



การกำกับดูแลกิจการ และต้นทุนของเงินทุน: การศึกษาเชิงประจักษ์บริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Corporate Governance and Cost of Capital: An Empirical Study
of Listed Firms in The Stock Exchange of Thailand

ณัฐชา อรรถพลพิทักษ์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

Nutcha Atapolpitak
Thammasat Business School,
Thammasat University

การกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน: การศึกษาเชิงประจักษ์ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นางสาวณัฐชา อรรถพลพิทักษ์

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

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 (Multiple Linear Regression) จากการศึกษาพบว่า การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัทสามารถลดต้นทุนของทั้งส่วนของผู้ถือหุ้นและของหนี้สิน ขณะที่การกำกับดูแลกิจการที่ดี และขนาดของคณะกรรมการบริษัท สามารถลดต้นทุนของหนี้สิน

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ ต้นทุนของเงินทุน ต้นทุนของเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ต้นทุนของเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

Corporate Governance and Cost of Capital: An Empirical Study of Listed Firms in The Stock Exchange of Thailand

Nutcha Atapolpitak

Thammasat Business School, Thammasat University

ABSTRACT

The main objective of this article is to present an analysis of the qualification and knowledge framework of management accountants including the expectation of the executives towards management accountants in Thailand in various aspects. The article also analyses whether Thailand is now ready for having of certificated license of a management accountant. The analysis includes interviews of Thailand listed companies' executives and finds that a management accountant should have knowledge framework of accounting, finance, analysis and problem solving. In addition, expectations of the executives to a management accountant are skills, knowledge seeking, and well preparing for changes. The article also finds that having a certificate license of management accountant assures competency of a management accountant and adds value for accounting professions. Firms having certified management accountants would enhance confidence and trust in information and works from them. This value leads shareholders or stakeholders having decision making with confidence from good quality and accuracy of information.

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

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

ปัญหาตัวแทนทำให้ผู้ถือหุ้นมีความกังวลเกี่ยวกับพฤติกรรมของผู้บริหาร ดังนั้นผู้ถือหุ้นจึงทำการแต่งตั้งคณะกรรมการเพื่อเข้าไปควบคุมดูแลผู้บริหารบริษัทอีกทอดหนึ่ง เพื่อให้ผู้บริหารปฏิบัติงานตามหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย และสร้างประโยชน์สูงสุดให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่ายอย่างเป็นธรรม ซึ่งการที่ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนจะไว้วางใจให้คณะกรรมการเข้าไปควบคุมดูแลผู้บริหารนั้น บริษัทจำเป็นต้องมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี กล่าวคือ คณะกรรมการที่เข้าไปควบคุมดูแลผู้บริหารต้องทำหน้าที่เพื่อรักษาผลประโยชน์ของบริษัทและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอย่างเต็มที่ และไม่ใช่ตำแหน่งของตัวเองเพื่อหาประโยชน์หรือฉวยโอกาสจากบริษัท รวมถึงคณะกรรมการต้องควบคุมดูแลผู้บริหารและฝ่ายจัดการให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่ากับเงินลงทุนที่ได้นำมาลงทุนในบริษัท ขณะเดียวกันก็ต้องให้สิทธิผู้ถือหุ้นในการรับทราบข้อมูลต่าง ๆ ของบริษัท หรือให้สิทธิในการตัดสินใจในเรื่องสำคัญ ๆ รวมถึงมีสิทธิในการตรวจสอบการทำงานของคณะกรรมการและผู้บริหาร การมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถลดปัญหาตัวแทนได้ จึงทำให้ปัจจุบันการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ได้รับความสนใจเป็นอย่างมาก จากหลาย ๆ ฝ่าย ทั้งจากสาธารณชน หน่วยงานกำกับดูแล รวมถึงผู้บริหารของบริษัท เนื่องจากมองว่าการที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะเป็นการแสดงให้เห็นว่าบริษัทมีระบบการบริหารจัดการที่มีคุณภาพ มีความโปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ และมีการคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2555) จึงเป็นการลดความเสี่ยงจากปัญหาตัวแทนของนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นลงได้ พร้อมทั้งยังสามารถสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน ผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท และผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัททุกฝ่าย นอกจากนี้การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ยังส่งผลดีในด้านต่าง ๆ ให้กับบริษัท ไม่ว่าจะเป็นการที่บริษัทสามารถระดมทุนได้ด้วยต้นทุนที่เหมาะสม อีกทั้งยังช่วยลดต้นทุนการผลิต ทำให้บริษัทมีความสามารถในการแข่งขันเพิ่มขึ้น

สำหรับต้นทุนของเงินทุนนั้น นอกจากจะเป็นต้นทุนหรือผลตอบแทนที่บริษัทต้องจ่ายให้กับเจ้าของเงินทุนแล้ว ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนยังนำต้นทุนของเงินทุนไปใช้ในการประเมินหามูลค่าที่เหมาะสมของราคาหลักทรัพย์อีกด้วย โดยนักลงทุนจะใช้ต้นทุนของเงินทุนเป็นตัวคิดลดกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตของบริษัท ดังนั้นการที่บริษัทมีต้นทุนของเงินทุนในระดับต่ำ จะทำให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทนั้น ๆ เพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย โดยมีงานวิจัยในอดีตหลายงานที่พบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน ไม่ว่าจะเป็นงานวิจัยของ Ramly (2012), Mazzotta and Veltri (2014) และ Zhu (2014) ที่พบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะมีต้นทุนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) ต่ำกว่าบริษัทอื่น ๆ เนื่องจากผู้ถือหุ้นมองว่าบริษัทที่มีการกำกับควบคุมดูแลกิจการภายในที่ดี มีความโปร่งใส และมีความยุติธรรม จะเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าบริษัทอื่น ดังนั้นผู้ถือหุ้นจึงต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในระดับที่ต่ำลง จึงทำให้บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะมีต้นทุนของผู้ถือหุ้นลดลงไปด้วยเช่นกัน เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Bhojraj and Sengupta (2003), Anderson, Mansi, and Reeb (2004),

Lin, Fangyu, Yifang, Haijun, and Shouyang (2016) และ Zhu (2014) ที่พบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีต้นทุนในการกู้ยืมเงินหรือต้นทุนของหนี้สินลดลง (Cost of Debt) ซึ่งมาจากการที่บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงน้อยลง หรือมีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น จึงส่งผลให้เจ้าหนี้ต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงของบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่น้อยลง แต่อย่างไรก็ตาม Juniatri and Natalia (2012) กลับไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของหนี้สิน ซึ่งผลจากการศึกษาพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีเพียงอย่างเดียวไม่สามารถใช้ประเมินความเสี่ยงของบริษัทได้ ดังนั้นเจ้าหนี้จึงไม่สามารถกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของบริษัทต่าง ๆ จากการพิจารณาเพียงปัจจัยการกำกับดูแลกิจการของบริษัทนั้น ๆ เพียงอย่างเดียว

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

■ ทฤษฎีบทบรรณกรรม

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทนมาจากแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ที่มองว่าผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการอาจไม่สามารถบริหารกิจการได้ด้วยตัวเอง จึงจำเป็นต้องมีตัวแทนที่เข้ามาทำหน้าที่บริหารกิจการแทนผู้ถือหุ้น จึงเกิดเป็นสัญญาที่ตัวการ (Principal) ว่าจ้างตัวแทน (Agent) ให้เข้ามาบริหารงานแทนตัวการ โดยที่ตัวการพยายามควบคุมตัวแทนไม่ให้ดำเนินการที่ไม่เหมาะสม และให้ค่าตอบแทนกับตัวแทน เพื่อเป็นแรงจูงใจให้ตัวแทนบริหารกิจการตามที่ตัวการกำหนด (ธาริณี จวงมุกิตา, ดุชนิย์ ส่องเมือง และขวัญสกุล เต็งอำนวย, 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 แต่อย่างไรก็ตามปัญหาที่เกิดขึ้นจากความขัดแย้งของผลประโยชน์ระหว่างตัวการและตัวแทน (Conflict of Interest) สามารถบรรเทาลงได้ด้วยการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance)

แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนของเงินทุน

แหล่งเงินทุนที่บริษัทจัดหาเพื่อใช้ในการดำเนินกิจการโดยทั่วไปจะประกอบไปด้วย 2 ส่วน คือ ส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity) และส่วนของหนี้สิน (Debt) ซึ่งทั้งสองส่วนล้วนแล้วแต่มีค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนที่เรียกว่า “ต้นทุนของเงินทุน” (Cost of Capital) เพื่อจ่ายเป็นผลตอบแทนให้กับผู้ที่นำเงินเข้ามาใส่ในกิจการ ไม่ว่าจะเป็นการที่นักลงทุนนำเงินมาลงทุนในบริษัท ทั้งในรูปแบบของผู้ถือหุ้นของบริษัท หรือในรูปแบบผู้ถือตราสารหนี้ ก็ย่อมต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนทั้งสิ้น หรือสถาบันการเงินที่ให้เงินกู้ยืมกับบริษัท ก็ย่อมต้องการผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ย ซึ่งต้นทุนของเงินทุนจะมากหรือน้อยนั้นก็ขึ้นอยู่กับความเสี่ยง ไม่ว่าจะเป็นความเสี่ยงจากการรับรู้ข้อมูลที่ไม่เท่ากัน ระหว่างฝ่ายผู้บริหารกับฝ่ายนักลงทุนหรือฝ่ายเจ้าหนี้ หรือความเสี่ยงจากการบริหารงานของผู้บริหาร ดังนั้นหากนักลงทุนพบว่ามีความเสี่ยงจากการลงทุนมากก็ย่อมต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น เพื่อเป็นการชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนนั้น แต่ในทางกลับกันหากการลงทุนนั้นมีความเสี่ยงต่ำ อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการก็จะต่ำลงกว่าเดิม เนื่องจากนักลงทุนต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนที่น้อยลง อย่างไรก็ตาม Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (2000) พบว่าต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) สามารถลดลงได้ด้วยการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากมองว่าการกำกับดูแลกิจการ ถือเป็นกระบวนการหนึ่งที่ทำให้ให้นักลงทุน ผู้ถือหุ้น หรือผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้องกับบริษัทสามารถปกป้องตัวเองจากการใช้ข้อมูลภายในของผู้บริหารได้ ซึ่งกระบวนการการกำกับดูแลกิจการนี้ จะสามารถลดต้นทุนของเงินทุนได้ 3 ทางด้วยกัน คือ

1) ช่วงที่ตลาดซบเซาเป็นช่วงที่พบปัญหาการใช้ข้อมูลภายในมากกว่าปกติ แต่การกำกับดูแลกิจการที่ดี จะสามารถช่วยลดความเสี่ยงของการใช้ข้อมูลภายในได้ เมื่อความเสี่ยงลดลง ทำให้นักลงทุน ผู้ถือหุ้น และเจ้าหนี้ ต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในระดับที่ลดลง ซึ่งส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลงด้วย

2) การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้ข้อมูลต่าง ๆ ของบริษัทมีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลทางการเงิน หรือข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลทางการเงิน เมื่อนักลงทุน ผู้ถือหุ้น หรือผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่ายมีความเชื่อถือในบริษัทมากขึ้น และมองว่าบริษัทมีความเสี่ยงต่ำลง ก็จะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง อีกทั้งการที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ยังทำให้สามารถลดค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบกิจการจากภายนอกได้อีกด้วย เนื่องจากนักลงทุนมีความเชื่อมั่นในบริษัทมากยิ่งขึ้น

3) การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดปัญหาการใช้ข้อมูลภายในได้ เนื่องจากมีงานวิจัยในอดีตของ Diamond and Verrecchia (1991) และ Leuz and Verrecchia (2000) ที่พบว่า การประเมินการกำกับดูแลกิจการนั้น มีข้อกำหนดเงื่อนไข และมาตรการควบคุมการใช้ข้อมูลภายในหลายประการ อีกทั้งยังมีในเรื่องของความโปร่งใส และเป็นธรรมที่ทำให้บริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลต่าง ๆ ออกสู่สาธารณชนอย่างถูกต้อง ครบถ้วน และทันเวลา ซึ่งสิ่งเหล่านี้จะช่วยลดปัญหาการใช้ข้อมูลภายในลง ส่งผลให้การลงทุนของผู้ถือหุ้น นักลงทุน และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้องกับกิจการ มีความเสี่ยงลดลงไปด้วย จึงทำให้บุคคลเหล่านี้ต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในระดับที่ต่ำลง และส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนของบริษัทลดลงตามไปด้วย

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน ทั้งต้นทุนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนของหนี้สินที่สำคัญ คือ การศึกษาของ Zhu (2014) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุนใน 23 ประเทศ และพบหลักฐานเชิงประจักษ์ว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีต้นทุนของส่วน

ของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) และต้นทุนของส่วนของหนี้สิน (Cost of Debt) อยู่ในระดับที่ต่ำกว่าบริษัทอื่น นอกจากนี้ Zhu (2014) ยังพบว่า ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นจะมีความสัมพันธ์กับการกำกับดูแลกิจการที่เด่นชัดกว่าในประเทศที่มีระบบกฎหมายที่แข็งแกร่งกว่า และมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างกว้างขวาง แต่ในทางกลับกันความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของส่วนของหนี้สินจะเด่นชัดกว่าในประเทศที่รัฐบาลไม่มีคุณภาพ หรือประเทศที่กฎหมายไม่เข้มแข็ง หรือมีความโปร่งใสของข้อมูลข่าวสารต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ramly (2012) ที่ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นในประเทศมาเลเซีย ซึ่งพบว่าการกำกับดูแลกิจการสามารถลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นลงได้ เนื่องจากบริษัทที่มีคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการที่สูงกว่า จะมีระบบการควบคุมภายในที่ดี ผู้ถือหุ้นสามารถเชื่อถือข้อมูลจากรายงานทางการเงินได้ อีกทั้งยังมีคณะกรรมการที่ทำการตรวจสอบหรือควบคุมดูแลที่เชื่อถือได้อีกด้วย จึงทำให้นักลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทนจากบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่ต่ำลง เนื่องจากมองว่าบริษัทมีความเสี่ยงต่ำ เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Mazzotta and Veltri (2014) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นในประเทศอิตาลี และพบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ Ashbaugh-Skaife, Collins and LaFond (2004), Byun, Kwak and Hwang (2008) และงานวิจัยของ Reverte (2009) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ และต้นทุนของผู้ถือหุ้น ซึ่งทั้งหมดพบว่าคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์แปรผกผันกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่าบริษัทที่มีคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะเป็นบริษัทที่มีต้นทุนของผู้ถือหุ้นที่ต่ำ แต่ในทางกลับกัน ถ้าหากบริษัทนั้นมีการกำกับดูแลกิจการอย่างไม่มีคุณภาพ ก็จะเป็นบริษัทที่มีต้นทุนของผู้ถือหุ้นที่สูง

สำหรับการศึกษาที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของหนี้สินนั้น ยังมีงานวิจัยของ Bhojraj and Sengupta (2003) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการ และตราสารหนี้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือสูงหรือก็คือตราสารหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำ พบว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการสามารถช่วยลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ (Default Risk) ด้วยการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) และลดต้นทุนจากการตรวจสอบการบริหารงาน อีกทั้งกลไกการกำกับดูแลกิจการยังสามารถช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information) ระหว่างบริษัทและเจ้าหนี้ได้อีกด้วย ทั้งนี้ Bhojraj and Sengupta (2003) ยังพบว่าบริษัทที่มีการกระจายตัวของความเป็นเจ้าของสูง และมีคณะกรรมการจากภายนอกเป็นผู้ตรวจสอบควบคุมดูแล จะมีอันดับความน่าเชื่อถือที่สูงกว่า และสามารถออกตราสารหนี้รุ่นใหม่อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Anderson et al. (2004) ที่พบว่าต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) จะแปรผกผันกับคณะกรรมการอิสระและขนาดของคณะกรรมการ อีกทั้งยังพบว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการตรวจสอบอิสระนั้น จะมีต้นทุนจากกิจกรรมจัดหาเงินทุนด้วยหนี้สินที่ต่ำลงอย่างมีนัยสำคัญ และยังพบว่าขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบอิสระ รวมถึงความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลงอีกด้วย ซึ่งจากทั้งหมดสามารถสรุปได้ว่า คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบนั้น เป็นองค์ประกอบสำคัญที่ทำให้รายงานทางการเงินมีความน่าเชื่อถือมากขึ้น ความเสี่ยงลดลง จึงทำให้เจ้าหนี้ต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในระดับที่ต่ำลง

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

■ วิธีการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยฉบับนี้ มีประชากรคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีจำนวนทั้งสิ้น 722 บริษัท (ณ วันที่ 6 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2560) โดยจะศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554-2558 รวมทั้งสิ้น 5 ปี ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กลุ่มธุรกิจประกันภัย รวมถึงกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ จำนวน 138 บริษัท และบริษัทที่เพิ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2559 อีกจำนวน 29 บริษัท ผู้วิจัยจึงได้รวมบริษัทเหล่านี้อยู่ในกลุ่มตัวอย่าง คงเหลือกลุ่มตัวอย่างที่จะใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 555 บริษัท การศึกษานี้เก็บรวบรวมข้อมูลคะแนนการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies จาก www.thai-iod.com รายงานประจำปี (Annual Report) แบบแสดงข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) จาก www.set.or.th และเว็บไซต์ของบริษัทจดทะเบียนเอง ส่วนข้อมูลทางการเงินจากรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เก็บรวบรวมข้อมูลได้จาก www.set.or.th และ www.setsmart.com

แบบจำลองของการศึกษาวิจัย

การศึกษาครั้งนี้ เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน ทั้งต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนของหนี้สิน โดยจะใช้ต้นทุนเงินของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) และต้นทุนเงินของหนี้สิน (Cost of Debt) เป็นตัวแปรตาม (Dependent Variable) และใช้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ซึ่งประกอบไปด้วยคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG score: CGS), ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size: BS), สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence: BI), การควบรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุด (CEO Duality: CEOD) การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท (Ownership Concentration: OC) และ สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหาร (Managerial Ownership: MO) นอกจากนี้ยังมีตัวแปรควบคุม (Control Variable) อีก 4 ตัวแปร ซึ่งได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm Size: FS), สัดส่วนการก่อหนี้ (Leverage: Lev), อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA), และ อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio: IC)

จากตัวแปรตามที่ได้กล่าวไปข้างต้น สามารถสร้างเป็นแบบจำลองที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล เพื่อทดสอบสมมติฐาน และหาความสัมพันธ์ได้ 2 แบบจำลอง ดังนี้

$$COE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGS_{it} + \beta_2 BS_{it} + \beta_3 BI_{it} + \beta_4 CEOD_{it} + \beta_5 OC_{it} + \beta_6 MO_{it} + \beta_7 FS_{it} + \beta_8 Lev_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} IC_{it} + \varepsilon_{it} \dots (1)$$

$$COD_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGS_{it} + \beta_2 BS_{it} + \beta_3 BI_{it} + \beta_4 CEOD_{it} + \beta_5 OC_{it} + \beta_6 MO_{it} + \beta_7 FS_{it} + \beta_8 Lev_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} IC_{it} + \varepsilon_{it} \dots (2)$$

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score): ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies จะมีการเปิดเผยระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับ “ดี” จนถึงระดับ “ดีเลิศ” ซึ่งเป็นตัวแปรเชิงคุณภาพ ดังนั้นเพื่อให้ตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) สามารถพยากรณ์ตัวแปรตามอย่างต้นทุนของเงินทุนได้ ผู้วิจัยจะใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดยตัวแปรหุ่นจะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทได้รับการจัดอันดับอยู่ในเกณฑ์ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” และตัวแปรหุ่นจะมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทได้รับการจัดอันดับต่ำกว่าเกณฑ์ “ดี” ลงไป (บริษัทที่ไม่มีรายชื่ออยู่ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies)

ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size): จะคำนวณจากลอการิทึมของจำนวนคณะกรรมการทั้งหมดของบริษัทในแต่ละปี

สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence): จะคำนวณจากสัดส่วนของกรรมการอิสระต่อคณะกรรมการทั้งหมดของบริษัทในแต่ละปี

การควบรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (CEO Duality): ตัวแปรการควบรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารระดับสูงเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ ผู้วิจัยจึงแปลงข้อมูลเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดยกำหนดให้ตัวแปรหุ่นมีค่าเท่ากับ 1 ถ้าหากบริษัทนั้นมีประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนเดียวกัน และตัวแปรหุ่นจะมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทนั้นมีประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนละคนกัน

การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท (Ownership Concentration): จะคำนวณจากอัตราส่วนหุ้นที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่สุด 5 อันดับถืออยู่ส่วนด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมด

สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการและผู้บริหาร (Managerial Ownership): คำนวณจากจำนวนหุ้นที่ถือครองโดยคณะกรรมการและผู้บริหาร ส่วนด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมด

ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

ต้นทุนเงินทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity): จะคำนวณจากผลต่างระหว่างอัตราส่วนกำไรต่อราคา (Earnings-Price Ratio) ของแต่ละบริษัท และค่ามัธยฐาน (Median) ของอัตราส่วนกำไรต่อราคาในแต่ละอุตสาหกรรม ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (Cost of Debt): คำนวณจากดอกเบี้ยจ่ายของบริษัทในแต่ละปี ส่วนด้วยค่าเฉลี่ยของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยระหว่างปี

ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

ขนาดของบริษัท (Firm Size): จะคำนวณจากลอการิทึม (Logarithm) ของสินทรัพย์รวมของบริษัท

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

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset): จะคำนวณจากกำไรสุทธิ (Net Income) ของบริษัทส่วนด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท (Total Asset)

อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio): จะคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงาน (Earnings before Interest and Tax) ของบริษัทส่วนด้วยดอกเบี้ยจ่าย (Interest Paid)

ผลการศึกษา

จากตารางที่ 1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรตาม จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 2,179 ตัวอย่าง พบว่ามีเพียงตัวแปรควบคุม 2 ตัวแปร คือ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยเท่านั้น ที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับตัวแปรตามอย่างต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (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 แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี สามารถช่วยลดต้นทุนของหนี้สินลงได้ อีกทั้งการที่บริษัทมีการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกยิ่งสูง จะสามารถช่วยลดต้นทุนของหนี้สินลงได้เช่นกัน

ตารางที่ 1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient)

Variables	COE	COD	CGS	BS	BI	CEOD	OC	MO	FS	Lev	ROA
COE	1.0000										
COD	-0.1254	1.0000									
CGS	0.1702	-0.1089	1.0000								
BS	0.0398	-0.0572	0.1928	1.0000							
BI	0.0260	0.0379	0.0194	-0.2385	1.0000						
CEOD	-0.0291	-0.0289	-0.0896	-0.1192	-0.0185	1.0000					
OC	0.0505	-0.1112	0.0596	0.0069	-0.1322	0.0837	1.0000				
MO	0.0307	-0.0251	-0.0361	-0.1462	-0.0149	0.0676	0.0135	1.0000			
FS	0.0470	-0.0405	-0.0706	-0.1257	-0.0366	0.0397	0.0339	0.1286	1.0000		
Lev	-0.0727	0.0782	0.0509	0.0566	0.0708	-0.0234	-0.1511	-0.0487	-0.0469	1.0000	
ROA	0.6695	-0.0810	0.1719	0.0517	-0.0349	-0.0754	0.1379	0.0631	0.0248	-0.2709	1.0000
IC	0.4970	0.0173	0.1347	0.0648	-0.0127	-0.0821	0.0873	0.0670	0.0191	-0.0247	0.4863

ตารางที่ 2 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

Variables	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 2 พบว่าค่า VIF ของตัวแปรอิสระทุกตัวต่ำกว่า 10 อีกทั้งค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระทุกตัวยังมีค่ามากกว่า 0 (ค่าเข้าใกล้ 1) ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าตัวแปรอิสระทุกตัวไม่มีความสัมพันธ์กันเอง หรือไม่พบปัญหา Multicollinearity จึงสามารถใช้ตัวแปรอิสระทุกตัวที่เก็บข้อมูลมาในการศึกษาวิจัยครั้งนี้

ตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของการกับกำดูแลกิจการและต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นหลังจากตัดตัวอย่างที่มีค่าผิดปกติออกไป

Variables	Coefficient	Std. Error	t-statistic	p-value
constant	-87.9233	72.6045	-1.21	0.226
CG score	56.4826**	20.9252	2.70	0.007
Board size	-0.4301	4.1183	-0.10	0.917
Board independence	3.0847*	1.2695	2.43	0.015
CEO duality	63.9742**	23.3290	2.74	0.006
Ownership concentration	-0.0469*	0.0189	-2.48	0.013
Managerial ownership	-0.0265	0.0188	-1.41	0.159
Firm size	0.0366*	0.0154	2.37	0.018
Leverage	0.0832**	0.0161	5.15	0.000
ROA	0.5884**	0.0184	31.89	0.000
Interest coverage ratio	0.2273**	0.0187	12.12	0.000
No. of observation	2154			
R-squared	0.5021			
Adjusted R-square	0.4998			

* มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05, ** มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

จากตารางที่ 3 ผู้วิจัยได้ตัดตัวอย่างบางตัวอย่างที่มีค่าผิดปกติมาก ๆ (Outliers) ออกไป ทำให้เหลือตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเพียง 2,154 ตัวอย่าง ผู้วิจัยจะใช้ผลจากการศึกษาตามตารางที่ 3 ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรแต่ละตัวแปรเพื่อทดสอบสมมติฐาน ดังนี้

H1: คะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

ผลจากการทดสอบสมมติฐานจากตารางที่ 3 พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น แต่เมื่อพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์ของคะแนนการกำกับดูแลกิจการ พบว่ามีค่าในทิศทางบวก ซึ่งมีค่าในทิศทางตรงข้ามกับสมมติฐาน กล่าวคือ ผลจากการทดสอบสมมติฐานแสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่สูงขึ้นไม่ได้ช่วยลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น แต่กลับทำให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น

H2: ขนาดของคณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

ผลจากการทดสอบสมมติฐานพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีค่าเท่ากับ -0.4301 โดยมีทิศทางเป็นลบ ซึ่งมีทิศทางเป็นไปตามสมมติฐาน แต่เมื่อพิจารณาถึงค่า p-value พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีค่า p-value เท่ากับ 0.917 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่มีขนาดใหญ่หรือบริษัทที่มีคณะกรรมการจำนวนมากว่าไม่สามารถช่วยลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นได้อย่างมีระดับนัยสำคัญที่ 0.05

H3: สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

ผลจากการทดสอบสมมติฐานพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีค่าเท่ากับ 3.0847 โดยมีทิศทางเป็นบวก ซึ่งมีทิศทางตรงข้ามกับทิศทางตามสมมติฐาน แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ จำนวนของคณะกรรมการอิสระที่มากขึ้นไม่สามารถช่วยลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นให้ลดลง แต่กลับทำให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น

H4: การควมรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุด มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

จากตารางที่ 3 พบว่าค่าสัมประสิทธิ์มีทิศทางเป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับทิศทางตามสมมติฐาน แสดงว่าการควมรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุด มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น กล่าวคือ การที่บริษัทมีการควมรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุดหรือการที่บริษัทมีประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนเดียวกัน จะทำให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น

H5: การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

จากตารางที่ 3 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัทมีทิศทางเป็นลบ ซึ่งตรงข้ามกับทิศทางตามสมมติฐาน แสดงให้เห็นว่า การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัทที่เพิ่มขึ้นหรือสัดส่วนหุ้นที่ถือครองโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกของบริษัทที่มากขึ้น จะสามารถลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นได้

H6: สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหาร มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

จากตารางที่ 3 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์มีทิศทางเป็นลบ ซึ่งสอดคล้องกับทิศทางตามสมมติฐานในข้างต้น จึงสรุปได้ว่า สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารที่มากขึ้นหรือจำนวนหุ้นที่ถือครองโดยคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารที่มากขึ้น ไม่สามารถลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นได้

H7: ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

จากตารางที่ 3 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์มีทิศทางเป็นบวก ซึ่งตรงข้ามกับสมมติฐาน แสดงว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ขนาดของบริษัทที่ใหญ่ขึ้นไม่สามารถลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นลงได้ แต่กลับทำให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น

H8: สัดส่วนการก่อหนี้ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

จากตารางที่ 3 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์มีทิศทางเป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับทิศทางตามสมมติฐาน ซึ่งสรุปได้ว่า สัดส่วนการก่อหนี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น กล่าวคือ สัดส่วนการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นหรือบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในระดับสูงขึ้น จะทำให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Modigliani and Miller (1958) และ Ramly (2012) ที่พบว่าต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นจะเพิ่มขึ้นตามอัตราส่วนการก่อหนี้ของบริษัท

H9: อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

จากตารางที่ 3 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์มีค่าเป็นบวก ซึ่งตรงข้ามกับทิศทางตามสมมติฐาน แสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น หรือกล่าวอีกนัยได้ว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นไม่สามารถช่วยลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นให้ลดลง แต่กลับทำให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น

H10: อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น

จากตารางที่ 3 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์มีค่าเป็นบวก ซึ่งตรงข้ามกับทิศทางตามสมมติฐาน แสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นหรือบริษัทที่มีความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยในระดับสูง ไม่สามารถลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นลงได้ แต่กลับทำให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น

■ การวิเคราะห์ผลการถดถอยเชิงพหุคูณของการกำกับกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของหนี้สิน

ตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์ผลการถดถอยเชิงพหุคูณของการกำกับกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของหนี้สิน

Variables	Coefficient	Std. Error	t-statistic	p-value
constant	1348.438	98.828	13.64	0.000
CG score	-136.757**	28.404	-4.81	0.000
Board size	-14.009*	5.598	-2.50	0.012
Board independence	0.228	1.713	0.13	0.894
CEO duality	-38.727	31.755	-1.22	0.223
Ownership concentration	-0.104**	0.025	-4.10	0.000
Managerial ownership	-0.034	0.025	-1.34	0.179
Firm size	-0.042*	0.021	-2.04	0.041
Leverage	0.043*	0.022	2.00	0.046
ROA	-0.089**	0.024	-3.69	0.000
Interest coverage ratio	0.132**	0.024	5.61	0.000
No. of observation		2179		
R-squared		0.0482		
Adjusted R-square		0.0438		

* มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ** มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

จากตารางที่ 4 พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ความเชื่อมั่น หรือค่า R-square มีค่าเท่ากับ 0.0482 หรือเท่ากับร้อยละ 4.82 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรที่อยู่ในแบบจำลองข้างต้น สามารถอธิบายตัวแปรตามหรือก็คือต้นทุนของหนี้สินได้เพียงร้อยละ 4.82 แต่อย่างไรก็ตาม จากตารางที่ 4 ผู้วิจัยพบว่าตัวแปรอิสระ 3 ตัวแปร ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) และการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท (Ownership Concentration) ที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สิน

นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรควบคุมทั้ง 4 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm Size) สัดส่วนการก่อหนี้ (Leverage) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset) และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) ก็มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สินของผู้ถือหุ้น ซึ่งสามารถวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรแต่ละตัวแปรเพื่อทดสอบสมมติฐาน โดยมีรายละเอียดดังนี้

H1: คะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์มีค่าในทิศทางลบ ซึ่งสอดคล้องตามสมมติฐาน คะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า บริษัทที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือบริษัทที่มีคะแนนการกำกับกิจการที่สูงขึ้น สามารถช่วยลดต้นทุนของหนี้สินลงได้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Byun (2007) และ Blom and Schauten (2008) ที่พบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

H2: ขนาดของคณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4 ค่าสัมประสิทธิ์มีค่าในทิศทางลบ ซึ่งสอดคล้องกับทิศทางตามสมมติฐาน จึงสรุปได้ว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่มีขนาดใหญ่หรือบริษัทที่มีจำนวนคณะกรรมการที่มากกว่า จะสามารถลดต้นทุนของหนี้สินให้ลดลงได้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Anderson et al. (2004) ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

H3: สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์มีค่าในทิศทางบวก ซึ่งตรงข้ามกับทิศทางตามสมมติฐาน แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงสรุปได้ว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระไม่ได้มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สิน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระที่มากขึ้นหรือบริษัทที่มีจำนวนคณะกรรมการอิสระที่มากกว่า ไม่สามารถทำให้ต้นทุนของหนี้สินให้ลดลงได้

H4: การควมรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุด มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์มีทิศทางเป็นลบ ซึ่งตรงข้ามกับสมมติฐาน แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า การควมรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุดไม่ได้มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สิน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า บริษัทที่มีการควมรวมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุด หรือบริษัทที่มีประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนคนเดียวกัน ไม่ได้ทำให้ต้นทุนของหนี้สินเพิ่มขึ้น

H5: การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์มีทิศทางเป็นลบ ซึ่งตรงข้ามกับทิศทางตามสมมติฐาน แสดงว่า การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับต้นทุนของหนี้สิน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัทที่เพิ่มขึ้น หรือสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกของบริษัทที่มากขึ้น สามารถช่วยลดต้นทุนของหนี้สินลงได้

H6: สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหาร มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์มีทิศทางเป็นลบตรงตามสมมติฐาน แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สิน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารที่เพิ่มขึ้น หรือจำนวนหุ้นที่ถือครองโดยคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารที่มากขึ้น ไม่สามารถช่วยลดต้นทุนของหนี้สินให้ลดลงได้

H7: ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์มีทิศทางเป็นลบ ซึ่งสอดคล้องตามสมมติฐาน ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า ขนาดของบริษัทที่ใหญ่ขึ้นหรือบริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่าจะสามารถลดต้นทุนของหนี้สินลงได้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตหลายงาน เช่น Bhojraj and Sengupta (2003) และ Juniarti and Natalia (2012) ที่พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน เนื่องจากเจ้าหนี้จะมีความเชื่อมั่นกับบริษัทที่มีขนาดใหญ่มากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก เพราะบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีการเปิดเผยข้อมูล และมีความโปร่งใสมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ซึ่งสามารถลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลลงได้ จึงทำให้เจ้าหนี้ต้องการอัตราผลตอบแทนในระดับที่ต่ำลง และส่งผลให้ต้นทุนของหนี้สินของบริษัทลดลงตามไปด้วย

H8: สัดส่วนการก่อหนี้ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์มีทิศทางเป็นบวก ซึ่งสอดคล้องตามสมมติฐาน ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า สัดส่วนการก่อหนี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของหนี้สิน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า บริษัทที่มีสัดส่วนการก่อหนี้ในระดับที่สูงหรือบริษัทที่มีหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมที่สูงกว่า จะทำให้ต้นทุนของหนี้สินของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Cheng, Collins, and Huang (2006), Byun et al. (2008) และ Gray, Koh, and Tong (2009) ที่พบว่าบริษัทที่มีการก่อหนี้ในระดับสูง จะมีความเสี่ยงด้านการผิดนัดชำระหนี้ ทำให้เจ้าหนี้ต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยง จึงส่งผลให้ต้นทุนของหนี้สินของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นด้วย

H9: อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์มีทิศทางเป็นลบ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐาน ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน กล่าวคือ บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในระดับที่สูง สามารถทำให้ต้นทุนของหนี้สินลดลงได้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ธีรนนท์ แสงอำ (2556) ที่พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

H10: อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

จากตารางที่ 4 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์มีทิศทางเป็นบวก ซึ่งตรงข้ามกับสมมติฐาน แสดงว่า อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของหนี้สิน หรือกล่าวได้ว่า อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นหรือบริษัทที่มีความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยในระดับสูง ไม่สามารถลดต้นทุนของหนี้สินของผู้ถือหุ้นลงได้ แต่กลับทำให้ต้นทุนของหนี้สินของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น

■ อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน ทั้งต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนของส่วนของหนี้สิน 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 กลับมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรควบคุมทั้ง 4 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm Size) สัดส่วนการก่อหนี้ (Leverage) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset) และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) ก็มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกัน แต่อย่างไรก็ตาม ไม่มีตัวแปรใดที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเลย กล่าวคือ ไม่มีตัวแปรใดเลยที่ช่วยลดต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น

สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของหนี้สิน พบว่า มีตัวแปรการกำกับดูแลกิจการจำนวน 3 ตัวแปร ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) และการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท (Ownership Concentration) ที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สิน 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 ที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน

เอกสารอ้างอิง

ภาษาไทย

- กนกวรรณ ลิ้มพิผลไพบูลย์. (2557). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจการควบคุมส่วนเกินของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และต้นทุนเงินทุนของบริษัท. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ธาริณี จวงมูทิตา, ดุษณีย์ ส่องเมือง และขวัญสกุล เต็งอันทวย. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการและการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์, ปีที่ 1 ฉบับที่ 1, หน้า 17-26
- จิรนนท์ แสงอ่ำ. (2556). การกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของหนี้สิน กรณีศึกษา : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- วรกมล เกษมทรัพย์. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ศิลาพร ศรีจันทเพช. (2555). หลักสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ. วารสารบริหารธุรกิจ. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 35(133), 1-4.
- ศาสตราจารย์ ดร. ศาสตราจารย์. (2557). ระดับบรรษัทภิบาลส่งผลอย่างไรต่ออันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ภาษาอังกฤษ

- 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, Retrieved from <https://www.researchgate.net/profile>
- 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.
- Diamond, D.W. and Verrecchia, R.E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 46 (4), 1325 – 1359.

- 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, and Natalia, T. L. (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.
- Leuz, C. and Verrecchia, R.E. (2000). The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91 – 124.
- 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.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48, 261-297.
- 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.
- Porta, R.L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- 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.