity Ratio) ซึ่งสะท้อนระดับการพึ่งพาแหล่งเงินกู้ ความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น (Stock Return Volatility) โดยวัดจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของราคาหุ้น และความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (Liquidity Risk) เพื่อวัดความสามารถในการแปลงสินทรัพย์เป็นเงินสดเพื่อชำระหนี้ระยะสั้น โดยวัดจากอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio)

การทบทวนวรรณกรรม

1. **การศึกษาทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)** เป็นแนวคิดสำคัญที่ช่วยอธิบายกลไกการดำเนินธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีโครงสร้างการถือครองหุ้นโดยบุคคลทั่วไปจำนวนมาก ส่งผลให้เกิดการมอบหมายให้ผู้บริหารทำหน้าที่เป็นตัวแทน (Agent) ในการบริหารงานแทนผู้ถือหุ้น (Principal) ตามแนวคิดของ Jensen & Meckling (1976) ทฤษฎีตัวแทนชี้ให้เห็นว่า ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว เช่น การจัดการกำไรหรือการลงทุนในโครงการที่ไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทนสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ในทางกลับกัน ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียมุ่งเน้นการสร้างสมดุลระหว่างผลประโยชน์ของกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ไม่เพียงแต่ผู้ถือหุ้น แต่รวมถึงลูกค้า คู่ค้า พนักงาน ชุมชน และสิ่งแวดล้อม

2. **บริษัทเปิดเผยข้อมูล ESG Ratings** ซึ่งสะท้อนถึงความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม โดยช่วยลดความเสี่ยงด้านชื่อเสียง (Reputational Risk) และเพิ่มความยั่งยืนทางธุรกิจ นอกจากนี้การเปิดเผยข้อมูล Thai-CAC ยังช่วยส่งเสริมความโปร่งใสในการดำเนินงาน ลดความเสี่ยงด้านเครดิต และเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุน

3. **การเปิดเผยข้อมูลและโครงสร้างธรรมาภิบาล** ยังส่งผลต่อความเสี่ยงทางการเงินในหลายด้าน เช่น อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น และความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง งานวิจัยในประเทศไทย โดย ธนิสร์ ศีลามาณรัตน์ (2562) พบว่า บริษัทที่มี ESG Ratings สูงสามารถลด Beta ของหุ้นลงได้ 0.15 หน่วย ขณะที่งานวิจัยของ (Abdou & Dicle, 2007) ชี้ว่าการเปิดเผยข้อมูล CG Score ที่ดีช่วยเพิ่มความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินกู้ระยะยาว นอกจากนี้ มาตรฐาน Thai-CAC ยังช่วยเพิ่มความมั่นใจในการพยากรณ์สภาพคล่องและลดต้นทุนเงินกู้ฉุกเฉิน

อย่างไรก็ตาม ยังมีข้อควรระวัง เช่น การเปิดเผยข้อมูล ESG มากเกินไปอาจเพิ่มต้นทุนการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ (Compliance Cost) หรือการกำหนดโครงสร้างธรรมาภิบาล เช่น สัดส่วนกรรมการอิสระหรือขนาดคณะกรรมการ ที่ไม่เหมาะสม อาจส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพในการตัดสินใจและค่าใช้จ่ายในการบริหารที่สูงเกินไป

ดังนั้น การบูรณาการทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเข้ากับแนวทางปฏิบัติที่เหมาะสม เช่น การเปิดเผยข้อมูล CG Score, ESG Ratings, และ Thai-CAC สามารถช่วยลดความเสี่ยงทางการเงินและเพิ่มมูลค่าทางธุรกิจในระยะยาว ทั้งนี้ การออกแบบกรอบธรรมาภิบาลควรคำนึงถึงบริบทเฉพาะของตลาดทุนไทย เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนใน SET จำนวน 552 บริษัท ที่มีข้อมูลเปิดเผยครบถ้วนในช่วงปี พ.ศ. 2562–2566 โดยคัดเลือกด้วยวิธี purposive sampling (เลือกบริษัทที่มีข้อมูล Form 56-1 และรายงานประจำปีครบถ้วนสำหรับช่วงเวลา) เพื่อให้มั่นใจในความต่อเนื่องของตัวแปรการวัด

การกำหนดขนาดตัวอย่าง โดยใช้กฎ thumb-rule สำหรับการวิเคราะห์ถดถอย ($n \geq 50 + 8k$) ซึ่งมีตัวแปรอิสระรวม $k = 6$ ดังนั้นขั้นต่ำ $n = 50 + 8(6) = 98$ — จำนวนตัวอย่างที่ใช้จริง 552 จึงเพียงพอ

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

เป็นการบันทึกตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย (CG Score, ESG Ratings, Thai-CAC, สัดส่วนกรรมการอิสระ, ขนาดคณะกรรมการ, ความถี่การประชุม, อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน, ความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น, ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง) โดยมีการระบุแหล่งที่มาและวิธีการวัดตัวแปรแต่ละตัวอย่างชัดเจน ฐานข้อมูล SETSMART / Form 56-1 / Annual Reports / IOD / Thai-CAC ในการดึงค่าตัวแปร

การเก็บรวมข้อมูล

- 1) ดึงรายชื่อบริษัทใน SET สำหรับช่วง 2019–2023 จากฐานข้อมูล SETSMART
- 2) ตรวจสอบรายงาน 56-1 และ annual report แต่ละบริษัทเพื่อสกัดตัวแปรทางบัญชี/บอร์ด
- 3) ดึง CG Score และ ESG Rating จากฐานข้อมูล IOD/ผู้ให้บริการเรตติ้ง
- 4) คำนวณตัวชี้วัดทางการเงิน (D/E, volatility, current ratio) ด้วยสูตรที่ระบุ
- 5) รวมชุดข้อมูลระดับบริษัท (panel หรือ cross-sectional ตามที่ใช้) และตรวจสอบ missing values — กำหนดวิธีจัดการ missing (เช่น ลบรายการที่มี missing > X%, หรือใช้ imputation)

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ได้แก่ ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation) และการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) โดยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis : MRA)

การทดสอบสมมติฐาน

โมเดล regression แบบทั่วไป โดยใช้สมการ:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 \cdot \text{CGScore}_i + \beta_2 \cdot \text{ESGRating}_i + \beta_3 \cdot \text{ThaiCAC}_i + \beta_4 \cdot \text{BoardSize}_i + \beta_5 \cdot \text{IndepDirRatio}_i + \beta_6 \cdot \text{BoardMeetFreq}_i + \epsilon_i$$

โดยรายงานค่า β , t-value, p-value, R^2 , F-stat และตรวจ multicollinearity (VIF) และ diagnostic tests (heteroskedasticity, autocorrelation ถ้าเป็น panel)

ผู้วิจัยจะทำการทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) จำนวน 3 โมเดลแยกกัน โดยใช้ตัวแปรตาม 3 ด้าน ได้แก่

$$\text{Model 1 : } Y1_i = \alpha + \beta_1 \cdot \text{CGScore}_i + \beta_2 \cdot \text{ESGRating}_i + \beta_3 \cdot \text{ThaiCAC}_i + \beta_4 \cdot \text{BoardSize}_i + \beta_5 \cdot \text{IndepDirRatio}_i + \beta_6 \cdot \text{BoardMeetFreq}_i + \epsilon_i$$

$$\text{Model 2 : } Y2_i = \alpha + \beta_1 \cdot \text{CGScore}_i + \beta_2 \cdot \text{ESGRating}_i + \beta_3 \cdot \text{ThaiCAC}_i + \beta_4 \cdot \text{BoardSize}_i + \beta_5 \cdot \text{IndepDirRatio}_i + \beta_6 \cdot \text{BoardMeetFreq}_i + \epsilon_i$$

$$\text{Model 3 : } Y3_i = \alpha + \beta_1 \cdot \text{CGScore}_i + \beta_2 \cdot \text{ESGRating}_i + \beta_3 \cdot \text{ThaiCAC}_i + \beta_4 \cdot \text{BoardSize}_i + \beta_5 \cdot \text{IndepDirRatio}_i + \beta_6 \cdot \text{BoardMeetFreq}_i + \epsilon_i$$

Model 1 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน

Model 2 ความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น

Model 3 ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง

เนื่องจากข้อมูลที่ใช้เป็น Panel Data ผู้วิจัยจึงจะใช้ Fixed Effects Model หรือ Random Effects Model ในการประมาณค่าสมการถดถอย เพื่อควบคุมผลกระทบจากลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา

R^2 ที่รายงานจะเป็นค่า Adjusted R^2 ซึ่งเหมาะสมกว่าสำหรับโมเดลถดถอยพหุคูณ

สำหรับ Panel Data รายงานค่า Overall R^2 ที่เหมาะสมกับโมเดลที่เลือก

ผลการวิจัย

ผลการวิจัยข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาพบว่า คะแนนธรรมาภิบาลองค์กร มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 2.00 ค่าสูงสุดเท่ากับ 5.00 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.86 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.28 คะแนน 1.) ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 ค่าสูงสุดเท่ากับ 5.00 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.25 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.86 2.) โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 ค่าสูงสุดเท่ากับ 5.00 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.52 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.41 3.) สัดส่วนกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.21 ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.80 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.44 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.10 4.) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 3.00 ค่าสูงสุดเท่ากับ 19.00 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 9.83 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.35 5.) จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปี มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 4.00 ค่าสูงสุดเท่ากับ 41.00 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 7.71 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 3.70 1.) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 ค่าสูงสุดเท่ากับ 23.18 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.13 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.52 2.) ความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -86.42 ค่าสูงสุดเท่ากับ 28.12 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ -13.37 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 14.65 และ 3.) ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.09 ค่าสูงสุดเท่ากับ 443.89 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.61 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 19.27

กรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท ไม่มีผลกระทบต่อความเสี่ยงทางการเงิน ด้านความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง เนื่องจาก มีค่า Sig เท่ากับ 0.735 ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐาน

ผลการทดสอบสมมติฐานข้อที่ 17 โครงสร้างธรรมาภิบาล ด้านขนาดของคณะกรรมการบริษัท มีผลกระทบทางตรงเชิงบวกต่อความเสี่ยงทางการเงิน ด้านความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า โครงสร้างธรรมาภิบาล ด้านขนาดของคณะกรรมการบริษัท มีผลกระทบทางตรงเชิงลบต่อความเสี่ยงทางการเงิน ด้านความเสี่ยงด้านสภาพคล่องอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 เนื่องจาก มีค่า Sig เท่ากับ 0.006** ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐาน

ผลการทดสอบสมมติฐานข้อที่ 18 โครงสร้างธรรมาภิบาล ด้านจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปี มีผลกระทบทางตรงเชิงบวกต่อความเสี่ยงทางการเงิน ด้านความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า โครงสร้างธรรมาภิบาล ด้านจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปี ไม่มีผลกระทบต่อความเสี่ยงทางการเงิน ด้านความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง เนื่องจาก มีค่า Sig เท่ากับ 0.592 ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐาน

อภิปรายผลการวิจัย

ตาราง 1 สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรหลัก (Pearson Correlation Matrix)

ตัวแปร	1	2	3	4	5	6	7
1. CG Score	1						
2. ESG Rating	.42**	1					
3. Thai-CAC	.51**	.33**	1				
4. สัดส่วนกรรมการอิสระ	.18**	.09	.12*	1			
5. ขนาดคณะกรรมการ	.11*	.06	.10*	.23**	1		
6. การประชุมบอร์ด/ปี	.15**	.05	.08	.18**	.20**	1	
7. อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน	.19**	.04	.03	-.05	.09	-.08	1

หมายเหตุ: * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$ ความสัมพันธ์ระดับปานกลางพบระหว่าง CG Score และ Thai-CAC (.51**) แสดงถึงแนวโน้มว่าบริษัทที่มีคะแนน CG สูงมักเข้าร่วมโครงการ Thai-CAC ด้วย

ตาราง 2 ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Results)

ตัวแปรอิสระ	แบบจำลองที่ 1 (D/E Ratio)	แบบจำลองที่ 2 (Stock Return Volatility)	แบบจำลองที่ 3 (Liquidity Risk)
CG Score	0.312** (2.98)	0.021 (0.88)	-0.049 (-1.36)
ESG Rating	0.066 (1.12)	-0.033 (-1.25)	0.028 (0.59)
Thai-CAC	0.041 (0.92)	-0.018 (-0.71)	0.005 (0.17)
สัดส่วนกรรมการอิสระ	-0.084 (-1.10)	-0.006 (-0.37)	-0.019 (-0.82)
ขนาดคณะกรรมการ	0.031 (1.58)	0.046* (2.05)	-0.052** (-2.76)
การประชุมบอร์ด/ปี	-0.012 (-0.81)	-0.038* (-2.13)	-0.027 (-1.32)
ค่าคงที่ (Constant)	0.523 (1.45)	0.118 (1.12)	1.842** (4.11)
R ²	0.078	0.064	0.082
Adjusted R ²	0.067	0.053	0.071
F-statistic (Sig.)	6.91 (0.000)**	5.21 (0.000)**	7.48 (0.000)**
จำนวนตัวอย่าง (N)	552	552	552

หมายเหตุ: ค่าภายในวงเล็บคือค่า *t-statistics*; * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$

แบบจำลองที่ 1 พบว่า CG Score มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.01$)

แบบจำลองที่ 2 พบว่าขนาดบอร์ดมีอิทธิพลเชิงบวก และจำนวนการประชุมบอร์ดมีอิทธิพลเชิงลบต่อความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น

แบบจำลองที่ 3 พบว่า ขนาดบอร์ดมีอิทธิพลเชิงลบต่อความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง

ในส่วนของผลกระทบของระดับการเปิดเผยข้อมูลต่อความเสี่ยงทางการเงิน พบว่า ระดับการเปิดเผยข้อมูลโดยรวม ไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อความเสี่ยงทางการเงิน ยกเว้น CG Score ที่มีผลกระทบทางตรงเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่มีธรรมาภิบาลองค์กรที่ดีสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากหนี้สินได้มากขึ้น เนื่องจาก นักลงทุนและเจ้าหนี้มีความเชื่อมั่นในมาตรฐานการกำกับดูแลและการเปิดเผยข้อมูลของบริษัท สอดคล้องกับงานวิจัยของ (Jensen & Meckling, 1976) ที่นำเสนอทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งเสนอว่าธรรมาภิบาลองค์กรที่ดีช่วยลดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) และเพิ่มความสามารถในการเข้าถึงเงินทุน นอกจากนี้ ยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Diamond &

Verrecchia, 1991) ยังพบว่าการเปิดเผยข้อมูลที่มากขึ้นช่วยลดต้นทุนเงินทุน และเพิ่มโอกาสในการกู้ยืมให้แกกิจการ

อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยที่พบว่า ESG Ratings ไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อความเสี่ยงทางการเงินนั้น แตกต่างจากงานวิจัยของ (Friede, Busch, & Bassen, 2015) ที่พบว่า ESG Performance มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินในระยะยาว และงานวิจัยของ (Eccles et al., 1983) ที่พบว่า บริษัทที่มีการพัฒนาอย่างยั่งยืน จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าในระยะยาว ซึ่งความแตกต่างนี้อาจเกิดจากบริบทเฉพาะของตลาดทุนไทย ระดับการพัฒนาด้าน ESG ที่ยังไม่เทียบเท่ากับตลาดที่พัฒนาแล้ว และข้อจำกัดด้านข้อมูลในการศึกษา

สำหรับผลกระทบของโครงสร้างธรรมาภิบาลองค์กรต่อความเสี่ยงทางการเงินนั้น พบว่า โครงสร้างธรรมาภิบาลองค์กรโดยรวม มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น แต่ไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง

เมื่อพิจารณาในรายละเอียด พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท มีผลกระทบทางตรงเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ต่อความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น ซึ่งหมายความว่าคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ อาจทำให้เกิดความล่าช้าในกระบวนการตัดสินใจ และขาดประสิทธิภาพในการกำกับดูแล ส่งผลให้เกิดความไม่แน่นอนในตลาดหุ้น และความผันผวนของราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้น คณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่เกินไปอาจทำให้การตัดสินใจล่าช้าและขาดประสิทธิภาพ

ในทางตรงกันข้าม จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปี มีผลกระทบทางตรงเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ต่อความผันผวนของผลตอบแทนหุ้น ซึ่งสะท้อนว่าการประชุมคณะกรรมการที่บ่อยครั้ง ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการกำกับดูแล และลดความไม่แน่นอนในตลาดหุ้น เนื่องจาก คณะกรรมการสามารถติดตามและแก้ไขปัญหาได้อย่างทันท่วงที ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Vafeas, 1999) ที่พบว่า ความถี่ในการประชุมที่เหมาะสมช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการกำกับดูแล และลดความเสี่ยง รวมถึง งานวิจัยของ (Bushee & Noe, 2000) ที่พบว่าการเปิดเผยข้อมูล และการกำกับดูแลที่ดีช่วยลดความผันผวนของราคาหุ้น

ข้อเสนอแนะ

ขยายระยะเวลาในการศึกษา

ควรศึกษาแนวโน้มระยะยาว (Longitudinal Study) เพื่อประเมินผลกระทบของธรรมาภิบาลองค์กร และ ESG ต่อความเสี่ยงทางการเงินในบริบทที่เปลี่ยนแปลงไป เช่น การเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ หรือกฎระเบียบ

เปรียบเทียบบริบทระหว่างประเทศ

ควรศึกษาความแตกต่างระหว่างธรรมาภิบาลองค์กร และ ESG Ratings ในประเทศไทยกับประเทศอื่น ๆ เช่น สิงคโปร์ มาเลเซีย หรือประเทศในยุโรป เพื่อหาแนวทางปรับปรุงที่เหมาะสมสำหรับบริบทตลาดทุนไทย หรือพิจารณาบริบทของตลาดเกิดใหม่อื่น ๆ ที่มีลักษณะคล้ายคลึงกับประเทศไทย เช่น อินโดนีเซีย หรือเวียดนาม เพื่อเปรียบเทียบผลกระทบของธรรมาภิบาลและ ESG ต่อความเสี่ยงทางการเงิน

เอกสารอ้างอิง

- ดลยา ไชยวงศ์ และอรุณี ยศบุตร. (2561). ผลกระทบของความสัมพันธ์ทางการเมืองที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล. *วารสารวิทยาลัยพาณิชยศาสตร์บูรพาปริทัศน์*, 13(1), 73–96.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2565). *แนวทางเปิดเผยข้อมูล ESG สำหรับบริษัทจดทะเบียน*. สืบค้นจาก <https://www.set.or.th>
- ธนสร ศิลาณีนรัตน์. (2562). *การศึกษาผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์หุ้นยั่งยืนที่ได้รับการคัดเลือกโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. [วิทยานิพนธ์ปริญญาโท, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์]. สืบค้นจาก https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:175599
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2564). *รายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทย. สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย*.
- Abdou, K., & Dicle, M. F. (2007). Do risk factors matter in the IPO valuation?. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 15(1), 63–89.
- AlHares, A., Domingues, A. R., & Sarea, A. M. (2018). Corporate governance, transparency and firm performance: Evidence from Bahrain. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(4), 633–646.
- Ben Arfa, N., Ammari, A., & Boussaada, R. (2020). New evidence on value creation through hedge fund activism: A qualitative comparative analysis. *Strategic Change*, 29(5), 681 - 690.
- Burgstahler, D., Hail, L., & Leuz, C. (2006). The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983–1016.
- Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000). Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, 38(Suppl.), 171–202.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359.
- Eccles, J. (1983). *Expectancies, values and academic behaviors*. In J. T. Spence (Ed.), *Achievement and achievement motives: Psychological and sociological approaches* (pp. 75-146). San Francisco, CA: Free man.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.
- Investopedia. (2023). *Debt-to-Equity Ratio (D/E)*. Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp>
- 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.

- Mogaji, E., & Nguyen, N. P. (2022). Managers' understanding of artificial intelligence in relation to marketing financial services: insights from a cross-country study. *International Journal of Bank Marketing*, 40(6), 1272–1298.
- Siew, R. Y. J., Balatbat, M. C. A., & Carmichael, D. G. (2016). The impact of ESG disclosures and institutional ownership on market information asymmetry. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 23(4), 432–448.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Thai-CAC Foundation. (2022). *Thai corporate anti-corruption (Thai-CAC) assessment framework*. Retrieved from <https://www.thaicac.org>
- Thai Institute of Directors. (2021). *Corporate governance report of Thai listed companies*. Thai Institute of Directors (IOD).
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113–142.