

## THE IMPACTS OF CORPORATE GOVERNANCE MECHANISMS ON COST OF CAPITAL OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

Piyanat Thunputtadom<sup>1\*</sup>, Naruemol Ariyapim<sup>1\*</sup>

<sup>1</sup>Faculty of Business Administration, North Eastern University, Khonkaen, 40000, Thailand

### ABSTRACT

The research aimed to examine the impact of corporate governance mechanisms on cost of capital in stock exchange of Thailand. The quantitative research methods were used in this research to assess the selected samples of the Thailand Stock Exchange Listed Companies, which are recorded during 2012 - 2016 with the total of 1,665 data were used to analyze data. Statistics analysis used to enter multiple regression analysis and correlation to test the hypothesis for the mechanisms of corporate governance on capital structure. The mechanisms of corporate governance consist of board size, board independence, board meeting, CEO Duality, Institutional ownership and Ownership concentration. Cost of capital consist of weighted average cost of capital (WACC).

The research findings shown that impacts of board size, CEO duality, ownership concentration to enhance the significant negative impact on cost of capital. Whereas the Board Independence and Institutional ownership have positive significant impacts on cost of capital. Additionally, board meeting resulted in a negative relate to the cost of capital with its statistically insignificant. The empirical findings shed light on the role corporate governance mechanisms plays in cost of capital, and thus offer insights to policy makers, investor, shareholders and board of directors interested to appropriate financial management and strategies of firm.

**Keywords:** Corporate governance mechanisms, cost of capital, weighted average cost of capital (WACC)

---

\*Author e-mail address : Nat4706@neu.ac.th, [naruemol.ari@neu.ac.th](mailto:naruemol.ari@neu.ac.th)

## ผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนของเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ปิยะณัฐ ฤนพุทธม<sup>1\*</sup>, นฤมล อริยพิมพ์<sup>1\*</sup>

<sup>1</sup>คณะบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยภาคตะวันออกเฉียงเหนือ, ขอนแก่น, 40000, ประเทศไทย

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนของเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิธีดำเนินการวิจัยคือ การวิจัยเชิงปริมาณ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2555-2559 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา รวมทั้งสิ้น 1,665 ข้อมูลสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ คือ การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณด้วยวิธีคัดเลือกตัวแปร (Enter multiple regression analysis) และสหสัมพันธ์เชิงซ้อน (Correlation) เพื่อทดสอบผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนของเงินทุน ซึ่งกลไกการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วย ขนาดกรรมการบริษัท สัดส่วนกรรมการอิสระบริษัท จำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการบริษัท การคว่ำตำแหน่งประธานบริหารและผู้บริหารสูงสุดในคนเดียวกัน สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของบริษัท สัดส่วนผู้ถือระจุกตัวของบริษัท ต้นทุนของเงินทุน ซึ่งวัดโดย ค่าเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนถ่วงน้ำหนัก

ผลการวิจัยพบว่า ขนาดกรรมการบริษัท การคว่ำตำแหน่งประธานบริหารและผู้บริหารสูงสุดในคนเดียวกัน สัดส่วนผู้ถือระจุกตัวของบริษัท มีผลกระทบทางลบอย่างมีนัยสำคัญต่อต้นทุนของเงินทุน ในขณะที่ กรรมการอิสระบริษัท และสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของบริษัท ผลกระทบทางบวกต่อต้นทุนของเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตามลำดับ นอกจากนี้ จำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการบริษัท มีผลกระทบในทิศทางลบต่อต้นทุนของเงินทุน แต่ไม่มีนัยสำคัญ ผลงานวิจัยนี้อธิบายได้ว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการมีบทบาทสำคัญต่อต้นทุนของเงินทุน หน่วยงานกำกับดูแล นักลงทุน ผู้ถือหุ้น และกรรมการบริหารบริษัท ควรพิจารณาการบริหารการเงินที่เหมาะสมและกลยุทธ์ของบริษัท

**คำสำคัญ:** กลไกการกำกับดูแลกิจการ, ต้นทุนของเงินทุน, ค่าเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนถ่วงน้ำหนัก

## ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การกำกับดูแลกิจการ เป็นระบบการดำเนินงานที่มีทั้งการสั่งการและควบคุม โดยใช้โครงสร้าง กลไกการบริหารในการทำการกระจายสิทธิไปยังกลุ่มต่างๆ เช่น คณะกรรมการของบริษัท ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่น (OECD, 2015) ซึ่งถือว่าเป็นหัวใจสำคัญในการบริหารธุรกิจ แต่ปัญหาจากการล่มสลายทางการเงินของบริษัท Enron Finance Corporation และ บริษัท World com Corporation ในปี พ.ศ. 2540 เป็นสาเหตุหนึ่งที่นักวิจัย และนักวิชาการต่างให้ความเห็นสอดคล้องกันว่า เกิดจากข้อบกพร่องในของการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดีจึงส่งผลทำให้ต้นทุนของเงินทุน ขณะนั้นมีต้นทุนที่สูงขึ้นอย่างรวดเร็ว และนำไปสู่ภาวะวิกฤติทางการเงินในที่สุด จึงทำให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นในการตัดสินใจ เพราะต้องรับภาระความเสี่ยงเกี่ยวกับความไม่แน่นอนของบริษัท ทำให้กลุ่มองค์กรวิชาชีพต่างๆ พยายามหาแนวทางในการแก้ไขปัญหานี้ เช่น สหรัฐอเมริกา ได้ออกกฎหมาย Sarbanes Oxley Act เพื่อเพิ่มความโปร่งใส และความรับผิดชอบในการบริหารของคณะกรรมการบริษัท รวมทั้งองค์การเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจ และการพัฒนา (Organization of Economic Cooperation and Development: OECD) ได้ออกกรอบแนวคิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีใหม่ ทำให้ธนาคารโลกนำแนวคิดนี้ไปสนับสนุนให้มีการปฏิรูปทางเศรษฐกิจ โดยการออกกฎระเบียบใหม่ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาในเอเชีย ซึ่งทำให้เกิดความเชื่อมั่นของนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศเพิ่มขึ้น และหลีกเลี่ยงหรือลดความเสี่ยงลงได้ (Joshua, 2007; Malik, 2012) หลังจากที่ถูก

หน่วยงานพยายามแก้ไขปัญหาดังกล่าว ในปัจจุบันจากรายงานของ World bank (2009) พบว่ากลุ่มบริษัทที่มีการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะมีผลการดำเนินงานดีกว่ากลุ่มบริษัทที่ไม่ปฏิบัติตาม ประมาณ 19% จึงถือว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะเป็นการสร้างมูลค่าบริษัท ผ่านการบริหารเพื่อทำให้เกิดความมั่นใจในการจัดการความเสี่ยง เป็นที่สนใจของนักลงทุนที่เป็นแหล่งเงินทุนภายนอก ส่งผลต่อต้นทุนของเงินทุนของบริษัทโดยรวม

ต้นทุนของเงินทุน (Cost of capital) เหมือนเป็นสุขภาพทางการเงินของบริษัท (Heng, Azrbijani & San, 2012) เป็นการผสมผสานระหว่างส่วนของทุน (Equity) และหนี้สิน (Debt) ซึ่งมาจากการกู้ยืม และ จากส่วนของเจ้าของ เช่น จำหน่ายหุ้นบุริมสิทธิ และ หุ้นสามัญ ในมุมมองของผู้บริหารของบริษัทจะพยายามแสวงหาแหล่งเงินทุน และนำไปตัดสินใจลงทุนในโครงการต่างๆ เพื่อนำมาซึ่งผลประโยชน์แก่บริษัทโดยมีต้นทุนเงินทุนที่ต่ำสุด ในทางกลับกันในมุมมองของนักลงทุนจะพยายามลงทุนในบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ ไม่ต้องรับภาระความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น และมีผลตอบแทนที่สมเหตุสมผล ความแตกต่างของทั้ง 2 มุมมองนี้ปัจจุบันยังเป็นปัญหา จึงเป็นเหตุผลสำคัญในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี และต้นทุนของเงินทุนครั้งนี้ เนื่องจากเกี่ยวข้องกับทฤษฎีตัวแทนตามแนวคิดของ Jensen & Mackling (1976) ที่ระบุถึงการบริหารของบริษัทต้องแยกระหว่างส่วนของเจ้าของกับการควบคุม ทำให้เกิดปัญหาข้อขัดแย้ง (Agency conflicts) โดยเฉพาะนักลงทุน อาจรับรู้ข่าวสารข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน (Information asymmetry) กับผู้บริหาร เนื่องจากไม่สามารถเข้าถึงประสิทธิภาพในการทำงาน และอาจนำไปสู่ความเสี่ยงเกิดขึ้นเหมือนเช่นในอดีตที่ผ่านมา ดังนั้น นักลงทุนจึงคาดหวังในบทบาทของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ของบริษัทที่จะทำให้เกิดความมั่นใจ ในการได้รับการคุ้มครอง รายงานทางการเงินมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส และมีการให้สิทธิอำนาจในการตัดสินใจของคณะกรรมการ การบริษัทอย่างเหมาะสม

สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แม้ว่าปัจจุบันจะมีการพัฒนาหลักการกำกับดูแลกิจการอย่างต่อเนื่องโดยยึดหลักตามแนวคิดขององค์การเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (OECD) แต่ยังเป็นที่ยกย่องว่าเป็นต้นเหตุภาวะวิกฤติทางการเงินในประเทศกลุ่มเอเชีย เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่มีรูปแบบธุรกิจเป็นแบบครอบครัว มีการเอื้อประโยชน์ให้แก่ตนเองหรือพวกพ้อง รวมทั้งมีประสิทธิภาพในการกำกับดูแลกิจการอ่อนแอ (Reddy, 2009; Hodgson, Lhaopadchan & Buakes, 2011) แต่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ยังคงตระหนักถึงความสำคัญด้านกำกับดูแลกิจการที่ดี เช่นเดียวกับประเทศอื่นๆ ด้วยความต้องการกระตุ้นการขยายฐานของผู้ลงทุน โดยการเชื่อมโยงเศรษฐกิจการเงินการลงทุนกับต่างประเทศ โดยเฉพาะในตลาดทุนของภูมิภาคอาเซียนภายใต้ ASEAN Capital Markets Forum ซึ่งถือว่าเป็นการเปิดเสรีทางเงินทุน กับประเทศต่างๆ จะเห็นได้จากการออกมาตรการหลายรูปแบบเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน อาทิ กฎเกณฑ์ ข้อบังคับต่างๆ เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนให้มีการปฏิบัติตามระเบียบและกฎเกณฑ์ของระบบการซื้อขาย การชำระราคา การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทให้มีความน่าเชื่อถือ รวมทั้งปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีใหม่ปี 2560 (CG Code)

ปัญหาที่เกิดขึ้นระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน ยังเป็นประเด็นที่วิจัยกันอยู่ทั่วโลก แสดงให้เห็นว่าตลาดทุนของแต่ละประเทศให้ความสำคัญกับเรื่องนี้ เช่น Almania (2017); Hayat, Yu, Wang & Jebran (2018); Ahmad, Akhter, Siddiq & Iqbal (2018) แต่ผลลัพธ์ผสมผสานไม่สอดคล้องกัน อาจแตกต่างกันตามวัฒนธรรม สภาพแวดล้อมทางกฎหมาย ตลอดจนการกำกับดูแลของประเทศนั้น ๆ (ดลยา

ไชยวงศ์ และ อรุณี ยศบุตร, 2561) สำหรับการศึกษาวิจัยในประเทศไทย ส่วนใหญ่จะเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ด้านกลไกการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงาน แต่งานวิจัยในด้านนี้ยังมีไม่มากนัก นอกจากนี้ผลลัพธ์งานวิจัยยังผสมผสานไม่สามารถสรุปได้ชัดเจน จะเห็นได้จาก Ongklang, Dampitakse and Panmanee (2017) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับต้นทุนของเงินทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลในภาคอุตสาหกรรมการผลิต ในรอบปี ค.ศ. 2014 ผลลัพธ์แสดงให้เห็นว่า ประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดีสูงจะทำให้ต้นทุนของเงินทุนต่ำลง ขณะที่ Detthamrong, Chancharat and Vithessonthic (2017) ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนของเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี ค.ศ. 2001 – 2014 ผลลัพธ์แสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน ดังนั้นผู้วิจัยจึงเห็นว่าจำเป็นอย่างยิ่งที่จะทำการทดสอบประสิทธิภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีในการตอบคำถามว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน มีความสัมพันธ์กันในบริบทประเทศไทย หรือไม่อย่างไร

สำหรับการวัดการกำกับดูแลกิจการที่ดี และต้นทุนของเงินทุน ของบริษัทมีนักวิจัยใช้การวัดที่หลากหลาย แต่ด้วยหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมุ่งเน้นให้ความสำคัญที่การบริหารงานของคณะกรรมการบริษัท ผู้วิจัยจึงวัดกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตามการอธิบายของ Khanchel (2007); Thunpattadom et al. (2018) ดังนี้ ขนาดคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนกรรมการอิสระบริษัท จำนวนครั้งในการประชุม คณะกรรมการบริษัท การคว่ำตำแหน่งประธานบริหารและผู้บริหารสูงสุด สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบัน สัดส่วนผู้ถือหุ้นกระจุกตัว ส่วนการวัดต้นทุนของเงินทุน จากการทบทวนวรรณกรรมนักวิจัยส่วนใหญ่วัดจาก ต้นทุนหนี้สิน

(Cost of debt) ต้นทุนเงินทุน (Cost of equity) แต่สำหรับงานวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยจะมุ่งเน้นการวัดจากต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) เนื่องจากเป็นการคำนวณผลรวมต้นทุนของเงินทุน จากทุกแหล่งเงินทุน และนำมาเฉลี่ยเพื่อตัดสินใจ

งานวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยศึกษาในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2555 – 2559 เป็นระยะเวลา 5 ปี ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน ประกันภัย และกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากกิจการประเภทนี้มีแนวปฏิบัติทางด้านบัญชีแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น ผู้วิจัยหวังว่าจะเกิดประโยชน์ต่อคณะกรรมการบริษัท ได้นำผลการวิจัยไปกำหนดทิศทางในการบริหารทางการเงินได้อย่างเหมาะสม รวมทั้งทำให้นักลงทุน หรือ ผู้ที่เป็นแหล่งเงินทุน เพิ่มความระมัดระวังในการตัดสินใจในการลงทุนที่โดยอาจเพิ่มค่าส่วนต่างในความเสี่ยงโดยอาจอยู่ในรูปแบบผลตอบแทนที่สูงขึ้น นอกจากนี้ผู้บริหารอาจหาทางป้องกันการขัดแย้งระหว่างบริษัทกับนักลงทุน และสถาบันการเงิน ซึ่งอาจส่งผลต้นทุนของเงินทุนที่สูงขึ้น นำไปสู่ต่อมูลค่าบริษัทลดลงในอนาคต

### วัตถุประสงค์

เพื่อทดสอบว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี อันได้แก่ ขนาดกรรมการบริษัท สัดส่วนกรรมการอิสระบริษัท จำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการบริษัท การควมตำแหน่งประธานบริหารและผู้บริหารสูงสุดในคนเดียวกัน สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของบริษัท สัดส่วนผู้ถือกระจุกตัวของบริษัท มีผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### แนวคิด ทฤษฎี งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และ สมมติฐานการวิจัย

### ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

Jensen and Meckling (1976) ได้พัฒนาแนวคิดตัวแทนขึ้นจากการอภิปรายของ Berle and Mean (1932) ที่กล่าวถึงปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจากการแยกอำนาจระหว่างส่วนของเจ้าของ กับการควบคุมการบริหารโดยผู้บริหาร เนื่องจากมีเป้าหมายที่แตกต่างกัน เพื่อหาทางแก้ปัญหาที่อาจเกิดจาก 4 ประเด็น คือ 1) สภาวะทางด้านศีลธรรมของผู้บริหาร 2) ความขัดแย้งกับขนาดของบริษัท 3) ระยะเวลาการลงทุน และ 4) พฤติกรรมของการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงของผู้บริหาร ปัญหาเหล่านี้ เรียกว่า ปัญหาตัวแทน (Agency problems) โดยเฉพาะนักลงทุนต้องรับภาระกับความเสี่ยงที่เกิดจากสาเหตุเหล่านี้ เครื่องมือในการลดความเสี่ยงลง คือ กลไกการกำกับดูแลกิจการตามแนวปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ควรเป็นที่คาดหวังของนักลงทุนในการประกันความเสี่ยง และสร้างความเชื่อมั่นในการบริหารของคณะกรรมการบริหารที่โปร่งใส รวมทั้งการคุ้มครองสิทธิต่างๆ ของนักลงทุน ซึ่งประสิทธิภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการมีผลต่อต้นทุนของเงินทุน กล่าวคือ ถ้ามีประสิทธิภาพ นักลงทุนอาจคาดหวังผลตอบแทนที่ต่ำลงในทางตรงกันข้ามกลไกการกำกับดูแลกิจการไม่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนอาจเพิ่มค่าส่วนต่างในผลตอบแทน ซึ่งจะส่งผลต่อต้นทุนของเงินทุนที่เพิ่มขึ้น

### การกำกับดูแลกิจการ (Corporate governance)

การกำกับดูแลกิจการ หมายถึง ระบบซึ่งกิจการสั่งการ และควบคุมกิจกรรมต่างๆ ในบริษัท หรือ ระบบการกำกับและควบคุมกิจการโดยการแบ่งแยกสิทธิ และหน้าที่ของผู้มีส่วนเกี่ยวข้องต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นคณะกรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น หรือผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ โดยกำหนดเป็นหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติ เพื่อใช้ในการตัดสินใจในกรณีต่างๆ โดยยึดวัตถุประสงค์ของกิจการ เป็นสำคัญ (Thunputtadom et al. 2018)

### ต้นทุนของเงินทุน (Cost of capital)

ต้นทุนของเงินทุนจะมีความหมายตามมุมมองของบริษัทและนักลงทุน ถ้ามุมมองของบริษัทจะหมายถึง ต้นทุนต่างๆ ที่บริษัทจ่ายออกไปเพื่อให้ได้เงินทุนมา แต่ถ้าตามมุมมองของนักลงทุน จะหมายถึงผลตอบแทนที่คาดหวัง และต้นทุนของเงินทุนจะคำนวณออกมาเป็นอัตราร้อยละของเงินลงทุน แหล่งที่มาของเงินทุนทั้งหมดของบริษัทที่จัดหาเพื่อการดำเนินงานธุรกิจ โดยมาจาก 2 แหล่งใหญ่ๆ คือ จากเจ้าหนี้ และจากส่วนของเจ้าของ ทำให้เกิดต้นทุนของเงินทุนที่แตกต่างกัน 3 ประเภท ได้แก่ ต้นทุนเงินกู้ยืม (Cost of debt) ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ (Cost of preferred stock) และ ต้นทุนของหุ้นสามัญ (Cost of common stock) ซึ่งจะเกิดค่าใช้จ่ายของบริษัทขึ้นในรูปดอกเบี้ย และเงินปันผล แต่อย่างไรก็ตามการจัดหาเงินทุนของบริษัทส่วนใหญ่ไม่ได้มาจากแหล่งเดียว การตัดสินใจในการบริหารเงินทุนในโครงการต่างๆ จึงต้องคำนวณต้นทุนเงินทุนโดยรวมของบริษัท ซึ่งเรียกว่า ต้นทุนเงินกู้ยืมถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) (Abeywardhana, 2017)

### ความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการ และต้นทุนของเงินทุน

#### ขนาดกรรมการบริษัท (Board size)

ขนาดกรรมการบริษัท เป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีบทบาทสำคัญในการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ต่างๆ เพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัท และผู้ถือหุ้นรวมทั้งการจัดการเงินทุน แต่นักวิจัยส่วนใหญ่เชื่อว่าขนาดกรรมการบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีประสิทธิภาพน้อยกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก เนื่องจากมีปัญหาในการสื่อสาร และยากลำบากในการพิจารณาตัดสินใจ แต่ผลลัพธ์ในงานวิจัยในอดีตผสมผสาน จะเห็นได้จากงานวิจัยของ Ranti (2013) พบว่า ขนาดกรรมการบริษัทขนาดใหญ่มี

ทิศทางลบกับต้นทุนของเงินทุน แต่ตรงกันข้ามกับ Sheikh and Wang (2012) พบว่าขนาดกรรมการบริษัทขนาดใหญ่ มีทิศทางบวกกับต้นทุนของเงินทุน ส่วน Hermassi, Adjaoud and Aloui (2015) กลับไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ แต่อย่างไรก็ตามในงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่า:

**สมมติฐานที่ 1:** ขนาดกรรมการบริษัทที่มีผลกระทบต่อทิศทางลบต่อต้นทุนของเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญ

#### สัดส่วนกรรมการอิสระบริษัท (Board independence)

จำนวนกรรมการอิสระที่เป็นส่วนหนึ่งอยู่ในคณะกรรมการบริษัทเป็นหลักสำคัญในการดำเนินธุรกิจสมัยใหม่ ถือว่าจำนวนกรรมการอิสระเป็นกลไกการกำกับดูแลที่ดี ที่ทำให้เกิดความเชื่อมั่นต่อนักลงทุน แต่ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระและต้นทุนของเงินทุน มีผลลัพธ์ที่ผสมผสาน จะเห็นได้จาก Jaradat (2015) พบว่า สัดส่วนกรรมการอิสระบริษัท มีความสัมพันธ์กันในทิศทางบวกกับต้นทุนของเงินทุน และในขณะที่ Almania (2017) พบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระบริษัทมีความสัมพันธ์กันในทิศทางลบกับต้นทุนของเงินทุน แต่ Hasan and Butt (2009) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ แต่อย่างไรก็ตามในงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่า:

**สมมติฐานที่ 2:** สัดส่วนกรรมการอิสระบริษัทที่มีผลกระทบต่อทิศทางบวกกับต้นทุนของเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญ

#### จำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการบริษัท

##### (Board meeting)

จำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่แสดงถึงบทบาทในการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการบริหาร ในการติดตาม ควบคุมดูแล

รวมทั้งการกำหนดกลยุทธ์ทางการเงินของบริษัทซึ่งมีผลกระทบต่อ **ต้นทุนของเงินทุน** และความสามารถในการทำกำไรของบริษัทโดยรวม แต่ความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทและ **ต้นทุนของเงินทุน** มีผลลัพธ์ที่ผสมผสาน จะเห็นได้จากงานวิจัยของ Khan and Wasim (2016) พบว่าจำนวนครั้งในการพบความสัมพันธ์ ที่มีนัยสำคัญ แต่อย่างไรก็ตามในงานวิจัยนี้

ผู้วิจัยตั้งสมมติฐาน ดังนี้ :

**สมมติฐานที่ 3:** จำนวนครั้งในการประชุม คณะกรรมการบริษัทที่มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อ **ต้นทุนของเงินทุน** อย่างมีนัยสำคัญ

#### การควบตำแหน่งประธานบริหาร และผู้บริหารสูงสุดในคนเดียวกัน (CEO duality)

กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะสนับสนุนให้แยกตำแหน่งระหว่างประธานบริหาร และผู้บริหารสูงสุดคนเดียวกัน เนื่องจากมองถึงประสิทธิภาพในการตัดสินใจที่มีต่อการควบคุม สอบทาน และการบริหารงาน แต่บางครั้งผู้บริหารบางกลุ่มมองว่าการแยกตำแหน่งนี้อาจมีปัญหาในด้านการสั่งงาน ด้านการประสานงาน และด้านการแก้ปัญหาทันเวลา ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างการควบตำแหน่งประธานบริหาร และผู้บริหารสูงสุดคนเดียวกัน และ **ต้นทุนของเงินทุน** มีผลลัพธ์ที่ผสมผสาน จะเห็นได้จากงานวิจัยของ Ranti (2013) พบความสัมพันธ์ระหว่างการควบตำแหน่งประธานบริหาร และผู้บริหารสูงสุดคนเดียวกันมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับ **ต้นทุนของเงินทุน** ขณะที่ Kyereboah-Coleman and Biekpe (2006) ความสัมพันธ์ระหว่างการควบตำแหน่งประธานบริหาร และผู้บริหารสูงสุดคนเดียวกันมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับ **ต้นทุนของเงินทุน** แต่ Shafana (2015) กลับไม่พบว่าไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ แต่ในงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยตั้งสมมติฐาน ดังนี้ :

การประชุมคณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับ **ต้นทุนของเงินทุน** ขณะที่ Waworuntu, Tjahjana and Rusmanto (2014) พบว่าจำนวนครั้งในการประชุม คณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับ **ต้นทุนของเงินทุน** แต่ งานวิจัยของ Achchuthan, Kajanathan and Sivathaasan (2013) กลับไม่ **สมมติฐานที่ 4** การควบตำแหน่งประธานบริหาร และผู้บริหารสูงสุดในคนเดียวกันมีผลกระทบทิศทางบวกกับ **ต้นทุนของเงินทุน** อย่างมีนัยสำคัญ

#### สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของบริษัท (Institutional Ownership: IO)

ผู้ถือหุ้นสถาบันของบริษัท คือ กลุ่มบริษัทที่มาร่วมลงทุนเป็นนิติบุคคลอยู่ในรูปแบบทางกฎหมาย ครอบคลุมถึงทุกอย่างตั้งแต่บริษัทร่วมทุน ไปถึง ห้างหุ้นส่วนที่จำกัดความรับผิดชอบ และการรวมกลุ่มธุรกิจของบริษัทหลายบริษัทมาร่วมกันดำเนินธุรกิจ เช่น กรณีกองทุนรวมบริษัทในเครือของธนาคาร และบริษัทประกันภัย กลุ่มลงทุนเหล่านี้มีความสามารถในการติดตาม และตรวจสอบพฤติกรรมในการตัดสินใจแสวงหาแหล่งเงินทุนของผู้บริหาร ที่มีผลกระทบต่อ **ต้นทุนของเงินทุน** เนื่องจากมีศักยภาพทั้งด้านความรู้และทรัพยากร แต่ผลลัพธ์ในงานวิจัยในอดีตผสมผสาน จะเห็นได้จากงานวิจัยของ Hayat et al. (2018) พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของบริษัท มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับ **ต้นทุนของเงินทุน** ประเทศสหรัฐอเมริกา ขณะที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบในประเทศจีน แต่ Masood (2014) กลับไม่พบว่าไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ แต่อย่างไรก็ตามในงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยตั้งสมมติฐาน ดังนี้:

**สมมติฐานที่ 5** สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของบริษัทมีผลกระทบในทิศทางบวกกับ **ต้นทุนของเงินทุน** อย่างมีนัยสำคัญ

### สัดส่วนผู้ถือกระจุกตัวของบริษัท

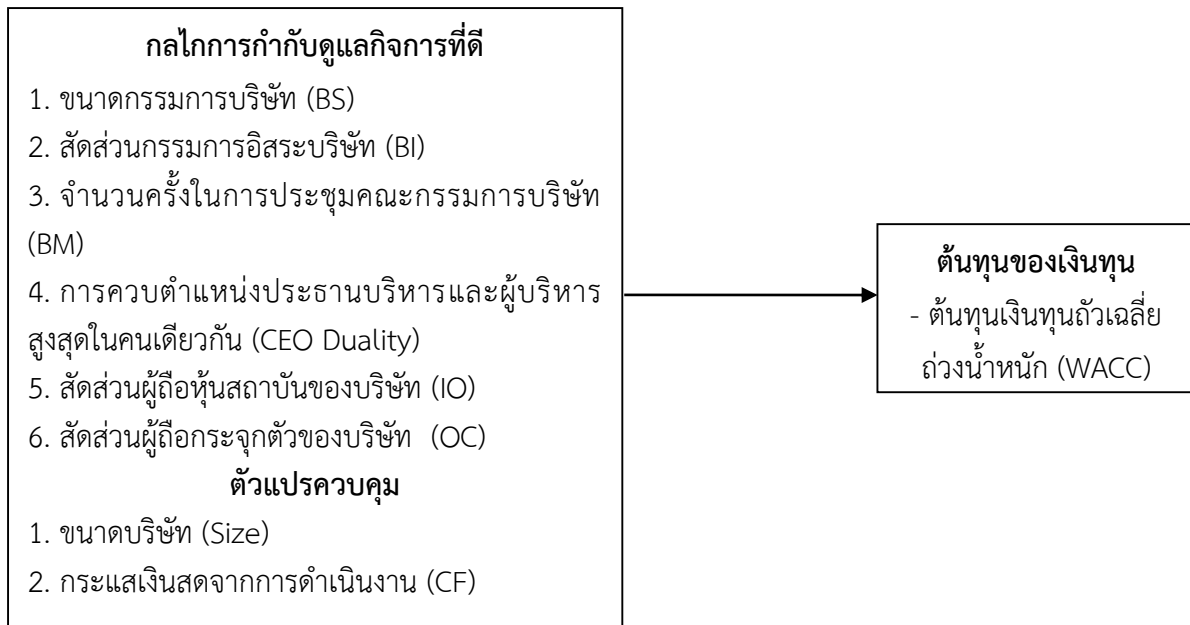
#### (Ownership Concentration: OC)

ผู้ถือกระจุกตัวของบริษัท คือ การที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นรายหนึ่ง หรือหลายรายที่มีจำนวนหุ้น จนมีอำนาจในการควบคุมกิจการ ซึ่งมีบทบาทสำคัญในการบริหารและกำหนดนโยบายของบริษัท อาจมีอิทธิพลต่อต้นทุนหนี้สิน ต้นทุนเงินทุน หรืออัตราดอกเบี้ย และเงินปันผลซึ่งเป็นส่วนประกอบของต้นทุนของเงินทุน โดยรวม สำหรับงานวิจัยความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นกระจุกตัวของบริษัทและต้นทุนของเงินทุน มีผลลัพธ์ที่ผสมผสานจะเห็นได้จากงานวิจัยของ Santos, Moreira and Vieira (2014) ขณะที่ Masood (2014) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือกระจุกตัวของบริษัทมีทิศทางลบกับต้นทุนของเงินทุน และ Ahmad et al. (2018) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ

แต่อย่างไรก็ตามในงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานดังนี้:

**สมมติฐานที่ 6** สัดส่วนผู้ถือกระจุกตัวของบริษัทมีผลกระทบในทิศทางบวกกับต้นทุนของเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญ

จากการอภิปรายข้างต้นกรอบแนวคิดงานวิจัยเป็นดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดงานวิจัย

### วิธีการดำเนินการวิจัย

#### ประชากร และกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มประชากร คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีผลดำเนินงาน ตั้งแต่ปี 2555 – 2559 รวมระยะเวลา

5 ปี มีจำนวนข้อมูลทั้งหมด 2,808 ข้อมูล โดยเริ่มเก็บข้อมูลวันที่ 1 พฤษภาคม 2560 กลุ่มตัวอย่างแบ่งเป็น ดังนี้ 1) เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่ม



โดยมีวันสิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก่อนปี 2553 ต้องมีการดำรงอยู่ และมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้ได้ข้อมูลในการวัดตัวแปรต่างๆ อย่างครบถ้วนและ สามารถเปรียบเทียบกันได้ 2) เป็นบริษัทที่ไม่ถูกจัดประเภทให้อยู่ในกลุ่ม

บริษัทที่กำลังฟื้นฟูกิจการ 3) ไม่เป็นบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน ประกันภัย และกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากกิจการประเภทนี้มีแนวปฏิบัติทางด้านบัญชีแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น

**ตารางที่ 1** สรุปจำนวนกลุ่มอย่างที่ใช้ในการศึกษา

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	รวม
จำนวนข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนระหว่างปี 2555 – 2559	2,808
หัก จำนวนข้อมูลของบริษัทในกลุ่มธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันชีวิต กองทุนอสังหาริมทรัพย์	(529)
จำนวนข้อมูลของบริษัทในประเภทอุตสาหกรรม	2,243
หัก จำนวนข้อมูลของบริษัทที่มีข้อมูลที่ไม่ตรงตามเกณฑ์กำหนด *	(578)
จำนวนข้อมูลของบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา (ค่า N)	<u>1,665</u>

\* ได้แก่ บริษัทที่ไม่มีการซื้อขาย บริษัทที่ไม่สามารถติดตามข้อมูลได้ บริษัทที่มีการเปลี่ยนรอบระยะเวลาบัญชี บริษัทที่ล้มละลาย และบริษัทที่มีค่าผิดปกติ (Outlier)

จากตารางที่ 1 จากการคัดเลือกจำนวนข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างตามเกณฑ์ที่กำหนดข้างต้น

ทำให้ได้จำนวนข้อมูลของกลุ่มที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 1,665 ตัวอย่าง ในช่วงระยะเวลา 5 ปี

**สถิติที่ใช้ในการวิจัย**

การวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ ในการทดสอบผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนของเงินทุนใน

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ จะทดสอบผ่านตัวแบบวัด ดังนี้

$$\text{สมการ CS} = \beta_0 + \beta_1 BS + \beta_2 BI + \beta_3 BM + \beta_4 \text{CEO Duality} + \beta_5 IO + \beta_6 OC + \beta_7 \text{Size} + \beta_8 \text{CFO} + \varepsilon_{it}$$

CS คือ ต้นทุนของเงินทุน ซึ่งใช้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ในการวัด  
 สูตร  $K_d \times D / D+E + K_e \times E / D+E$   
 โดย  $K_d$  = อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมหรือหนี้สิน  $D$  = เงินกู้ยืมหรือหนี้สินที่มีดอกเบี้ย  
 $E$  = มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น

$K_e$  = อัตราผลตอบแทนที่ผู้เป็นเจ้าของต้องการจากการลงทุน  
 BS คือ ขนาดกรรมการบริษัท วัดจากจำนวนของ คณะกรรมการบริษัท  
 BI คือ สัดส่วนกรรมการอิสระบริษัท วัดจากจำนวนกรรมการอิสระหารด้วย จำนวนกรรมการทั้งหมด

BM คือ จำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการบริษัท วัดจาก จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัทในรอบ 1 ปี

CEO Duality คือ การควบตำแหน่งประธานบริหารและผู้บริหารสูงสุดของคนเดียวกัน วัดจากตัวแปรเทียม (Dummy Variables) โดย บริษัทที่มีการควบตำแหน่งระหว่างประธานบริหารและผู้บริหารสูงสุด = 1 วัดจาก ตัวแปรเทียม (Dummy Variables) โดย บริษัทที่มีการควบตำแหน่งระหว่างประธานบริหารและผู้บริหารสูงสุด = 1 บริษัทที่ไม่มีการควบตำแหน่งระหว่างประธานบริหารและผู้บริหารสูงสุด = 0

IO คือ สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของบริษัท วัดจาก ร้อยละของการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน

OC คือ สัดส่วนผู้ถือกระจุกตัวของบริษัท วัดจากร้อยละของจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด และได้รับเงินปันผล (Total shares outstanding) ทั้งหมด

Size คือ ขนาดบริษัท วัดจาก ค่าล็อกการริทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) ของสินทรัพย์รวมบริษัท ณ วันสิ้นปี เพื่อปรับค่าตัวเลขอยู่ในฐานที่ใกล้เคียงกัน

CFO คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน วัดจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ณ ปีปัจจุบันหารด้วย สินทรัพย์รวมปีก่อน

**การวิเคราะห์ข้อมูลและการอภิปรายผล  
ผลของการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์**

**ตารางที่ 2** ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนของเงินทุน

Variables	CS	BS	BI	CEO Duality	BM	IO	OC	Size	CFO	VIF
ค่าเฉลี่ย	9.132	10.43	0.43	0.26	7.49	3.60	35.13	3.734	0.069	-
S.D.	2.889	2.559	0.487	0.26	3.798	6.373	18.828	0.703	0.246	-
CS	-	-0.060**	0.026	-0.019	-0.015	0.051**	-0.086***	-0.005	0.027	-
BS		-	0.015	0.068**	0.115***	0.139***	-0.010	0.302***	0.078	1.119
BI			-	0.718***	0.143***	0.105***	0.047**	0.103***	0.015	2.096
CEO Duality				-	0.142***	0.095***	0.117***	0.125***	0.013	2.126
BM					-	0.035**	-0.095***	0.180***	-0.083	1.084
IO						-	0.059**	0.385***	.087	1.204
OC							-	0.068**	0.066	1.042
Size								-	0.014	1.324
CFO									-	1.026

ระดับนัยสำคัญทางสถิติ \*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.10

จากตารางที่ 2 พบว่า ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันโดยรวม ซึ่งอาจเกิดปัญหา Multicollinearity ดังนั้น ผู้วิจัยจึงทำการทดสอบ Multicollinearity โดยวิเคราะห์ค่าความสัมพันธ์ ระหว่าง 2 ตัวแปร พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แต่ละคู่ 0.005 -

0.718 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.80 และ ค่า VIF ปรากฏว่าค่า VIF ของตัวแปร และตัวแปรควบคุม มีค่าตั้งแต่ 1.026 - 2.126 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 10 แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ในระดับที่ไม่

ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ( Black, 2006)

**ผลของการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ**

**ตารางที่ 3** ผลของการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุเกี่ยวกับกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีต่อต้นทุนของเงินทุน

กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี	ต้นทุนของเงินทุน		t	P-Value
	สัมประสิทธิ์	ความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน		
(Constant)	10.413	0.470	22.160	0.000
BS	-0.075	0.029	-2.602	0.009***
BI	0.414	0.208	1.987	0.047**
BM	-0.016	0.019	-0.814	0.416
CEO Duality	-0.153	0.090	-1.707	0.088**
IO	0.032	0.012	2.649	0.008***
OC	-0.014	0.004	-3.812	0.000***
Size	0.039	0.115	0.340	0.734
CFO	0.330	0.288	1.147	0.252

F= 4.813   p = 0.000   Adjust R<sup>2</sup> = 0.20

ระดับนัยสำคัญทางสถิติ \*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.10

จากการวิเคราะห์ข้อมูลในตารางที่ 3 แสดงผลการศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีต่อต้นทุนของเงินทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ตัวแปรในสมการมีความสามารถร่วมกันในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนของเงินทุน ของบริษัทได้ร้อยละ 20 (ค่า Adjusted R<sup>2</sup>) และผลจากการทดสอบ พบว่า ขนาดกรรมการบริษัท (BS) มีผลกระทบในทิศทางลบต่อต้นทุนของเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญ ( $\beta_1 = -0.075$ ,  $p < 0.01$ ) สัดส่วนกรรมการอิสระบริษัท (BI) มีผลกระทบในทิศทางบวกกับต้นทุนของเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญ ( $\beta_2 = 0.414$ ,  $** p < 0.05$ ) จำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการบริษัท

(BM) มีผลกระทบในทิศทางลบต่อต้นทุนของเงินทุน แต่ไม่มีนัยสำคัญ การควมเท่าแห่งประธานบริหาร และผู้บริหารสูงสุดในคนเดียวกัน (CEO Duality) มีผลกระทบในทิศทางลบกับต้นทุนของเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญ ( $\beta_4 = -0.153$ ,  $p < 0.05$ ) สัดส่วนผู้ถือระจุกตัวของบริษัท (OC) มีผลกระทบในทิศทางบวกกับต้นทุนของเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญ ( $\beta_5 = 0.032$ ,  $p < 0.01$ ) สัดส่วนผู้ถือระจุกตัวของบริษัท (OC) มีผลกระทบในทิศทางลบกับต้นทุนของเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญ ( $\beta_6 = -0.014$ ,  $p < 0.01$ ) จากผลการวิเคราะห์ข้างต้น สามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานได้ ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐานในการวิจัย	ผลการทดสอบสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 1 : ขนาดกรรมการบริษัท (BS) มีผลกระทบในทิศทางลบต่อต้นทุนของเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญ	ยอมรับ
สมมติฐานที่ 2 : สัดส่วนกรรมการอิสระบริษัท (BI) มีผลกระทบในทิศทางบวกกับต้นทุนของเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญ	ยอมรับ
สมมติฐานที่ 3 : จำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการบริษัท (BM) มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อต้นทุนของเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ	ปฏิเสธ
สมมติฐานที่ 4 : การควบตำแหน่งประธานบริหาร และผู้บริหารสูงสุดในคนเดียวกัน (CEO Duality) มีผลกระทบทิศทางบวกกับต้นทุนของเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญ	ปฏิเสธ
สมมติฐานที่ 5 : สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของบริษัท (IO) มีผลกระทบในทิศทางบวกกับต้นทุนของเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ	ยอมรับ
สมมติฐานที่ 6 : สัดส่วนผู้ถือกระจุกตัวของบริษัท (OC) มีผลกระทบในทิศทางบวกกับต้นทุนของเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ	ปฏิเสธ

ที่มา: จากการวิเคราะห์

สรุปผลและอภิปรายผลการวิจัย

การจัดการแหล่งเงินทุน เป็นปัญหาสำคัญของผู้บริหารที่ต้องตัดสินใจ เนื่องจากมีผลกระทบต่อมูลค่า และผลการดำเนินงานของบริษัท หรือผู้ที่เป็นแหล่งเงินทุนที่ต้องตัดสินใจในการลงทุน เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่เหมาะสมกับภาระความเสี่ยงที่จะได้รับจากบริษัทที่ให้เงินทุนหรือกู้ยืม ซึ่งตามแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน ( Agency theory) กล่าวถึง กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีว่าเป็นสิ่งหนึ่งที่จะช่วยให้บริษัทมีการบริหารงานที่มีประสิทธิภาพ อาทิเช่น ระบบการควบคุมภายใน การตรวจสอบการใช้ทรัพยากรต่างๆ ทำให้เกิดความเสียหายที่มีอยู่อย่างสมเหตุสมผล ในการวิจัยนี้เป็นมุ่งเน้นไปที่ศึกษาผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีต่อโครงสร้างเงินลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2555 – 2559 กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่นำมาวัดโดยถือว่าเป็นตัวแปรอิสระ ได้แก่ ขนาดกรรมการบริษัท สัดส่วนกรรมการอิสระบริษัท จำนวนครั้งในการประชุม

คณะกรรมการบริษัท การควบตำแหน่งประธานบริหาร และผู้บริหารสูงสุดในคนเดียวกัน สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของบริษัท สัดส่วนผู้ถือกระจุกตัวของบริษัท และต้นทุนของเงินทุน ที่ถือว่าเป็นตัวแปรตาม และนำมาวัด ได้แก่ ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ผลการวิจัยพบว่า

ขนาดกรรมการบริษัท (BS) มีผลกระทบในทิศทางลบต่อต้นทุนของเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าถ้าขนาดกรรมการบริษัทมากขึ้น ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ที่เป็นส่วนประกอบสำคัญในโครงสร้างเงินลงทุนลดลง ซึ่งถือได้ว่า กรรมการบริษัทปฏิบัติหน้าที่ในการติดตาม และประเมินผลการดำเนินงานของผู้บริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพโดยเฉพาะภาระการกู้ยืมและการจัดหาทุน ที่ปรากฏอยู่ในรายงานการเงิน เพราะการถือตราสารหนี้หรือตราสารทุนต่างๆของบริษัท มีสาระสำคัญในการพิจารณาเงื่อนไขให้กู้ยืมของเจ้าหนี้ และการจ่ายเงินปันผลรวมทั้งภาระผูกพันต่างๆที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตและส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานโดยรวม สอดคล้อง

กับงานวิจัยของ Heng et al. (2012); Ranti (2013) ที่ศึกษาใน ประเทศมาเลเซีย และประเทศไนจีเรีย ตามลำดับ

ขณะที่จำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการบริษัท (BM) มีผลกระทบในทิศทางลบต่อต้นทุนของเงินทุน แต่ไม่มีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าในการประชุมคณะกรรมการบริษัทแต่ละครั้ง มีวาระการประชุมในการอภิปรายด้านการกำหนดกลยุทธ์ในการจัดหาทุน เพื่อให้บริษัทมีต้นทุนของเงินทุน ที่เหมาะสม จึงมีผลทำให้ต้นทุนเงินทุนลดลง แต่อย่างไรก็ตามปัจจัยในการกำหนดโครงสร้างเงินลงทุนของบริษัท อาจมีหลายปัจจัย เช่น ขนาดบริษัท สิทธิประโยชน์ที่มีตัวตน ภาษี รวมทั้งสภาพคล่อง (วัฒนา ศักยชีวกิจ และ กอบกุล จันทรโคสิกา, 2559) ทำให้ผลงานวิจัยยังไม่ชัดเจน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Achchuthan et al. (2013) และ Ali, Nasir and Satti (2014) ที่ศึกษาในประเทศศรีลังกา และซาอุดีอาระเบีย ตามลำดับ

การควบตำแหน่งประธานบริหาร และผู้บริหารสูงสุดในคนเดียวกัน (CEO duality) มีผลกระทบ ในทิศทางลบกับต้นทุนของเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่า การที่ผู้บริหารสูงสุดทำหน้าที่เป็นประธานบริหารด้วยนำไปสู่ต้นทุนเงินทุนที่เฉลี่ยสูงกว่าในต้นทุนของเงินทุน โดยรวมลดลง ซึ่งไม่สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) ที่สนับสนุนให้แยกตำแหน่งเพื่อเพื่อการติดตาม ควบคุม กำกับ ดูแลให้ดีขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม Lam and Lee (2008) ได้อธิบายว่าอาจมาจากบริบทประเทศไทยมีการควบคุมธุรกิจโดยครอบครัว จึงมีการสั่งการ ทันเวลา และมีประสิทธิภาพในการพิจารณาแหล่งเงินทุน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kyereboah et al. (2006) และ Ahmad et al. (2018) ที่ศึกษาในประเทศ กานา และ ปากีสถาน ตามลำดับ

สัดส่วนผู้ถือกระแจะงักตัวของบริษัท (OC) มีผลกระทบในทิศทางลบกับต้นทุนของเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่

(Block holders) มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของผู้บริหารบริษัท และพยายามรักษาผลประโยชน์ของกลุ่มตนเองในการเข้าไปควบคุมการออกเสียงเพื่อกำหนดทิศทางการบริหารตามความต้องการ ซึ่งนั่นหมายถึงกำไรสูงสุด ทำให้เกิดผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดี จึงถือได้ว่ามีบทบาทสำคัญในการตัดสินใจในการจัดหาทุนนำไปสู่ต้นทุนเงินทุนที่เฉลี่ยต่ำกว่าในต้นทุนของเงินทุน โดยรวมลดลง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Masood (2014) และ Masnoon & Rauf (2014) ที่ศึกษาในประเทศปากีสถาน

ในทางตรงกันข้าม สัดส่วนกรรมการอิสระบริษัท (BI) และสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของบริษัท (IO) มีผลกระทบในทิศทางบวกกับต้นทุนของเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าจำนวนกรรมการอิสระและ สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของบริษัทที่สูงขึ้น อาจทำให้ต้นทุนเงินทุนที่เฉลี่ยต่ำกว่าในต้นทุนของเงินทุน โดยรวมเพิ่มขึ้นไม่สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) ที่อธิบายว่ากรรมการอิสระ และสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของบริษัท จะช่วยเพิ่มควบคุมติดตาม การบริหารการเงินให้มีต้นทุนที่ต่ำสุดเพื่อส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และเป็นประโยชน์สำหรับตัวเองในกรณีผู้ถือหุ้นสถาบัน (Shleifer & Vishny, 1986)

แต่บริบทประเทศไทย แหล่งเงินทุนที่มีฐานะเป็นเจ้าของ อาจมีความสำคัญกับบริษัทมากกว่าการตัดสินใจของคณะกรรมการอิสระ หรืออาจกล่าวได้ว่าคณะกรรมการอิสระให้ความสำคัญกับการบริหารกระแสเงินสดมากกว่า สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kalyanaraman and Altuwaijri (2016) และ Tarus and Ayabei (2016) นอกจากนี้ด้าน ผู้ถือหุ้นสถาบันส่วนใหญ่อาจไม่ได้ลงทุนในพอร์ตโดยการกระจายความเสี่ยงออกไปหลายๆบริษัท จึงอาจติดตามทางตรงด้านอื่นแทน การพิจารณาต้นทุนเงินทุน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Hayat et al. (2018) และ Ahmad et al., (2018) ที่ศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา และ ปากีสถาน ตามลำดับ

### ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย

งานวิจัยนี้พบว่าบริษัทที่มีขนาดกรรมการบริษัทที่มีจำนวนน้อยกว่า รวมทั้งถ้ามีจำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการบริษัทน้อยครั้ง จะมีต้นทุนเงินทุนที่อยู่ในต้นทุนของเงินทุน ของบริษัทที่สูงขึ้น กล่าวได้ว่าบริษัทอาจมีแนวโน้มในการกู้ยืมสูงเพื่อลดปัญหาตัวแทน (Agency problem) รวมทั้งปัญหานโยบายการบริหารการเงินของบริษัทโดยการลงทุนในเงินระยะสั้นอาจมากเกินไป ซึ่งคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยควรระมัดระวังในเรื่องเหล่านี้ ส่วนการควบคุมตำแหน่งประธานบริหาร และผู้บริหารสูงสุดในคนเดียวกัน รวมทั้งสัดส่วนผู้ถือกระแจะตัวของบริษัทที่เพิ่มขึ้น จะมีต้นทุนเงินทุนที่อยู่ในต้นทุนของเงินทุนลดลง แสดงให้เห็นว่ามีความเสี่ยงทางการเงินน้อย ผู้ให้กู้และนักลงทุนอาจพิจารณาความสามารถในการชำระหนี้และจ่ายเงินปันผลได้ ส่วนสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของบริษัทที่สูงขึ้นจะทำให้ต้นทุนเงินทุนสูงขึ้น นักลงทุนสถาบันควรแสดงบทบาทในการติดตาม ควบคุม ดูแล บริษัทโดยใช้ทรัพยากรที่มีอยู่ของตนเองอย่างเต็มประสิทธิภาพ

### ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาโดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่ม ดังนั้นมุมมองอาจเป็นภาพรวมของบริษัท แต่อย่างไรก็ตามนโยบายของรัฐ มีการสนับสนุนด้านการเงินและด้านข้อกำหนดด้านภาษีอากรที่แตกต่างกัน ซึ่งจะมีผลต่อกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี และต้นทุนของเงินทุนโดยรวม ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตจึงควรปรับเปลี่ยนขอบเขตงานวิจัยเป็นการศึกษาเปรียบเทียบกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อเป็นแนวทางนำเสนอหน่วยงานที่เกี่ยวข้องได้นำไปเป็นข้อกำหนดหรือปรับปรุงแก้ไขต่อไป

## บรรณานุกรม

- ดลยา ไชยวงศ์ และอรุณี ยศบุตร. (2561). ผลกระทบของความสัมพันธ์ทางการเมืองที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล. *วารสารวิทยาลัยพาณิชยศาสตร์บูรพาปริทัศน์*, 13(1), 73-95.
- วัฒนา ศักยชีวกิจ และ กอบกุล จันทระโคติกา. (2559). ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดอาเซียน. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 12(33), 50-63.
- Abeywardhana, D. (2017). Capital structure theory: an overview. *Accounting and finance research*, 6(1), 133-138.
- Achchuthan, S., Kajanathan, R., & Sivathaasan, N. (2013). Corporate governance practices and capital structure: A case in srilanka. *International journal of business and management*, 8(21), 114-125.
- Ahmad, H., Akhter, N., Siddiq, T., & Iqbal, Z. (2018). Ownership structure, corporate governance and capital structure of non-financial firms of Pakistan. *Information management and business review*, 10(1), 31-46.
- Ali, N., Nasir, N. M., & Satti, S. L. (2014). The effect of corporate governance on capital structure decisions – a case of saudi arabian banking sector. *Acta universitatis danubius. oeconomica*, 10(2), 51-60.
- Almania, O. (2017). Board of director independence and financial leverage in the absence of taxes. *International journal of economics and finance*, 9(4), 90-94.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: NY: Macmillan.
- Black, K. (2006). *Business statistics for contemporary decision making* (4th ed.). USA: John Wiley and Son.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthic, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: evidence from Thailand. *Research in international business and finance*, 42(December), 689-709.
- Hasan, A., & Butt, S. A. (2009). Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistan listed companies. *International journal of business and management*, 4(2), 50-57.
- Hayat, M., Yu, Y., Wang, M., & Jebran, K. (2018). Impact of managerial and institutional ownership on capital structure: a comparison between China & USA. *European journal of business and management*, 10(24), 69-80.

- Heng, T. B., Azrbajjani, S., & San, O. T. (2012). Board of directors and capital structure: evidence from leading malaysian companies. *Asian social science*, 8(3), 123-136.
- Hermassi, N., Adjaoud, F., & Aloui, C. (2015). The effect of corporate governance and ownership structure on capital structure : empirical evidence from Canada. *Gestion 2000*, 3, 95-114.
- Hodgson, A., Lhaopadchan, S., & Buakes, S. (2011). How informative is the Thai corporate governance index? A financial approach. *International Journal of Accounting & Information Management*, 19(1), 53-79.
- Jaradat, M. S. (2015). Corporate governance practices and capital structure: a study with special reference to board size, board gender, outside director and CEO duality. *International journal of economics, commerce and management* , 3(5), 264-273.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Joshua, A. (2007). Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. *Corporate governance: The international journal of business in society*, 7(1), 83-92.
- Kalyanaraman, L., & Altuwajiri, B. (n.d.). The Linkage between Excess board independence and capital structure : An Exploration in the context of list companies in Saudi Arabia. *Journal of applied finance & Banking*, 6(3), 129-144.
- khan, I., & Wasim, F. (2016). Impact of corporate governance and ownership structure on capital structure. *International journal of management sciences and business research*, 5(11), 119-133.
- Khanchel, I. (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis. *Managerial auditing journal*, 22(8),740-760 .
- Kyereboah coleman, A., & Biekpe, N. (2006). Corporate governance and financing choices of firms: A Panel data. *South african journal of economics*, 74(4), 670-681.
- Lam, T. Y., & Lee, S. k. (2008). CEO duality and firm performance: evidence from Hong Kong. *Corporate governance international journal of business in society*, 8(3),299-316.
- Malik, S. U. (2012). Relationship between corporate governance score and stock prices: evidence from KSE- 30 index companies. *International journal of business and social science*, 3(4), 239-249.
- Masnoon, M., & Rauf, M. (2014). Impact of corporate governance on capital structure - A study of KSE listed firms. *global management journal for academic & corporate studies*, 3(1), 94-110.



- Masood, A. (2014). Relationship between Ownership Structure and Capital Structure:A Case of Manufacturing Sector of Pakistan. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 4(2), 180-188.
- Oecd. ( 2015). *Principles of corporate governance*. paris: oecd.
- Ongklang, A., Dampitakse, K., & Panmanee, P. (2017). An empirical investigation of corporate governance and cost of capital: The case of thai listed companies on the stock exchange of Thailand. *Asean journal of management & innovation*, 4(1), 110 – 122.
- Ranti, U. O. (2013,). The effects of board size and ceo duality on firms’ capital structure: a study of selected listed firms in Nigeria. *Asian economic and financial review*, 3(8), 1033-1043.
- Reddy, Y. (2009). The ethics of corporate governance: An asian perspective. *International journal of law and management*, 51(1), 17-26.
- Santos, M. S., Moreira, A. C. & Vieira, E. S. (2014). Ownership concentration, contestability, family firms, and capital structure. *Journal of management & governance*, 18(4), 1063–1107.
- Shafana, M. (2015). Board of directors’ characteristics impact on capital structure decisions: evidence from top 50 turnover non- financial companies listed on the colombo stock exchange. *International journal of science and research*, 5(10), 79-86.
- sheikh, N. A., & Wang, Z. (2013). The impact of capital structure on performance: An empirical study of non-financial listed firms in Pakistan. *International journal of commerce and management*, 23(4), 354-368.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3), 461-88.
- Tarus, D. K., & Ayabei, E. (2016). Board composition and capital structure: evidence from Kenya. *Management research review*, 39(9), 1056-1079.
- Thunputtadom, P., Pongsupatt, T., Srijunpetch, S., Sincharoonsak, T., Chuaychoo, M., & Bosakoranut, S. (2018). The impact of corporate governance on operational performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Asian administration and management review*, 1(1), 84-93.
- Waworuntu, S. R., Tjahjana, K. N., & Rusmanto, T. (2014). The effect of corporate governance on capital structure in public listed companies in indonesia. *Proceedings Book of ICETSR, 2014* (pp. 243-258). Malaysia: pak publishing group growing knowledge for future.
- World Bank. (2009). *Report on the observance of standards and codes (ROSC) – Corporate governance: country assessment*. World Bank.