



การกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน กรณีศึกษา :
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวณัฐชา อรรถพลพิทักษ์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน กรณีศึกษา :
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวณัฐชา อรรถพลพิทักษ์



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

CORPORATE GOVERNANCE AND COST OF CAPITAL:
AN EMPIRICAL STUDY OF FIRMS LISTED IN
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

BY

MISS NUTCHA ATAPOLPITAK



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE
FINANCIAL MANAGEMENT
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2016
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชย์ศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวณัฐชา อรรถพลพิทักษ์

เรื่อง

การกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน กรณีศึกษา :
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

เมื่อ วันที่..... 30 ส.ย. 2560

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



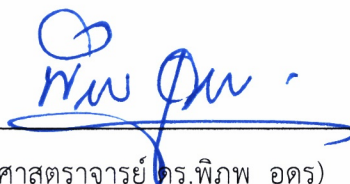
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลป์พร ศรีจันเพชร)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(อาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ)

คณบดี



(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน กรณีศึกษา : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวณัฐชา อรรถพลพิทักษ์
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	อาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ
ปีการศึกษา	2559

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ทั้งต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) และต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) การศึกษานี้วิเคราะห์ข้อมูลของตัวอย่างทั้งหมด 555 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2554 – พ.ศ. 2558 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ จากการศึกษาพบว่า การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัทสามารถลดต้นทุนของทั้งส่วนของผู้ถือหุ้นและของหนี้สิน ขณะที่คะแนนการกำกับดูแลกิจการ และขนาดของคณะกรรมการบริษัท สามารถลดต้นทุนของหนี้สิน

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ, ต้นทุนของเงินทุน, ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น, ต้นทุนของหนี้สิน

Independent Study Title	CORPORATE GOVERNANCE AND COST OF CAPITAL: AN EMPIRICAL STUDY OF FIRMS LISTED IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
Author	Miss Nutchā Atapolpitak
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Department Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Teerachai Arunruangsirilert, Ph.D.
Academic Years	2016

ABSTRACT

This study aims to observe relationships between corporate governance and cost of capital—both cost of equity and cost of debt. This study analyzes data of 555 firms between 2011 and 2015 from the Stock Exchange of Thailand by using multiple regression analysis. Results show that concentration of ownership can reduce cost of equity and cost of debt, while corporate governance score (CG score) and board size can reduce cost of debt.

Keywords: Corporate Governance, Cost of Capital, Cost of Equity, Cost of Debt

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาอิสระฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาระดับปริญญาโท คณะพาณิชยศาสตร์ และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ โดยการศึกษาอิสระฉบับนี้จะสำเร็จลุล่วงไปไม่ได้ หากไม่ได้รับการสนับสนุนจาก อาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ อาจารย์ที่ปรึกษาการศึกษาอิสระที่ได้กรุณา สละเวลามาให้คำแนะนำ ให้ข้อคิดเห็นและแก้ไขข้อบกพร่อง ตลอดจนให้การสนับสนุนในระหว่าง การดำเนินการจัดทำงานวิจัยฉบับนี้

นอกจากนี้ขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร ที่ได้ให้เกียรติ และสละเวลามาเป็นคณะกรรมการในการสอบประมวลรายวิชา รวมทั้งกรุณาให้คำแนะนำ และชี้แนะ ในหลายๆ เรื่อง ซึ่งเป็นประโยชน์ในการแก้ไขงานวิจัยให้สมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

สุดท้ายนี้ขอขอบพระคุณพ่อแม่ที่คอยสนับสนุน เลี้ยงดูอบรม ให้คำปรึกษา และเป็น กำลังใจที่สำคัญให้กับผู้วิจัยจนทำให้ประสบความสำเร็จในชีวิตตลอดมา และขอขอบพระคุณเพื่อน นักศึกษาและเจ้าหน้าที่หลักสูตรทุกท่านที่ให้ความช่วยเหลือในการติดต่อประสานงานเป็นอย่างดีใน ทุกขั้นตอน จนการศึกษาในครั้งนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

นางสาวณัฐชา อรรถพลพิทักษ์

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษาวิจัย	3
1.4 ประโยชน์ของการศึกษาวิจัย	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	4
2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ	5
2.3 แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนของเงินทุน	10
2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	11
2.5 สมมติฐานของงานวิจัย	13
2.6 กรอบแนวคิดของงานวิจัย	18
บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย	19
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	19
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	19
3.3 แบบจำลองของการศึกษาวิจัย	20

3.4 รายละเอียดของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	21
3.4.1 ตัวแปรอิสระ	21
3.4.1.1 คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	21
3.4.1.2 ขนาดของคณะกรรมการบริษัท	22
3.4.1.3 สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ	22
3.4.1.4 การรวบรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุด	22
3.4.1.5 การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท	23
3.4.1.6 สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหาร	23
3.4.2 ตัวแปรตาม	23
3.4.2.1 ต้นทุนเงินทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น	23
3.4.2.2 ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน	24
3.4.3 ตัวแปรควบคุม	24
3.4.3.1 ขนาดของบริษัท	24
3.4.3.2 สัดส่วนการถือหุ้น	25
3.4.3.3 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	25
3.4.3.4 อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย	25
3.5 สถิติที่ใช้ในการวิจัย	25
3.5.1 สถิติเชิงพรรณนา	25
3.5.2 สถิติเชิงอนุมาน	25
 บทที่ 4 ผลการวิจัยและการอภิปรายผล	 27
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	27
4.1.1 การอธิบายตัวแปรข้อมูลเชิงปริมาณ	27
4.1.2 การอธิบายตัวแปรข้อมูลเชิงคุณภาพ	30
4.2 การทดสอบสถิติเชิงอนุมาน	32
4.2.1 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	32
4.2.2 การวิเคราะห์ปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ	35
4.2.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ	36

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะงานวิจัย	48
5.1 สรุปผลการศึกษา	48
5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย	49
5.3 ข้อเสนอแนะ	50
รายการอ้างอิง	51
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก	55
ภาคผนวก ข	56
ภาคผนวก ค	57
ภาคผนวก ง	58
ประวัติผู้เขียน	59

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 แสดงเกณฑ์การประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัท	9
2.2 แสดงสัญลักษณ์และความหมายของคะแนนการกำกับดูแลกิจการ	10
4.1 แสดงค่าสถิติเบื้องต้นของแต่ละตัวแปร	28
4.2 แสดงค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการ	30
4.3 แสดงค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่แบ่งตามตัวแปรหุ้น	31
4.4 แสดงค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปรการควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและ ผู้บริหารสูงสุด	32
4.5 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	34
4.6 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ	35
4.7 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของการกำกับดูแลกิจการและต้นทุน ของส่วนของผู้ถือหุ้น	36
4.8 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของการกำกับดูแลกิจการและ ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นหลังจากตัดตัวอย่างที่มีค่าผิดปกติออกไป	38
4.9 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของการกำกับดูแลกิจการและต้นทุน ของหนี้สิน	42

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ปัจจุบันมีนักลงทุนจำนวนมากที่ให้ความสนใจในการลงทุนผ่านตลาดทุนหรือลงทุนในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่การลงทุนในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้น นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นโดยส่วนใหญ่ไม่สามารถเข้าไปบริหารจัดการบริษัทเองได้อย่างใกล้ชิด จึงจำเป็นต้องมีตัวแทนที่มีความรู้ มีความสามารถ และมีความเชี่ยวชาญในการบริหารจัดการเพื่อเข้าไปบริหารงานแทนผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการ แต่การแบ่งแยกกันระหว่างผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการกับฝ่ายผู้บริหาร อาจก่อให้เกิดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร ซึ่งจะนำไปสู่ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) เนื่องจากผู้บริหารอาจบริหารกิจการเพื่อผลประโยชน์ของตัวเองเป็นหลัก โดยไม่คำนึงถึงมูลค่าเพิ่มของบริษัทและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการ (Mazzotta and Veltri, 2014) หรือผู้บริหารอาจฉวยโอกาสในการกระทำบางสิ่งบางอย่างจากตำแหน่งของตน เพื่อประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งการกระทำนั้นอาจเป็นการทำลายมูลค่าของกิจการและมูลค่าของผู้ถือหุ้น (Ramly, 2012)

จากปัญหาตัวแทนที่ได้กล่าวไปข้างต้น ทำให้ผู้ถือหุ้นมีความกังวลเกี่ยวกับพฤติกรรมของผู้บริหาร ดังนั้นผู้ถือหุ้นจึงทำการแต่งตั้งคณะกรรมการเพื่อเข้าไปควบคุมดูแลผู้บริหารบริษัทอีกทอดหนึ่ง เพื่อให้ผู้บริหารปฏิบัติงานตามหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย และสร้างประโยชน์สูงสุดให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่ายอย่างเป็นธรรม ซึ่งการที่ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนจะไว้วางใจให้คณะกรรมการเข้าไปควบคุมดูแลผู้บริหารนั้น บริษัทจำเป็นต้องมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ คณะกรรมการที่เข้าไปควบคุมดูแลผู้บริหารต้องทำหน้าที่เพื่อรักษาผลประโยชน์ของบริษัทและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอย่างเต็มที่ และไม่ใช้ตำแหน่งของตัวเองเพื่อหาประโยชน์หรือฉวยโอกาสจากบริษัท รวมถึงคณะกรรมการต้องควบคุมดูแลผู้บริหารและฝ่ายจัดการให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่างับเงินลงทุนที่ใส่เข้ามาในบริษัท ในขณะเดียวกันก็ต้องให้สิทธิผู้ถือหุ้นในการรับทราบข้อมูลต่างๆ ของบริษัท หรือให้สิทธิในการตัดสินใจในเรื่องสำคัญๆ รวมถึงมีสิทธิในการตรวจสอบการทำงานของคณะกรรมการและผู้บริหารอีกด้วย (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2559)

จะเห็นได้ว่า ปัญหาตัวแทนสามารถลดลงได้ด้วยวิธีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้ในปัจจุบันการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หรือบรรษัทภิบาลได้รับความสนใจเป็นอย่างมาก จากหลายๆ ฝ่าย ทั้งจากสาธารณชน จากหน่วยงานกำกับดูแล รวมถึงผู้บริหารของบริษัท

เนื่องจากมองว่าการที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะเป็นการแสดงให้เห็นว่าบริษัทมีระบบการบริหารจัดการที่มีคุณภาพ มีความโปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ และมีการคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย (ศิลาพร ศรีจันทเพชร, 2555) จึงเป็นการลดความเสี่ยงจากปัญหาตัวแทนของนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นลงได้ พร้อมทั้งยังสามารถสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน ผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท และผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัททุกฝ่ายได้อีกด้วย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555)

นอกจากนี้ การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ยังส่งผลดีในด้านต่างๆ ให้กับบริษัท ไม่ว่าจะเป็นการที่บริษัทสามารถระดมทุนได้ด้วยต้นทุนที่เหมาะสม หรือทำให้บริษัทมีต้นทุนเงินที่เหมาะสม อีกทั้งยังช่วยลดต้นทุนการผลิต ทำให้บริษัทมีความสามารถในการแข่งขันเพิ่มขึ้นอีกด้วย (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

สำหรับต้นทุนของเงินทุนนั้น นอกจากจะเป็นต้นทุนหรือผลตอบแทนที่บริษัทต้องจ่ายให้กับเจ้าของเงินทุนแล้ว ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนยังนำต้นทุนของเงินทุนไปใช้ในการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของราคาหลักทรัพย์อีกด้วย โดยนักลงทุนจะใช้ต้นทุนของเงินทุนเป็นตัวคิดลดกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตของบริษัท ดังนั้นการที่บริษัทมีต้นทุนของเงินทุนในระดับต่ำ จะทำให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทนั้นๆ เพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย โดยมีงานวิจัยในอดีตหลายงานที่พบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน ไม่ว่าจะเป็นงานวิจัยของ Ramly (2012), Mazzotta and Veltri (2014) และ Zhu (2014) ที่พบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะมีต้นทุนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) ต่ำกว่าบริษัทอื่นๆ เนื่องจากผู้ถือหุ้นมองว่าบริษัทที่มีการกำกับควบคุมดูแลกิจการภายในที่ดี มีความโปร่งใส และมีความยุติธรรม จะเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าบริษัทอื่น ดังนั้นผู้ถือหุ้นจึงต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในระดับที่ต่ำลง จึงทำให้บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะมีต้นทุนของผู้ถือหุ้นลดต่ำลงไปด้วยเช่นกัน

เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Bhojraj and Sengupta (2003), Anderson et al. (2004), Chen and Jian (2007), Lin et al. (2016) และ Zhu (2014) ที่พบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะมีต้นทุนในการกู้ยืมเงินหรือต้นทุนของหนี้สินลดลง (Cost of Debt) ซึ่งมาจากการที่บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงน้อยลง หรือมีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น จึงส่งผลให้เจ้าหนี้ต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงของบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่น้อยลง แต่อย่างไรก็ตาม Juniatri (2012) กลับไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของหนี้สิน ซึ่งผลจากการศึกษาพบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพียงอย่างเดียวไม่สามารถใช้ประเมินความเสี่ยงของบริษัทได้ ดังนั้นเจ้าหนี้จึงไม่สามารถกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของบริษัทต่างๆ จากการพิจารณาเพียงปัจจัยการกำกับดูแลกิจการของบริษัทนั้นๆ เพียงอย่างเดียว

ตามที่กล่าวไปข้างต้น ทำให้ผู้วิจัยสนใจที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ทั้งต้นทุนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) และต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่าบริษัทที่มีระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะสามารถลดต้นทุนของเงินทุนให้ต่ำกว่าบริษัทอื่นได้หรือไม่

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

งานวิจัยฉบับนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ทั้งต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) และต้นทุนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 ประโยชน์ของงานวิจัย

1. เพื่อแสดงให้เห็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้น สามารถลดต้นทุนของเงินทุนของบริษัทให้ต่ำลงได้ ซึ่งการที่บริษัทมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำลงนั้น จะทำให้บริษัทมีผลประกอบการที่ดีขึ้น จึงถือเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทในระยะยาวได้อีกด้วย
2. เพื่อส่งเสริมให้บริษัทต่างๆ เข้าใจและตระหนักถึงความสำคัญของการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี และหันมาให้ความสนใจในการกำกับดูแลกิจการของบริษัทตัวเองมากยิ่งขึ้น

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในบทนี้จะกล่าวถึงแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ซึ่งเป็นที่มาของกรอบแนวคิดและสมมติฐานในการศึกษาครั้งนี้ โดยเนื้อหาของบทนี้จะแบ่งออกเป็น 6 ส่วน คือ (1) ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง (2) แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ (3) แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนของเงินทุน (4) งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (5) สมมติฐานของงานวิจัย และ (6) กรอบแนวคิดของงานวิจัย

2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) มาจากแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ที่มองว่าผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการอาจไม่สามารถบริหารกิจการได้ด้วยตัวเอง จึงจำเป็นต้องมีตัวแทนที่เข้ามาทำหน้าที่บริหารกิจการแทนผู้ถือหุ้น จึงเกิดเป็นสัญญาที่ตัวการ (Principal) ว่าจ้างตัวแทน (Agent) ให้เข้ามาบริหารงานแทนตัวการ โดยที่ตัวการพยายามควบคุมตัวแทนไม่ให้ดำเนินการที่ไม่เหมาะสม และให้ค่าตอบแทนกับตัวแทน เพื่อเป็นแรงจูงใจให้ตัวแทนบริหารกิจการตามที่ตัวการกำหนด (ธาริณี จวงมุกิตา, 2550) โดยทฤษฎีตัวแทนนี้จะเป็นการอธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย ที่ถูกขับเคลื่อนด้วยผลประโยชน์ นั่นก็คือ ฝ่ายตัวการ (Principal) ที่เป็นฝ่ายมอบอำนาจ และฝ่ายตัวแทน (Agent) หรือฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจให้ทำหน้าที่บริหารงานแทน ซึ่งถ้าหากผู้บริหารที่เป็นฝ่ายตัวแทนสามารถสร้างผลตอบแทนสูงสุดด้วยวิธีที่สอดคล้องกับการสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการที่เป็นฝ่ายตัวการแล้ว ก็จะไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างฝ่ายตัวการและตัวแทน แต่เมื่อใดก็ตามที่ผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นไม่สอดคล้องกัน ก็จะนำมาสู่ปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ เป็นปัญหาที่ผลประโยชน์ของผู้บริหารขัดแย้งกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น (Conflict of Interest) ซึ่งสาเหตุอาจมาจากการที่ผู้บริหารเห็นแก่ผลประโยชน์ส่วนตัวมากเกินไป จนไปขัดแย้งกับหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย ดังเช่นการที่ผู้บริหารใช้โอกาสหรือใช้ตำแหน่งหน้าที่ในการหาผลประโยชน์เข้าตัวเองแทนที่จะทำเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหรือผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้องกับบริษัท หรือการที่ผู้บริหารอาจไม่ได้ทุ่มเท แรงกาย แรงใจ กับการบริหารงานอย่างเต็มที่เต็มความสามารถ เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มสูงสุดให้กับบริษัท หรือเพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น เนื่องจากค่าตอบแทนสูงสุดหรือผลประโยชน์สูงสุดของผู้บริหารอาจไม่สอดคล้องกับผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการ

แต่อย่างไรก็ตาม ปัญหาที่เกิดขึ้นจากความขัดแย้งของผลประโยชน์ระหว่างตัวการและตัวแทน (Conflict of Interest) สามารถบรรเทาลงได้ด้วยการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ที่ดี

2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ

สำหรับการกำกับดูแลกิจการหรือบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) นั้น หมายถึง การบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2559)

โดยความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ จะเห็นได้อย่างชัดเจนในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นโดยส่วนใหญ่ไม่สามารถเข้าไปบริหารกิจการเองได้ จึงต้องมีผู้บริหารที่เป็นตัวแทนเข้าไปบริหารจัดการบริษัทแทนผู้ถือหุ้น แต่ผู้บริหารอาจไม่บริหารกิจการตามหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทหรือสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับนักลงทุน ดังนั้นผู้ถือหุ้นจึงทำการแต่งตั้งคณะกรรมการขึ้นมา เพื่อเข้าไปควบคุมดูแลการบริหารกิจการของผู้บริหารอีกทอดหนึ่ง ซึ่งการที่นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นจะสามารถไว้วางใจตัวแทน ไม่ว่าจะเป็นผู้บริหารที่ทำหน้าที่บริหารกิจการแทนผู้ถือหุ้นโดยส่วนใหญ่ หรือคณะกรรมการที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการควบคุมดูแลการบริหารงานของผู้บริหารนั้น บริษัทต้องมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงจะทำให้ผู้ถือหุ้นสามารถไว้วางใจกันเป็นทอดๆ ได้ กล่าวคือ คณะกรรมการต้องทำหน้าที่เพื่อรักษาผลประโยชน์ของบริษัทและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอย่างเต็มที่ โดยที่ไม่ใช้อำนาจจากตำแหน่งหน้าที่ของตนเองเพื่อฉวยโอกาสจากบริษัทหรือเพื่อหาผลประโยชน์ส่วนตัว อีกทั้งคณะกรรมการจะต้องควบคุมดูแลทั้งฝ่ายบริหารและฝ่ายจัดการให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด เพื่อให้เจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่ากับเงินลงทุนที่ได้ใส่เข้ามาในบริษัท และในขณะเดียวกันผู้ถือหุ้นก็ต้องมีสิทธิที่จะรับทราบข้อมูลของบริษัท มีสิทธิในการตัดสินใจในเรื่องสำคัญต่างๆ ของบริษัท รวมถึงมีสิทธิที่จะตรวจสอบทั้งการทำงานของคณะกรรมการ และการทำงานของผู้บริหารอีกด้วย

อย่างไรก็ตาม ประเทศไทยเองได้เล็งเห็นถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี หลังจากที่ประเทศไทยประสบวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 จึงต้องการสร้างความเชื่อมั่นในด้านตลาดทุน ทำให้ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 เป็นต้นมา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ริเริ่มรณรงค์และส่งเสริมให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี อีกทั้งยังได้เสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ เพื่อเป็นแนวทางในการนำไปปฏิบัติในขั้นต้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ต่อมาในปี พ.ศ. 2549 ได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการ

ของ The Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD Principles of Corporate Governance ปี ค.ศ. 2004) รวมถึงข้อเสนอแนะของธนาคารโลกจากการเข้าร่วมโครงการ Corporate Governance – Reports on the Observance of Standards and Codes (CG-ROSC) ต่อมาหลังจากมีการจัดตั้งประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ที่ก่อให้เกิดความร่วมมือกันในหลายๆ ด้าน รวมถึงด้านตลาดทุน จึงทำให้ ASEAN Capital Market Forum (ACMF) จัดทำแผนปฏิบัติการ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ร่วมกันกำหนดระเบียบ กฎเกณฑ์ มาตรฐานกลางของตลาดทุน รวมถึงการยกระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนของประเทศในอาเซียนให้เท่าเทียมกับสากล จึงเกิดเป็นโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในภูมิภาคอาเซียน หรือที่เรียกว่า “ASEAN Corporate Governance Scorecard” ซึ่งถือเป็นเครื่องมือที่ใช้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศกลุ่มอาเซียน ทำให้ในปี พ.ศ. 2555 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ทำการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยแก้ไขเพิ่มเติมแนวปฏิบัติที่ดีทั้ง 5 หมวด ให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ ASEAN Corporate Governance Scorecard เพื่อยกระดับมาตรฐานและการปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ให้มีมาตรฐานที่สูงขึ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555)

นอกจากนี้ ในปี พ.ศ. 2560 ได้นำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนมาปรับลำดับและวิธีการนำเสนอ ให้เป็นไปตามบริบทการทำหน้าที่ของคณะกรรมการในแต่ละกระบวนการประกอบธุรกิจ อีกทั้งยังมีการเพิ่มประเด็นใหม่ๆ เพื่อให้ครอบคลุมถึงแนวคิดของบทบาทของคณะกรรมการที่เปลี่ยนแปลงไป

โดยหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2560 ได้แบ่งหลักปฏิบัติที่ดีของคณะกรรมการออกเป็น 8 ข้อหลักด้วยกัน โดยแต่ละข้อจะแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ (1) ส่วนของหลักปฏิบัติและหลักปฏิบัติย่อย ในส่วนนี้จะเป็นเรื่องสำคัญเกี่ยวกับการดูแลกิจการที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ควรปฏิบัติ และ (2) ส่วนของแนวปฏิบัติและคำอธิบาย คือจะเป็นส่วนของรายละเอียดหรือวิธีการดำเนินการ เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนสามารถปฏิบัติตามหลักการในส่วนแรกได้ ซึ่งแต่ละข้อจะมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

หลักปฏิบัติที่ 1 : ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (Establish Clear Leadership Role and Responsibilities of the Board) กล่าวคือ คณะกรรมการควรเข้าใจบทบาทและตระหนักถึงความรับผิดชอบของตนเองในฐานะผู้นำที่ต้องกำกับดูแลให้องค์กรมีการบริหารจัดการที่ดี อีกทั้งคณะกรรมการยังมีหน้าที่กำกับดูแลให้กรรมการทุกคน และผู้บริหารปฏิบัติหน้าที่ด้วยความรับผิดชอบด้วยความระมัดระวัง และซื่อสัตย์สุจริตต่อองค์กร รวมถึงดูแลให้การดำเนินงานเป็นไปตามกฎหมาย ข้อบังคับ และมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ คณะกรรมการควรเข้าใจขอบเขตหน้าที่และความ

รับผิดชอบของคณะกรรมการ และกำหนดขอบเขตการมอบหมายหน้าที่และความรับผิดชอบให้กรรมการผู้จัดการใหญ่และฝ่ายจัดการอย่างชัดเจน ตลอดจนติดตามดูแลให้กรรมการผู้จัดการใหญ่และฝ่ายจัดการปฏิบัติหน้าที่ตามที่ได้รับมอบหมาย

หลักปฏิบัติที่ 2 : กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (Define Objectives that Promote Sustainable Value Creation) กล่าวคือ คณะกรรมการควรกำหนดหรือดูแลให้วัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการเป็นไปเพื่อความยั่งยืน โดยวัตถุประสงค์และเป้าหมายจะต้องสอดคล้องกับการสร้างคุณค่าให้ทั้งกิจการ ลูกค้า ผู้มีส่วนได้เสีย และสังคมโดยรวม นอกจากนี้ คณะกรรมการยังควรกำกับดูแลให้มั่นใจว่า วัตถุประสงค์และเป้าหมาย รวมถึงกลยุทธ์ในระยะเวลาปานกลางหรือกลยุทธ์ประจำปีของกิจการสอดคล้องกับการบรรลุวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการ

หลักปฏิบัติที่ 3 : เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (Strengthen Board Effectiveness) กล่าวคือ คณะกรรมการควรรับผิดชอบในการกำหนดและทบทวนโครงสร้างคณะกรรมการ ทั้งขนาด องค์ประกอบ สัดส่วนกรรมการอิสระที่เหมาะสม และควรเลือกบุคคลที่เหมาะสมเป็นประธานกรรมการ รวมถึงควรกำกับดูแลให้การสรรหาและคัดเลือกกรรมการมีกระบวนการที่โปร่งใสและชัดเจน เพื่อให้ได้คณะกรรมการที่มีคุณสมบัติสอดคล้องกับองค์ประกอบที่กำหนดไว้ รวมถึงต้องมั่นใจว่าองค์ประกอบและการดำเนินงานของคณะกรรมการเอื้อต่อการใช้ดุลพินิจในการตัดสินใจอย่างมีอิสระ

สำหรับการเสนอค่าตอบแทนคณะกรรมการให้ผู้ถือหุ้นอนุมัติ คณะกรรมการควรพิจารณาให้โครงสร้างและอัตราค่าตอบแทนมีความเหมาะสมกับความรับผิดชอบและแรงจูงใจให้คณะกรรมการดำเนินงานตามเป้าหมาย

คณะกรรมการควรกำกับดูแลให้กรรมการทุกคนมีความรับผิดชอบในการปฏิบัติหน้าที่ และควรมีการประเมินผลการปฏิบัติหน้าที่ประจำปีของคณะกรรมการ ทั้งคณะกรรมการชุดย่อย และกรรมการรายบุคคล โดยผลการประเมินควรถูกนำไปใช้พัฒนาการปฏิบัติหน้าที่ต่อไปด้วย อีกทั้งคณะกรรมการควรกำกับดูแลให้คณะกรรมการแต่ละคนมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับบทบาทหน้าที่ ลักษณะการประกอบธุรกิจ และกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจ ตลอดจนสนับสนุนให้กรรมการทุกคนได้รับการเสริมสร้างทักษะและความรู้สำหรับการปฏิบัติหน้าที่กรรมการอย่างสม่ำเสมอ นอกจากนี้คณะกรรมการควรดูแลให้มั่นใจว่าการดำเนินงานของคณะกรรมการเป็นไปด้วยความเรียบร้อย สามารถเข้าถึงข้อมูลที่เป็นได้

หลักปฏิบัติที่ 4 : สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (Ensure Effective CEO and People Management) กล่าวคือ คณะกรรมการต้องดำเนินการให้มั่นใจว่าองค์กรมีการสรรหาและพัฒนากรรมการผู้จัดการใหญ่และผู้บริหารระดับสูงให้มีความรู้ ทักษะ

ประสบการณ์ และคุณลักษณะที่จำเป็นต่อการขับเคลื่อนองค์กรไปสู่เป้าหมาย อีกทั้งยังควรติดตามดูแลการบริหารและพัฒนาบุคลากรให้มีความรู้ ทักษะ ประสบการณ์และแรงจูงใจที่เหมาะสม รวมถึงต้องมีการกำกับดูแลให้มีการกำหนดโครงสร้างค่าตอบแทนและการประเมินผลที่เหมาะสม นอกจากนี้ คณะกรรมการยังควรเข้าใจโครงสร้างและความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นที่อาจมีผลกระทบต่อการบริหารและการดำเนินงานขององค์กรอีกด้วย

หลักปฏิบัติที่ 5 : ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ (nurture Innovation and Responsible Business) กล่าวคือ คณะกรรมการควรให้ความสำคัญและสนับสนุนการสร้างนวัตกรรมที่ก่อให้เกิดมูลค่าแก่ธุรกิจควบคู่ไปกับการสร้างคุณประโยชน์ต่อลูกค้าหรือผู้ที่เกี่ยวข้อง รวมถึงมีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม อีกทั้งคณะกรรมการต้องติดตามดูแลให้ฝ่ายจัดการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม และให้สะท้อนอยู่ในแผนดำเนินงาน เพื่อให้มั่นใจว่าทุกฝ่ายในองค์กรได้ดำเนินการสอดคล้องกับวัตถุประสงค์เป้าหมายหลัก และแผนกลยุทธ์ของกิจการ นอกจากนี้คณะกรรมการควรดูแลให้ฝ่ายจัดการจัดสรรทรัพยากรให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ โดยคำนึงถึงผลกระทบต่อและการพัฒนาทรัพยากรตลอดสาย value chain เพื่อให้สามารถบรรลุวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักได้อย่างยั่งยืน

หลักปฏิบัติที่ 6 : ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (Strengthen Effective Risk Management and Internal Control) กล่าวคือ คณะกรรมการควรกำกับดูแลให้มั่นใจว่า บริษัทมีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่จะทำให้บรรลุวัตถุประสงค์อย่างมีประสิทธิภาพ และต้องจัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบที่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพและอิสระ นอกจากนี้คณะกรรมการควรติดตามดูแลและจัดการความขัดแย้งของผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นได้ระหว่างบริษัทกับฝ่ายจัดการ คณะกรรมการ หรือผู้ถือหุ้น รวมไปถึงการป้องกันการใช้ประโยชน์อันมิควรในทรัพย์สิน ข้อมูล และโอกาสของบริษัท และการทำธุรกรรมกับผู้ที่มีความสัมพันธ์เกี่ยวข้องกับบริษัทในลักษณะที่ไม่สมควร ทั้งนี้ต้องมีการจัดทำนโยบายและแนวปฏิบัติด้านการต่อต้านคอร์รัปชันที่ชัดเจนและสื่อสารในทุกกระดับขององค์กรเพื่อให้เกิดการนำไปปฏิบัติได้จริง

หลักปฏิบัติที่ 7 : รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (Ensure Disclosure and Financial Integrity) กล่าวคือ คณะกรรมการต้องกำกับดูแลให้มีการจัดทำรายงานทางการเงินและเปิดเผยข้อมูลสำคัญต่างๆ อย่างถูกต้อง เพียงพอ ทันเวลา และเป็นไปตามกฎเกณฑ์มาตรฐาน และแนวปฏิบัติที่เกี่ยวข้อง รวมถึงจัดทำรายงานความยั่งยืนตามความเหมาะสม นอกจากนี้ คณะกรรมการต้องติดตามดูแลความเพียงพอของสภาพคล่องทางการเงินและความสามารถในการชำระหนี้ และในภาวะที่กิจการประสบปัญหาทางการเงินหรือมีแนวโน้มจะประสบปัญหา คณะกรรมการควรมั่นใจได้ว่า กิจการมีแผนในการแก้ไขปัญหาหรือมีกลไกอื่นที่จะสามารถแก้ไขปัญหา

ทางการเงินได้ อีกทั้งคณะกรรมการควรกำกับดูแลให้มีหน่วยงานหรือผู้รับผิดชอบงานนี้กลางทุนสัมพันธ์ที่ทำหน้าที่ในการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่น เช่น นักลงทุน นักวิเคราะห์ ให้เป็นไปอย่างเหมาะสม เท่าเทียมกัน และทันเวลา

หลักปฏิบัติที่ 8 : สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (Ensure Engagement and Communication with Shareholders) กล่าวคือ คณะกรรมการควรดูแลให้มั่นใจว่า ผู้ถือหุ้นมีส่วนร่วมในการตัดสินใจในเรื่องสำคัญของบริษัท และต้องดูแลให้การดำเนินการในวันประชุมผู้ถือหุ้นเป็นไปด้วยความเรียบร้อย โปร่งใส มีประสิทธิภาพ และเอื้อให้ผู้ถือหุ้นสามารถใช้สิทธิของตน รวมถึงดูแลให้การเปิดเผยมติที่ประชุมและการจัดทำรายงานการประชุมผู้ถือหุ้นเป็นไปอย่างถูกต้องและครบถ้วน

ทั้งนี้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนทั้ง 8 ข้อตามที่ได้กล่าวไปข้างต้น จะถูกนำไปใช้เป็นเกณฑ์ในการพิจารณาและประเมินเป็นคะแนนการกำกับดูแลกิจการให้กับบริษัทต่างๆ ดังนี้ (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2558)

ตารางที่ 2.1 แสดงเกณฑ์การประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัท

หมวด	จำนวนหลักเกณฑ์ที่ใช้ประเมิน (หน่วย : ข้อ)	น้ำหนัก
สิทธิของผู้ถือหุ้น	32	15%
การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน	19	10%
บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย	29	20%
การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส	53	20%
ความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ	108	35%
รวม	235	100%

โดยคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่บริษัทได้รับจากการประเมินจะถูกแบ่งออกเป็นช่วงคะแนน ซึ่งมีทั้งหมด 6 ช่วง และในแต่ละช่วงจะมีสัญลักษณ์ของคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ แสดงระดับคะแนนกำกับไว้ในแต่ละกลุ่ม เพื่อแสดงถึงความหมายของแต่ละกลุ่ม ดังนี้

ตารางที่ 2.2 แสดงสัญลักษณ์และความหมายของคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90-100		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		พอใช้
50-59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	ไม่แสดงสัญลักษณ์	N/A

นอกจากนี้ ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ยังได้ประกาศรายชื่อบริษัทที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับ “ดี” จนถึงระดับ “ดีเลิศ” เพื่อเผยแพร่ข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้สาธารณชนทราบ แต่อย่างไรก็ตาม บริษัทที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่ำกว่าระดับ “ดี” ลงไป อาจมีบริษัทส่วนหนึ่งที่ไม่ต้องการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการในด้านต่างๆ จึงทำให้บริษัทเหล่านี้ไม่ได้รับการประกาศรายชื่ออยู่ในรายงาน รายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR)

2.3 แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนของเงินทุน

แหล่งเงินทุนที่บริษัทจัดหามาเพื่อใช้ในการดำเนินกิจการ หรือที่เรียกว่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (Capital Structure) โดยทั่วไปจะประกอบไปด้วย 2 ส่วน คือ ส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity) และส่วนของหนี้สิน (Debt) โดยทั้งสองส่วนล้วนแล้วแต่มีค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนที่เรียกว่า “ต้นทุนของเงินทุน” (Cost of Capital) เพื่อจ่ายเป็นผลตอบแทนให้กับผู้ที่นำเงินเข้ามาใส่ในกิจการ ไม่ว่าจะเป็นการที่นักลงทุนนำเงินมาลงทุนในบริษัท ทั้งในรูปแบบของผู้ถือหุ้นของบริษัท หรือในรูปแบบผู้ถือตราสารหนี้ ก็ย่อมต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนทั้งสิ้น หรือสถาบันการเงินที่ให้เงินกู้ยืมกับบริษัท ก็ย่อมต้องการผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ย ซึ่งต้นทุนของเงินทุนจะมากหรือน้อยนั้น ก็ย่อมขึ้นอยู่กับความเสี่ยง ไม่ว่าจะเป็นความเสี่ยงจากการรับรู้ข้อมูลที่ไม่เท่ากัน ระหว่างฝ่ายผู้บริหารกับฝ่ายนักลงทุนหรือฝ่ายเจ้าหนี้ หรือความเสี่ยงจากการบริหารงานของผู้บริหาร เป็นต้น ดังนั้นหากนักลงทุนพบว่ามีความเสี่ยงจากการลงทุนมาก นักลงทุนก็ย่อมต้องการอัตราผลตอบแทนที่

สูงขึ้น เพื่อเป็นการชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนนั้น แต่ในทางกลับกันหากการลงทุนนั้นมีความเสี่ยงต่ำ อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการก็จะต่ำกว่าเดิม เนื่องจากนักลงทุนต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนที่น้อยลงนั่นเอง

อย่างไรก็ตาม La Porta et al. (2000) พบว่าต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) สามารถลดลงได้ด้วยการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากมองว่าการกำกับดูแลกิจการ ถือเป็นกระบวนการหนึ่งที่ทำให้ให้นักลงทุน ผู้ถือหุ้น หรือผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้องกับบริษัท สามารถปกป้องตัวเองจากการใช้ข้อมูลภายในของผู้บริหารได้ ซึ่งกระบวนการการกำกับดูแลกิจการนี้ จะสามารถลดต้นทุนของเงินทุนได้ 3 ทางด้วยกัน คือ

1. ในช่วงที่ตลาดซบเซา จะเป็นช่วงที่พบปัญหาการใช้ข้อมูลภายในมากกว่าปกติ แต่การมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะสามารถช่วยลดความเสี่ยงของการใช้ข้อมูลภายในได้ เมื่อความเสี่ยงลดลง ทำให้นักลงทุน ผู้ถือหุ้น และเจ้าหนี้ ต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในระดับที่ลดลง ซึ่งส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลงด้วยนั่นเอง

2. การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้ข้อมูลต่างๆ ของบริษัทมีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลทางการเงิน หรือข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลทางการเงิน เมื่อนักลงทุน ผู้ถือหุ้น หรือผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่ายมีความเชื่อถือในบริษัทมากขึ้น และมองว่าบริษัทมีความเสี่ยงต่ำลง ก็จะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง อีกทั้งการที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ยังทำให้สามารถลดค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบกิจการจากภายนอกได้อีกด้วย เนื่องจากนักลงทุนมีความเชื่อมั่นในบริษัทมากยิ่งขึ้น

3. การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดปัญหาการใช้ข้อมูลภายในได้ เนื่องจากมีงานวิจัยในอดีตของ Diamond and Verrecchia (1991) และของ Leuz and Verrecchia (2000) ที่พบว่า การประเมินการกำกับดูแลกิจการนั้น มีข้อกำหนด เงื่อนไข และมาตรการควบคุมการใช้ข้อมูลภายในหลายประการ อีกทั้งยังมีในเรื่องของความโปร่งใส และเป็นธรรม ที่ทำให้บริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลต่างๆ ออกสู่สาธารณชนอย่างถูกต้อง ครบถ้วน และทันเวลา ซึ่งสิ่งเหล่านี้จะช่วยลดปัญหาการใช้ข้อมูลภายในลง ส่งผลให้การลงทุนของผู้ถือหุ้น นักลงทุน และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้องกับกิจการมีความเสี่ยงลดลงตามไปด้วย จึงทำให้บุคคลเหล่านี้ต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในระดับที่ต่ำลง และส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนของบริษัทลดลงตามไปด้วย

2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ และต้นทุนของเงินทุน ทั้งต้นทุนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สิน มีดังต่อไปนี้

Zhu (2014) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุนใน 23 ประเทศ และพบหลักฐานเชิงประจักษ์ว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะมีต้นทุนทั้งต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) และต้นทุนของส่วนหนี้สิน (Cost of Debt) อยู่ในระดับที่ต่ำกว่าบริษัทอื่น นอกจากนี้ Zhu ยังพบความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของประเทศกับการกำกับดูแลกิจการ และต้นทุนของเงินทุน โดยพบว่า ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นจะมีความสัมพันธ์กับการกำกับดูแลกิจการที่เด่นชัดกว่าในประเทศที่มีระบบกฎหมายที่แข็งแกร่งกว่า และมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างกว้างขวาง แต่ในทางกลับกันความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของส่วนหนี้สินจะเด่นชัดกว่าในประเทศที่รัฐบาลไม่มีคุณภาพ หรือประเทศที่กฎหมายไม่เข้มแข็ง หรือมีความโปร่งใสของข้อมูลข่าวสารต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ramly (2012) ที่ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นในประเทศมาเลเซีย ซึ่งพบว่าการกำกับดูแลกิจการสามารถลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นลงได้ เนื่องจากบริษัทที่มีคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการที่สูงกว่า จะมีระบบการควบคุมภายในที่ดี ผู้ถือหุ้นสามารถเชื่อถือข้อมูลจากรายงานทางการเงินได้ อีกทั้งยังมีคณะกรรมการที่ทำการตรวจสอบหรือควบคุมดูแลที่เชื่อถือได้อีกด้วย จึงทำให้นักลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทนจากบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่ต่ำลง เนื่องจากมองว่าบริษัทมีความเสี่ยงต่ำ เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Mazzotta and Veltri (2014) ที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นในประเทศอิตาลี ซึ่งพบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ Ashbaugh-Skaife et al. (2004), Byun et al. (2008) และงานวิจัยของ Reverte (2009) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ และต้นทุนของผู้ถือหุ้น ซึ่งทั้งหมดพบว่าคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์แปรผกผันกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่าบริษัทที่มีคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะเป็นบริษัทที่มีต้นทุนของผู้ถือหุ้นที่ต่ำ แต่ในทางกลับกัน ถ้าหากบริษัทนั้นมีการกำกับดูแลกิจการอย่างไม่มีคุณภาพ ก็จะเป็นบริษัทที่มีต้นทุนของผู้ถือหุ้นที่สูง อีกทั้ง Byun et al. (2008) ยังพบว่าองค์ประกอบที่สำคัญที่สุดของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ก็คือสิทธิของผู้ถือหุ้น

สำหรับการศึกษาวิจัยที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของหนี้สินนั้น ยังมีงานวิจัยของ Bhojraj and Sengupta (2003) ที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการ และตราสารหนี้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือสูงหรือก็คือตราสารหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำ โดยพบว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการสามารถช่วยลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ (Default Risk) ด้วยการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) และลดต้นทุนจากการตรวจสอบการบริหารงาน อีกทั้งกลไกการกำกับดูแลกิจการยังสามารถช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information) ระหว่างบริษัทและเจ้าหนี้ได้อีกด้วย ทั้งนี้ Bhojraj and

Sengupta ยังพบว่า บริษัทที่มีการกระจายตัวของความเป็นเจ้าของสูง และมีคณะกรรมการจากภายนอกเป็นผู้ตรวจสอบควบคุมดูแล จะมีอันดับความน่าเชื่อถือที่สูงกว่า และสามารถออกตราสารหนี้รุ่นใหม่ด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Anderson et al. (2004) ที่พบว่าต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) จะแปรผกผันกับคณะกรรมการอิสระและขนาดของคณะกรรมการ อีกทั้งยังพบว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการตรวจสอบอิสระนั้น จะมีต้นทุนจากกิจกรรมจัดหาเงินทุนด้วยหนี้สินที่ต่ำลงอย่างมีนัยสำคัญ และยังพบว่าขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบอิสระ รวมถึงความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลงอีกด้วย ซึ่งจากทั้งหมดสามารถสรุปได้ว่า คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบนั้น เป็นองค์ประกอบสำคัญที่ทำให้รายงานทางการเงินมีความน่าเชื่อถือมากขึ้น ความเสี่ยงลดลง จึงทำให้เจ้าหนี้ต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในระดับที่ต่ำลง

แต่อย่างไรก็ตามจากการศึกษาของ Juniarti (2012) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนของหนี้สิน และพบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของต้นทุนของหนี้สิน เนื่องจากมองว่าแค่เพียงคะแนนการกำกับกิจการนั้น อาจไม่เพียงพอที่จะให้เจ้าหนี้ใช้ประเมินความเสี่ยงของบริษัท ดังนั้นเจ้าหนี้จึงไม่สามารถพิจารณาและกำหนดอัตราดอกเบี้ย ซึ่งเป็นต้นทุนของหนี้สินให้กับบริษัทใดบริษัทหนึ่ง จากการพิจารณาเพียงแค่คะแนนการกำกับดูแลกิจการเพียงปัจจัยเดียว

2.5 สมมติฐานของงานวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรม แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในข้างต้น จึงเป็นที่มาของ สมมติฐานของงานวิจัยดังต่อไปนี้

H1: คะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สิน

จากการศึกษาของ Mazzotta and Veltri (2014) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) โดยใช้คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG score) เป็นตัวแปรอิสระ เนื่องจากมองว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการสามารถใช้เป็นตัวชี้วัดของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการได้ จากการศึกษาพบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ramly (2012) ที่ใช้คะแนนการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวชี้วัดคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการ และพบว่าบริษัทที่มีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในระดับสูง จะสามารถลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นลงได้ นอกจากนี้ Blom and Schauten (2008) และ Byun (2007) ยังพบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมี

ความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) กล่าวคือ ยิ่งบริษัทมีคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับสูง แสดงว่าบริษัทมีคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้สามารถบรรเทาปัญหาจากตัวแทนได้ ไม่ว่าจะเป็นปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลหรือปัญหาความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ระหว่างฝ่ายบริหารกับฝ่ายผู้ถือหุ้นหรือฝ่ายเจ้าหนี้ลงได้ ดังนั้นผู้วิจัยจึงคาดว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG score) จะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของเงินทุน

H2: ขนาดของคณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สิน

จากการศึกษาวิจัยในอดีตแสดงให้เห็นว่า ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับการตรวจสอบควบคุมดูแลการบริหารงานของผู้บริหาร ไม่ว่าจะเป็น Klein (2002) ที่พบว่าจำนวนของกรรมการในคณะกรรมการนั้น มีผลกระทบต่อตรวจสอบของคณะกรรมการ เนื่องจากการมีคณะกรรมการในจำนวนมากนั้น จะสามารถกระจายการตรวจสอบดูแลได้ดียิ่งขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Adams and Mehran (2002) ที่แสดงให้เห็นว่าขนาดของคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ จะเพิ่มประสิทธิภาพในการตรวจสอบมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้การศึกษาของ Anderson et al. (2004) ยังพบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของเจ้าหนี้ (Cost of Debt) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงคาดว่าขนาดของคณะกรรมการจะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของเงินทุนด้วยเช่นกัน เนื่องจากการมีขนาดของคณะกรรมการที่ใหญ่ขึ้น อาจเพิ่มระดับของการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารได้ ซึ่งจะเป็นการลดความขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์ของฝ่ายผู้บริหารกับฝ่ายผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ลงได้

H3: สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สิน

จากการศึกษาของ Anderson et al. (2004) พบว่า คณะกรรมการอิสระสามารถลดความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Beasley (1996), Dechow et al. (1996) และ Dunn (2004) (อ้างถึงใน Mazzotta and Veltri, 2014) ที่พบว่า การที่บริษัทมีคณะกรรมการอิสระจากภายนอกในระดับสูง จะสามารถลดโอกาสการตกแต่งกำไรในงบการเงินลงได้ นอกจากนี้ Anderson et al. (2004) ยังพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของจำนวนคณะกรรมการอิสระ อีกทั้ง Elloumi and Gueyie (2001) ยังพบว่า บริษัทที่มีสัดส่วนคณะกรรมการอิสระในระดับสูง จะมีโอกาสที่จะประสบกับวิกฤตทางการเงินในระดับต่ำ ซึ่งจากงานวิจัยในอดีตตามที่ได้กล่าวไปข้างต้น ทำให้ผู้วิจัยคาดว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence) จะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนทางการเงิน เนื่องจากคณะกรรมการอิสระสามารถลดความเสี่ยงจากปัญหาตัวแทน

(Agency Problem) และความเสี่ยงในด้านอื่นๆ ลงได้ ซึ่งความเสี่ยงจะส่งผลโดยตรงกับต้นทุนของเงินทุนนั่นเอง

H4: การควมรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุด มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สิน

จากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ในส่วนของแนวปฏิบัติที่ดีเรื่องโครงสร้างคณะกรรมการ ที่ได้ให้รายละเอียดว่าบริษัทควรแบ่งแยกตำแหน่งหน้าที่ความรับผิดชอบระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด เพื่อไม่ให้คนใดคนหนึ่งมีอำนาจไม่จำกัด หรือก็คือเพื่อให้เกิดการคานอำนาจระหว่างกันได้ในบริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555) โดย Hermalin and Weisbach (1991) และ Chiang (2005) พบว่าบริษัทที่มีการแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดนั้น จะมีผลการดำเนินงานเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากการทำงานของคณะกรรมการจะไม่ถูกรวบงำโดยฝ่ายบริหาร อีกทั้งการแบ่งแยกหน้าที่ ความรับผิดชอบระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด ยังสามารถป้ญหาความขัดแย้งของตัวแทนลงได้ ซึ่งก็จะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นและมีประสิทธิภาพมากขึ้น ดังนั้นผู้วิจัยจึงคาดว่า การแบ่งแยกตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด จะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของเงินทุน เนื่องจากการที่บริษัทมีการแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดให้เป็นคนละคนกัน จะสามารถลดปัญหาตัวแทนลงได้ ซึ่งก็จะส่งผลต่อต้นทุนของเงินทุนในลำดับต่อมา

H5: การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สิน

จากการศึกษาของ Holderness and Sheehan (1998) พบว่าโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated) มักจะก่อให้เกิดปัญหาความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผู้ถือหุ้นรายย่อย (Conflict of Interest) ซึ่งถือเป็นหนึ่งในปัญหาตัวแทน (Agency Problem) นอกจากนี้ Fan et al. (2005) ยังพบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว มักจะเกิดปัญหาตัวแทนและปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ซึ่งส่งผลให้บริษัทมีต้นทุนของเงินทุนในระดับที่สูงขึ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือเจ้าหน้าที่ของบริษัทต้องการอัตราผลตอบแทนในระดับที่สูงขึ้น เพื่อมาชดเชยกับความเสี่ยงจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผู้ถือหุ้นรายย่อย แต่อย่างไรก็ตาม Lombardo and Pagano (2002) พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี สามารถลดต้นทุนเงินทุนของบริษัทลงได้ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถลดโอกาสในการฉวยโอกาสหรือการกระทำอันมิชอบธรรมของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้ อีกทั้งยังสามารถลดค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารได้อีกด้วย จึงทำให้นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นรายย่อยต้องการอัตราผลตอบแทนที่มีส่วนชดเชยความเสี่ยงในระดับที่ต่ำลง ส่งผลให้บริษัทมีต้นทุนของเงินทุนต่ำลงตามไปด้วย

H6: สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหาร มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สิน

สำหรับตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการและผู้บริหารนั้น Pham et al. (2012) พบว่าบริษัทที่คณะกรรมการและผู้บริหารถือครองหุ้นในสัดส่วนที่สูงนั้น จะสามารถลดความเสี่ยงจากการบริหารจัดการของผู้บริหารลงได้ และเป็นการลดปัญหาตัวแทนระหว่างนักลงทุนและฝ่ายผู้บริหาร จากการที่ผู้บริหารและคณะกรรมการรู้สึกถึงความเป็นเจ้าของบริษัท และเกิดแรงจูงใจที่จะทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดียิ่งขึ้น ซึ่งการลดลงของปัญหาตัวแทนนั้น จึงส่งผลให้บริษัทมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำลง อีกทั้ง Ashbaugh-Shaife et al. (2006) ยังพบว่า จำนวนคณะกรรมการที่เป็นผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระดับความน่าเชื่อถือของบริษัท (Credit Rating) เนื่องจากคณะกรรมการจะมีแรงจูงใจในการกำกับควบคุมดูแลการบริหารงานของฝ่ายบริหารมากขึ้น จึงทำให้บริษัทมีความเสี่ยงต่ำลง และส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนลดลง

H7: ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สิน

จากการศึกษาวิจัยของ Ashbaugh et al. (2004), Cheng et al. (2006), Hail and Leuz (2006), Liu and Wysocki (2006), Chen et al. (2009), Gray et al. (2009) และ Ramly (2012) พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์แปรผกผันกับความเสี่ยงของผู้ถือหุ้น และความเสี่ยงด้านการผิดนัดชำระหนี้ของบริษัท (Default Risk) กล่าวคือ บริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่าจะเป็นบริษัทที่มีความมั่นคงมากกว่า ดังนั้นนักลงทุน ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าหนี้ของบริษัท จึงต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในระดับที่ต่ำกว่า ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลงด้วย

H8: สัดส่วนการก่อหนี้ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สิน

Modigliani and Miller (1958) (อ้างถึงใน Ramly, 2012) พบว่า ต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) จะเพิ่มขึ้นตามอัตราส่วนการก่อหนี้ของบริษัท ซึ่งสามารถอธิบายได้จากการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้น จะทำให้ต้นทุนของตัวแทน (Agency Cost) เพิ่มขึ้น จากการที่นักลงทุนต้องการการตรวจสอบและการเปิดเผยข้อมูลที่มากขึ้น ซึ่งก็จะส่งผลให้ต้นทุนของส่วนผู้ถือหุ้นสูงขึ้นตามไปด้วย อีกทั้งการที่บริษัทมีการก่อหนี้ในระดับสูง อาจทำให้เกิดความเสี่ยงด้านการผิดนัดชำระหนี้ ทำให้เจ้าหนี้ต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Fama and French, 1992; Cheng et al., 2006; Liu and Wysocki, 2006; Byun et al., 2008; Gray et al., 2009)

H9: อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนของหนี้สิน

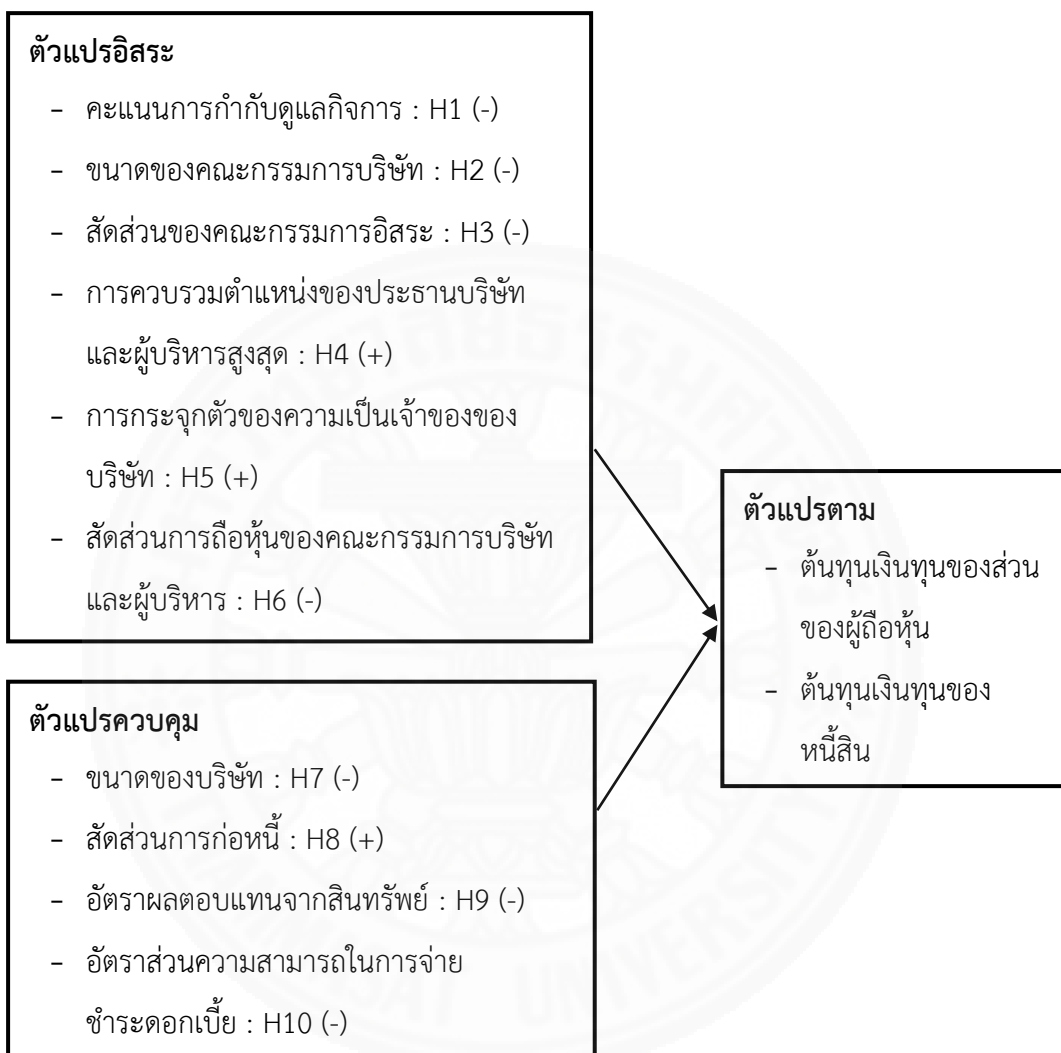
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset) เปรียบเสมือนตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งถ้าหากบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูง ก็จะเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงที่จะล้มละลาย หรือความเสี่ยงที่จะผิดนัดชำระหนี้ต่ำกว่า ดังนั้นผู้วิจัยจึงคาดว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์จะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของเงินทุน ทั้งต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สิน เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Francis et al. (2005) และ Byun et al. (2008) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความสามารถในการทำกำไรของบริษัทและต้นทุนของผู้ถือหุ้น

H10: อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สิน

อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) ถือเป็นอัตราส่วนหนึ่งที่เจ้าหนี้ให้ความสำคัญเป็นอย่างยิ่งในการให้บริษัทต่างๆ กู้ยืมเงิน เนื่องจากอัตราส่วนนี้เป็นสิ่งที่เจ้าหนี้ใช้พิจารณาความเสี่ยงที่บริษัทจะผิดนัดชำระหนี้ กล่าวคือ ถ้าหากบริษัทมีอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระหนี้สูง จะเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ และเมื่อบริษัทมีความเสี่ยงต่ำ จะทำให้เจ้าหนี้ต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในระดับที่น้อยลงตามไปด้วย ซึ่งก็จะส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนของส่วนหนี้สินโดยตรง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Piot and Piera (2007), Overhue and Cotter (2009) และ Lorca et al. (2010) ที่พบว่า ความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

2.6 กรอบแนวคิดของงานวิจัย

จากสมมติฐานในข้างต้น จึงเป็นที่มาของกรอบแนวคิดของการศึกษาวิจัยในครั้งนี้



บทที่ 3

ระเบียบวิธีวิจัย

ในบทนี้จะกล่าวถึงระเบียบวิธีวิจัยที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งจะแบ่งออกเป็น 5 ส่วน คือ (1) ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง (2) การเก็บรวบรวมข้อมูล (3) แบบจำลองของการศึกษาวิจัย (4) รายละเอียดของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา และ (5) สถิติที่ใช้ในการวิจัย โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยฉบับนี้ มีประชากรคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีจำนวนทั้งสิ้น 722 บริษัท (ณ วันที่ 6 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2560) โดยจะศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554-2558 รวมทั้งสิ้น 5 ปี

แต่อย่างไรก็ตาม เนื่องจากบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กลุ่มธุรกิจประกันภัย รวมถึงกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ เป็นบริษัทที่มีกฎเกณฑ์ และระเบียบข้อบังคับอื่นๆ ที่ใช้ในการกำกับดูแลกิจการที่นอกเหนือจากกฎเกณฑ์โดยทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อีกทั้งการจัดทำงบการเงินของบริษัทเหล่านี้ก็มีลักษณะเฉพาะ ทำให้ไม่สามารถนำข้อมูลของบริษัทเหล่านี้ไปเปรียบเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มตัวอย่าง ดังนั้นผู้วิจัยจึงตัดบริษัทเหล่านี้ออกจากกลุ่มตัวอย่างที่จะใช้ในการศึกษาวิจัย ซึ่งคิดเป็นจำนวน 138 บริษัท นอกจากนี้ผู้วิจัยยังพบว่าบริษัทที่เพิ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2559 อีกจำนวน 29 บริษัท ทำให้ไม่มีข้อมูลในช่วงปีที่ผู้วิจัยจะศึกษา ดังนั้นผู้วิจัยจึงตัดบริษัทเหล่านี้ออกจากกลุ่มตัวอย่างที่จะใช้ในการศึกษาวิจัยด้วยเช่นกัน จึงคงเหลือกลุ่มตัวอย่างที่จะใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 555 บริษัท

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ที่ประกอบไปด้วย

1. ข้อมูลคะแนนการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการ (CG Scoring) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ซึ่งสามารถเก็บรวบรวมข้อมูลได้จาก Thai Institute of Directors Association (Thai IOD) หรือ www.thai-iod.com

2. ข้อมูลการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถเก็บข้อมูลได้จากรายงานประจำปี (Annual Report) แบบแสดงข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รวมถึงรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนที่เปิดเผยในเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ หรือ www.set.or.th และเว็บไซต์ของบริษัทจดทะเบียนเอง

3. ข้อมูลทางการเงินจากรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสามารถเก็บรวบรวมข้อมูลได้จาก www.set.or.th และจาก www.setsmart.com

3.3 แบบจำลองของการศึกษาวิจัย

ในการศึกษาครั้งนี้ เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน ทั้งต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สิน โดยจะใช้ต้นทุนของเงินทุน ซึ่งก็คือ ต้นทุนเงินทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) และต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) เป็นตัวแปรตาม (Dependent Variable) และใช้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ซึ่งประกอบไปด้วยคะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนจากรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CG score), ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size), สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence), การควมรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุด (CEO Duality) การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท (Ownership Concentration) และ สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหาร (Managerial Ownership) นอกจากนี้ ในการศึกษาครั้งนี้ยังมีตัวแปรควบคุม (Control Variable) อีก 4 ตัวแปร ซึ่งได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm Size), สัดส่วนการก่อหนี้ (Leverage), อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset), และ อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio)

จากตัวแปรตามที่ได้กล่าวไปข้างต้น สามารถสร้างเป็นแบบจำลองที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล เพื่อทดสอบสมมติฐานและหาความสัมพันธ์ได้ 2 แบบจำลอง ดังนี้

$$COE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGS_{it} + \beta_2 BS_{it} + \beta_3 BI_{it} + \beta_4 CEO_{it} + \beta_5 OC_{it} + \beta_6 MO_{it} + \beta_7 FS_{it} + \beta_8 Lev_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} IC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

$$COD_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGS_{it} + \beta_2 BS_{it} + \beta_3 BI_{it} + \beta_4 CEO_{it} + \beta_5 OC_{it} + \beta_6 MO_{it} + \beta_7 FS_{it} + \beta_8 Lev_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} IC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.2)$$

โดยที่	COE	คือ	ต้นทุนเงินทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น
	COD	คือ	ต้นทุนเงินทุนของส่วนของหนี้สิน
	CGS	คือ	คะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนจากรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR)
	BS	คือ	ขนาดของคณะกรรมการบริษัท
	BI	คือ	สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ
	CEOD	คือ	การควมรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุด
	OC	คือ	การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท
	MO	คือ	สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหาร
	FS	คือ	ขนาดของบริษัท
	Lev	คือ	สัดส่วนการก่อหนี้
	ROA	คือ	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์
	IC	คือ	อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย

3.4 รายละเอียดของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรต่างๆ ทั้งตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม มีรายละเอียดและวิธีคำนวณ ดังต่อไปนี้

3.4.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

3.4.1.1 คะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนจากรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CG Score)

ใน รายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies จะมีการเปิดเผยระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับ “ดี” จนถึงระดับ “ดีเลิศ” แต่อย่างไรก็ตามคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่อยู่ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies เป็นตัวแปรเชิงคุณภาพ ดังนั้นเพื่อให้ตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) สามารถพยากรณ์ตัวแปรตามอย่างต้นทุนของเงินทุนได้ ผู้วิจัยจะทำการแปลงคะแนนการกำกับดูแลกิจการให้เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดยตัวแปรหุ่นจะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทได้รับการจัดอันดับอยู่ในเกณฑ์ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” และตัวแปรหุ่นจะมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทได้รับการ

จัดอันดับต่ำกว่าเกณฑ์ “ดี” ลงไป (บริษัทที่ไม่มีรายชื่ออยู่ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies) ดังนี้

CG Score = 1 เมื่อบริษัทได้รับการจัดอันดับอยู่ในเกณฑ์ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ”

CG Score = 0 เมื่อบริษัทได้รับการจัดอันดับต่ำกว่าเกณฑ์ “ดี” ลงไป

3.4.1.2 ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size)

สำหรับตัวแปรขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) จะคำนวณจากลอการิทึมของจำนวนคณะกรรมการทั้งหมดของบริษัทในแต่ละปี ดังนี้

Board Size = \log (จำนวนคณะกรรมการทั้งหมดของบริษัทในแต่ละปี)

3.4.1.3 สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence)

ตัวแปรสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ จะคำนวณจากสัดส่วนของกรรมการอิสระต่อคณะกรรมการทั้งหมดของบริษัทในแต่ละปี

Board Independence = $\frac{\text{จำนวนคณะกรรมการอิสระ (คน)}}{\text{จำนวนคณะกรรมการทั้งหมด (คน)}}$

3.4.1.4 การควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (CEO Duality)

สำหรับตัวแปรการควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารระดับสูง (CEO Duality) ก็เป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ ดังนั้นเพื่อให้ตัวแปรการควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารระดับสูง (CEO Duality) สามารถพยากรณ์ตัวแปรตามอย่างต้นทุนของเงินทุนได้ ผู้วิจัยจะทำการแปลงข้อมูลเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดยกำหนดให้ตัวแปรหุ่นมีค่าเท่ากับ 1 ถ้าหากบริษัทนั้นมีประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนเดียวกัน และตัวแปรหุ่นจะมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทนั้นมีประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนละคนกัน

CEO Duality = 1 เมื่อบริษัทมีประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนเดียวกัน

CEO Duality = 0 เมื่อบริษัทมีประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนละคน

3.4.1.5 การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท (Ownership Concentration)

ตัวแปรการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของบริษัท (Ownership Concentration) จะคำนวณจากอัตราส่วนหุ้นที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่สุด 5 อันดับถืออยู่ส่วนด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมด

$$\text{Ownership Concentration} = \frac{\text{จำนวนหุ้นที่ถือครองโดยผู้ถือหุ้นลำดับที่ 1-5 ของบริษัท}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$$

3.4.1.6 สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการและผู้บริหาร (Managerial Ownership)

ตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการและผู้บริหาร สามารถคำนวณจากจำนวนหุ้นที่ถือครองโดยคณะกรรมการและผู้บริหาร ส่วนด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมด

$$\text{Managerial Ownership} = \frac{\text{จำนวนหุ้นที่ถือครองโดยคณะกรรมการและผู้บริหาร}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$$

3.4.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

3.4.2.1 ต้นทุนเงินทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity)

ต้นทุนเงินทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) เป็นอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นต้องการจากบริษัทนั้นๆ และยังเป็นอัตราคิดลด (Discount Rate) ที่นักลงทุนนำไปใช้คิดลดกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตของบริษัท เพื่อประเมินมูลค่าหรือราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ (Mazzotta and Veltri, 2014) ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการจะมากหรือน้อยนั้น จะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของบริษัท เนื่องจากถ้าหากนักลงทุนมองว่าบริษัทมีความเสี่ยงสูง ก็ย่อมต้องการผลตอบแทนที่มีส่วนชดเชยความเสี่ยงเพิ่มขึ้น จึงทำให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นสูงขึ้นตามไปด้วย แต่อย่างไรก็ตาม Ramly (2012), Mazzotta and Veltri (2014) และ Zhu (2014) พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี สามารถลดความเสี่ยงในด้านความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นและฝ่ายผู้บริหารได้ ซึ่งจะส่งผลให้บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีต้นทุนของส่วนผู้ถือหุ้นในระดับที่ต่ำกว่า

ในการคำนวณต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) หรือผลตอบแทนของนักลงทุนนั้น จะใช้วิธี Industry-adjusted Earnings-Price Ratio ตามการศึกษาของ Liu and Wysocki (2006), Gray et al. (2009), Li et al. (2009) และ Wong (2009) (อ้างถึง

ใน Ramly, 2012) ซึ่งจะคำนวณจากผลต่างระหว่างอัตราส่วนกำไรต่อราคา (Earnings-Price Ratio) ของแต่ละบริษัท และค่ามัธยฐาน (Median) ของอัตราส่วนกำไรต่อราคาในแต่ละอุตสาหกรรม ดังนี้

$$COE_{it} = \frac{EPS_{it}}{Price_{it}} - EPind_t$$

โดยที่ EPS_{it} คือ กำไรต่อหุ้นของบริษัท i ในปี t
 $Price_{it}$ คือ ราคาหุ้นของบริษัท i ในปี t
 $EPind_t$ คือ ค่ามัธยฐานของอัตราส่วนกำไรต่อราคาหุ้นของแต่ละอุตสาหกรรมในปี t

3.4.2.2 ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (Cost of Debt)

ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) เป็นต้นทุนที่บริษัทต้องจ่ายเป็นผลตอบแทนให้กับเจ้าหนี้จากการที่บริษัทไปกู้ยืมเงินมา หรือที่เรียกว่าดอกเบี้ย ซึ่งสามารถคำนวณจากดอกเบี้ยจ่ายของบริษัทในแต่ละปี ส่วนด้วยค่าเฉลี่ยของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยระหว่างปี (Zhu, 2014) ดังนี้

$$COD_{it} = \frac{Interest_{it}}{\frac{(IBD_{i,t-1} + IBD_{it})}{2}}$$

โดยที่ $Interest_{it}$ คือ ดอกเบี้ยจ่ายของบริษัท i ในปี t
 IBD_{it} คือ หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (Interest Bearing Debt) ของบริษัท i ในปี t

3.4.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ มีตัวแปรควบคุม 4 ตัวแปร ที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน ทั้งต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สิน ดังนี้

3.4.3.1 ขนาดของบริษัท (Firm Size)

ตัวแปรขนาดของบริษัท (Firm Size) จะคำนวณจากลอการิทึม (Logarithm) ของสินทรัพย์รวมของบริษัท

$$Firm\ Size = \log(\text{total asset})$$

3.4.3.2 สัดส่วนการก่อหนี้ (Leverage)

สัดส่วนการก่อหนี้ (Leverage) จะคำนวณจากหนี้สินรวม (Total Debt) ส่วนด้วยสินทรัพย์รวม (Total Asset) ของบริษัท

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

3.4.3.3 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset)

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ จะคำนวณจากกำไรสุทธิ (Net Income) ของบริษัทส่วนด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท (Total Asset)

$$\text{Return on Asset} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}}$$

3.4.3.4 อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio)

สำหรับตัวแปรความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยของบริษัท จะคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงาน (Earnings before Interest and Tax) ของบริษัทส่วนด้วยดอกเบี้ยจ่าย (Interest Paid)

$$\text{Interest Coverage Ratio} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest Paid}}$$

3.5 สถิติที่ใช้ในการวิจัย

หลังจากที่ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลที่ต้องการเรียบร้อยแล้ว จะนำข้อมูลเหล่านั้นมาประมวลผลและวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ เพื่อทดสอบสมมติฐาน และหาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน ทั้งต้นทุนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สินตามแบบจำลองในข้างต้น โดยสถิติที่จะใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ ประกอบไปด้วย

3.5.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ในการศึกษาวิจัยฉบับนี้ จะใช้สถิติพรรณนาในการสรุปข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งประกอบไปด้วย ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum) เป็นต้น

3.5.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics)

สำหรับสถิติเชิงอนุมาน จะใช้เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ตามสมมติฐาน โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานและหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้น อย่างตัวแปรปัจจัยต่างๆ ที่ใช้ประเมินการกับกำดูแลกิจการที่ดี รวมถึงตัวแปรควบคุม และตัวแปรตามอย่างต้นทุนของเงินทุน ทั้งต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สิน



บทที่ 4

ผลการวิจัยและการอภิปรายผล

ในบทนี้จะกล่าวถึงผลการวิจัยที่ได้จากการทดสอบสถิติตามแบบจำลองที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 3 ซึ่งเป็นแบบจำลองที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน ทั้งต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 555 บริษัท โดยจะศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554-2558 รวมทั้งสิ้น 5 ปี โดยมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 2,179 ตัวอย่าง และผู้วิจัยได้นำกลุ่มตัวอย่างมาทำการวิเคราะห์ผลผ่านโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ (STATA) โดยผลการศึกษาวินิจฉัยจะแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และการทดสอบสถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics) ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

การศึกษาวินิจฉัยนี้ ผู้วิจัยได้นำตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สินมาศึกษา ซึ่งประกอบด้วยตัวแปรอิสระจำนวน 6 ตัวแปร ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence) การควบรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (CEO Duality) การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท (Ownership Concentration) และสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการและผู้บริหาร (Managerial Ownership) นอกจากตัวแปรอิสระทั้ง 6 ตัวแปรแล้ว ผู้วิจัยยังคาดว่าจะมีตัวแปรอื่นๆ ที่อาจจะมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สิน จึงนำตัวแปรเหล่านี้มาเป็นตัวแปรควบคุมอีกจำนวน 4 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm Size) สัดส่วนการก่อหนี้ (Leverage) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset) และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) ซึ่งตัวแปรเหล่านี้ มีทั้งตัวแปรที่เป็นข้อมูลเชิงปริมาณ และตัวแปรที่เป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

4.1.1 การอธิบายตัวแปรข้อมูลเชิงปริมาณ

ในส่วนนี้จะเป็นการอธิบายสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรข้อมูลเชิงปริมาณ ทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมจำนวนทั้งสิ้น 8 ตัวแปร ซึ่งได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นของ

คณะกรรมการบริษัทและผู้บริหาร ขนาดของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย โดยผลจากการศึกษาข้อมูลกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้ง 2,179 ตัวอย่าง ผู้วิจัยสามารถสรุปข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างที่ประกอบไปด้วย ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ได้ดังตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 แสดงค่าสถิติเบื้องต้นของแต่ละตัวแปร

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ตัวแปรอิสระ				
ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (คน)	10.06	5.00	21.00	2.48
สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (%)	40.53	9.09	90.00	0.09
การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของบริษัท (%)	69.48	0.96	100.00	16.32
สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหาร (%)	21.29	0.00	87.64	21.93
ตัวแปรควบคุม				
ขนาดของบริษัท	9.62	7.35	12.35	0.68
สัดส่วนการถือหุ้น (เท่า)	0.46	0.00	7.04	0.29
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (%)	4.63	-143.39	270.30	0.15
อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย (เท่า)	24561.25	-12316831.68	18636363.64	715793.27

จากตารางที่ 4.1 เมื่อพิจารณาค่าสถิติเบื้องต้นของแต่ละตัวแปรพบว่า ค่าเฉลี่ยของจำนวนคณะกรรมการบริษัทอยู่ที่ 10.06 คน หรือประมาณ 10 คน ส่วนบริษัทที่มีจำนวนคณะกรรมการต่ำสุดคือ 5 คน และบริษัทที่มีคณะกรรมการสูงสุด คือ 21 คน ซึ่งสอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2555 ที่กล่าวว่าคณะกรรมการควรมีขนาดที่

เหมาะสม คือต้องมีจำนวนไม่น้อยกว่า 5 คน และไม่ควรมากเกิน 12 คน เพื่อที่คณะกรรมการจะได้ปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ แต่อย่างไรก็ตามจากตารางที่ 4.1 จะเห็นได้ว่าตัวแปรขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีการกระจายตัวค่อนข้างสูง เนื่องจากมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 2.48

สำหรับตัวแปรสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 40.53 มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 9.09 และค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 90 จะเห็นได้ว่าตัวแปรสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการกระจายตัวค่อนข้างต่ำ เนื่องจากมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.09 เท่านั้น แสดงให้เห็นว่า กลุ่มตัวอย่างโดยส่วนใหญ่มีกรรมการอิสระมากกว่าร้อยละ 33.33 ของคณะกรรมการทั้งหมด ซึ่งเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่กำหนดให้คณะกรรมการควรประกอบไปด้วยกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 หรือร้อยละ 33.33 ของคณะกรรมการทั้งหมด แต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน

สำหรับตัวแปรการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท ซึ่งพิจารณาจากสัดส่วนการถือครองหุ้นที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่สุด 5 อันดับถือครองต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท พบว่ามีค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 0.96 ค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 100 และมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 69.48 แสดงให้เห็นว่าในประเทศไทยการกระจุกตัวของการถือหุ้นจะอยู่ในกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกเป็นส่วนมาก ซึ่งอาจเกิดจากโครงสร้างการถือหุ้น ไม่ว่าจะเป็นการถือหุ้นของสมาชิกในกลุ่มครอบครัวหรือการถือหุ้นของบริษัทใหญ่กับบริษัทย่อย นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัทมีการกระจายตัวสูงมาก เนื่องจากมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 16.32

ตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหาร มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 21.39 ค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 0.00 และค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 87.64 จากค่าเฉลี่ยจะเห็นได้ว่าการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะอยู่ที่ประมาณ 1 ใน 5 ของหุ้นทั้งหมด แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนความเป็นเจ้าของของคณะกรรมการและผู้บริหารในภาพรวมอยู่ในระดับที่ไม่สูงมาก แต่อย่างไรก็ตามตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารมีการกระจายตัวที่สูงมาก เนื่องจากมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 21.93

สำหรับตัวแปรขนาดของบริษัท ซึ่งคำนวณจากลอการิทึมของสินทรัพย์รวม พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 9.62 มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 7.35 และค่าสูงสุดอยู่ที่ 12.35 ซึ่งตัวแปรนี้มีการกระจายตัวค่อนข้างต่ำ เนื่องจากมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเพียงแค่ 0.68

ตัวแปรสัดส่วนการก่อหนี้ พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.46 เท่า มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.00 เท่า และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 7.04 เท่า นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรสัดส่วนการก่อหนี้มีการกระจายตัวค่อนข้างต่ำ เนื่องจากมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเพียงแค่ 0.29 แสดงให้เห็นว่าในภาพรวมบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีสัดส่วนการก่อหนี้ในระดับค่อนข้างต่ำ

ตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 4.63 มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ -143.39 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 270.30 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.15 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีการกระจายตัวที่ค่อนข้างต่ำ

ตัวแปรความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย คำนวณมาจากกำไรจากการดำเนินงานต่อดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งเป็นตัวแปรที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยได้มากน้อยเพียงใด ถ้าหากบริษัทมีความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยสูง ก็จะมีความเสี่ยงที่จะผิดนัดชำระหนี้ต่ำ แต่ในทางกลับกัน หากบริษัทมีความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยต่ำ ก็จะเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้สูง จากตารางที่ 4.1 พบว่า ตัวแปรความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 24561.25 เท่า มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -12316831.68 เท่า และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 18636363.64 เท่า แต่อย่างไรก็ตามตัวแปรความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยนี้ มีการกระจายตัวที่สูงมาก เนื่องจากมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 715793.27

4.1.2 การอธิบายตัวแปรข้อมูลเชิงคุณภาพ

ในส่วนนี้จะเป็นการอธิบายสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรข้อมูลเชิงคุณภาพของตัวแปรอิสระ 2 ตัวแปร ซึ่งได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ และการควบคุมตำแหน่งของกรรมการและผู้บริหารสูงสุด โดยผลจากการศึกษาข้อมูลกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้ง 2,179 ตัวอย่าง ผู้วิจัยสามารถสรุปข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างในรูปแบบของความถี่และร้อยละ ได้ดังตารางที่ 4.2 และตารางที่ 4.3

ตารางที่ 4.2 แสดงค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	จำนวนตัวอย่าง	ร้อยละ
5 คะแนน	199	9.13
4 คะแนน	548	25.15
3 คะแนน	694	31.85
ต่ำกว่าระดับ 3 คะแนนลงไป	738	33.87
รวม	2,179	100

สำหรับตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการ จากตารางที่ 4.2 พบว่ามีบริษัทที่ได้คะแนนการกำกับดูแลกิจการ 5 คะแนน หรือหมายถึงได้ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” อยู่จำนวน 199 ตัวอย่าง หรือคิดเป็นร้อยละ 9.13 ของกลุ่มตัวอย่าง ส่วนบริษัทที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ 4 คะแนน หรือมีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับ “ดีมาก” มีอยู่จำนวนทั้งสิ้น 548 ตัวอย่าง หรือคิดเป็นร้อยละ 25.15 ของกลุ่มตัวอย่าง และบริษัทที่

ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับ “ดี” หรือเทียบได้กับมีคะแนนการกำกับดูแลกิจการ 3 คะแนน มีจำนวนทั้งสิ้น 694 ตัวอย่าง หรือคิดเป็นร้อยละ 31.85 ของกลุ่มตัวอย่าง ส่วนกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับคะแนนการกำกับกิจการต่ำกว่า 3 คะแนนลงไป มีจำนวนมากถึง 738 ตัวอย่าง หรือคิดเป็นร้อยละ 33.87 ของกลุ่มตัวอย่าง

แต่อย่างไรก็ตามในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยใช้ข้อมูลตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรหุ่นในการศึกษาหาความสัมพันธ์ และกำหนดให้ตัวแปรหุ่นมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทหรือกลุ่มตัวอย่างได้รับการจัดอันดับอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” “ดีมาก” และ “ดี” และกำหนดให้ตัวแปรหุ่นมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทหรือกลุ่มตัวอย่างได้รับการจัดอันดับต่ำกว่าระดับ “ดี” ลงไป ดังนั้นผู้วิจัยจึงแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่มเพื่อใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ กลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการจัดอันดับอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” “ดีมาก” และ “ดี” ซึ่งมีการเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการอยู่ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies และอีกรุ่นคือ กลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการจัดอันดับต่ำกว่าระดับ “ดี” ลงไป ซึ่งไม่มีการเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการอยู่ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies ดังตารางที่ 4.3

ตารางที่ 4.3 แสดงค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่แบ่งตามตัวแปรหุ่น

ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ	จำนวนตัวอย่าง	ร้อยละ
ระดับ “ดีเลิศ” “ดีมาก” และ “ดี”	1,441	66.13
ต่ำกว่าระดับ “ดี” ลงไป	738	33.87
รวม	2,179	100

จากตารางที่ 4.3 พบว่ามีกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” “ดีมาก” และ “ดี” จำนวนทั้งสิ้น 1,441 ตัวอย่าง หรือคิดเป็นร้อยละ 66.13 ของกลุ่มตัวอย่าง และมีกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่ำกว่าระดับ “ดี” ลงไป ทั้งสิ้น 738 ตัวอย่าง หรือคิดเป็นร้อยละ 33.87 ของกลุ่มตัวอย่าง

ตารางที่ 4.4 แสดงค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปรการควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด

การควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด	จำนวนตัวอย่าง	ร้อยละ
ควมรวมตำแหน่ง	475	21.80
ไม่ได้ควมรวมตำแหน่ง	1,704	78.20
รวม	2,179	100

สำหรับตัวแปรการควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด จากตารางที่ 4.4 พบว่า มีบริษัทหรือกลุ่มตัวอย่างที่มีการควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดทั้งสิ้น 475 ตัวอย่าง หรือคิดเป็นร้อยละ 21.80 ของกลุ่มตัวอย่าง ส่วนบริษัทหรือกลุ่มตัวอย่างที่ไม่ได้มีการควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดมีจำนวนทั้งสิ้น 1,704 ตัวอย่าง หรือคิดเป็นร้อยละ 78.20 ของกลุ่มตัวอย่าง แสดงให้เห็นว่าบริษัทหรือกลุ่มตัวอย่างโดยส่วนใหญ่มีการแบ่งแยกอำนาจหน้าที่ระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจและหน้าที่ในระดับบนของบริษัทตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

4.2 การทดสอบสถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics)

การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน ทั้งต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของส่วนของหนี้สินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะใช้การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานและหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระอย่างตัวแปรปัจจัยต่างๆ ที่ใช้ประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี รวมถึงตัวแปรควบคุม และตัวแปรตามอย่างต้นทุนของเงินทุน ทั้งต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของส่วนของหนี้สิน โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

4.2.1 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

จากตารางที่ 4.5 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรตาม จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 2,179 ตัวอย่าง พบว่ามีเพียงตัวแปรควบคุม 2 ตัวแปร คือ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยเท่านั้น ที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับตัวแปรตามอย่างต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น โดย

มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) อยู่ที่ 0.6695 และ 0.4970 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยยิ่งสูง ไม่สามารถลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นลงได้ แต่กลับทำให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มสูงขึ้น

สำหรับตัวแปรตามอย่างต้นทุนของหนี้สิน พบว่ามีตัวแปรอิสระ 2 ตัว คือ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ และการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัทเท่านั้น ที่มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับต้นทุนของหนี้สิน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) อยู่ที่ -0.1089 และ -0.1112 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี สามารถช่วยลดต้นทุนของหนี้สินลงได้ อีกทั้งการที่บริษัทมีการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกยิ่งสูง จะสามารถช่วยลดต้นทุนของหนี้สินลงได้เช่นกัน



ตารางที่ 4.5 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient)

	COE	COD	CGS	BS	BI	CEOD	OC	MO	FS	Lev	ROA
COD	-0.1254										
CGS	0.1702	-0.1089									
BS	0.0398	-0.0572	0.1928								
BI	0.0260	0.0379	0.0194	-0.2385							
CEOD	-0.0291	-0.0289	-0.0896	-0.1192	-0.0185						
OC	0.0505	-0.1112	0.0596	0.0069	-0.1322	0.0837					
MO	0.0307	-0.0251	-0.0361	-0.1462	-0.0149	0.0676	0.0135				
FS	0.0470	-0.0405	-0.0706	-0.1257	-0.0366	0.0397	0.0339	0.1286			
Lev	-0.0727	0.0782	0.0509	0.0566	0.0708	-0.0234	-0.1511	-0.0487	-0.0469		
ROA	0.6695	-0.0810	0.1719	0.0517	-0.0349	-0.0754	0.1379	0.0631	0.0248	-0.2709	
IC	0.4970	0.0173	0.1347	0.0648	-0.0127	-0.0821	0.0873	0.0670	0.0191	-0.0247	0.4863

4.2.2 การวิเคราะห์ปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity Problem Analysis)

ปัญหา Multicollinearity เป็นปัญหาที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองสูง ซึ่งจะส่งผลต่อการวิเคราะห์สมการถดถอยและอาจทำให้การวิเคราะห์ผลคลาดเคลื่อนไปจากความเป็นจริง ดังนั้นผู้วิจัยจึงทำการทดสอบปัญหา Multicollinearity เพื่อให้แน่ใจว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวจะไม่มีความสัมพันธ์กันเองสูงเกินไป โดยพิจารณาจากค่า Variance Inflation Factor (VIF) ซึ่งเป็นค่าที่วัดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละตัวว่าอยู่ในระดับใด หากพบว่าค่า VIF มีค่ามาก แสดงว่าตัวแปรอิสระตัวนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระตัวอื่นในระดับที่สูงนั่นเอง ซึ่งถ้าหากค่า VIF มีค่ามากกว่า 10 เป็นไปได้ว่าอาจจะเผชิญกับปัญหา Multicollinearity ได้ นอกจากนี้ยังสามารถพิจารณาได้จากค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระได้ ซึ่งถ้าหากค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรอิสระตัวนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระตัวอื่นๆ

ตารางที่ 4.6 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

Variable	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
CG score	0.892	1.121
Board size	0.720	1.388
Board independence	0.889	1.125
CEO duality	0.967	1.034
Ownership concentration	0.881	1.136
Managerial ownership	0.882	1.134
Firm size	0.643	1.555
Leverage	0.819	1.221
ROA	0.877	1.140
Interest coverage ratio	0.970	1.031

จากตารางที่ 4.6 พบว่าค่า VIF ของตัวแปรอิสระทุกตัวต่ำกว่า 10 อีกทั้งค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระทุกตัวยังมีค่ามากกว่า 0 (ค่าเข้าใกล้ 1) ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าตัวแปรอิสระทุกตัวไม่มีความสัมพันธ์กันเอง หรือไม่พบปัญหา Multicollinearity จึงสามารถใช้ตัวแปรอิสระทุกตัวที่เก็บข้อมูลมาในการศึกษาวิจัยครั้งนี้

4.2.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เป็นการหาความสัมพันธ์ว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมแต่ละตัวแปร เมื่อนำมาทดสอบร่วมกันแล้ว จะสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามอย่างต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สินได้มากน้อยเพียงใด โดยในการศึกษารั้งนี้ จะแบ่งการศึกษาสมการถดถอยเชิงพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐานและหาความสัมพันธ์ออกเป็น 2 สมการ ดังนี้

$$COE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGS_{it} + \beta_2 BS_{it} + \beta_3 BI_{it} + \beta_4 CEOD_{it} + \beta_5 OC_{it} + \beta_6 MO_{it} + \beta_7 FS_{it} + \beta_8 Lev_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} IC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

$$COD_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGS_{it} + \beta_2 BS_{it} + \beta_3 BI_{it} + \beta_4 CEOD_{it} + \beta_5 OC_{it} + \beta_6 MO_{it} + \beta_7 FS_{it} + \beta_8 Lev_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} IC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.2)$$

4.2.3.1 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของการกำกับกำดูแลกิจการและต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น

ตารางที่ 4.7 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของการกำกับกำดูแลกิจการและต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น

Variable	Coefficient	Std. Error	t-statistic	p-value
constant	-90.31285	73.26737	-1.23	0.218
CG score	60.9711**	21.05789	2.90	0.004
Board size	0.3058157	4.149847	0.07	0.941
Board independence	3.389797**	1.26992	2.67	0.008
CEO duality	65.03611**	23.54182	2.76	0.006
Ownership concentration	-0.0447754**	0.0188829	-2.73	0.018
Managerial ownership	-0.0264406	0.0187988	-1.41	0.160
Firm size	0.0385645**	0.0154168	2.50	0.012
Leverage	0.07612**	0.0161383	4.72	0.000
ROA	0.5990017**	0.0180659	33.16	0.000
Interest coverage ratio	0.2035738**	0.0175085	11.63	0.000
No. of observation		2179		
R-squared		0.4996		
Adjusted R-square		0.4973		

** มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

จากตารางที่ 4.7 พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ความเชื่อมั่น หรือค่า R-square มีค่าเท่ากับ 0.4996 หรือเท่ากับร้อยละ 46.96 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรอิสระทั้ง 6 ตัวแปร ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence) การควบรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (CEO Duality) การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท (Ownership Concentration) และสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการและผู้บริหาร (Managerial Ownership) และตัวแปรควบคุมอีก 4 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm Size) สัดส่วนการก่อหนี้ (Leverage) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset) และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) ที่อยู่ในแบบจำลองข้างต้น สามารถอธิบายตัวแปรตามหรือก็คือต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นได้ถึงร้อยละ 49.96

นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรอิสระมากถึง 4 ตัวแปร ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence) การควบรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (CEO Duality) และการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท (Ownership Concentration) ที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยพิจารณาจากค่า p-value ที่มีค่าเท่ากับ 0.004, 0.008, 0.006 และ 0.018 ตามลำดับ ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ตามที่ผู้วิจัยกำหนดไว้

อีกทั้งยังพบว่าตัวแปรควบคุมทั้ง 4 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm Size) สัดส่วนการก่อหนี้ (Leverage) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset) และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) ก็มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ด้วยเช่นกัน เนื่องจากมีค่า p-value เท่ากับ 0.012, 0.000, 0.000 และ 0.000 ตามลำดับ ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ตามที่ผู้วิจัยกำหนดไว้

แต่อย่างไรก็ตาม จากผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ ผู้วิจัยพบว่าทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมหลายตัวแปร มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient) ในทิศทางตรงกันข้ามกับที่คาดการณ์ไว้ตามสมมติฐาน ผู้วิจัยจึงลองตัดตัวอย่างบางตัวอย่างที่มีค่าผิดปกติมากๆ (Outliers) ออกไปจากการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ และได้ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณใหม่ ดังตารางที่ 4.8

ตารางที่ 4.8 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของ ส่วนของผู้ถือหุ้นหลังจากตัดตัวอย่างที่มีค่าผิดปกติออกไป

Variable	Coefficient	Std. Error	t-statistic	p-value
constant	-87.92337	72.60459	-1.21	0.226
CG score	56.48265**	20.92526	2.70	0.007
Board size	-0.4301682	4.11837	-0.10	0.917
Board independence	3.084709**	1.269578	2.43	0.015
CEO duality	63.97426**	23.32901	2.74	0.006
Ownership concentration	-0.0469407**	0.018942	-2.48	0.013
Managerial ownership	-0.0265308	0.0188115	-1.41	0.159
Firm size	0.0366786**	0.0154765	2.37	0.018
Leverage	0.0832116**	0.0161503	5.15	0.000
ROA	0.5884834**	0.0184509	31.89	0.000
Interest coverage ratio	0.2273975**	0.018766	12.12	0.000
No. of observation		2154		
R-squared		0.5021		
Adjusted R-square		0.4998		

** มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

จากตารางที่ 4.8 หลังจากที่ถูกวิจัยได้ตัดตัวอย่างบางตัวอย่างที่มีค่าผิดปกติ มากๆ (Outliers) ออกไป ทำให้เหลือตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเพียง 2,154 ตัวอย่าง และจากตารางข้างต้นพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ความเชื่อมั่นหรือค่า R-square มีค่าเท่ากับ 0.5021 หรือเท่ากับร้อยละ 50.21 ซึ่งมีค่าสูงขึ้นกว่าการศึกษาในครั้งแรก แสดงว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่อยู่ในแบบจำลองข้างต้น สามารถอธิบายตัวแปรตามอย่างต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นได้มากขึ้นกว่า การศึกษาในครั้งแรก นอกจากนี้ยังพบว่า ตัวแปรอิสระอย่างขนาดของคณะกรรมการบริษัท มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามจากการศึกษาในครั้งแรกอีกด้วย ดังนั้นผู้วิจัยจะใช้ผลการ ศึกษาตามตารางที่ 4.8 ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรแต่ละตัวแปรเพื่อทดสอบ สมมติฐาน ดังนี้

H1: คะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของ ผู้ถือหุ้น

ผู้วิจัยได้กำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยผลจากการทดสอบ สมมติฐานจากตารางที่ 4.8 พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เนื่องจากค่า p-value ของตัวแปรคะแนนการกำกับ

ดูแลกจิการมีค่าเท่ากับ 0.007 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 แต่เมื่อพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์ของคะแนนการกำกับดูแลกจิการ พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์มีค่าเท่ากับ 56.48265 และมีค่าในทิศทางบวก ซึ่งมีค่าในทิศทางตรงข้ามกับที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน กล่าวคือ ผลจากการทดสอบสมมติฐาน แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกจิการที่ดีหรือบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกจิการที่สูงขึ้นไม่ได้ช่วยลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น แต่กลับทำให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

H2: ขนาดของคณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

ผลจากการทดสอบสมมติฐานตามตารางที่ 4.8 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีค่าเท่ากับ -0.4301682 โดยมีทิศทางเป็นลบ ซึ่งมีทิศทางเป็นไปตามที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน แต่เมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีค่า p-value เท่ากับ 0.917 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ที่ 0.05 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่มีขนาดใหญ่หรือบริษัทที่มีคณะกรรมการจำนวนมากกว่าไม่สามารถช่วยลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นได้อย่างมีระดับนัยสำคัญที่ 0.05

H3: สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

ผลจากการทดสอบสมมติฐานตามตารางที่ 4.8 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีค่าเท่ากับ 3.084709 โดยมีทิศทางเป็นบวก ซึ่งมีทิศทางตรงข้ามกับทิศทางที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน และเมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีค่า p-value เท่ากับ 0.015 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ จำนวนของคณะกรรมการอิสระที่มากขึ้นไม่สามารถช่วยลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นให้ลดลง แต่กลับทำให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

H4: การควบรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุด มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

สำหรับตัวแปรการควบรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุด จากตารางที่ 4.8 พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ 63.97426 และมีทิศทางเป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับทิศทางที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน อีกทั้งเมื่อพิจารณาถึงค่า p-value ยังพบว่า การควบรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุดมีค่า p-value อยู่ที่ 0.006 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับ

นัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ตามที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ แสดงว่าการควมรวมตำแหน่งของประธานบริษัท และผู้บริหารสูงสุด มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่าการที่บริษัทมี*การควมรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุดหรือการที่บริษัทมีประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนเดียวกัน จะทำให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น*อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

H5: การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

จากตารางที่ 4.8 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัทมีค่าเท่ากับ -0.0469407 โดยมีทิศทางเป็นลบ ซึ่งมีทิศทางตรงข้ามกับทิศทางที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน และเมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า ตัวแปรการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัทมีค่าเท่ากับ 0.013 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 ที่เป็นระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ แสดงให้เห็นว่า การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ *การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัทที่เพิ่มขึ้นหรือสัดส่วนหุ้นที่ถือครองโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกของบริษัทที่มากขึ้น จะสามารถลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นได้อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05*

H6: สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหาร มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

สำหรับตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหาร จากตารางที่ 4.8 พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ -0.0265308 และมีทิศทางเป็นลบ ซึ่งสอดคล้องกับทิศทางตามสมมติฐานในข้างต้น แต่เมื่อพิจารณาถึงค่า p-value กลับพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารมีค่า p-value อยู่ที่ 0.159 ซึ่งมีความมากกว่า 0.05 ที่เป็นระดับนัยสำคัญทางสถิติตามที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า *สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารที่มากขึ้นหรือจำนวนหุ้นที่ถือครองโดยคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารที่มากขึ้น ไม่สามารถลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นได้อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05*

H7: ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

จากตารางที่ 4.8 พบว่า ตัวแปรขนาดของบริษัทมีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ 0.0366786 โดยมีทิศทางเป็นบวก ซึ่งตรงข้ามกับทิศทางที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน เมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า ขนาดของบริษัทมีค่า p-value อยู่ที่ 0.018 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 แสดงว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ *ขนาดของบริษัทที่ใหญ่ขึ้นไม่สามารถลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นลงได้ แต่กลับทำให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น*อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

H8: สัดส่วนการก่อหนี้ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

จากตารางที่ 4.8 พบว่า ตัวแปรสัดส่วนการก่อหนี้มีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ 0.0832116 โดยมีทิศทางเป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับทิศทางที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน และเมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า สัดส่วนการก่อหนี้มีค่า p-value อยู่ที่ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า สัดส่วนการก่อหนี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น กล่าวคือ สัดส่วนการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นหรือบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในระดับสูงขึ้นไป จะทำให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Modigliani and Miller (1958) และ Ramly (2012) ที่พบว่าต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นจะเพิ่มขึ้นตามอัตราส่วนการก่อหนี้ของบริษัท

H9: อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

จากตารางที่ 4.8 พบว่า ตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ 0.5884834 โดยมีค่าเป็นบวก ซึ่งตรงข้ามกับทิศทางที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน เมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีค่า p-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 แสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น หรือกล่าวอีกนัยได้ว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นไม่สามารถช่วยลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นให้ลดลง แต่กลับทำให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

H10: อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

จากตารางที่ 4.8 พบว่า ตัวแปรอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยมีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ 0.2273975 โดยมีค่าเป็นบวก ซึ่งตรงข้ามกับทิศทางที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน และเมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยมีค่า p-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 ที่เป็นระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ แสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นหรือบริษัทที่มีความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยในระดับสูง ไม่สามารถลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นลงได้ แต่กลับทำให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

4.2.3.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของการกับำดูแลกิจการและ ต้นทุนของหนี้สิน

ตารางที่ 4.9 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของการกับำดูแลกิจการและต้นทุนของ
หนี้สิน

Variable	Coefficient	Std. Error	t-statistic	p-value
constant	1348.438	98.82837	13.64	0.000
CG score	-136.757**	28.40442	-4.81	0.000
Board size	-14.00972**	5.597616	-2.50	0.012
Board independence	0.22791	1.71296	0.13	0.894
CEO duality	-38.72734	31.75492	-1.22	0.223
Ownership concentration	-0.1045362**	0.0254706	-4.10	0.000
Managerial ownership	-0.0340574	0.0253572	-1.34	0.179
Firm size	-0.0425254**	0.0207953	-2.04	0.041
Leverage	0.0434489**	0.0217685	2.00	0.046
ROA	-0.089844**	0.0243686	-3.69	0.000
Interest coverage ratio	0.1323923**	0.0236168	5.61	0.000
No. of observation		2179		
R-squared		0.0482		
Adjusted R-square		0.0438		

** มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

จากตารางที่ 4.9 พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ความเชื่อมั่น หรือค่า R-square มีค่าเท่ากับ 0.0482 หรือเท่ากับร้อยละ 4.82 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรอิสระทั้ง 6 ตัวแปร ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence) การควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (CEO Duality) การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท (Ownership Concentration) และสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการและผู้บริหาร (Managerial Ownership) และตัวแปรควบคุมอีก 4 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm Size) สัดส่วนการก่อหนี้ (Leverage) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset) และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) ที่อยู่ในแบบจำลองข้างต้น สามารถอธิบายตัวแปรตามหรือก็คือต้นทุนของหนี้สินได้เพียงร้อยละ 4.82

แต่อย่างไรก็ตาม จากตารางที่ 4.9 ผู้วิจัยยังพบว่าตัวแปรอิสระอยู่ 3 ตัวแปร ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) และการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท (Ownership Concentration) ที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สินอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยพิจารณาจากค่า p-value ที่มีค่าเท่ากับ 0.000, 0.012 และ 0.000 ตามลำดับ ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ตามที่ผู้วิจัยกำหนดไว้

นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรควบคุมทั้ง 4 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm Size) สัดส่วนการก่อหนี้ (Leverage) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset) และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) ก็มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สินอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ด้วยเช่นกัน เนื่องจากมีค่า p-value เท่ากับ 0.041, 0.046, 0.000 และ 0.000 ตามลำดับ ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ตามที่ผู้วิจัยกำหนดไว้

ผู้วิจัยจะใช้ผลจากการศึกษาตามตารางที่ 4.9 ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรแต่ละตัวแปรเพื่อทดสอบสมมติฐาน โดยมีรายละเอียดดังนี้

H1: คะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4.9 พบว่า ตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -136.757 โดยมีค่าในทิศทางลบ ซึ่งสอดคล้องกับทิศทางที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน อีกทั้งเมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีค่า p-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 ที่เป็นระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ แสดงให้เห็นว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 กับต้นทุนของหนี้สิน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า บริษัทที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือบริษัทที่มีคะแนนการกำกับกิจการที่สูงขึ้น สามารถช่วยลดต้นทุนของหนี้สินลงได้อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Byun (2007) และ Blom and Schauten (2008) ที่พบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

H2: ขนาดของคณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4.9 พบว่า ตัวแปรขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -14.00972 โดยมีค่าในทิศทางลบ ซึ่งสอดคล้องกับทิศทางที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน อีกทั้งเมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีค่า p-value เท่ากับ 0.012 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 จึงสรุปได้ว่า ขนาดของคณะกรรมการ

บริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่มีขนาดใหญ่หรือบริษัทที่มีจำนวนคณะกรรมการที่มากกว่า จะสามารถลดต้นทุนของหนี้สินให้ลดลงได้อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Anderson et al. (2004) ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

H3: สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4.9 พบว่า ตัวแปรสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.22791 โดยมีค่าในทิศทางบวก ซึ่งตรงข้ามกับทิศทางที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน แต่เมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีค่า p-value เท่ากับ 0.894 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ที่ 0.05 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระไม่ได้มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สินอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระที่มากขึ้นหรือบริษัทที่มีจำนวนคณะกรรมการอิสระที่มากกว่า ไม่สามารถทำให้ต้นทุนของหนี้สินให้ลดลงได้อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

H4: การควมรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุด มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4.9 พบว่า ตัวแปรการควมรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุดมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -38.72734 โดยมีทิศทางเป็นลบ ซึ่งตรงข้ามกับทิศทางที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน แต่เมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า การควมรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุดมีค่า p-value เท่ากับ 0.223 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ที่ 0.05 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า การควมรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุดไม่ได้มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สินอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า บริษัทที่มีการควมรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุด หรือบริษัทที่มีประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนคนเดียวกัน ไม่ได้ทำให้ต้นทุนของหนี้สินเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

H5: การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4.9 พบว่า ตัวแปรการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัทมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.1045362 โดยมีทิศทางเป็นลบ ซึ่งตรงข้ามกับทิศทางที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน เมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของ

ของบริษัทมีค่า p-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ที่ 0.05 แสดงว่า การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับ ต้นทุนของหนี้สิน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัทที่เพิ่มขึ้น หรือสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกของบริษัทที่มากขึ้น สามารถช่วยลด ต้นทุนของหนี้สินลงได้อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

H6: สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหาร มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4.9 พบว่า ตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการ บริษัทและผู้บริหารมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0340574 และมีทิศทางเป็นลบตรงกับที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน แต่เมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัท และผู้บริหารมีค่า p-value เท่ากับ 0.179 ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ที่ 0.05 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับ ต้นทุนของหนี้สินอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารที่เพิ่มขึ้น หรือจำนวนหุ้นที่ถือครองโดยคณะกรรมการบริษัท และผู้บริหารที่มากขึ้น ไม่สามารถช่วยลดต้นทุนของหนี้สินให้ลดลงได้อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

H7: ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4.9 พบว่า ตัวแปรขนาดของบริษัทมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0425254 โดยมีทิศทางเป็นลบ ซึ่งสอดคล้องกับทิศทางที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน และเมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า ขนาดของบริษัทมีค่า p-value เท่ากับ 0.041 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ที่ 0.05 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สินอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า ขนาดของบริษัทที่ใหญ่ขึ้นหรือบริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่าจะสามารถลดต้นทุนของหนี้สินลงได้อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตหลายงาน เช่น Bhojraj and Sengupta (2003) และ Juniarti (2012) ที่พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน เนื่องจากเจ้าหนี้จะมีความเชื่อมั่นกับบริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก เพราะบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีการเปิดเผยข้อมูล และมีความโปร่งใสมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ซึ่งสามารถลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลลงได้ จึงทำให้เจ้าหนี้ต้องการอัตราผลตอบแทนในระดับที่ต่ำลง และส่งผลให้ ต้นทุนของหนี้สินของบริษัทลดลงตามไปด้วย

H8: สัดส่วนการก่อหนี้ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4.9 พบว่า ตัวแปรสัดส่วนการก่อหนี้มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0434489 โดยมีทิศทางเป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับทิศทางที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน และเมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า สัดส่วนการก่อหนี้มีค่า p-value เท่ากับ 0.046 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ที่ 0.05 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า สัดส่วนการก่อหนี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของหนี้สินอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า บริษัทที่มีสัดส่วนการก่อหนี้ในระดับที่สูงหรือบริษัทที่มีหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมที่สูงกว่า จะทำให้ต้นทุนของหนี้สินของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Fama and French (1992), Cheng et al. (2006), Liu and Wysocki (2006), Byun et al. (2008) และ Gray et al. (2009) ที่พบว่าบริษัทที่มีการก่อหนี้ในระดับสูง จะมีความเสี่ยงด้านการผิดนัดชำระหนี้ ทำให้เจ้าหนี้ต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยง จึงส่งผลให้ต้นทุนของหนี้สินของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นด้วย

H9: อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4.9 พบว่า ตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.089844 โดยมีทิศทางเป็นลบ ซึ่งสอดคล้องกับทิศทางที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน และเมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีค่า p-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ที่ 0.05 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สินอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 กล่าวคือ บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในระดับที่สูง สามารถทำให้ต้นทุนของหนี้สินลดลงได้อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Chen and Jian (2006), Piot and Piera (2007) และ Lorca et al. (2010) (อ้างถึงใน ธีรนนท์ แสงอำ, 2556) ที่พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

H10: อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4.9 พบว่า ตัวแปรอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.1323923 โดยมีทิศทางเป็นบวก ซึ่งตรงข้ามกับทิศทางที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้ตามสมมติฐาน เมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยมีค่า p-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ที่ 0.05 แสดงว่า อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของหนี้สินอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 หรือกล่าวได้ว่า อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระ

ดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นหรือบริษัทที่มีความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยในระดับสูง ไม่สามารถลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นลงได้ แต่กลับทำให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05



บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะงานวิจัย

5.1 สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน ทั้งต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของส่วนหนี้สิน ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554-2558 รวมทั้งสิ้น 5 ปี โดยศึกษาในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กลุ่มธุรกิจประกันภัย รวมถึงกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ และกลุ่มบริษัทที่เพิ่งเข้าตลาดหลักทรัพย์หลังวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2558 จึงทำให้มีบริษัทที่ใช้ในการศึกษาวิจัยนี้จำนวน 555 บริษัท และมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 2,179 ตัวอย่าง โดยตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ มีทั้งหมด 6 ตัวแปร ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence) การควบรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (CEO Duality) การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท (Ownership Concentration) และสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการและผู้บริหาร (Managerial Ownership) นอกจากนี้ยังมีตัวแปรควบคุมอีก 4 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm Size) สัดส่วนการก่อหนี้ (Leverage) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset) และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio)

ผลการวิจัยพบว่า มีตัวแปรการกำกับดูแลกิจการมากถึง 4 ตัวแปร ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence) การควบรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (CEO Duality) และการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท (Ownership Concentration) ที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 แต่อย่างไรก็ตาม กลับมีเพียงตัวแปรการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัทเพียงตัวเดียวเท่านั้น ที่มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น ส่วนตัวแปรอื่นๆ กลับมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรควบคุมทั้ง 4 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm Size) สัดส่วนการก่อหนี้ (Leverage) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset) และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) ก็มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกัน แต่

อย่างไรก็ตาม ไม่มีตัวแปรใดที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเลย กล่าวคือ ไม่มีตัวแปรใดเลยที่ช่วยลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น

สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของหนี้สิน พบว่า มีตัวแปรการกำกับดูแลกิจการจำนวน 3 ตัวแปร ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) และการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท (Ownership Concentration) ที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สินอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ซึ่งทั้ง 3 ตัวแปรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า ทั้งคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) และการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท (Ownership Concentration) สามารถลดต้นทุนของหนี้สินลงได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ยังพบว่า ตัวแปรควบคุมทั้ง 4 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm Size) สัดส่วนการก่อหนี้ (Leverage) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset) และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) ก็มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกัน ซึ่งมีเพียงตัวแปรขนาดของบริษัท (Firm Size) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset) 2 ตัวแปรเท่านั้น ที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

การไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการบางตัวแปรกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของส่วนของหนี้สิน หรือการพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการบางตัวแปรกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของส่วนของหนี้สิน แต่กลับมีทิศทางความสัมพันธ์ที่ตรงข้ามจากสิ่งที่คาดการณ์ไว้ อาจเกิดจากกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษาวิจัยในครั้งนี้ จำกัดเพียงแค่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อีกทั้งระยะเวลาในการศึกษายังจำกัดอยู่เพียงแค่ 5 ปีเท่านั้น เนื่องจากตัวแปรส่วนใหญ่ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ เป็นข้อมูลทุติยภูมิที่ต้องเก็บข้อมูลจากรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR), รายงานประจำปี และแบบแสดงรายงานประจำปี 56-1 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แต่ด้วยข้อจำกัดทางด้านเวลา จึงทำให้ผู้วิจัยเก็บข้อมูลเพื่อใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ได้เพียงแค่ 5 ปี ซึ่งอาจจะไม่ยาวนานเพียงพอสำหรับการเป็นกลุ่มตัวอย่างที่ดีของการศึกษาจึงอาจทำให้ผลที่ได้จากการศึกษาในครั้งนี้คลาดเคลื่อนไปจากความเป็นจริง

นอกจากนี้ ตัวแปรต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นนั้น ผู้วิจัยคำนวณตามวิธี Industry-adjusted Earnings-Price Ratio โดยคำนวณจากอัตราส่วนกำไรต่อราคา (Earnings-Price Ratio)

ของแต่ละบริษัท ซึ่งอัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่บริษัทสามารถตกแต่งได้ จากการตกแต่งกำไรในงบการเงินด้วยวิธีต่างๆ จึงอาจทำให้ตัวแปรต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นคลาดเคลื่อนไปจากความเป็นจริง และทำให้ผลจากการศึกษาในครั้งนี้ ไม่สะท้อนถึงความสัมพันธ์ที่แท้จริง

5.3 ข้อเสนอแนะ

จากข้อจำกัดทางด้านเวลาตามที่ได้กล่าวไปข้างต้น ผู้วิจัยจึงอยากให้มีการศึกษาเพิ่มเติมในอนาคต โดยทำการศึกษาในกลุ่มตัวอย่างที่มีขนาดใหญ่ขึ้น ระยะเวลายาวขึ้น และอาจจะศึกษาในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งอาจทำให้ได้ผลการศึกษาที่แตกต่างออกไปจากผลการศึกษาในครั้งนี้ โดยอาจจะศึกษาแบบรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรมและศึกษาแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมเพิ่มเติม เพื่อศึกษาว่าในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมจะมีความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน แตกต่างกันหรือไม่ และอย่างไร

นอกจากนี้ยังสามารถเปลี่ยนวิธีคำนวณตัวแปรต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สินเป็นวิธีอื่นๆ เช่น วิธี CAPM, Peg Ratio หรือ Modified Peg Ratio ซึ่งอาจจะทำให้ได้ผลการศึกษาที่แตกต่างออกไป รวมถึงยังสามารถเพิ่มตัวแปรอิสระที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ เช่น จำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการ และเพิ่มตัวแปรควบคุมที่อาจส่งผลต่อต้นทุนของเงินทุน เช่น อัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นต้น เพื่อให้ผลการศึกษาครอบคลุม ครบถ้วน สมบูรณ์ และแม่นยำมากยิ่งขึ้น

รายการอ้างอิง

วิทยานิพนธ์

- กนกวรรณ ลิ้มปิผลไพบูลย์. (2557). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจการควบคุมส่วนเกินของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และต้นทุนเงินทุนของบริษัท. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ธีรนนท์ แสงอ่ำ. (2556). การกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของหนี้สิน กรณีศึกษา : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- วรกมล เกษมทรัพย์. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2555). หลักสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ. *วารสารบริหารธุรกิจ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*, 35(133), 1-4.
- ศาศวัต มาศสุพงศ์. (2557). ระดับบรรษัทภิบาลส่งผลอย่างไรต่ออันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี2555. สืบค้นเมื่อ 18 มกราคม 2560, จาก https://www.set.or.th/sustainable_dev/th/cg/files/2013/CGPrinciple2012Thai-Eng.pdf.
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2558). Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2015. สืบค้นเมื่อ 6 กุมภาพันธ์ 2560, จาก [http://www.thai-iod.com/img Upload/CGR%202016%20Report\(1\).pdf](http://www.thai-iod.com/img Upload/CGR%202016%20Report(1).pdf)
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2559). การกำกับดูแลกิจการที่ดี. สืบค้นเมื่อ 19 มกราคม 2560, จาก http://www.sec.or.th/TH/RaisingFunds/EquityDebt/Pages/link-Laws_Regulations/CorporateGovernanceCG.aspx

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการพัฒนาเพื่อความยั่งยืน. สืบค้นเมื่อ 19 มกราคม 2560, จาก <http://www.cgthailand.org/TH/principles/CG/Pages/cg-concept.aspx>

Articles

Anderson, R.C., Mansi, S.A. and Reeb, D.M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342.

Ashbaugh-skaife, H., Collins, D.W. and LaFond, R. (2004). Corporate governance and the cost of equity capital. Working Paper, available at https://www.researchgate.net/profile/Ryan_Lafond/publication/228238047_Corporate_Governance_and_Cost_of_Equity_Capital/links/0912f50d482a20b96e000000.pdf

Ashbaugh-skaife, H., Collins, D.W. and LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firm credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 203-243.

Bhojraj, S. and Sengupta, P. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *Journal of Business*, 76(3), 455-475.

Blom, J. and Schauten, M.J. (2008). Corporate governance and the cost of debt. *New developments in financial modelling*, 116-145.

Byun, H. (2007). The Cost of Debt Capital and Corporate Governance Practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 36(5), 765-806.

Byun, H., Kwak, S., and Hwang, L. (2008). The implied cost of equity capital and corporate governance practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 37(1), 139-184.

Chen, K.C.W., Chen, Z. and Wei, K.C. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 273-289.

- Cheng C.S., Collins D. and Huang, H. H. (2006). Shareholder rights, financial disclosure and the cost of equity capital. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 27(9), 175-204.
- Elluoumi, F. and Gueyie, J. p. (2001). Financial distress and corporate governance. *Corporate Governance*, 1(1), 15-23.
- Fan, J. P. H., Wong, T. J. and Zhang, T. (2005). The emergence of corporate pyramids in China, Working Paper, The Social science research network.
- Francis, J. R., Khurana, I. K. and Pereira, R. (2005). Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. *Accounting Review*, 80(4), 1125-1162.
- Gray, P., Koh, P. and Tong, Y. H. (2009). Accruals quality, information risk and cost of capital: Evidence from Australia. *Journal of Business Finance and Accounting*, 36, 51-72.
- Hail, L. and Leuz, C. (2006). International differences in cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulations matter? *Journal of Accounting Research*, 44(3), 485-532.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Finance Economics*, 3(4), 305-360.
- Juniarti. (2012). Corporate Governance Perception Index (CGPI) and Cost of Debt. *International Journal of Business and Social Science*, 3(18), 223-232.
- Klein, A. (2002). Economic determinants of Audit Committee Independence. *Accounting Review*, 77, 435-452.
- Lin, L., Fangyu, D., Yifang, L., Haijun, H. and Shouyang, W. (2016). The effect of corporate governance on debt financing cost of listed companies. *Journal of Systems Science and Complexity*, 29(3), 772-789.
- Lombardo, D. and Pagano, M. (2002). Law and equity markets: A simple model, Working Paper, Centre for studies in economics and finance(CSEF).
- Mazzotta, R. and Veltri, S. (2014). The relationship between corporate governance and the cost of equity capital. Evidence from the Italian stock exchange. *Journal of Management and Governance*, 18(2), 419-448.

- Pham, P. K., Suchard, J. A. and Zein, J. (2012). Corporate Governance and the Cost of Capital: Evidence from Australian Companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(3), 84-93.
- Ramly, Z. (2012). Impact of corporate governance quality on the cost of equity capital in an emerging market: Evidence from Malaysian Listed firms. *Journal of Business Management*, 6(4), 1733-1748.
- Reverte, C. (2009). Do better governed firms enjoy a lower cost of equity capital? Evidence from Spanish firms. *Corporate Governance: The International Journal of Effective Board Performance*, 9(2), 133-145.
- Singhal, A. (2014). Corporate Governance, Cost of Capital and Value Creation: Evidence from Indian Firms. *Journal of Economics and Finance*, 4(6), 36-54.
- Zhu, F. (2014). Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study. *International Review of Finance*, 14(3), 393-429.





ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

การทดสอบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น
โดยใช้แบบจำลองถดถอย (กลุ่มตัวอย่างรวม)

```

. tsset Company Year
    panel variable:  Company (unbalanced)
    time variable:  Year, 1 to 5, but with gaps
    delta: 1 unit

. reg COE CGscore BoardSize BoardIndependence CEOduality Ownership Managerial

```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 2179		
Model	428342079	10	42834207.9	F(10, 2168)	=	216.45
Residual	429029906	2168	197892.023	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.4996
				Adj R-squared	=	0.4973
Total	857371984	2178	393651.049	Root MSE	=	444.85

COE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CGscore	60.9711	21.05789	2.90	0.004	19.67533	102.2669
BoardSize	.3058157	4.149847	0.07	0.941	-7.832278	8.443909
BoardIndep~e	3.389797	1.26992	2.67	0.008	.8994096	5.880184
CEOduality	65.03611	23.54182	2.76	0.006	18.86922	111.203
Ownership	-.0447754	.0188829	-2.37	0.018	-.0818058	-.007745
Managerial	-.0264406	.0187988	-1.41	0.160	-.0633061	.0104249
FirmSize	.0385645	.0154168	2.50	0.012	.0083312	.0687978
Leverage	.07612	.0161383	4.72	0.000	.0444719	.1077681
ROA	.5990017	.0180659	33.16	0.000	.5635734	.6344299
InterestCo~e	.2035738	.0175085	11.63	0.000	.1692385	.2379091
_cons	-90.31285	73.26737	-1.23	0.218	-233.9945	53.36878

ภาคผนวก ข

การทดสอบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น
โดยใช้แบบจำลองถดถอย (กลุ่มตัวอย่างที่ตัดค่าผิดปกติออก)

```

. tsset Company Year
    panel variable:  Company (unbalanced)
    time variable:  Year, 1 to 5, but with gaps
    delta: 1 unit

. reg COE CGscore BoardSize BoardIndependence CEOduality Ownership Managerial

```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 2154		
Model	416331352	10	41633135.2	F(10, 2143) =	216.13	
Residual	412802564	2143	192628.355	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.5021	
				Adj R-squared =	0.4998	
Total	829133916	2153	385106.324	Root MSE =	438.89	

COE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CGscore	56.48265	20.92526	2.70	0.007	15.44672	97.51859
BoardSize	-.4301682	4.11837	-0.10	0.917	-8.506586	7.646249
BoardIndependence	3.084709	1.269578	2.43	0.015	.5949751	5.574444
CEOduality	63.97426	23.32901	2.74	0.006	18.22441	109.7241
Ownership	-.0469407	.018942	-2.48	0.013	-.0840874	-.0097941
Managerial	-.0265308	.0188115	-1.41	0.159	-.0634215	.0103599
FirmSize	.0366786	.0154765	2.37	0.018	.006328	.0670292
Leverage	.0832116	.0161503	5.15	0.000	.0515396	.1148835
ROA	.5884834	.0184509	31.89	0.000	.5523	.6246669
Intercept	.2273975	.018766	12.12	0.000	.190596	.2641989
_cons	-87.92337	72.60459	-1.21	0.226	-230.3062	54.45943

ภาคผนวก ค

การทดสอบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของหนี้สิน โดยใช้
แบบจำลองถดถอย (กลุ่มตัวอย่างรวม)

```
. reg COD CGscore BoardSize BoardIndependence CEOduality Ownership Managerial
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 2179		
Model	39503333.6	10	3950333.36	F(10, 2168) =	10.97	
Residual	780601898	2168	360056.226	Prob > F =	0.0000	
Total	820105231	2178	376540.51	R-squared =	0.0482	
				Adj R-squared =	0.0438	
				Root MSE =	600.05	

COD	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CGscore	-136.757	28.40442	-4.81	0.000	-192.4597	-81.05421
BoardSize	-14.00972	5.597616	-2.50	0.012	-24.98697	-3.032464
BoardIndependence	.22791	1.71296	0.13	0.894	-3.131306	3.587126
CEOduality	-38.72734	31.75492	-1.22	0.223	-101.0006	23.54593
Ownership	-.1045362	.0254706	-4.10	0.000	-.1544855	-.0545868
Managerial	-.0340574	.0253572	-1.34	0.179	-.0837843	.0156695
FirmSize	-.0425254	.0207953	-2.04	0.041	-.0833062	-.0017445
Leverage	.0434489	.0217685	2.00	0.046	.0007596	.0861383
ROA	-.089844	.0243686	-3.69	0.000	-.1376322	-.0420558
InterestCoverage	.1323923	.0236168	5.61	0.000	.0860784	.1787063
_cons	1348.438	98.82837	13.64	0.000	1154.63	1542.247

ภาคผนวก ง

การทดสอบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของหนี้สิน โดยใช้
แบบจำลองถดถอย (กลุ่มตัวอย่างที่ตัดค่าผิดปกติออก)

```
. reg COD CGscore BoardSize BoardIndependence CEOduality Ownership Managerial
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 2154		
Model	30669208.3	10	3066920.83	F(10, 2143) =	8.62	
Residual	762442012	2143	355782.554	Prob > F =	0.0000	
Total	793111221	2153	368374.928	R-squared =	0.0387	
				Adj R-squared =	0.0342	
				Root MSE =	596.48	

COD	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CGscore	-130.0436	28.43827	-4.57	0.000	-185.8131	-74.27413
BoardSize	-12.80265	5.597029	-2.29	0.022	-23.77882	-1.826476
BoardIndependence	.6269895	1.725408	0.36	0.716	-2.756659	4.010638
CEOduality	-45.51241	31.70505	-1.44	0.151	-107.6883	16.66347
Ownership	-.1043404	.025743	-4.05	0.000	-.1548242	-.0538566
Managerial	-.0302854	.0255656	-1.18	0.236	-.0804213	.0198505
FirmSize	-.0423631	.0210332	-2.01	0.044	-.0836108	-.0011155
Leverage	.0492588	.0219489	2.24	0.025	.0062154	.0923022
ROA	-.0705606	.0250755	-2.81	0.005	-.1197353	-.0213858
IntersetCo~e	.08168	.0255038	3.20	0.001	.0316653	.1316947
_cons	1333.108	98.67254	13.51	0.000	1139.604	1526.612

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาว ณิชชา อรรถพลพิทักษ์
วันเดือนปีเกิด	21 ตุลาคม พ.ศ. 2536
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2558: บริหารธุรกิจบัณฑิต การจัดการแบบบูรณาการ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

