

ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทภิบาลและต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (กรณีศึกษาบริษัทใน SET50)

โดย

นายธนัท วรชิตีสรณ์

(รหัสนักศึกษา 6210323024)

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

เศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์การเงิน)

คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

ปีการศึกษา 2562

ลิขสิทธิ์ของสถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

AN EMPIRICAL STUDY ON RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE AND
COST OF CAPITAL FOR THE LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
(SET50)

BY

MR.TANUT WORACHITISUN

(STUDENT ID 6210323024)

AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF THE REQUIREMENTS
FOR THE DEGREE OF MASTER OF ECONOMICS (FINANCIAL ECONOMICS)

SCHOOL OF DEVELOPMENT ECONOMICS

NATIONAL INSTITUTE OF DEVELOPMENT ADMINISTRATION

ACEDAMIC YEAR 2019

COPYRIGHT OF NATIONAL INSTITUTE OF DEVELOPMENT ADMINISTRATION

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ

ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทมหาชนและต้นทุน
เงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย (กรณีศึกษาบริษัทใน SET50)

ชื่อผู้เขียน

นายธนัท วรชิตีสรวรรค์

ชื่อปริญญา

เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์การเงิน)

สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย

หลักสูตรเศรษฐศาสตร์การเงิน
คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

รศ.ดร. สรศาสตร์ สุขเจริญสิน

ปีการศึกษา

2562

บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทมหาชนและต้นทุนเงินทุนของกิจการ โดยทำการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (เฉพาะบริษัทใน SET50) เป็นระยะเวลาตั้งแต่ปี 2558 – 2562 และให้คำจำกัดความบริษัทมหาชนผ่านการกำหนดตัวแปรอิสระในด้านต่าง ๆ ที่สอดคล้องกับแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดี และมีการกำหนดตัวแปรควบคุมอื่น ๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อต้นทุนทางการเงิน ผลการศึกษาจากการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ พบความมีนัยสำคัญของความสัมพันธ์จาก 3 ตัวแปรหลักที่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ ได้แก่ ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ ร่วมกับความสามารถในการสร้างกำไร สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น และขนาดของกิจการ โดยพบว่าการที่บริษัทมีคณะกรรมการที่มีความหลากหลายทางเพศส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการลดลงได้ก็ต่อเมื่อบริษัทมีความสามารถในการสร้างกำไรในระดับสูง สำหรับขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน โดยขนาดของกิจการที่ใหญ่ขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการลดลงได้เช่นกัน ในขณะที่สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม โดยสัดส่วนการกระจุกตัวที่สูงขึ้นจะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการสูงขึ้นด้วย

Independent Study Title	AN EMPIRICAL STUDY ON RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE AND COST OF CAPITAL FOR THE LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND (SET50)
Author	Tanut Worachitisun
Degree	Master in Financial Economics
Department/Faculty/University	Financial Economics Department School of Development Economics National Institute of Development Administration
Independent Study Advisor	Sorasart Sukcharoensin, Ph.D.
Academic Year	2019

ABSTRACT

This study was determined to analyze the relationship between corporate governance and cost of capital, by studying on the listed companies in The Stock Exchange of Thailand (Firms in SET50 index) for the period 2015 – 2019. Corporate governance was defined through the development of independent variables that were relevant to the guidance of good corporate governance, together with control variables which may have significant impact on cost of capital. According to the result of regression analysis, three variables were found to have significant impact on cost of capital, which were interaction term between Board gender diversity and ROE, Block ownership, and Firm size. The outcomes showed that the firms with board gender diversity can reduce the cost of capital if presented with high ROE benchmark. Likewise, the bigger firm size can also reduce such cost of capital. Whereas the block ownership has the positive relationship with cost of capital, as higher block ownership increases the firm cost of capital.

กิตติกรรมประกาศ

ในการจัดทำผลงานศึกษาอิสระฉบับนี้ ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณท่าน รศ.ดร. สรศาสตร์ สุขเจริญสิน อาจารย์ที่ปรึกษาของผลงานศึกษาอิสระในครั้งนี้ ที่ได้ให้ความอนุเคราะห์ในการแนะนำและให้ข้อคิดเห็นต่าง ๆ ซึ่งส่งผลให้ผลงานศึกษาอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดีและมีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ทั้งในด้านระเบียบวิธีวิจัย การวิเคราะห์ผลการศึกษา และการกำกับดูแลกิจการที่ดีในบริบทต่าง ๆ และขอขอบพระคุณท่านคณาจารย์ทุกท่านในหลักสูตรเศรษฐศาสตร์การเงิน คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ ที่ช่วยประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ซึ่งข้าพเจ้าสามารถนำมาประยุกต์ใช้ในผลงานฉบับนี้ให้เป็นรูปธรรมมากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณท่าน ดร.ก้องเกียรติ โอภาสวงการ ที่ให้ความกรุณาสนับสนุนทุนการศึกษาข้าพเจ้าในระดับปริญญาโท ในหลักสูตรเศรษฐศาสตร์การเงิน สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ ซึ่งเป็นโอกาสทางการศึกษาสูงสุดในชีวิตของข้าพเจ้าซึ่งสามารถนำไปต่อยอดในชีวิตจริงและทำประโยชน์ให้แก่สังคมได้อย่างแท้จริง

สุดท้ายนี้ ข้าพเจ้าขอขอบพระคุณครอบครัวของข้าพเจ้า เพื่อนนักศึกษา และท่านเจ้าหน้าที่หลักสูตรเศรษฐศาสตร์การเงิน คณะพัฒนาการเศรษฐกิจทุกท่านที่ให้ความเมตตาสนับสนุนข้าพเจ้า และประสานงานให้ข้าพเจ้าสามารถศึกษาปริญญาโทและทำกิจกรรมต่าง ๆ ได้อย่างราบรื่นตลอดจนจบการศึกษา

นายณัฏ วรชิตีสรณ์

สารบัญ

บทนำ

ที่มาและความสำคัญของงานวิจัย	1
วัตถุประสงค์	3
ประโยชน์และการนำไปประยุกต์ใช้	3
ขอบเขตการศึกษา	4

ทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	4
แนวคิดที่เกี่ยวข้อง	5
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	9

ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	13
แหล่งข้อมูลและการเก็บรวบรวมข้อมูล	14
วิธีในการศึกษา	15
สมมติฐานงานวิจัย	15
แบบจำลองในการศึกษา	18

การวิเคราะห์และผลการวิจัย

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	20
การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน	25
การอภิปรายผลการศึกษา	33

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	36
-----------------------------	----

รายการอ้างอิง

ภาคผนวก

สารบัญตาราง

2.1 ระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการโดยสถาบันกรรมการบริษัทไทย	7
4.1 สรุปผลค่าสถิติเบื้องต้นของข้อมูลเชิงปริมาณ	21
4.2 สรุปผลค่าเฉลี่ยรายปีของข้อมูลตัวแปรเชิงปริมาณ	21
4.3 สรุปผลค่าสถิติเบื้องต้นของข้อมูลเชิงคุณภาพ – คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ	23
4.4 สรุปผลค่าสถิติเบื้องต้นของข้อมูลเชิงคุณภาพ – ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ	24
4.5 สรุปผลค่าสถิติเบื้องต้นของข้อมูลเชิงคุณภาพ – การควมตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหาร	25
4.6 ผลทางสถิติค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ ที่ทำการศึกษา	27
4.7 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณด้วยวิธี Least Squares	28
4.8 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณเมื่อเพิ่ม Interaction Term	30
4.9 แสดงผลค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่เป็นข้อมูลเชิงปริมาณ	31
4.10 แสดงผลการวิเคราะห์ค่า Variance Inflation Factors	32

การค้นคว้าอิสระ

เรื่องความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลและต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย (กรณีศึกษาบริษัทใน SET50)

บทนำ

ที่มาและความสำคัญของงานวิจัย

ในการดำเนินธุรกิจของกิจการโดยทั่วไป โดยเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งมีส่วนได้เสียสาธารณะผ่านการจำหน่ายตราสารทุนต่อประชาชนผ่านตลาดหลักทรัพย์ ผู้เป็นเจ้าของเงินทุนอย่างผู้ถือหุ้นมักไม่ได้เป็นผู้เข้าไปบริหารจัดการบริษัทโดยตรง แต่จะมีการจัดตั้งตัวแทนได้แก่ คณะกรรมการบริษัท ในการกำหนดทิศทางและกลยุทธ์ขององค์กร รวมถึงสรรหาผู้มีความเชี่ยวชาญมาดำรงตำแหน่งฝ่ายจัดการ เพื่อบริหารจัดการทรัพยากรของบริษัทให้บรรลุพันธกิจและเป้าหมายขององค์กรที่กำหนดไว้ ผ่านการดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจ ได้แก่ กิจกรรมการดำเนินงาน กิจกรรมการลงทุน และกิจกรรมการจัดหาเงิน เพื่อสร้างผลกำไรและความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม ลักษณะการมอบหมายหน้าที่ดังกล่าวระหว่างผู้ถือหุ้นซึ่งอยู่ในฐานะเจ้าของกิจการ (ตัวการ) และผู้บริหาร (ตัวแทน) อาจทำให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of interest) ระหว่างสองฝ่าย ซึ่งนำไปสู่ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) โดยปัญหาดังกล่าวเกิดจากการที่ผู้ถือหุ้นได้มอบหมายอำนาจหน้าที่ให้แก่ผู้บริหารเพื่อดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจ แต่ผู้บริหารอาจไม่ได้บริหารงานอย่างเต็มความสามารถเพื่อสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นและบรรลุเป้าหมายขององค์กร เนื่องจากผู้บริหารไม่ได้มีสัดส่วนความเป็นเจ้าของในกิจการที่ตนเองทำหน้าที่บริหารงาน นอกจากนี้ ปัญหาตัวแทนดังกล่าวยังก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetry Information) ระหว่างเจ้าของเงินทุน ทั้งที่เป็นเจ้าของเงินทุนผ่านการถือหุ้นหรือเป็นเจ้าของกิจการ และฝ่ายบริหารอีกด้วย กล่าวคือ เจ้าของเงินทุนที่ตัดสินใจลงทุนในกิจการย่อมมีข้อจำกัดในการเข้าถึงข้อมูลเพื่อประเมินว่า ฝ่ายบริหารได้ปฏิบัติหน้าที่อย่างมีประสิทธิภาพตามหน้าที่ที่ได้รับมอบหมายเพื่อสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่องค์กรอย่างแท้จริงหรือไม่

เนื่องจากปัญหาตัวแทนและความไม่สมมาตรของข้อมูล ต่อมาจึงได้มีการตระหนักถึงความสำคัญและนำเสนอแนวคิดของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือบรรษัทภิบาลของกิจการ ซึ่งครอบคลุมการกำกับดูแล

กิจการในหลายด้าน อาทิ โครงสร้างกรรมการบริษัท สิทธิของผู้ถือหุ้น การเปิดเผยข้อมูลของกิจการอย่างโปร่งใส เป็นต้น ทั้งนี้เพื่อเป็นการรักษาสិทธิของผู้เป็นเจ้าของอย่างผู้ถือหุ้น และคำนึงถึงความยุติธรรมและเท่าเทียมในการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่องค์กรอย่างยั่งยืน รวมถึงลดความเสี่ยงที่จะเกิดความไม่โปร่งใสในการบริหารงาน และความประพฤตินิยมที่อาจนำไปสู่ความเสียหายทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่ใช้ตัวเงินต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเป็นวงกว้าง

จากปัญหาดังกล่าวข้างต้น ในมุมมองของเจ้าของเงินทุน ทั้งผู้ที่อยู่ในฐานะเจ้าของและเจ้าหน้าที่ต่างประเมินความเสี่ยงของกิจการที่อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและความสามารถในการชำระหนี้หรือปฏิบัติตามภาระผูกพันของกิจการ โดยในปัจจุบัน การกำกับดูแลกิจการเป็นประเด็นหนึ่งที่มีความสำคัญมากขึ้น เนื่องจากเป็นกระบวนการที่ช่วยเพิ่มความโปร่งใสและการตรวจสอบได้ในการบริหารงาน ซึ่งจะสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย โดยเฉพาะนักลงทุนประเมินความเสี่ยงของกิจการแล้ว จะสะท้อนอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังผ่านระดับต้นทุนทางการเงินที่สอดคล้องกับระดับความเสี่ยงดังกล่าว ทั้งในรูปของต้นทุนของหนี้สินและต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น โดยต้นทุนเหล่านี้ จะส่งผลต่อความผันผวนของผลประกอบการประจำปี ซึ่งผันแปรตามต้นทุนของหนี้สินหรือภาระดอกเบี้ยจ่ายที่ส่งผลต่อกำไรสุทธิซึ่งเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของกิจการที่สำคัญ นอกจากนี้ต้นทุนของหนี้สินและต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นยังมีผลต่อการประเมินมูลค่าด้วยเช่นกัน เนื่องจากเป็นอัตราคิดลดที่ใช้สำหรับการคิดลดกระแสเงินสดเป็นมูลค่าปัจจุบัน เพื่อคำนวณหามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์และกิจการ

เมื่อพิจารณาความเกี่ยวข้องกันระหว่างบรรษัทภิบาลและต้นทุนเงินทุน ผู้วิจัยจึงต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสองปัจจัยดังกล่าวในเชิงประจักษ์ เพื่อวิเคราะห์ว่าการกำกับดูแลกิจการส่งผลอย่างไรต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ และการกำกับดูแลกิจการในด้านใดบ้างที่ส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ โดยปัจจัยสำคัญในการศึกษางานวิจัยฉบับนี้ ได้แก่ ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งถือเป็นประเด็นสำคัญที่ได้รับความสนใจมากยิ่งขึ้นในปัจจุบัน อีกทั้งเป็นหัวข้อสำคัญที่ถูกจัดเป็นเกณฑ์ในการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีอีกด้วย เมื่ออ้างอิงจากรายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการฉบับล่าสุดปี 2562 ที่จัดทำและเผยแพร่โดยสมาคมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ในหมวดความรับผิดชอบของคณะกรรมการ ได้จัดทำการศึกษาความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการในบริษัท พบว่ามีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มากกว่าร้อยละ 46 จากจำนวนบริษัทที่เข้ารับการประเมินทั้งหมดที่ไม่ผ่านเกณฑ์การประเมินในด้านดังกล่าว ซึ่งเป็นข้อมูลที่ดีชี้ให้เห็นว่า ยังมีบริษัทอีกจำนวนมากที่ยังไม่ผ่านเกณฑ์มาตรฐานในประเด็นดังกล่าว จึง

ทำให้เรื่องความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการบริษัทซึ่งเป็นหนึ่งในลักษณะของการกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นประเด็นที่น่าสนใจและควรค่าแก่การศึกษาว่ามีความสัมพันธ์หรือไม่ และอย่างไรต่อต้นทุนของเงินทุนของกิจการ

วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับบรรษัทภิบาลและต้นทุนเงินทุนของกิจการผ่านการวิเคราะห์ปัจจัยต่าง ๆ ที่เป็นคุณลักษณะสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี อาทิ โครงสร้างของกรรมการบริษัท สัดส่วนการถือหุ้น การดำรงตำแหน่งของผู้บริหาร ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ เป็นต้น ว่ามีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการหรือไม่และมีผลอย่างไร ซึ่งต้นทุดังกล่าวหรือผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวัง สามารถนำไปใช้ประโยชน์ในการคำนวณมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์และกิจการผ่านการคิดลดกระแสเงินสดในอนาคตที่นักลงทุนจะได้รับจากกิจการได้ต่อไป

ประโยชน์และการนำไปประยุกต์ใช้

- กิจการสามารถศึกษาและประยุกต์ใช้ผลงานวิจัยนี้ เพื่อประเมินต้นทุนเงินทุนของกิจการที่นักลงทุนคาดหวังอย่างสะท้อนความเป็นจริงมากยิ่งขึ้น ผ่านการวิเคราะห์ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในด้านต่าง ๆ เนื่องจากงานวิจัยฉบับนี้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของบรรษัทภิบาลต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการสำหรับกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยจะศึกษาผ่านตัวแปรลักษณะบรรษัทภิบาลที่พึงปฏิบัติ ซึ่งกิจการเองสามารถเก็บข้อมูลและประเมินตนเองได้โดยง่าย เมื่อกิจการสามารถวิเคราะห์ต้นทุนทางการเงินได้อย่างเหมาะสมแล้วนั้น จะส่งผลให้บริษัทสามารถประเมินต้นทุนทางการเงิน และประเมินมูลค่าหลักทรัพย์และกิจการได้อย่างแม่นยำและสามารถวางแผนจัดการโครงสร้างเงินทุนได้อย่างเหมาะสม
- ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งที่อยู่ในฐานะเจ้าของหรือเจ้าหนี้ อาทิ ผู้ถือหุ้นทั่วไป หรือเจ้าหนี้ของกิจการ สามารถประเมินระดับต้นทุนเงินทุนของกิจการผ่านการพิจารณาโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการของบริษัท ซึ่งงานวิจัยฉบับนี้จะเป็นศึกษาและวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ผ่านแบบจำลองในการประเมินต้นทุนทางการเงิน เพื่อเป็นประโยชน์ในการคาดการณ์แนวโน้มของผลประกอบการของบริษัท และประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ในอนาคต

ที่จะแปรผันตามระดับต้นทุนเงินทุนที่กิจการเผชิญนั่นเอง

ขอบเขตการศึกษา

กลุ่มตัวอย่างในการศึกษางานวิจัยฉบับนี้ ครอบคลุมเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเป็นหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET50 ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2562 โดยจะเก็บข้อมูลเป็นระยะเวลา 5 ปีย้อนหลัง ตั้งแต่ปี 2558 ถึง 2562 ทั้งนี้ การศึกษางานวิจัยจะไม่ครอบคลุมบริษัทที่ประกอบธุรกิจการเงินและประกันภัย ซึ่งต้องปฏิบัติงานและเปิดเผยข้อมูลภายใต้หลักเกณฑ์ข้อบังคับที่กำหนดโดยหน่วยงานกำกับดูแลเฉพาะอุตสาหกรรมนั้น ๆ เช่น ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับและส่งเสริมการประกอบธุรกิจประกันภัย เป็นต้น รวมถึงกิจการที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ ซึ่งต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์และข้อกำหนดการชำระหนี้สินที่แตกต่างจากบริษัททั่วไป และบริษัทที่มีการขอเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์ สำหรับข้อมูลที่จะใช้อ้างอิงเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของบรรษัทภิบาลต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการนั้น จะเก็บรวบรวมจากแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ข้อมูลจากงบการเงินของกิจการ โครงสร้างการถือหุ้นและคณะกรรมการบริษัท ข้อมูลจากรายงานประจำปีและแบบแสดงข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ที่เปิดเผยในเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเว็บไซต์ของกิจการ สำหรับข้อมูลทางการเงินย้อนหลังของกิจการและข้อมูลเพื่อการคำนวณต้นทุนทางการเงิน สามารถเก็บได้จากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้ สำหรับข้อมูลเกี่ยวกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการสามารถอ้างอิงจากรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ซึ่งเปิดเผยในเว็บไซต์ของสมาคมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

ทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

1) ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีนี้ได้รับการนำเสนอครั้งแรกในปี 1976 โดย Jensen and Meckling โดยถ่ายทอดความสัมพันธ์ระหว่างตัวการ (Principal) อย่างผู้เป็นเจ้าของเงินทุน ได้แก่ ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าหนี้ และตัวแทน (Agent) อย่างผู้บริหารที่ได้รับมอบหมายหน้าที่ในการบริหารงานในการตัดสินใจทางธุรกิจและจัดการ

ทรัพยากรของกิจการเพื่อสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (คิลปพร ศรีจันเพชร, 2009) โดยทฤษฎีนี้ได้กล่าวถึงการปฏิบัติหน้าที่ของผู้บริหาร ซึ่งมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) กับเจ้าของเงินทุน สาเหตุที่เป็นไปได้ อาจเกิดจากการที่ผู้บริหารไม่ได้มีส่วนในความเป็นเจ้าของกิจการ ส่งผลให้มีโอกาสที่ผู้บริหารจะตัดทอนผลประโยชน์ส่วนตนและไม่ได้สร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการและผู้ถือหุ้น (Harris and Raviv, 1991) โดยผู้ที่มีบทบาทสำคัญในการควบคุมดูแลและตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารให้มีความโปร่งใสและบรรลุเป้าหมายสูงสุดของกิจการก็คือคณะกรรมการบริษัท ผ่านเครื่องมือที่ช่วยยกระดับการกำกับดูแลกิจการให้ดีขึ้น ไม่ว่าจะเป็นโครงสร้างของคณะกรรมการ การกำหนดนโยบายต่าง ๆ ความเป็นอิสระของประธานคณะกรรมการ เพื่อช่วยสร้างมั่นใจว่าฝ่ายบริหารได้ปฏิบัติงานด้วยความโปร่งใสและคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอย่างสูงสุดโดยตรงไปตรงมา โดย Jensen (1993) ยังได้เสนอแนวคิดเพิ่มเติมว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่า มีโอกาสได้รับผลกระทบจากการประพฤตินิยมชอบของผู้บริหารที่สูงกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก เนื่องจากองค์กรขนาดใหญ่มีความซับซ้อน ทำให้การตรวจสอบและการควบคุมการบริหารงานเป็นไปได้ยากและมีต้นทุนที่สูงขึ้น จึงส่งผลให้บริษัทขนาดใหญ่ได้รับผลกระทบที่รุนแรงกว่า นอกจากนี้ปัญหาอีกรูปแบบหนึ่งที่เกิดขึ้นได้ อาจเกิดจากผู้บริหารประเภทที่จะสนใจการลงทุนที่สามารถให้ผลตอบแทนในระยะสั้น หรือเฉพาะช่วงเวลาที่พวกเขายังทำงานให้แก่บริษัท โดยไม่ได้คำนึงว่าโครงการดังกล่าวจะสร้างความยั่งยืนให้แก่บริษัทหรือไม่ ซึ่งสอดคล้องกับกรณีตัวอย่างจากงานวิจัยของ Dechow and Sloan (1991) ที่พบว่าผู้บริหารระดับสูงที่ใกล้ชิดเกษียณมีการลงทุนในค่าใช้จ่ายเพื่อวิจัยและพัฒนา (Research & Development) ที่ลดลง ถึงแม้จะทราบว่าเป็นสิ่งที่ควรทำเพื่อสร้างผลประโยชน์ให้แก่กิจการในระยะยาว เนื่องจากผู้บริหารเหล่านั้นคาดว่าโครงการระยะยาวไม่สามารถสร้างประโยชน์ให้แก่พวกเขาได้ในช่วงที่ยังอยู่ในวาระงาน

แนวคิดที่เกี่ยวข้อง

1) ความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างเจ้าของเงินทุนและผู้บริหาร

จากทฤษฎีที่ได้กล่าวถึงข้างต้น พบว่าปัญหาตัวแทน (Agency Problem) มีรากของปัญหาจากการขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of interest) ระหว่างตัวการอย่างเจ้าของเงินทุน และตัวแทนอย่างผู้บริหารที่ได้รับมอบหมายหน้าที่ในการจัดการทรัพยากรของกิจการเพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่องค์กร

โดยปัญหาตัวแทนดังกล่าวส่งผลให้เกิดต้นทุนตัวแทน (Agency cost) ที่สูงขึ้น เจ้าของเงินทุนผู้ที่ไม่ได้เข้าไปบริหารงานกิจการโดยตรงต้องเป็นผู้แบกรับต้นทุนนี้จากการมอบหมายให้ผู้บริหารไปปฏิบัติงานแทน ซึ่งความไม่สอดคล้องกันของผลประโยชน์และข้อจำกัดดังกล่าวส่งผลให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetry information) (Haniffa & Hudaib, 2006) เนื่องจากเจ้าของเงินทุนทั้งที่อยู่ในฐานะเจ้าของหรือฐานะเจ้าหนี้ ต่างมีความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลที่จำกัดเกี่ยวกับการบริหารงานของฝ่ายจัดการ ส่งผลให้เจ้าของเงินทุนไม่สามารถประเมินประสิทธิภาพการทำงานของฝ่ายบริหารได้อย่างสมบูรณ์

ความไม่สมมาตรของข้อมูลดังกล่าวนำไปสู่การนำเสนอแนวคิดและการตระหนักถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) โดยได้รับคำนิยามว่าเป็นกระบวนการควบคุมและตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารให้เป็นไปเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้การกำกับดูแลกิจการยังเป็นเสมือนกฎระเบียบ โครงสร้าง และวัฒนธรรมที่ช่วยหล่อหลอมองค์กรให้สามารถบรรลุเป้าหมายของบริษัทได้ ผ่านการบริหารงานที่เชื่อถือได้ โปร่งใส ยุติธรรม และคำนึงถึงสิทธิของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกราย โดยสามารถกล่าวได้ว่า การมีบรรษัทภิบาลที่ดีเป็นเครื่องมือสำคัญที่ช่วยลดต้นทุนตัวแทนลงได้ ผ่านการจัดการโครงสร้างและการปฏิบัติงานของคณะกรรมการบริษัทและฝ่ายบริหารที่ปฏิบัติงานในฐานะตัวแทนของเจ้าของเงินทุนนั่นเอง

2) หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทย

การกำกับดูแลกิจการหรือบรรษัทภิบาลถูกตระหนักถึงความสำคัญและได้รับความสนใจจากหน่วยงานกำกับในประเทศไทยครั้งแรก เมื่อประเทศประสบวิกฤตทางการเงินครั้งใหญ่ในปี 2540 ที่ส่งผลกระทบต่อให้ผู้ประกอบการจำนวนมากต้องเลิกกิจการหรือเผชิญภาวะล้มละลายจากการไม่สามารถชำระหนี้และภาระผูกพันได้ โดยวิกฤตดังกล่าวส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในวงกว้าง โดยเฉพาะเจ้าของเงินทุนอย่างผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ของบริษัทเหล่านั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงได้เข้ามามีบทบาทในการสร้างความตระหนักเกี่ยวกับการมีบรรษัทภิบาลที่ดีขึ้น ผ่านการกำหนด “ข้อพึงปฏิบัติสำหรับคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียน” ในปี 2542 เพื่อเป็นแนวทางการปฏิบัติงานที่ดีให้แก่คณะกรรมการของบริษัททั่วไป และได้จัดตั้งคณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติขึ้น โดยมีตัวแทนจากทั้งหน่วยงานภาครัฐและภาคเอกชนร่วมเป็นส่วนหนึ่งของคณะกรรมการ เพื่อพัฒนาการกำกับดูแลกิจการให้ดียิ่งขึ้น นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์ยังได้เสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนในปี 2555 โดยอ้างอิงจากบรรทัดฐานสากลด้านการกำกับดูแลกิจการอย่าง OECD Principles of Corporate Governance และได้มีการปรับปรุง




เพื่อให้สอดคล้องกับ ASEAN Corporate Governance Scorecard ซึ่งเป็นเครื่องมือที่ช่วยวัดระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศกลุ่มอาเซียน ซึ่งสามารถสรุปเนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวดได้แก่

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น กล่าวถึงสิทธิขั้นพื้นฐานของผู้ถือหุ้นในฐานะเป็นเจ้าของบริษัท ในการควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่ตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของบริษัท จึงควรมีการส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน
2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน กล่าวถึงการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมและเป็นธรรม โดยไม่คำนึงถึงความเป็นผู้ถือหุ้นรายเล็กหรือรายใหญ่ เพศ หรือสัญชาติ
3. บทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย กล่าวถึงการดูแลผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทตามสิทธิและกฎหมายที่เกี่ยวข้อง และส่งเสริมความร่วมมือกันเพื่อสร้างความมั่นคงอย่างยั่งยืนให้แก่กิจการ
4. การเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส กล่าวถึงการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญของบริษัททั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้การเงิน ผ่านช่องทางที่เข้าถึงง่าย ถูกต้อง ครบถ้วน โปร่งใส และทันเวลา
5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ กล่าวถึงความรับผิดชอบและการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ

ต่อมา หลักปฏิบัติทั้ง 5 ข้อนี้ได้พัฒนาเป็นข้อพิจารณาในการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการไทย สำหรับการประเมินการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเปิดเผยในรายงานการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Report) ซึ่งผลการประเมินจะแบ่งออกเป็น 6 กลุ่มตามช่วงคะแนนที่ได้รับดังแสดงในตารางด้านล่าง ซึ่งบริษัทจดทะเบียนจะได้รับผลประเมินเบื้องต้นของตนเองพร้อมข้อเสนอแนะในการปรับปรุงการดำเนินงานทุกปี โดยสมาคมจะเปิดเผยรายชื่อบริษัทที่ได้รับการประเมินในระดับ “ดี” ขึ้นไปบนรายงาน

ตาราง 2.1 ระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการโดยสถาบันกรรมการบริษัทไทย

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 - 100		ดีเลิศ (Excellent)
80 - 89		ดีมาก (Very Good)

70 - 79		ดี (Good)
60 - 69		ดีพอใช้ (Satisfactory)
50 - 59		ผ่าน (Pass)
ต่ำกว่า 50	-	N/A

3) ต้นทุนเงินทุนของกิจการ

โดยทั่วไปในการดำเนินธุรกิจของบริษัท กิจการจำเป็นต้องอาศัยแหล่งเงินทุนเพื่อให้สามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้ เงินทุนดังกล่าวสามารถนำมาใช้เพื่อวัตถุประสงค์ที่หลากหลาย เช่น เพื่อการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ที่จะสร้างผลประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคตให้แก่กิจการ หรืออาจนำมาใช้เพื่อเป็นสภาพคล่องในการดำเนินงาน เช่น ซื้อวัตถุดิบ จ่ายค่าจ้างแรงงาน เป็นต้น แหล่งเงินทุนของกิจการนั้นสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภทหลัก ๆ ได้แก่ แหล่งเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ โดยการตัดสินใจใช้แหล่งเงินทุนจากแหล่งต่าง ๆ นั้นย่อมขึ้นอยู่กับการตัดสินใจของกิจการที่สอดคล้องกับกลยุทธ์ อันดับความน่าเชื่อถือ ความสามารถในการจัดหาแหล่งเงินทุน สถานะทางภาษี ความคล่องตัวในการจัดหาเงินทุน และข้อจำกัดต่าง ๆ ที่กำหนดโดยหน่วยงานกำกับของอุตสาหกรรมนั้น ๆ เพื่อบรรลุเป้าหมายสูงสุดคือการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น ผ่านการจัดการโครงสร้างเงินทุนที่ทำให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการต่ำที่สุด โดยต้นทุนของแหล่งเงินทุนนั้น คืออัตราผลตอบแทนที่เจ้าของเงินทุนต้องการได้รับจากกิจการ เพื่อชดเชยต้นทุนค่าเสียโอกาสและสะท้อนความเสี่ยงที่อาจไม่ได้รับผลตอบแทนตามที่คาดหวัง เพราะฉะนั้น เจ้าของเงินทุนย่อมต้องการผลตอบแทนในอัตราที่สูงขึ้น หากพิจารณาว่าการลงทุนนั้นมีความเสี่ยงสูง และในทางกลับกัน การลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าจะสอดคล้องกับผลตอบแทนที่คาดหวังของนักลงทุนที่ต่ำลงด้วยเช่นกัน โดยต้นทุนของเงินทุนสามารถแบ่งออกเป็น ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนของหนี้สิน

ต้นทุนของหนี้สิน คืออัตราดอกเบี้ยที่กิจการต้องจ่ายให้แก่เจ้าหนี้ ซึ่งให้เงินทุนแก่กิจการในรูปแบบของเงินกู้ยืม หรือการลงทุนตราสารหนี้ เช่น หุ้นกู้ ในกรณีของเงินกู้ยืม อัตราดอกเบี้ยและกำหนดชำระจะมีการระบุไว้อย่างชัดเจนในสัญญากู้ยืมและสะท้อนเป็นต้นทุนทางการเงินในงบกำไรขาดทุนของกิจการ ในกรณีของตราสารหนี้ ข้อมูลต้นทุนทางการเงินสามารถพิจารณาได้จากดอกเบี้ยจ่ายที่คำนวณจากอัตราดอกเบี้ย

ที่แท้จริงและมูลค่าตามบัญชีขั้นต้นของตราสารหนี้ นอกจากนี้ยังต้องคำนึงถึงผลประโยชน์ทางภาษี (Tax shield) ที่จะได้รับจากการนำดอกเบี้ยจ่ายมาเป็นค่าใช้จ่ายก่อนคำนวณภาษีเงินได้นิติบุคคลอีกด้วย

ในส่วนของต้นทุนของส่วนของเจ้าของ การคำนวณจะมีความซับซ้อนกว่าต้นทุนของหนี้สิน เนื่องจากผลตอบแทนดังกล่าวไม่ได้จ่ายคืนให้แก่เจ้าของเงินทุนอย่างเป็นทางการเป็นรูปแบบตายตัว ตัวอย่างเช่น ในกรณีที่บริษัทมีการจ่ายปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น การคำนวณผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นต้องพิจารณาถึงเงินปันผลจ่ายและการเพิ่มขึ้นของมูลค่าของหลักทรัพย์ร่วมด้วย สำหรับกรณีของบริษัทที่ไม่ได้มีการจ่ายปันผล ทางเลือกหนึ่งในการคำนวณต้นทุนทางการเงินอาจประเมินจากความเสี่ยงของประเภทธุรกิจและอุตสาหกรรม (Miller, 2008) ทั้งนี้ ต้นทุนของส่วนของเจ้ามีความสำคัญอย่างมากในการใช้เป็นอัตราคิดลดเพื่อคำนวณหามูลค่าที่เหมาะสมของกิจการ (Mazzotta and Veltri, 2014) ซึ่งจะช่วยเปรียบเทียบระหว่างมูลค่าหลักทรัพย์ในตลาดและมูลค่าที่แท้จริง เพื่อพิจารณาว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวมีมูลค่าสูงเกินความเป็นจริง (Overvalued) หรือต่ำเกินจริง (Undervalued) ต่อไป

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากกรณีศึกษาและทฤษฎีที่ได้กล่าวถึงข้างต้นพบว่า ต้นทุนของเงินทุน ไม่ว่าจะเป็นต้นทุนของหนี้สินหรือต้นทุนของส่วนของเจ้าของจะสะท้อนความเสี่ยงจากการลงทุนในกิจการที่เจ้าของเงินทุนคาดหวังจากกิจการ ซึ่งประเด็นสำคัญได้รับความสนใจคือ ทฤษฎีปัญหาตัวแทน ซึ่งทำให้ผู้เป็นเจ้าของเงินทุนไม่สามารถเข้าไปควบคุมการบริหารงานของฝ่ายจัดการได้อย่างสมบูรณ์ และส่งผลให้เกิดต้นทุนตัวแทนและความเป็นไปได้ที่ผู้บริหารจะไม่ได้ปฏิบัติงานอย่างสุดความสามารถและโปร่งใสตรวจสอบได้ เพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่องค์กรและเจ้าของเงินทุนอย่างแท้จริง โดยเครื่องจักรสำคัญที่ช่วยลดปัญหาดังกล่าวและต้นทุนตัวแทนได้คือกรณีที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งเป็นกระบวนการที่ครอบคลุมการปฏิบัติงานของคณะกรรมการบริษัท ให้มีความสำคัญต่อสิทธิของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย รวมถึงการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสและถูกต้องครบถ้วน เพราะฉะนั้น งานวิจัยฉบับนี้จึงต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลที่ส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนโดยมีการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องดังกล่าวถึงในส่วนถัดไป

Easley and O'Hara (2004) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวในบริษัทขนาดใหญ่ในออสเตรเลีย พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้ต้นทุนของส่วนของเจ้าของลดลงได้อย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ การกำกับดูแล

กิจการที่มีส่วนสำคัญในการช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นและฝ่ายจัดการ รวมถึงช่วยลดต้นทุนในการตรวจสอบการทำงานฝ่ายบริหารว่าผู้บริหารได้ปฏิบัติงานเพื่อประโยชน์สูงสุดขององค์กรและลดความเสี่ยงในการใช้ข้อมูลภายในเพื่อประโยชน์ส่วนตน ซึ่งการลดความเสี่ยงดังกล่าวเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงต่ำลงด้วย นอกจากนี้ ยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Botosan and Plumlee (2002) และ Healy et al. (1999) ที่พบหลักฐานเชิงประจักษ์ว่าการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสและเที่ยงตรง ซึ่งเป็นมิติหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ส่งผลให้ทั้งต้นทุนของหนี้สินและต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงได้เช่นกัน

นอกจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีในแง่การเปิดเผยข้อมูลอย่างเหมาะสมแล้วนั้น Chen et al. (2009) และ Anderson et al. (2004) ซึ่งได้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในภูมิภาคเอเชียและสหรัฐอเมริกา ยังพบว่าโครงสร้างการกำกับกิจการในประเด็นความเป็นอิสระของคณะกรรมการและการปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้น มีผลให้ต้นทุนทางการเงินทั้งสองประเภทลดลงอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน อีกทั้ง ความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างระดับบรรษัทภิบาลและต้นทุนเงินทุนของกิจการยังได้รับการสนับสนุนจากงานวิจัยของ Zhu (2014) ที่ศึกษาประเด็นดังกล่าวควบคู่กับลักษณะของประเทศนั้น ๆ กล่าวคือ ความสัมพันธ์ที่การกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง สามารถเห็นผลได้เป็นที่ประจักษ์ในประเทศที่มีกฎหมายที่เข้มงวดและมีกฎระเบียบในการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส ในขณะที่ ความสัมพันธ์ที่การกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้ต้นทุนของหนี้สินสามารถลดลงได้ สามารถเห็นผลได้ชัดเจนกว่าในประเทศที่กฎหมายอ่อนแอและขาดความโปร่งใสในการเปิดเผยของข้อมูล

โดยการศึกษาวิจัยฉบับนี้ จะทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลของกิจการในแง่มุมต่าง ๆ ที่ส่งผลต่อระดับต้นทุนเงินทุนของกิจการ เพราะฉะนั้นผู้วิจัยจึงได้ทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยเพิ่มเติมในรายละเอียดที่เกี่ยวข้องกับแต่ละตัวแปร ดังต่อไปนี้

ตัวแปรอิสระ

- **ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท**

การศึกษางานวิจัยที่ผ่านมาของ Eisenhardt (1989) พบว่า ปัญหาตัวแทนสามารถลดลงได้ด้วยความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งจะส่งผลให้การควบคุมการทำงานของฝ่ายบริหารเพื่อให้บรรลุเป้าหมายสูงสุดขององค์กรมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Anderson et al (2004) และ

Klock et al (2005) ที่ได้แสดงให้เห็นว่าจำนวนคณะกรรมการอิสระที่มากขึ้นสามารถทำให้ต้นทุนทางการเงินของกิจการลดลงได้อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องของ Dunn (2004) ยังพบว่าการมีจำนวนคณะกรรมการอิสระในสัดส่วนที่มากขึ้น ซึ่งเป็นผลดีต่อการกำกับกิจการในแง่การเปิดเผยข้อมูลสามารถช่วยลดโอกาสในการตกแต่งกำไรในงบการเงิน ส่งผลให้ลดความเสี่ยงและต้นทุนทางการเงินได้เช่นกัน

- **คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดยหน่วยงานอิสระ**

Bozec (2010) ได้ทำการวิจัยบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาและแคนาดา และพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ และมูลค่ากิจการซึ่งสะท้อนถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานด้วย ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกับข้อสรุปของ Blom and Schauten (2008) ที่ทำการศึกษาบริษัทในทวีปยุโรปที่ติดอันดับดัชนี FTSE300 และพบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนของหนี้สิน และข้อสรุปของ Chen et al. (2009) ที่แสดงความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อต้นทุนของส่วนของเจ้าของ โดยมีการอธิบายเพิ่มเติมว่า การมีการกำกับดูแลกิจการที่แข็งแกร่งจะช่วยให้ผู้ถือหุ้นสามารถควบคุมการบริหารงานของฝ่ายจัดการได้ดียิ่งขึ้น และสามารถลดความเสี่ยงที่ผู้บริหารจะตกตวงผลประโยชน์ส่วนตน ส่งผลให้ผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังเพื่อมาชดเชยความเสี่ยงดังกล่าวสามารถลดลงได้เช่นกัน

- **สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการ (Block Ownership)**

โครงสร้างและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นนั้นสามารถแบ่งได้เป็น 2 รูปแบบหลักคือแบบกระจายตัว (Dispersed) และแบบกระจุกตัว (Concentrated) โดยงานวิจัยของ Jung and Kwon (2002) และ Ali et al. (2008) พบความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวและคุณภาพของกำไร กล่าวคือยิ่งสัดส่วนการถือหุ้นของรายใหญ่สูงขึ้น จะส่งผลให้ผลกำไรมีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้นและลดพฤติกรรมตกแต่งกำไรของผู้บริหารลงได้ ซึ่งมีผลสืบเนื่องให้ความเสี่ยงที่เจ้าของเงินทุนต้องเผชิญและต้นทุนทางการเงินลดลงได้ อย่างไรก็ตาม ผลงานวิจัยบางส่วนของ Abdullah and Nasir (2004) ได้ชี้ให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สูงขึ้นอาจนำไปสู่ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และรายย่อย ส่งผลให้แนวโน้มการตกแต่งกำไรสูงขึ้นด้วยเช่นกันและทำให้คุณภาพกำไรต่ำลง เนื่องจากผู้บริหารอาจต้องการสร้างความพึงพอใจให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งหมายความว่าโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวส่งผลให้ความเสี่ยงและต้นทุนทางการเงินสูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงดังกล่าว

- **การดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารระดับสูงโดยคนเดียวกัน**

ผลงานวิจัยในอดีตพบว่ากรณีที่บุคคลเดียวกันดำรงตำแหน่งเป็นทั้งผู้บริหารและประธานคณะกรรมการ ส่งผลเสียต่อการกำกับดูแลกิจการ และทำให้ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะตัดทอนผลประโยชน์และบริหารงานอย่างไม่มีประสิทธิภาพสูงสุด (Brickley, Coles & Jarrell, 1997) กล่าวคือ การที่ทั้งสองตำแหน่งถูกดำรงตำแหน่งโดยคนเดียวกันนั้น มีความขัดแย้งต่อหลักการ Check and balance ซึ่งเน้นความเป็นอิสระระหว่างผู้บริหารที่ได้ปฏิบัติหน้าที่ในการจัดการทรัพยากรของกิจการ และคณะกรรมการอิสระที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการสอดส่องและควบคุมการทำงานของฝ่ายจัดการให้เป็นไปเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น อีกทั้ง Fama & Jensen (1983) และ Westphal & Zajac (1998) ยังพบว่าการควบตำแหน่งดังกล่าวยังส่งผลให้ผู้บริหารมีอำนาจควบคุมคณะกรรมการ และสามารถลดบทบาทในการตรวจสอบและประสิทธิภาพการทำงานของคณะกรรมการลงด้วยเช่นกัน ซึ่งส่งผลให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ที่จะนำไปสู่ความเสี่ยงต่อนักลงทุนและต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น

- **ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ**

จากผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยสมาคมกรรมการบริษัทไทย พบว่าความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการอิสระเป็นหนึ่งในประเด็นที่ได้รับความสำคัญและจัดเป็นเกณฑ์ในการประเมินคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการในหมวดความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท และยังถูกกล่าวถึงในรายงานผลสำรวจความหลากหลายของคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจัดทำและเผยแพร่ในปี 2556 อีกด้วย เมื่ออ้างอิงจากผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่เปิดเผยต่อสาธารณะ พบว่าในปี 2562 มีบริษัทมากกว่าร้อยละ 46 จากบริษัทที่เข้ารับการประเมินทั้งหมดที่ไม่ผ่านการประเมินในหัวข้อดังกล่าว นอกจากนี้ จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องของ Terjesen (2015) พบว่าคณะกรรมการที่มีความหลากหลายทางเพศและประกอบด้วยกรรมการเพศหญิง จะส่งผลให้คณะกรรมการสามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นและยังมีส่วนสำคัญในการส่งเสริมความเป็นอิสระของคณะกรรมการอีกด้วย แนวคิดนี้ยังได้รับการสนับสนุนจาก Abad et al. (2017) ว่าสัดส่วนกรรมการบริษัทเพศหญิงที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้การเปิดเผยข้อมูลขององค์กรมีคุณภาพมากยิ่งขึ้นและช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างเจ้าของเงินทุนและฝ่ายบริหาร ซึ่งการส่งเสริมคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการดังกล่าว จะส่งผลให้เจ้าของเงินทุนต้องการผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่ต่ำลง และทำให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการลดลงได้ (Cumming, Leung, and Rui, 2015)

ตัวแปรควบคุม

- **ขนาดของบริษัท (Firm size)**

ผลการศึกษางานวิจัยของ Cheng et al. (2006) และ Grey et al. (2009) พบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่ จะมีความมั่นคงมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก และเผชิญความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ในระดับที่ต่ำกว่า ซึ่งส่งผลให้เมื่อเจ้าของเงินทุนอย่างผู้ถือหุ้นลงทุนหรือเจ้าหนี้ให้เงินกู้ยืมแก่กิจการที่มีขนาดใหญ่ จะเผชิญความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ในระดับที่ต่ำกว่า ซึ่งส่งผลให้เจ้าของเงินทุนและเจ้าหนี้เหล่านี้ต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงดังกล่าวที่ต่ำลง และทำให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการลดลงด้วยเช่นกัน

- **ความสามารถในการสร้างกำไรของกิจการ (Return of Equity)**

Return on Equity เป็นอัตราส่วนที่ช่วยชี้วัดความสามารถในการทำกำไรของกิจการที่สำคัญ โดยแสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของกิจการในรูปแบบกำไรหลังหักภาษีเงินได้ ที่บริษัทสามารถสร้างให้แก่นักลงทุนต่อส่วนทุนที่ผู้เป็นเจ้าของได้ลงทุนไป อัตราส่วนนี้มีประโยชน์อย่างยิ่งในการปรับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีขนาดแตกต่างกันให้สามารถเปรียบเทียบความสามารถในการทำกำไรได้ โดยจากผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่ศึกษาโดย Byun et al. (2008) และ Francis et al. (2005) พบว่าเมื่อกิจการมีความสามารถในการสร้างกำไรที่สูงขึ้น จะส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินที่เจ้าของเงินทุนต้องการมีระดับที่ต่ำลงด้วยเช่นกัน

ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยฉบับนี้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการมีบรรษัทภิบาลและต้นทุนเงินทุนของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (กรณีศึกษาบริษัทใน SET50) ประชากรที่นำมาพิจารณาศึกษา ได้แก่ ข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและปรากฏในดัชนี SET50 ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2562 ทั้งหมด 50 บริษัท ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี 2558 ถึง 2562 อย่างไรก็ตาม บริษัทที่อยู่ในภาคธุรกิจการเงินและธนาคารจำนวน 11 บริษัทไม่ได้ถูกครอบคลุมในงานวิจัยฉบับนี้ เนื่องจากมีโครงสร้างเงินทุนและต้นทุนทางการเงินที่แตกต่างจากบริษัทอื่น ๆ อีกทั้งยังต้องดำเนินธุรกิจภายใต้กฎระเบียบและข้อบังคับเฉพาะของภาคธุรกิจนั้น ๆ ที่กำหนดโดยหน่วยงานกำกับดูแล เช่น ธนาคารแห่งประเทศไทย เป็นต้น

ประกอบกับบริษัทที่ขอเพิกถอนการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อีก 1 บริษัทก็ได้นำมาศึกษาในงานวิจัยด้วยเช่นกัน สำหรับบริษัทบางส่วนที่มีการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ระหว่างระยะเวลาที่ทำการศึกษา ซึ่งส่งผลให้มีข้อมูลไม่ครบถ้วนทั้ง 5 ปี จึงทำให้เหลือกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาจำนวนทั้งสิ้น 175 ตัวอย่าง

แหล่งข้อมูลและการเก็บรวบรวม

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ข้อมูลที่จำเป็นต้องใช้ในการศึกษาผ่านตัวแปรอิสระ ได้แก่ โครงสร้างคณะกรรมการบริษัท การดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหาร สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น ขนาดของบริษัทและอัตราส่วนความสามารถในการสร้างกำไร รวมถึงตัวแปรตาม ได้แก่ ต้นทุนของหนี้สินที่คำนวณจากข้อมูลที่ปรากฏในรายงานทางการเงินและแหล่งข้อมูลสาธารณะ ซึ่งสามารถอ้างอิงจากแบบแสดงข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (Annual report) และงบการเงินของกิจการซึ่งเปิดเผยในเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เว็บไซต์ของกิจการ และฐานข้อมูล SETSMART นอกจากนี้ ข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการยังสามารถเก็บข้อมูลได้จากรายงานความยั่งยืน (Sustainability Report) ที่จัดทำและเปิดเผยในเว็บไซต์ขององค์กรอีกด้วย

สำหรับข้อมูลคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดยสมาคมสถาบันกรรมการบริษัทไทย สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลได้จากเว็บไซต์ www.thai-iod.com และเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ซึ่งจะมีการเปิดเผยข้อมูลการจัดอันดับดังกล่าวในรายงาน Corporate Governance Report ประจำปี

สำหรับต้นทุนเงินทุนของกิจการ ซึ่งจะกล่าวถึงรายละเอียดการคำนวณในส่วนถัดไป ข้อมูลที่จำเป็นต้องใช้ในการคำนวณ อาทิ ผลตอบแทนตลาดซึ่งอ้างอิงจากผลตอบแทนย้อนหลังของตลาดหลักทรัพย์และค่าเบต้าของหลักทรัพย์ สามารถอ้างอิงข้อมูลได้จากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับผลตอบแทนที่ไร้ความเสี่ยงซึ่งอ้างอิงข้อมูลจากผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล สามารถอ้างอิงได้จากข้อมูลที่เปิดเผยในเว็บไซต์ของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

วิธีในการศึกษางานวิจัย

ในงานวิจัยฉบับนี้ จะทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลและต้นทุนเงินทุนของบริษัท โดยนำข้อมูลที่เก็บได้จากแหล่งข้อมูลข้างต้นมาวิเคราะห์และประมวลผล เพื่อหาความมีนัยสำคัญของความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยต่าง ๆ ผ่านการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติและทดสอบสมมติฐานตามแบบจำลองที่จะกล่าวถึงในส่วนถัดไป โดยสถิติที่ใช้เพื่อศึกษางานวิจัยนี้แบ่งเป็น สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ที่จะสรุปผลข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ ที่เก็บได้จากกลุ่มตัวอย่าง เช่น ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน สำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรและทดสอบแบบจำลองจะใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ผ่านการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary least squared) เพื่อวิเคราะห์และสรุปผลความมีนัยสำคัญตามแต่ละสมมติฐานที่ตั้งไว้

สมมติฐานของงานวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น ทำให้เกิดสมมติฐานเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรรวม ทั้งสิ้น 7 สมมติฐาน ซึ่งรายละเอียดในการเก็บข้อมูลและการคำนวณดังนี้

ตัวแปรอิสระ

H1 : สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ

สัดส่วนของกรรมการอิสระต่อจำนวนคณะกรรมการทั้งหมด (Board Independence) สามารถคำนวณโดยเปรียบเทียบ จำนวนกรรมการอิสระต่อคณะกรรมการทั้งหมดในแต่ละปีของกิจการ

$$\text{Board Independence} = \frac{\text{จำนวนคณะกรรมการอิสระ}}{\text{จำนวนคณะกรรมการบริษัททั้งหมด}}$$

H2: คะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ

คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) จะได้รับการประเมินโดยสมาคมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors) เป็นประจำทุกปีและเปิดเผยในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies ซึ่งสมาคมจะทำการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของกิจการในด้านต่าง ๆ และ

ให้การจัดอันดับตามคะแนนที่ประเมินได้ โดยในรายงานดังกล่าวจะเปิดเผยเฉพาะชื่อกิจการที่ได้รับการประเมินในระดับ “ดีเลิศ” “ดีมาก” และ “ดี” ทั้งนี้ เนื่องจากคะแนนการประเมินดังกล่าวเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ ผู้วิจัยจึงแปลงข้อมูลการประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดยให้ค่านิยามดังต่อไปนี้

CG Score = “1” เมื่อบริษัทได้รับการประเมินในระดับ “ดีเลิศ” และ “ดีมาก”
 = “0” เมื่อบริษัทได้รับการประเมินในระดับตั้งแต่ “ดี” ลงไป (รวมถึงไม่เปิดเผยรายงาน)

H3: สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (Block Ownership) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อต้นทุนเงินลงทุนของกิจการ

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะอ้างอิงจากสัดส่วนของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกเปรียบเทียบกับจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมด

$$\text{Block Ownership} = \frac{\text{จำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก}}{\text{จำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมด}}$$

H4: การที่ประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนเดียวกัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อต้นทุนเงินลงทุนของกิจการ

การที่ประธานกรรมการและผู้บริหารเป็นคนเดียวกัน (CEO Duality) เป็นการวัดข้อมูลในเชิงคุณภาพ โดยผู้วิจัยจะแปลงข้อมูลที่เก็บได้เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดยให้ค่านิยามดังต่อไปนี้

CEO Duality = “1” เมื่อประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนเดียวกัน
 = “0” เมื่อประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุดไม่เป็นคนเดียวกัน

H5: ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนเงินลงทุนของกิจการ

การเก็บข้อมูลดังกล่าวจะอ้างอิงจากเกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการในหัวข้อความหลากหลายของคณะกรรมการภายใต้หมวดความรับผิดชอบของคณะกรรมการ ซึ่งจัดทำและเผยแพร่โดยสถาบันสมาคมกรรมการบริษัทไทย พบว่าเกณฑ์การประเมินในหัวข้อ E97 กล่าวถึงการที่บริษัทมีคณะกรรมการอิสระเป็นเพศ

หญิงอย่างน้อย 1 คน เพราะฉะนั้น ผู้วิจัยจึงใช้หลักเกณฑ์เดียวกันนี้ในการเก็บรวบรวมและแปลงข้อมูลที่เก็บได้เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ซึ่งจะแบ่งออกเป็น 2 กรณี คือบริษัทที่มีคณะกรรมการอิสระเป็นเพศหญิงอย่างน้อย 1 คนและบริษัทที่ไม่มีคณะกรรมการอิสระเป็นเพศหญิงเลย

Board Diversity= “1” เมื่อบริษัทมีคณะกรรมการอิสระที่เป็นเพศหญิงอย่างน้อย 1 คน
= “0” เมื่อบริษัทไม่มีคณะกรรมการอิสระที่เป็นเพศหญิงเลย

ตัวแปรควบคุม

H6: ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ

ขนาดของบริษัท (Firm size) สามารถคำนวณได้จากค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวมของบริษัท เพื่อปรับตัวเลขให้อยู่ในฐานเดียวกันและสามารถเปรียบเทียบระหว่างกิจการได้

$$\text{Firm Size} = \log(\text{สินทรัพย์รวม ณ ปีที่ } t)$$

H7: ความสามารถในการสร้างกำไร (Return on Equity) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ

เครื่องมือที่ใช้วัดความสามารถในการสร้างกำไรของบริษัทผ่าน Return on Equity จะช่วยปรับผลการดำเนินงานของกิจการให้สามารถเปรียบเทียบระหว่างกิจการได้ โดยจะแสดงให้เห็นถึงกำไรที่บริษัทสามารถสร้างได้ต่อส่วนของเจ้าของ 1 หน่วย คำนวณได้จากกำไรสุทธิ ณ ปีที่ t ส่วนด้วยมูลค่าส่วนของเจ้าของ ณ สิ้นปีที่ t

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{กำไรสุทธิของปีที่ } t}{\text{ส่วนของเจ้าของ ณ สิ้นปีที่ } t}$$

การวัดต้นทุนทางการเงินของกิจการ

ต้นทุนทางการเงิน (Cost of Capital) เป็นตัวแปรตามที่ผู้วิจัยต้องการศึกษาความสัมพันธ์จากงานวิจัยนี้ โดยต้นทุนทางการเงินของกิจการในแต่ละปีจะคำนวณด้วยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital หรือ WACC) ซึ่งพิจารณาถึงต้นทุนทางการเงินที่เกิดจากต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) และผลประโยชน์ทางภาษี (Tax shield) ที่เกี่ยวข้อง และต้นทุนของส่วนของเจ้าของ (Cost of Equity) ซึ่งถ่วงน้ำหนักตามโครงสร้างเงินทุนซึ่งแตกต่างกันในแต่ละกิจการ โดยสูตรในการคำนวณเป็นดังนี้

$$WACC = W_d k_d (1 - t) + W_e k_e$$

โดยที่ W_d, W_e คือสัดส่วนเงินลงทุนจากหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ตามลำดับ
 t คืออัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล (ร้อยละ 20)
 k_d, k_e คือต้นทุนของหนี้สินและต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น ตามลำดับ

สำหรับต้นทุนของหนี้สินสามารถอ้างอิงได้จากข้อมูลในงบการเงิน Zhu (2014) ได้นำเสนอวิธีในการคำนวณต้นทุนของหนี้สินโดยคิดจากดอกเบี้ยจ่ายสำหรับปีส่วนด้วยค่าเฉลี่ยของหนี้สินที่มีภาวะดอกเบี้ยต้นงวดและปลายงวด ซึ่งต้นทุนที่คำนวณได้เป็นต้นทุนก่อนภาษี จึงต้องนำมาคูณกับ $(1-t)$ ด้วยเพื่อคำนึงถึงผลกระทบของภาษี (Tax shield) เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำมาหักจากกำไรก่อนคำนวณภาษีเงินได้นิติบุคคลได้

$$\text{Cost of Debt } (k_d) = \frac{\text{ดอกเบี้ยจ่ายของปีที่ } t}{\frac{\text{หนี้สินต้นงวด} + \text{หนี้สินปลายงวด}}{2}}$$

สำหรับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นจะคำนวณโดยอ้างอิงจากแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) ซึ่งอยู่บนพื้นฐานของ Capital Market Theory ที่ถูกนำเสนอโดย William F. Sharpe โดยตั้งสมมติฐานว่านักลงทุนทุกคนเป็นผู้หลีกเลี่ยงความเสี่ยงและมีการตัดสินใจบนพื้นฐานความมีเหตุมีผล ในการคำนวณต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น ได้พิจารณาถึงปัจจัยที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk free rate) ซึ่งสามารถอ้างอิงได้จากผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว อัตราผลตอบแทนตลาด (Return on Market) ซึ่งสามารถอ้างอิงจากผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ และค่าเบต้า (Beta) ของแต่ละบริษัทซึ่งเปิดเผยในเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$$\text{Cost of Equity } (k_e) = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta$$

แบบจำลองในการศึกษา

งานวิจัยฉบับนี้มีจุดประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลและต้นทุนทางการเงิน โดยจากการทบทวนวรรณกรรมและสมมติฐานข้างต้น ผู้วิจัยจึงให้คำนิยามของบรรษัทภิบาลโดยกำหนดตัวแปร

อิสระ (Independence Variable) ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระ (Board Independence) คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัท (CG Score) สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Block Ownership) การที่ประธานคณะกรรมการและผู้บริหารเป็นคนเดียวกัน (CEO Duality) และความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ (Board Gender Diversity) นอกจากนี้ ยังได้กำหนดตัวแปรควบคุมอื่น ๆ (Control Variable) ที่อาจมีความสัมพันธ์ต่อตัวแปรตาม ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm size) และความสามารถในการสร้างกำไรของบริษัท (Return on Equity) สำหรับตัวแปรตามที่จะศึกษาในงานวิจัยนี้คือ ต้นทุนทางการเงิน (Cost of capital) โดยจากสมมติฐานของงานวิจัย สามารถสรุปได้เป็นแบบจำลองงานวิจัย ดังนี้

$$COST_{it} = \beta_0 - \beta_1 IND_{it} - \beta_2 CG_{it} + \beta_3 BO_{it} + \beta_4 DUAL_{it} - \beta_5 BGD_{it} - \beta_6 SIZE_{it} - \beta_7 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่	$COST_{it}$	คือต้นทุนทางการเงินของ ณ ปีที่ t ของแต่ละกิจการ
	IND_{it}	คือสัดส่วนของกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด ณ ปีที่ t ของแต่ละกิจการ
	CG_{it}	คือระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัท ณ ปีที่ t
	BO_{it}	คือสัดส่วนความเป็นเจ้าของของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก เทียบกับจำนวนหุ้นทั้งหมด ณ ปีที่ t
	$DUAL_{it}$	คือตัวแปรหุ่นที่แสดงถึงการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุดโดยคนเดียวกัน ณ ปีที่ t
	BGD_{it}	คือตัวแปรหุ่นที่แสดงถึงความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ ณ ปีที่ t
	$SIZE_{it}$	คือขนาดของบริษัท ณ ปีที่ t ของแต่ละกิจการ
	ROE_{it}	คือความสามารถในการสร้างกำไรของบริษัท ณ ปีที่ t ของแต่ละกิจการ
	ε_{it}	คือค่าคลาดเคลื่อน (Error Term)

นอกจากนี้ เนื่องจากตัวแปรสำคัญที่ศึกษาในงานวิจัยฉบับนี้เพื่อหาความสัมพันธ์ต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการคือ ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ เมื่อเก็บรวบรวมข้อมูลและทดสอบความมีนัยสำคัญของสมมติฐานผ่านการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณแล้ว จะมีการพิจารณาผลลัพธ์เพิ่มเติมใน 2 กรณีคือ กรณีแรกที่มีการประเมินความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อ

ต้นทุนเงินทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ จะสามารถสรุปผลได้ว่าเกณฑ์ในการประเมินด้านความหลากหลายทางเพศของกรรมการอิสระที่ใช้เพื่อประเมินการกำกับดูแลกิจการในปัจจุบันมีความเหมาะสมแล้ว สำหรับกรณีที่สอง หากพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการอิสระต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการไม่มีนัยสำคัญ จะมีการทดสอบแบบจำลองเพิ่มเติมโดยปรับเกณฑ์ที่ใช้วัดจำนวนคณะกรรมการอิสระเพศหญิง (Board Gender Diversity Threshold) หรือวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรร่วม (Interaction Term) เพื่อวิเคราะห์หาเกณฑ์ในการประเมินที่เหมาะสมยิ่งขึ้น สำหรับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี

การวิเคราะห์และผลการวิจัย

เมื่อได้มีการกำหนดระเบียบวิจัยซึ่งกล่าวถึงสมมติฐานงานวิจัย วิธีการศึกษาและแบบจำลองที่เกี่ยวข้องแล้ว ในส่วนนี้จะกล่าวถึงผลการวิจัยจากการศึกษาข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ปรากฏในดัชนี SET50 ในช่วงระยะเวลาปี 2558 – 2562 จำนวนทั้งสิ้น 175 ตัวอย่าง เพื่ออธิบายและสรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลและต้นทุนเงินทุนของกิจการ โดยผู้วิจัยจะทำการวิเคราะห์ข้อมูลที่เก็บได้ผ่านโปรแกรม Microsoft Excel และ Eviews โดยจะนำเสนอผลการศึกษาทั้งในรูปแบบสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ดังต่อไปนี้

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

การเก็บข้อมูลเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของบรรษัทภิบาลและต้นทุนเงินทุนของกิจการในงานวิจัยฉบับนี้ ประกอบด้วยการเก็บข้อมูลสำหรับตัวแปรอิสระจำนวน 5 ตัวแปร ได้แก่ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ คณะกรรมการประเมินการกำกับดูแลกิจการ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ การควมตำแหน่งประธานกรรมการ และผู้บริหารสูงสุด และความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ และตัวแปรควบคุมจำนวน 2 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของบริษัทและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ซึ่งอาจส่งผลหรือมีความสัมพันธ์ต่ระดับต้นทุนเงินทุนของกิจการ โดยข้อมูลตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมดังกล่าวประกอบด้วยทั้งข้อมูลเชิงคุณภาพและข้อมูลเชิงปริมาณ ซึ่งผู้วิจัยมีการวิเคราะห์และสรุปผลข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนา โดยมีรายละเอียดดังนี้

1) การอภิปรายตัวแปรข้อมูลเชิงปริมาณ

สำหรับข้อมูลตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่อยู่ในรูปแบบข้อมูลเชิงปริมาณซึ่งเก็บรวมจากกลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence) สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Block Ownership) ขนาดบริษัท และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (ROE) เมื่อนำข้อมูลมาวิเคราะห์ในเชิงปริมาณผ่านการคำนวณหาค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ได้ผลดังตารางที่ 4.1 และตารางที่ 4.2 ซึ่งสามารถอภิปรายผลได้ดังนี้

ตาราง 4.1 สรุปผลค่าสถิติเบื้องต้นของข้อมูลเชิงปริมาณ

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ตัวแปรอิสระ				
สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (%)	43.20%	80.00%	26.67%	10.52%
สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (%)	64.95%	89.35%	21.53%	13.25%
ตัวแปรควบคุม				
ขนาดบริษัท	11.14	12.40	9.87	0.48
ความสามารถในการทำกำไร (%)	16.58%	82.32%	-17.08%	13.21%

ตาราง 4.2 สรุปผลค่าเฉลี่ยรายปีของข้อมูลตัวแปรเชิงปริมาณ

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ยข้อมูลรายปี				
	2558	2559	2560	2561	2562
ตัวแปรอิสระ					
สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (%)	43.31%	42.28%	43.64%	43.71%	43.02%
สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (%)	65.01%	63.79%	65.36%	65.45%	65.06%
ตัวแปรควบคุม					
ขนาดบริษัท	11.07	11.14	11.14	11.16	11.17
ความสามารถในการทำกำไร (%)	18.18%	17.87%	17.22%	15.29%	14.76%

จากสรุปผลค่าสถิติเบื้องต้นของข้อมูลเชิงปริมาณในตาราง 4.1 พบว่าข้อมูลแต่ละตัวแปรมีรายละเอียดดังนี้ สำหรับสัดส่วนคณะกรรมการอิสระต่อคณะกรรมการทั้งหมดมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 43.20 ซึ่ง

สอดคล้องกับแนวปฏิบัติของการกำกับดูแลกิจการที่ดีในหมวดความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ ที่สนับสนุนให้ทุกบริษัทควรมีคณะกรรมการอิสระไม่น้อยกว่าหนึ่งในสามของคณะกรรมการทั้ง โดยค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 80.00 และ 26.67 ตามลำดับ ซึ่งเป็นในทิศทางเดียวกับผลวิเคราะห์ตามรายงานการกำกับดูแลกิจการในปี 2562 ที่พบข้อสังเกตว่าในปัจจุบัน บริษัทเริ่มมีแนวโน้มที่จะแต่งตั้งคณะกรรมการอิสระในสัดส่วนสูงกว่าร้อยละ 50 เพิ่มขึ้น โดยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 10.52 สามารถบ่งบอกว่าสัดส่วนคณะกรรมการอิสระในแต่ละองค์กรมีความใกล้เคียงกัน

สำหรับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งคำนวณจากกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 65.01 สามารถอธิบายว่าโดยเฉลี่ยกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกลุ่มตัวอย่างถือสัดส่วนหุ้นมากกว่ากึ่งหนึ่ง ส่งผลให้กลุ่มผู้ถือหุ้นที่เหล่านี้มีบทบาทในการตัดสินใจในกลยุทธ์ของและการดำเนินธุรกิจของบริษัทด้วยสัดส่วนหุ้นที่ถืออยู่ โดยค่าสูงสุด ค่าต่ำสุดและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ร้อยละ 89.35 ร้อยละ 21.35 และร้อยละ 13.25 ตามลำดับ พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของแต่ละบริษัทมีความแตกต่างกันตามโครงสร้างขององค์กร เช่น บางองค์กรมีลักษณะความเป็นเจ้าของเป็นกลุ่มตระกูล เป็นต้น

สำหรับขนาดบริษัท ซึ่งวัดจากขนาดของสินทรัพย์รวมของบริษัท ข้อมูลมีค่าเฉลี่ยของผลลอการิทึมอยู่ที่ 11.14 ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ร้อยละ 12.40 ร้อยละ 9.87 และร้อยละ 0.48 ตามลำดับ พบว่าขนาดของบริษัทกลุ่มตัวอย่างมีการกระจายตัวของข้อมูลในระดับต่ำ

ในขณะที่ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทซึ่งวัดจากอัตราส่วน Return on Equity (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 16.58 และเมื่อพิจารณาส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 13.21 พบว่ามี การกระจายตัวในระดับสูง นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดที่ร้อยละ 82.32 และ -17.08 ตามลำดับ สาเหตุที่ค่าดังกล่าวมีทั้งค่าที่เป็นบวกและลบเนื่องจากค่า ROE คำนวณจากกำไรหรือขาดทุนสุทธิในแต่ละปีของบริษัท ซึ่งเป็นผลการดำเนินงานที่มีโอกาสผันแปรตามสภาพเศรษฐกิจและอุตสาหกรรม รวมถึงความสามารถการดำเนินธุรกิจของกิจการ

นอกจากนี้ เมื่อนำข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้มาพิจารณาเพิ่มเติมในรูปแบบรายปี พบว่าตัวแปรสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และขนาดของบริษัทมีลักษณะค่อนข้างคงที่ในระยะเวลา 5 ปีดังกล่าว โดยค่าเฉลี่ยของสัดส่วนคณะกรรมการอิสระทั้ง 5 ปีดังกล่าวสูงกว่าหนึ่งในสาม ซึ่งเป็นสัดส่วนคณะกรรมการอิสระที่สูงกว่าเกณฑ์ตามแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ประกาศโดยสมาคมสถาบันกรรมการบริษัทไทย อย่างไรก็ตาม เมื่อเปรียบเทียบความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในระยะเวลา 5 ปี พบว่ามีแนวโน้มลดลง

2) การอภิปรายตัวแปรข้อมูลเชิงคุณภาพ

เมื่อพิจารณาค่าทางสถิติในเชิงพรรณนาสำหรับข้อมูลตัวแปรอิสระที่มีลักษณะของข้อมูลในเชิงคุณภาพ ได้แก่ การควมตำแหน่งของประธานคณะกรรมการและผู้บริหารสูงสุด ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ และระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ สามารถอภิปรายผลการศึกษานี้ของแต่ละตัวแปรได้ดังนี้

ตาราง 4.3 สรุปผลค่าสถิติเบื้องต้นของข้อมูลเชิงคุณภาพ – คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

ระดับการประเมิน	จำนวน	ร้อยละ
คะแนนระดับ "ดีเลิศ"	112	64.00%
คะแนนระดับ "ดีมาก"	43	24.57%
คะแนนระดับ "ดี"	13	7.43%
คะแนนระดับต่ำลงไป (ไม่เปิดเผยบนรายงาน)	7	4.00%
รวม	175	100%

เมื่ออภิปรายผลคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่เปิดเผยในรายงานการกำกับดูแลกิจการ โดยสถาบันกรรมการบริษัทไทย พบว่ากลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษาซึ่งเป็นบริษัทใน SET50 ได้รับผลการประเมินในระดับ “ดีเลิศ” จำนวน 112 ตัวอย่างหรือร้อยละ 64.00 ผลการประเมินในระดับ “ดีเลิศ” จำนวน 43 ตัวอย่างหรือร้อยละ 24.57 และผลการประเมินในระดับ “ดี” จำนวน 13 ตัวอย่างหรือร้อยละ 7.43 โดยกลุ่มตัวอย่างจำนวน 7 ตัวอย่างหรือร้อยละ 4.00 ได้รับคะแนนการประเมินในระดับต่ำลงไปและไม่ถูกเปิดเผยบนรายงานดังกล่าว สำหรับการนำข้อมูลคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมาศึกษาในงานวิจัยฉบับนี้ ผู้วิจัยได้ออกแบบการเก็บข้อมูลข้างต้นในลักษณะตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดยกำหนดค่าของตัวแปร “1” หมายถึงกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับคะแนนการประเมินในระดับ “ดีเลิศ” และ “ดีมาก” และค่าของตัวแปร “0” หมายถึงกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการประเมินในระดับ “ดี” และต่ำลงไป หากพิจารณาจากกลุ่มตัวอย่างของข้อมูล พบว่าจำนวนข้อมูลที่มีค่าของตัวแปรเท่ากับ “1” สูงถึงร้อยละ 88.57 ในขณะที่จำนวนข้อมูลที่มีค่าของตัวแปรเท่ากับ “0” อยู่ที่เพียงร้อยละ 11.43 แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่ที่ปรากฏใน

ดัชนี SET50 มีการเปิดเผยข้อมูลและปฏิบัติตามแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดี ส่งผลให้ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ “ดีมาก” ขึ้นไป

ตาราง 4.4 สรุปผลค่าสถิติเบื้องต้นของข้อมูลเชิงคุณภาพ – ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ

ระดับการประเมิน	จำนวน	ร้อยละ
มีคณะกรรมการเพศหญิงอย่างน้อย 1 คน	149	85.14%
ไม่มีคณะกรรมการเพศหญิงเลย	26	14.86%
รวม	175	100%

สำหรับการประเมินค่าทางสถิติของความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการจากกลุ่มตัวอย่าง ผู้วิจัยได้มีการออกแบบการเก็บข้อมูลในลักษณะตัวแปรหุ่นเช่นกัน โดยกำหนดให้ตัวแปรที่มีค่าเท่ากับ “1” หมายถึงคณะกรรมการของบริษัทประกอบด้วยกรรมการเพศหญิงอย่างน้อย 1 คน และตัวแปรที่มีค่าเท่ากับ “0” หมายถึงคณะกรรมการของบริษัทไม่ได้ประกอบด้วยกรรมการเพศหญิงเลย ซึ่งการกำหนดค่าของตัวแปรดังกล่าวอ้างอิงจากเกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการในหมวดความรับผิดชอบของคณะกรรมการที่จัดทำโดยสถาบันกรรมการบริษัทไทย ผลการศึกษาพบว่ากลุ่มตัวอย่างที่มีกรรมการเพศหญิงอย่างน้อย 1 คน มีจำนวน 149 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 85.14 ในขณะที่กลุ่มตัวอย่างอีกจำนวน 26 ตัวอย่างหรือร้อยละ 14.86 ไม่มีกรรมการเพศหญิงเลย ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกับข้อเสนอแนะใน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies ที่กล่าวถึงความสำคัญของความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ เนื่องจากความหลากหลายของคณะกรรมการช่วยเพิ่มความสามารถในการบรรลุเป้าหมายขององค์กรผ่านการบูรณาการทักษะและประสบการณ์ที่แตกต่างกัน อีกทั้ง ความหลากหลายดังกล่าวยังเปรียบเสมือนการส่งสัญญาณให้ผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทราบถึงวิสัยทัศน์ที่ก้าวหน้าขององค์กร นอกจากนี้ ผลการศึกษายังสอดคล้องกับค่าสถิติของรายงานการกำกับดูแลกิจการที่วัดจากบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งแสดงให้เห็นจำนวนบริษัทที่มากขึ้นที่มีการแต่งตั้งกรรมการเพศหญิงเป็นส่วนหนึ่งของคณะกรรมการบริษัท

ตาราง 4.5 สรุปผลค่าสถิติเบื้องต้นของข้อมูลเชิงคุณภาพ – การควมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด

ระดับการประเมิน	จำนวน	ร้อยละ
ดำรงตำแหน่งโดยบุคคลเดียวกัน	6	3.43%
ดำรงตำแหน่งโดยคนละบุคคล	169	96.57%
รวม	175	100%

การเก็บข้อมูลสำหรับการดำรงตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด ผู้วิจัยออกแบบการเก็บข้อมูลในลักษณะตัวแปรหุ่น โดยกำหนดให้ตัวแปรที่มีค่าเท่ากับ “1” หมายถึงตัวอย่างที่มีเพียงบุคคลเดียวดำรงทั้งสองตำแหน่งดังกล่าว ในขณะที่ตัวแปรที่มีค่าเท่ากับ “0” หมายถึงทั้งสองตำแหน่งมีการดำรงตำแหน่งโดยคนละบุคคล ซึ่งการกำหนดค่าของตัวแปรดังกล่าวอ้างอิงจากเกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการในหมวดความรับผิดชอบของคณะกรรมการที่จัดทำโดยสถาบันกรรมการบริษัทไทย ผลการศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างพบว่า กลุ่มตัวอย่างที่มีการแต่งตั้งตำแหน่งทั้งสองด้วยคนละบุคคลมีจำนวนสูงถึง 169 ตัวอย่างหรือร้อยละ 96.57 ของตัวอย่างทั้งหมด แสดงให้เห็นถึงสัดส่วนที่สูงมากของบริษัทใน SET50 ที่ให้ความสำคัญในเรื่องการแต่งตั้งตำแหน่งดังกล่าวแยกออกจากกัน ซึ่งสอดคล้องกับแนวทางปฏิบัติของการกำกับดูแลกิจการที่ดีในหัวข้อโครงสร้างคณะกรรมการเช่นกัน

การทดสอบสถิติเชิงอนุมาน

การวิเคราะห์ผลทางสถิติเชิงอนุมานในงานวิจัยฉบับนี้ จะดำเนินการตามแบบจำลองที่ได้กำหนดไว้ข้างต้นเพื่อทำความเข้าใจและศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการในด้านต่าง ๆ ที่ส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ศึกษาบริษัทใน SET50) โดยลักษณะของการกำกับดูแลกิจการที่ดีถูกกำหนดด้วยตัวแปรอิสระ ทั้งในรูปแบบข้อมูลเชิงคุณภาพและข้อมูลเชิงปริมาณ และกำหนดต้นทุนเงินทุนของกิจการซึ่งคำนวณด้วยแนวคิดของ WACC เป็นตัวแปรตาม อีกทั้งยังกำหนดตัวแปรอื่น ๆ เพิ่มเติมที่อาจส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนด้วยตัวแปรควบคุม อาทิ ขนาดและความสามารถในการสร้างกำไรของบริษัท ทั้งนี้ การทดสอบสถิติเชิงอนุมานจะทดสอบผ่านการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบว่าตัวแปรต่าง ๆ มีความสัมพันธ์กันอย่างไร และมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

เมื่อนำข้อมูลที่เกี่ยวข้องได้จากรวบรวมได้จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 175 ตัวอย่างมาวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ พบว่าตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ ได้แก่ สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ และสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ โดยแต่ละตัวแปรข้างต้นมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กับตัวแปรตามอยู่ที่ 0.3712, 0.1325 และ 0.1097 ตามลำดับ กล่าวคือ หากวิเคราะห์ตัวแปรเหล่านี้ว่าเป็นอิสระจากกัน เมื่อตัวแปรอิสระมีค่าเพิ่มขึ้น ส่งผลในเชิงบวกให้ต้นทุนทางการเงินของกิจการมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน นอกจากนี้ จากการวิเคราะห์เฉพาะตัวแปรที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ในระดับสูงพบว่า มีเพียงตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่เท่านั้นที่สอดคล้องกับสมมติฐานของงานวิจัย และการทบทวนวรรณกรรมข้างต้นที่กล่าวว่า สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่อาจนำไปสู่การตกแต่งกำไรและการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดี ซึ่งมีผลสืบเนื่องให้ต้นทุนเงินทุนที่กิจการต้องเผชิญสูงขึ้น ในขณะที่ตัวแปรอื่น ๆ อาทิ ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ และสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ มีความขัดแย้งกับสมมติฐานงานวิจัยที่ตั้งไว้ก่อนหน้า

จากการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุม พบว่าตัวแปรขนาดของบริษัทและความสามารถในการสร้างกำไรเท่านั้นซึ่งวัดจาก ROE มีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ -0.0958 และ -0.1381 ตามลำดับ กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้น หรือในอีกกรณีความสามารถในการสร้างกำไรของกิจการสูงขึ้น ต้นทุนทางการเงินของกิจการมีแนวโน้มลดลง ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานงานวิจัยและการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น

ตารางที่ 4.6 ผลทางสถิติค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ ที่ทำการศึกษา

	Independent Director	Block Ownership	Firm size	ROE	CG	CEO Duality	Female Director	Cost of capital
Independent Director	1.0000							
Block Ownership	0.2315	1.0000						
Firm size	0.4163	0.0214	1.0000					
ROE	-0.0674	-0.0662	-0.1981	1.0000				
CG	0.1672	-0.0141	0.3252	-0.1384	1.0000			
CEO Duality	-0.1702	-0.1210	-0.2594	-0.0290	-0.0729	1.0000		
Female Director	0.1635	0.0589	0.0591	-0.0692	0.0519	-0.1228	1.0000	
Cost of capital	0.1097	0.3712	-0.0958	-0.1381	0.0175	-0.0618	0.1325	1.0000

2. การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ

การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณในส่วนนี้ จะนำข้อมูลที่เก็บรวบรวมจากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 175 ตัวอย่างมาวิเคราะห์และอภิปรายผลว่าตัวแปรอิสระที่แสดงถึงการกำกับดูแลกิจการและตัวแปรควบคุมต่าง ๆ มีความสัมพันธ์อย่างไรต่อตัวแปรตามหรือต้นทุนทางการเงินของกิจการ และความสัมพัทธ์ดังกล่าวมีนัยสำคัญมากน้อยเพียงใด รวมถึงทำการทดสอบปัญหาของงานวิจัยที่อาจเกิดขึ้นด้วย โดยเครื่องมือที่ใช้ในการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณได้แก่ โปรแกรม EViews และทำการการศึกษาความสัมพันธ์จะเป็นไปตามแบบจำลองของงานวิจัย ดังนี้

$$COST_{it} = \beta_0 - \beta_1 IND_{it} - \beta_2 CG_{it} + \beta_3 BO_{it} + \beta_4 DUAL_{it} - \beta_5 BGD_{it} - \beta_6 SIZE_{it} - \beta_7 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

2.1) การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนเงินทุนของกิจการ

ตารางที่ 4.7 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณด้วยวิธี Least Squares

Dependent Variable: COST
Method: Least Squares
Date: 07/28/20 Time: 02:41
Sample: 1 175
Included observations: 175

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.89304	4.190083	2.599720	0.0102
IND	0.014819	0.016755	0.884449	0.3777
BO	0.056309	0.012062	4.668226	0.0000
DUAL	-0.309399	0.477454	-0.648020	0.5179
BGD	0.582993	0.439610	1.326160	0.1866
CG	0.314651	0.511069	0.615672	0.5389
SIZE	-0.886074	0.384660	-2.303524	0.0225
ROE	-0.022900	0.011999	-1.908522	0.0580
R-squared	0.187369	Mean dependent var		5.677771
Adjusted R-squared	0.153307	S.D. dependent var		2.199505
S.E. of regression	2.023895	Akaike info criterion		4.292561
Sum squared resid	684.0573	Schwarz criterion		4.437237
Log likelihood	-367.5991	Hannan-Quinn criter.		4.351246
F-statistic	5.500769	Durbin-Watson stat		1.148336
Prob(F-statistic)	0.000010			

จากผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณข้างต้น ผลการศึกษาแสดงค่า R-Squared เท่ากับ 0.187369 จึงนำไปสู่การอภิปรายผลความสามารถของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่สามารถอธิบายตัวแปรตามได้ตามแบบจำลองของงานวิจัยที่กำหนดขึ้น โดยตัวแปรอิสระ ได้แก่

สัดส่วนความเป็นอิสระของคณะกรรมการ สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ การควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ และคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ในขณะที่ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัทและความสามารถในการสร้างกำไร โดยตัวแปรเหล่านี้สามารถอธิบายตัวแปรตามซึ่งก็คือต้นทุนทางการเงินของกิจการได้ร้อยละ 18.74

เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละตัวที่ส่งผลต่อต้นทุนทางการเงินของกิจการ พบว่ามี 4 ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อต้นทุนทางการเงิน ได้แก่ สัดส่วนความเป็นอิสระของคณะกรรมการ สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ และคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ในขณะที่ตัวแปรซึ่งมีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อกิจการ ได้แก่ การควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด อย่างไรก็ตามเมื่อวิเคราะห์ระดับความมีนัยสำคัญของตัวแปรอิสระพบว่า ตัวแปรสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อต้นทุนทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญ โดยแสดงค่า p-value เท่ากับ 0.0000 และมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 กล่าวคือ เมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงขึ้น ต้นทุนทางการเงินจะมีแนวโน้มสูงขึ้นด้วย ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ข้างต้นที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน

เมื่อพิจารณาตัวแปรควบคุม พบว่าตัวแปรขนาดของบริษัทและความสามารถในการสร้างกำไรมีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อต้นทุนทางการเงิน โดยมีเพียงตัวแปรขนาดของบริษัทเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์ต่อต้นทุนทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญ โดยแสดงค่า p-value เท่ากับ 0.0225 และมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้นซึ่งวัดจากมูลค่าของสินทรัพย์รวม ต้นทุนทางการเงินจะมีแนวโน้มลดลง ซึ่งสอดคล้องกับการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เช่นกันที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน

สำหรับตัวแปรความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ ซึ่งเป็นตัวแปรที่ได้รับความสนใจในงานวิจัยนี้ เมื่อวิเคราะห์ผลการศึกษา พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ต่อต้นทุนทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญ ทางผู้วิจัยจึงได้มีการปรับเกณฑ์ของตัวแปรหุ่นที่ใช้ในการเก็บข้อมูลสัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิง จากเดิมให้ค่าของตัวแปรเท่ากับ “1” เมื่อมีจำนวนคณะกรรมการเพศหญิงอย่างน้อย 1 คน เปลี่ยนเป็นค่าของตัวแปรเท่ากับ “1” เมื่อมีคณะกรรมการเพศหญิงจำนวน 2 – 4 คนแทน อย่างไรก็ตาม

ตาม จากผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณดังแสดงในตาราง ภาคผนวก ก. พบว่า การปรับ
 เกณฑ์ดังกล่าวไม่ได้เพิ่มระดับความมีนัยสำคัญของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรความหลากหลาย
 ทางเพศของคณะกรรมการและต้นทุนทางการเงินได้ อีกทั้งยังส่งผลให้ค่า R-Squared ลดต่ำลงด้วย

จากกรณีที่ไม่พบความมีนัยสำคัญของตัวแปรอิสระความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ
 ที่ส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ ผู้วิจัยจึงได้พิจารณาตัวแปรอิสระดังกล่าวที่อาจมีอิทธิพลร่วมกับ
 ตัวแปรอิสระอื่น ๆ (Interaction Term) ซึ่งได้แก่ ตัวแปรความสามารถในการสร้างกำไรของกิจการ
 โดยผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณแสดงผลดังตารางที่ 4.8

ตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณเมื่อเพิ่ม Interaction Term

Dependent Variable: COST
 Method: Least Squares
 Date: 09/06/20 Time: 05:15
 Sample: 1 175
 Included observations: 175

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.54062	4.170919	2.766924	0.0063
IND	0.017951	0.016625	1.079755	0.2818
BO	0.056402	0.012089	4.665451	0.0000
SIZE	-0.911313	0.385056	-2.366704	0.0191
ROEXBGD	-0.023988	0.011998	-1.999362	0.0472
CG	0.332119	0.512052	0.648604	0.5175
DUAL	-0.377055	0.475791	-0.792480	0.4292
R-squared	0.178811	Mean dependent var		5.677771
Adjusted R-squared	0.149483	S.D. dependent var		2.199505
S.E. of regression	2.028460	Akaike info criterion		4.291609
Sum squared resid	691.2612	Schwarz criterion		4.418200
Log likelihood	-368.5158	Hannan-Quinn criter.		4.342958
F-statistic	6.096913	Durbin-Watson stat		1.138993
Prob(F-statistic)	0.000008			

เมื่อวิเคราะห์ผลจากสมการถดถอยเชิงพหุคูณเมื่อเพิ่ม Interaction Term ข้างต้น พบค่า R-
 Squared เท่ากับ 0.178811 หมายถึงตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมในแบบจำลองสามารถอธิบาย
 ตัวแปรตามหรือต้นทุนเงินทุนของกิจการได้ร้อยละ 17.88 โดยพบว่าทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปร
 ควบคุมมีทิศทางความสัมพันธ์ต่อตัวแปรตามไม่แตกต่างจากผลการทดสอบก่อนหน้านี้ กล่าวคือ ตัว
 แปรที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเชิงบวกต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ ได้แก่ สัดส่วนความเป็นอิสระ

ของคณะกรรมการ สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ในขณะที่ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเชิงลบต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ ได้แก่ ขนาดกิจการ การควมตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด และตัวแปรร่วมของความสามารถในการสร้างกำไรและความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาความมีนัยสำคัญของตัวแปรที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 พบว่ามีตัวแปรอิสระคือ สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ส่งผลเชิงบวกต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีค่า p-value เท่ากับ 0.0000 และมีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการที่ส่งผลเชิงลบต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีค่า p-value เท่ากับ 0.0191 ซึ่งทั้งสองตัวแปรให้ผลเช่นเดียวกับการทดสอบก่อนหน้านี สำหรับตัวแปรมีอิทธิพลร่วม (Interaction Term) ระหว่างความสามารถในการสร้างกำไรและความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการที่ทำการศึกษาเพิ่มเติม พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีค่า p-value เท่ากับ 0.0472 โดยการอภิปรายผลการศึกษาและความสอดคล้องกับสมมติฐานงานวิจัย จะกล่าวถึงในส่วนถัดไป

2.2) การทดสอบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.9 แสดงผลค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่เป็นข้อมูลเชิงปริมาณ

	IND	BO	SIZE	ROExBGD
IND	1.0000			
BO	0.2315	1.0000		
SIZE	0.4163	0.0214	1.0000	
ROExBGD	-0.0674	-0.0662	-0.1981	1.0000

ตาราง 4.10 แสดงผลการวิเคราะห์ค่า Variance Inflation Factors

Variance Inflation Factors
 Date: 09/06/20 Time: 16:29
 Sample: 1 175
 Included observations: 175

Variable	Centered VIF
C	NA
IND	1.288157
BO	1.069414
SIZE	1.265400
ROEXBGD	1.046217

ปัญหา Multicollinearity เป็นปัญหาทางงานวิจัยที่เกิดขึ้นเมื่อตัวแปรอิสระในสมการถดถอยมีความสัมพันธ์กันในระดับสูง ซึ่งขัดแย้งต่อข้อสมมติฐานของการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยวิธี OLS ซึ่งกำหนดว่าตัวแปรอิสระต้องเป็นอิสระจากกัน ทั้งนี้ การทดสอบปัญหาดังกล่าวสามารถทำได้ 2 วิธีการ ได้แก่ การคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ค่า Variance Inflation Factors (VIF)

สำหรับการทดสอบด้วยวิธีการคำนวณค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ผลการศึกษาแสดงดังตารางที่ 4.9 พบว่าตัวแปรอิสระที่เป็นข้อมูลเชิงปริมาณแต่ละตัวมีความเป็นอิสระจากกัน และไม่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์คู่ใดสูงกว่าร้อยละ 50 นอกจากนี้ การทดสอบผ่านการวิเคราะห์ค่า VIF ดังแสดงในตารางที่ 4.10 ก็แสดงผลในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากค่า VIF ที่ต่ำกว่า 10 แสดงว่าตัวแปรสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น ขนาดของบริษัท และตัวแปรร่วมระหว่างความสามารถในการสร้างกำไรและความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ มีความเป็นอิสระต่อกัน เพราะฉะนั้นจึงสามารถสรุปผลได้ว่าไม่พบปัญหา Multicollinearity ในตัวแปรอิสระเหล่านี้

2.3) การทดสอบ Heteroskedasticity

ปัญหา Heteroskedasticity เกิดขึ้นเมื่อความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน (Error term) มีค่าไม่คงที่ ซึ่งขัดแย้งกับข้อสมมติฐานของ Ordinary Least Squared ที่กำหนดว่าตัวคลาดเคลื่อน

ต้องมีความแปรปรวนคงที่ สาเหตุที่เป็นไปได้ของปัญหานี้ อาจเกิดจากการละเลยตัวแปรอิสระบางตัว จากแบบจำลองที่กำหนดขึ้น เพราะฉะนั้นผู้วิจัยจึงทำการทดสอบปัญหาดังกล่าวในงานวิจัยฉบับนี้

อ้างอิงจากผลการทดสอบแสดงใน ภาคผนวก ข. ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบ White's Heteroskedasticity Test และกำหนดให้มีการศึกษา Cross term ร่วมด้วย เมื่อวิเคราะห์ผลการศึกษา พบว่าค่า p-value ของแต่ละตัวแปรมีค่าสูงกว่า 0.05 จึงไม่ปฏิเสธสมมติฐานหลัก ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 แสดงว่าแบบจำลองนี้ไม่เกิดปัญหา Heteroskedasticity กล่าวคือ ค่าความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนมีค่าคงที่ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานของ Ordinary Least Square

อภิปรายผลการศึกษา

จากการวิเคราะห์ผลการศึกษานี้ผ่านการทดสอบสถิติเชิงอนุมาน ทั้งจากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ รวมถึงการทดสอบปัญหาทางงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง จึงสามารถสรุปและอภิปรายผลการศึกษาเทียบกับสมมติฐานงานวิจัยโดยอ้างอิงจากผลการศึกษาในตารางที่ 4.8 มีรายละเอียดดังนี้

H1 : สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ

เมื่อวิเคราะห์ผลการศึกษาจากการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่าตัวแปรสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.017951 มีทิศทางของความสัมพันธ์ในเชิงบวกซึ่งตรงข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ อย่างไรก็ตาม ค่า p-value ของตัวแปรอยู่ที่ 0.2818 ซึ่งสูงกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่กำหนดไว้เท่ากับ 0.05 จึงไม่ปฏิเสธสมมติฐานหลัก เพราะฉะนั้นจึงสรุปได้ว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระไม่มีผลต่อต้นทุนทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

H2: คะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ

เมื่อวิเคราะห์ผลการศึกษาจากการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่าตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.332119 ซึ่งมีทิศทางของความสัมพันธ์ในเชิงบวกซึ่งตรงข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ อย่างไรก็ตาม ค่า p-value ของตัวแปรอยู่ที่ 0.5175 ซึ่งสูงกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่กำหนดไว้เท่ากับ 0.05 จึงไม่ปฏิเสธสมมติฐานหลัก เพราะฉะนั้นจึงสรุปได้ว่า คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการไม่มีผลต่อต้นทุนทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

H3: สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (Block Ownership) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อต้นทุนเงินลงทุนของกิจการ

เมื่อวิเคราะห์ผลการศึกษาจากการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่าตัวแปรสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.056402 มีทิศทางของความสัมพันธ์ในเชิงบวกซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ นอกจากนี้ ค่า p-value ของตัวแปรอยู่ที่ 0.0000 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่กำหนดไว้เท่ากับ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก กล่าวคือ เมื่อสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพิ่มขึ้น ต้นทุนเงินลงทุนของกิจการมีแนวโน้มสูงขึ้นด้วย เพราะฉะนั้นจึงสรุปได้ว่า สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นที่สูงขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินเพิ่มสูงขึ้นได้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

H4: การที่ประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนเดียวกัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อต้นทุนเงินลงทุนของกิจการ

เมื่อวิเคราะห์ผลการศึกษาจากการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่าตัวแปรการควมรวมตำแหน่งประธานคณะกรรมการและผู้บริหารสูงสุด มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.377055 มีทิศทางของความสัมพันธ์ในเชิงลบซึ่งตรงข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ อย่างไรก็ตาม ค่า p-value ของตัวแปรอยู่ที่ 0.4292 ซึ่งสูงกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่กำหนดไว้เท่ากับ 0.05 จึงไม่ปฏิเสธสมมติฐานหลัก เพราะฉะนั้นจึงสรุปได้ว่า การที่ประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนเดียวกันไม่มีผลต่อต้นทุนทางการเงินของกิจการอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

H5: ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนเงินลงทุนของกิจการ

อ้างอิงผลการทดสอบในตารางที่ 4.7 เนื่องจากไม่พบความมีนัยสำคัญของความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการและต้นทุนเงินลงทุนของกิจการที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ผู้วิจัยจึงได้พิจารณาตัวแปรอิสระดังกล่าวที่อาจมีอิทธิพลร่วมกับตัวแปรอิสระอื่น ๆ (Interaction Term) ซึ่งได้แก่ ตัวแปรความสามารถในการสร้างกำไรของกิจการ และทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุคูณอีกครั้งดังแสดงผลในตารางที่ 4.8 ซึ่งจะอภิปรายผลการทดสอบในลำดับถัดไป

H6: ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนเงินลงทุนของกิจการ

เมื่อวิเคราะห์ผลการศึกษาจากการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่าตัวแปรขนาดของบริษัท มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.911313 มีทิศทางของความสัมพันธ์ในเชิงลบซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

นอกจากนี้ ค่า p-value ของตัวแปรอยู่ที่ 0.0191 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่กำหนดไว้เท่ากับ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้น (เมื่อวัดจากสินทรัพย์รวม) ต้นทุนเงินทุนของกิจการมีแนวโน้มลดลง เพราะฉะนั้นจึงสรุปได้ว่าขนาดของบริษัทที่ใหญ่ขึ้นสามารถช่วยลดต้นทุนทางการเงินได้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

H7: ความสามารถในการสร้างกำไร (Return on Equity) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ

อ้างอิงผลการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุคูณในตารางที่ 4.7 พบว่าตัวแปรความสามารถในการสร้างกำไร มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.022900 ซึ่งมีทิศทางของความสัมพันธ์ในทางเดียวกับกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่ไม่พบความมีนัยสำคัญของความสัมพันธ์ดังกล่าวต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ผู้วิจัยจึงได้พิจารณาตัวแปรอิสระดังกล่าวที่อาจมีอิทธิพลร่วมกับตัวแปรอิสระอื่น ๆ (Interaction Term) ซึ่งได้แก่ตัวแปรความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ และทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุคูณอีกครั้งดังแสดงผลในตารางที่ 4.8

ตัวแปรร่วม (Interaction Term) : ความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการและความสามารถในการสร้างกำไร

จากกรณีข้างต้นที่ได้พิจารณาและศึกษาตัวแปรร่วมระหว่างความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการและความสามารถในการสร้างกำไร ดังแสดงผลการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุคูณในตารางที่ 4.8 พบว่าตัวแปรร่วมดังกล่าว มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.023988 มีทิศทางของความสัมพันธ์ในเชิงลบซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐาน H5 และ H7 ที่ตั้งไว้ นอกจากนี้ ค่า p-value ของตัวแปรร่วมอยู่ที่ 0.0472 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่กำหนดไว้เท่ากับ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีคณะกรรมการเพศหญิงอย่างน้อย 1 คนประกอบกับมีความสามารถในการสร้างกำไรที่สูงขึ้น ต้นทุนเงินทุนของกิจการจะมีแนวโน้มลดลง เพราะฉะนั้นจึงสรุปได้ว่าความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการประกอบกับความสามารถในการสร้างกำไรที่สูงขึ้นสามารถช่วยลดต้นทุนทางการเงินได้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ดังกล่าวที่พบจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรร่วมและตัวแปรตามและการทบทวนวรรณกรรมเพิ่มเติม พบว่าผลลัพธ์มีความสอดคล้องกับผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องด้วยเช่นกัน โดย Mahadeo, Soobaroyen, & Hanuman (2012) ได้เสนอว่าความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการมี

ความสัมพันธ์ในระดับสูงกับศักยภาพของกิจการ โดยเฉพาะในประเทศที่กำลังพัฒนา รวมถึงผลงานวิจัยของ Kiliç et al. (2016) ที่พบความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการและความสามารถในการสร้างกำไรของกิจการที่วัดผลจาก ROE โดยปฏิสัมพันธ์ดังกล่าวจะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการลดลงได้ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับการทบทวนวรรณกรรมและสมมติฐานที่กำหนดไว้ก่อนหน้านี้

สรุปผลและข้อเสนอแนะ

สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้มีจุดประสงค์หลักเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการมีบรรษัทภิบาลที่ดีที่ส่งผลต่อต้นทุนทางการเงินของกิจการ ซึ่งบรรษัทภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการได้รับการนิยามผ่านการกำหนดตัวแปรอิสระต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง รวมถึงการกำหนดตัวแปรควบคุมอื่น ๆ ที่อาจส่งผลต่อต้นทุนทางการเงินในแบบจำลองของงานวิจัยฉบับนี้ โดยงานวิจัยฉบับนี้ได้ศึกษาข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในดัชนี SET50 เป็นระยะเวลาตั้งแต่ปี 2558 ถึง 2562 รวมทั้งสิ้น 175 ตัวอย่าง ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้ดำเนินการทดสอบผลทางสถิติเชิงพรรณนาและเชิงอนุมานเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยผลการทดสอบแบบจำลองผ่านการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณพบว่า มี 3 ตัวแปรที่ส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 โดยตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ ได้แก่ สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ กล่าวคือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนสูงขึ้นด้วยเช่นกัน สำหรับตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ ได้แก่ ขนาดของบริษัท กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้นจะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนลดลงได้ และตัวแปรร่วมระหว่างความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการและความสามารถในการสร้างกำไร กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีคณะกรรมการเพศหญิงอย่างน้อย 1 คนประกอบกับมีความสามารถในการสร้างกำไรที่สูงขึ้น จะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนลดลงได้เช่นกัน โดยความสัมพันธ์ของทั้ง 3 ตัวแปรข้างต้นมีข้อสรุปในทิศทางเดียวกับสมมติฐานแบบจำลองที่กำหนดไว้

ข้อเสนอแนะ

เนื่องจากงานวิจัยฉบับนี้ให้ความสำคัญในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลที่ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการลดลงได้ โดยเฉพาะบรรษัทภิบาลในด้านความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการ ซึ่งเป็น

ประเด็นที่ได้รับความสนใจและให้ความสำคัญจากองค์กรที่ประเมินคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการอย่าง
สถาบันกรรมการบริษัทไทย ดังนั้น ผู้วิจัยจึงมีความสนใจในประเด็นดังกล่าวและมีความประสงค์จะศึกษาวิจัย
เพิ่มเติมในอนาคต ในบริบทที่แตกต่างออกไป อาทิ การศึกษาเรื่องบทบาทและสัดส่วนของคณะกรรมการพิเศษ
ในช่วงระยะเวลาที่ยาวขึ้น เพื่อพิจารณาและวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงจากสภาพแวดล้อมของกิจการในอดีตซึ่ง
ประเด็นความหลากหลายทางเพศถูกกล่าวถึงและได้รับความสำคัญน้อยกว่าในปัจจุบัน นอกจากนี้ อาจสนใจ
ศึกษาเพิ่มเติมเรื่องความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัทในบริบทของอุตสาหกรรมธุรกิจที่ต่างกันไป เพื่อ
วิเคราะห์หาความแตกต่างและระดับความมีนัยสำคัญของความหลากหลายของคณะกรรมการ ที่ส่งผลต่อต้นทุน
เงินทุนหรือการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของกิจการ เพื่อเป็นประโยชน์และสร้างความตระหนักในสำคัญขอ
การส่งเสริมด้านการปฏิบัติอย่างเท่าเทียมในกิจการที่มีส่วนได้เสียต่อสาธารณชน ไม่จำกัดเฉพาะในด้านเพศ
สภาพ แต่ยังรวมถึงการศึกษาและประสบการณ์ที่หลากหลายอีกด้วย

รายการอ้างอิง

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555*. กรุงเทพฯ. ฝ่ายพัฒนารธรรมาภิบาลเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

ปริญดา สุขเจริญสิน. (2561). *การตัดสินใจทางการเงินธุรกิจเพื่อการสร้างมูลค่ากิจการ (พิมพ์ครั้งที่ 1)*. กรุงเทพฯ. คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์.

ศิลปพร ศรีจันทเพชร. อัญญา ชันธวิทย์. เดือนเพ็ญ จันทศิริศรี. (2552). *การกำกับดูแลที่ดีเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ (พิมพ์ครั้งที่ 1)*. กรุงเทพฯ. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

Abad D., Lucas-Perez M., Minguez-Vera A. (2017). Does gender diversity on corporate boards reduce information asymmetry in equity markets?. *BRQ Business Research Quarterly, Volume 20* (Issue 3).

Abdullah, S. N. & Nasir, N. M. (2004). Accrual management and the independence of the boards of directors and audit committees. *International Journal of Economics, Management and Accounting, 12*(1).

Ali, S. M., Salleh, N. M., & Hassan, M. S. (2008). Ownership structure and earnings management in Malaysian listed companies: the size effect. *Asian Journal of Business and Accounting, 1*(2), 89-116.

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.

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

Botosan C. and Plumlee M. (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *Journal of Accounting Research 40*(1), 21-40.

Bozec, R., & Bozec, Y. (2010). The use of corporate governance indexes in the governance-performance literature: international evidence. *Working Paper*, University of Ottawa.

Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of corporate Finance, 3*(3), 189-220.

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.

Cumming, D., T. Y. Leung, and O. Rui. (2015). Gender Diversity and Securities Fraud. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1572–1593.

Dunn, P. (2004). The impact of insider power on fraudulent financial reporting. *Journal of management*, 30(3), 397-412.

Easley, D. and O'hara, M. (2004), Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 59, 1553-1583.

Fama E. and Jensen M. (1983). "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law and Economics* 26, 1983(2), 301-325.

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.

Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006). Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7-8), 1034-1062.

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *the Journal of Finance*, 46(1), 297-355.

Healy P., & Palepu K. (2001) Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *J. Account. Econom.*, 404-440

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.

Jung, K., & Kwon, S. Y. (2002). Ownership structure and earnings informativeness: Evidence from Korea. *The International Journal of Accounting*, 37(3), 301-325.

Kiliç, M., Kiliç, M., Kuzey, C., & Kuzey, C. (2016). The effect of board gender diversity on firm performance: Evidence from Turkey. *Gender in Management: An International Journal*, 31(7), 434–455.

Klock, M. S., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2005). Does corporate governance matter to bondholders?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(4), 693-719.

Mahadeo, J. D., Soobaroyen, T., & Hanuman, V. O. (2012). Board composition and financial performance: Uncovering the effects of diversity in an emerging economy. *Journal of Business Ethics*, 105(3), 375-388.

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.

Miller, M., & Modigliani, F. (1958). The Cost of capital. Corporate Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.

Singhal, A. (2014). Corporate Governance, Cost of Capital and Value Creation: Evidence from Indian Firms. *Journal of Economics and Finance*, 4(6), 36-54.

Terjesen, S., Couto, E.B. & Francisco, P.M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *J Manag Gov* 20, 447-483.

Thai Institute of Directors Association. (2019). *Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2019*. Retrieved from [http://www.thai-iod.com/imgUpload/CGR2019%20Report\(1\).pdf](http://www.thai-iod.com/imgUpload/CGR2019%20Report(1).pdf)

Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (1998). The symbolic management of stockholders: Corporate governance reforms and shareholder reactions. *Administrative science quarterly*, 127-153.

Zhu, F. (2014). Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study. *International Review of Finance*, 14(3), 393-429.

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก.

ตารางแสดงผลการรันสมการถดถอยเชิงพหุคูณ เมื่อกำหนดตัวแปรหุ่นให้มามีค่าเท่ากับ "1" เมื่อมีคณะกรรมการเพศหญิงอย่างน้อย 2 คนจากคณะกรรมการทั้งหมด

Dependent Variable: COST
 Method: Least Squares
 Date: 07/28/20 Time: 10:22
 Sample: 1 175
 Included observations: 175

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.02556	4.278985	2.576677	0.0108
IND	0.016703	0.016807	0.993824	0.3217
BO	0.055497	0.012221	4.541177	0.0000
CG	0.331857	0.513099	0.646771	0.5187
DUAL	-0.350517	0.479102	-0.731612	0.4654
BGD	0.181622	0.323560	0.561325	0.5753
SIZE	-0.863072	0.395298	-2.183343	0.0304
ROE	-0.023545	0.012048	-1.954191	0.0523
R-squared	0.180358	Mean dependent var		5.677771
Adjusted R-squared	0.146001	S.D. dependent var		2.199505
S.E. of regression	2.032608	Akaike info criterion		4.301153
Sum squared resid	689.9595	Schwarz criterion		4.445828
Log likelihood	-368.3508	Hannan-Quinn criter.		4.359837
F-statistic	5.249632	Durbin-Watson stat		1.135282
Prob(F-statistic)	0.000020			

ตารางแสดงผลการรันสมการถดถอยเชิงพหุคูณ เมื่อกำหนดตัวแปรหุ่นให้มีค่าเท่ากับ "1" เมื่อมีคณะกรรมการเพศหญิงอย่างน้อย 3 คนจากคณะกรรมการทั้งหมด

Dependent Variable: COST
 Method: Least Squares
 Date: 07/28/20 Time: 10:27
 Sample: 1 175
 Included observations: 175

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12.50500	4.240152	2.949188	0.0036
IND	0.017968	0.016602	1.082295	0.2807
BO	0.057668	0.012117	4.759159	0.0000
DUAL	-0.482101	0.482939	-0.998266	0.3196
CG	0.309809	0.511662	0.605496	0.5457
BGD	-0.506805	0.417519	-1.213848	0.2265
SIZE	-0.991154	0.390100	-2.540773	0.0120
ROE	-0.026090	0.012106	-2.155207	0.0326
R-squared	0.185993	Mean dependent var		5.677771
Adjusted R-squared	0.151873	S.D. dependent var		2.199505
S.E. of regression	2.025608	Akaike info criterion		4.294253
Sum squared resid	685.2156	Schwarz criterion		4.438929
Log likelihood	-367.7472	Hannan-Quinn criter.		4.352938
F-statistic	5.451142	Durbin-Watson stat		1.160830
Prob(F-statistic)	0.000012			

ตารางแสดงผลการรันสมการถดถอยเชิงพหุคูณ เมื่อกำหนดตัวแปรหุ่นให้มิต่ำเท่ากับ "1" เมื่อมีคณะกรรมการเพศหญิงอย่างน้อย 4 คนจากคณะกรรมการทั้งหมด

Dependent Variable: COST
 Method: Least Squares
 Date: 07/28/20 Time: 10:31
 Sample: 1 175
 Included observations: 175

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12.35862	4.235084	2.918152	0.0040
IND	0.017296	0.016626	1.040279	0.2997
BO	0.057542	0.012127	4.744902	0.0000
DUAL	-0.457242	0.481135	-0.950340	0.3433
CG	0.375625	0.513298	0.731788	0.4653
BGD	-0.661116	0.604599	-1.093479	0.2758
SIZE	-0.984772	0.390651	-2.520846	0.0126
ROE	-0.025470	0.012067	-2.110646	0.0363
R-squared	0.184649	Mean dependent var		5.677771
Adjusted R-squared	0.150473	S.D. dependent var		2.199505
S.E. of regression	2.027280	Akaike info criterion		4.295903
Sum squared resid	686.3471	Schwarz criterion		4.440579
Log likelihood	-367.8915	Hannan-Quinn criter.		4.354588
F-statistic	5.402827	Durbin-Watson stat		1.167499
Prob(F-statistic)	0.000013			

ภาคผนวก ข.

ตารางแสดงผลการทดสอบปัญหา Heteroskedasticity (White test)

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.151494	Prob. F(25,149)	0.2946
Obs*R-squared	28.33603	Prob. Chi-Square(25)	0.2926
Scaled explained SS	69.10065	Prob. Chi-Square(25)	0.0000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 09/06/20 Time: 05:37

Sample: 1 175

Included observations: 175

Collinear test regressors dropped from specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	893.8966	607.5232	1.471378	0.1433
IND^2	-0.017164	0.009345	-1.836790	0.0682
IND*BO	-0.000480	0.008574	-0.056008	0.9554
IND*SIZE	0.117274	0.247466	0.473899	0.6363
IND*ROEXBGD	0.005571	0.009729	0.572617	0.5678
IND*CG	0.315741	0.556929	0.566931	0.5716
IND*DUAL	-0.070011	0.749038	-0.093468	0.9257
IND	-0.135434	2.634803	-0.051402	0.9591
BO^2	0.003584	0.003870	0.926143	0.3559
BO*SIZE	0.347706	0.230178	1.510599	0.1330
BO*ROEXBGD	-0.005354	0.005988	-0.894140	0.3727
BO*CG	-0.329503	0.368207	-0.894885	0.3723
BO*DUAL	0.221221	0.470333	0.470349	0.6388
BO	-3.816616	2.575068	-1.482142	0.1404
SIZE^2	5.301257	4.942337	1.072622	0.2852
SIZE*ROEXBGD	0.031138	0.196835	0.158194	0.8745
SIZE*CG	-2.409657	6.504729	-0.370447	0.7116
SIZE*DUAL	-10.46117	10.02384	-1.043629	0.2983
SIZE	-143.0427	108.6052	-1.317089	0.1898
ROEXBGD^2	0.001568	0.002486	0.630874	0.5291
ROEXBGD*CG	-0.355689	0.371776	-0.956729	0.3403
ROEXBGD*DUAL	-0.106910	0.372637	-0.286901	0.7746
ROEXBGD	-0.044611	2.168612	-0.020571	0.9836
CG^2	46.23722	83.83794	0.551507	0.5821
CG*DUAL	4.130394	8.581359	0.481322	0.6310
DUAL^2	101.8876	127.2629	0.800607	0.4246

R-squared	0.161920	Mean dependent var	3.950064
Adjusted R-squared	0.021303	S.D. dependent var	9.113053
S.E. of regression	9.015464	Akaike info criterion	7.372063
Sum squared resid	12110.51	Schwarz criterion	7.842260
Log likelihood	-619.0555	Hannan-Quinn criter.	7.562788
F-statistic	1.151494	Durbin-Watson stat	2.182295
Prob(F-statistic)	0.294559		

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นายณัฐ วรชิตีธรรม

วุฒิการศึกษาปริญญาตรี

บัญชีบัณฑิต (การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ)

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์