

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship between Corporate Governance and Cost of Equity of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand

วรรณรัตน์ ปณิตานธรรม และ ดลภณิศ เต็งอำนาจ

Wanarat Panitanthum and Dhollakhanis Tengamnuay

บทคัดย่อ

การวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2553 - 2555 จำนวนตัวอย่างในการวิจัยรวมทั้งสิ้น 913 รายการ จากผลการวิจัยพบว่า บริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ มีคณะกรรมการ จำนวน 8-10 คน โดยมีสัดส่วนกรรมการอิสระส่วนใหญ่ ร้อยละ 33 - 50 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด อย่างไรก็ตาม สัดส่วนของกรรมการอิสระที่ต่ำกว่าร้อยละ 33 ซึ่งไม่สอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีจำนวนร้อยละ 5 ของกลุ่มตัวอย่าง ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น พบว่า บริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับที่ดีกว่าและบริษัทที่มีขนาดคณะกรรมการที่มากขึ้นนั้นจะมีต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นต่ำกว่า อย่างไรก็ตาม สัดส่วนของกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ ต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น โครงสร้างคณะกรรมการ

Abstract

This research aims to examine the relationship between corporate governance and the cost of equity of a company listed on the Stock Exchange of Thailand. The overall sample (913 items) covers the year 2010 to 2012. The research results show that the majority of listed companies have 8-10 directors with 33% - 50 % independent directors. However, 5% of the overall sample reveals that there are less than 33 % of independent directors who do not meet the requirements of good corporate government. The results also show that there is a negative relationship between the level of corporate governance and the cost of equity. Furthermore, the size of the board reflects with the cost of equity in the same direction. Nevertheless, there is no relationship between the proportion of independent directors and the cost of equity at a significance level of 0.05.

Keywords: Corporate Governance, Cost of Equity, Board Structure

นักวิชาการ 6 (ด้านแผนงาน) การไฟฟ้านครหลวง เลขที่ 30 ซอย ชิดลม ถนน เพลินจิต แขวงจตุจักร กทม. 10330

E-mail: wannarat.pa@mea.or.th

รองศาสตราจารย์ ภาควิชาบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตบางเขน

เลขที่ 50 เขตลาดยาว แขวงจตุจักรกรุงเทพฯ 10900 E-mail: dhollakhanis@gmail.com

บทนำ (Introduction)

นับตั้งแต่วิกฤตการณ์เศรษฐกิจการเงินของประเทศไทยในปี 2540 หน่วยงานทั้งภาครัฐและเอกชนพยายามให้ความสนับสนุนและผลักดันระบบการกำกับดูแลกิจการมาอย่างต่อเนื่องซึ่งในปี 2542 มีการจัดตั้งหน่วยงานสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors Association: IOD) เพื่อทำการสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนและจัดทำรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies: CGR) ซึ่งมีการทำการสำรวจตั้งแต่ปี 2544 จนถึงปัจจุบัน โดยมีการให้คะแนนตามหลักเกณฑ์ที่อิงตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีขององค์การเพื่อความร่วมมือและการพัฒนาทางเศรษฐกิจ (Organization for Economic Cooperation and Development - OECD) และหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2549 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้ง 5 หมวดคือ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูล และความโปร่งใส ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ โดยตลาดหลักทรัพย์มุ่งหวังส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนและเสริมสร้างความเชื่อมั่นให้กับตลาดหุ้นไทย

นอกจากนี้คณะกรรมการถือเป็นกลไกหนึ่งที่จะช่วยเสริมสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดี เนื่องจากคณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการที่สะท้อนถึงควมมีประสิทธิภาพและความโปร่งใสของการดำเนินงาน เพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท และต้องมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ จากการศึกษางานวิจัยในอดีต (นวรรัตน์ วิทยานันท์, 2555) พบว่า คุณลักษณะของคณะกรรมการที่ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้ระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลลดลง ซึ่งความแม่นยำของข้อมูลนั้นช่วยลดอัตราผลตอบแทน

ที่คาดหวังของนักลงทุนได้ (รัชนิยา บังเมฆ, 2554) จึงสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่กล่าวถึงปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทนซึ่งเกิดจากตัวแทนแสวงหาผลประโยชน์ให้กับตนเองโดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอื่น นอกจากนี้การแบ่งแยกการทำงานของตัวการและตัวแทนทำให้เกิดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) ทำให้ตัวแทนสามารถเข้าถึงข้อมูลของบริษัทได้รวดเร็วและละเอียดกว่าผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลภายนอกก่อให้เกิดต้นทุนในการติดตามควบคุมดูแลการดำเนินงานของคณะผู้บริหารให้เป็นไปตามเป้าหมาย (ขวัญสกุล เต็งอำนวย, 2555) ต้นทุนประเภทนี้เรียกว่า ต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) (Shleifer and Vishny, 1997) ดังนั้น ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลมีผลทำให้ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น (Diamond and Verrecchia, 1991) ซึ่งความสำคัญของต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นมีบทบาทสำคัญอย่างยิ่งต่อการตัดสินใจในการดำเนินงานของผู้บริหาร (รัชนิยา บังเมฆ, 2554) ดังนั้น คณะกรรมการจึงมีบทบาทสำคัญเพื่อให้เกิดการคานอำนาจระหว่างคณะกรรมการและฝ่ายบริหาร และการคานอำนาจระหว่างกรรมการ ที่เป็นตัวแทนผู้ถือหุ้นใหญ่และกรรมการอิสระที่เป็นตัวแทน ผู้ถือหุ้นรายย่อย

บริษัทที่มีระบบการกำกับดูแลกิจการที่เข้มแข็ง จะทำให้องค์กรสามารถลดต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นซึ่งถือเป็นส่วนที่ช่วยสร้างมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น (Ashbaugh et al., 2004; Cheng et al., 2006) งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับเรื่องนี้ส่วนใหญ่เป็นของต่างประเทศและงานวิจัยดังกล่าวยังไม่เป็นที่แพร่หลายในประเทศไทยผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ ดังนี้

1) เพื่อศึกษาโครงสร้างคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วง พ.ศ. 2553 – พ.ศ. 2555

2) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วง พ.ศ. 2553 - พ.ศ. 2555

ทบทวนวรรณกรรม (Literature Review)

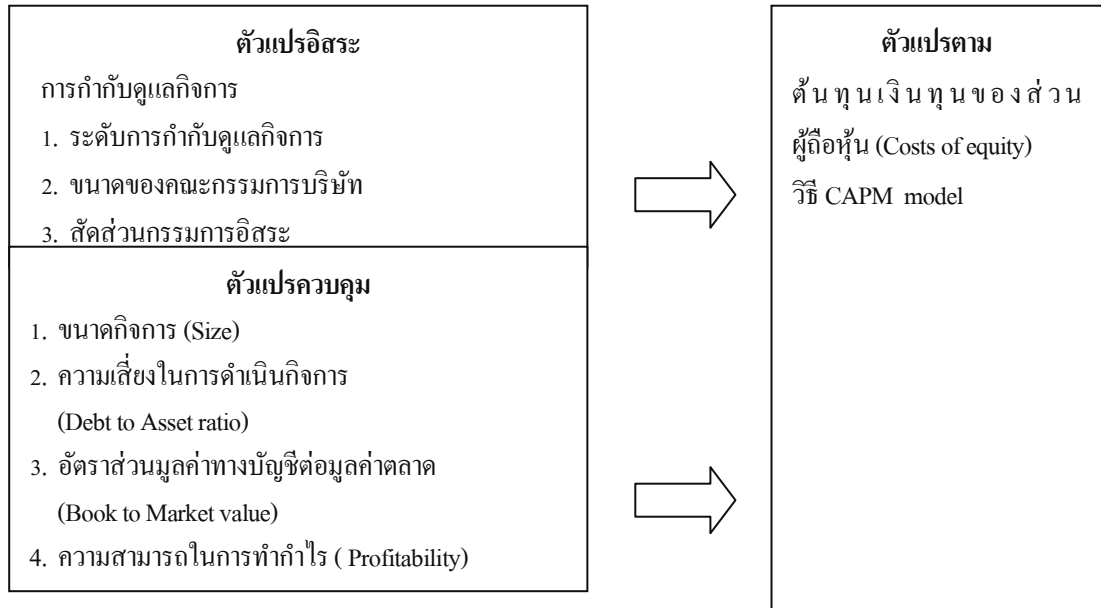
ทฤษฎีที่ใช้ในงานวิจัยเป็นทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับกลไกการกำกับดูแลกิจการซึ่งสะท้อนพฤติกรรมของคนและความเป็นไปในองค์กรและใช้สำหรับอธิบายมูลเหตุของความประพฤตินิยมชอบของผู้บริหารซึ่งก็คือทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) มาใช้ในการวิจัย ซึ่งจากการศึกษางานวิจัยส่วนใหญ่ในต่างประเทศ (Ashbaugh et al., 2004; Pham et al., 2007; Byun, 2008) ผลการศึกษาที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดปัญหาความไม่ซื่อสัตย์ของผู้บริหารพร้อมทั้งช่วยลดปัญหาการแสวงหาผลประโยชน์จากข้อมูลของบริษัทโดยผู้บริหารที่เกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นด้วยกันซึ่งเป็นการสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ถือหุ้นว่าผู้บริหารจะปฏิบัติหน้าที่ด้วยความระมัดระวังและด้วยความซื่อสัตย์ รวมถึงรักษาผลประโยชน์ของบริษัทเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มจึงทำให้ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นลดลงผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาเรื่องการกำกับดูแลกิจการซึ่งใช้ระดับการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนของ IOD และจากการศึกษาโครงสร้างคณะกรรมการ จะพบว่า ขนาดของคณะกรรมการ (Ashbaugh et al., 2004) และความมีอิสระของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น (Pham et al., 2007) ผู้วิจัยจึงนำตัวแปรทั้งสองมา

ศึกษาประกอบกัน

ในการศึกษาครั้งนี้ได้เลือกตัวแปรควบคุมที่อาจส่งผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น (Reverte, 2006; Pham et al., 2007; Rowe and Kim, 2010) ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt to Asset ratio) ขนาดของกิจการ (Market capitalization) อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to Market value) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on asset :ROA) และประเภทของอุตสาหกรรมเนื่องจากงานวิจัยในอดีต (Muhammad, I. and S. Zulfiqar, 2008) พบว่าตัวแปรควบคุมเหล่านี้มีผลกระทบต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) อันมีผลต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นที่คำนวณโดยวิธีแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์หรือ Capital Asset Pricing Model (CAPM)

ผู้วิจัยได้กำหนดให้การกำกับดูแลกิจการสะท้อนโดย “ระดับการกำกับดูแลกิจการ” ที่ประเมินโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยและโครงสร้างคณะกรรมการซึ่งจะใช้ตัวแปรขนาดของคณะกรรมการและสัดส่วนกรรมการอิสระโดยจากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้นสนับสนุนว่าขนาดของคณะกรรมการที่มากและมีความรู้ความสามารถที่หลากหลายประกอบกับสัดส่วนกรรมการอิสระที่มากจะนำมาซึ่งการกำกับดูแลกิจการที่ดีและโปร่งใสขึ้นในส่วนตัวแปรตามคือต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นใช้แบบจำลองในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (CAPM) เนื่องจากตัววัดดังกล่าวแสดงให้เห็นถึงความคาดหวังในผลตอบแทนจากการลงทุนของนักลงทุน

ผู้วิจัยพัฒนากรอบแนวคิดในการวิจัยได้ ดังนี้



รูปที่ 1 กรอบแนวคิด

สมมติฐานการวิจัย (Research Assumption)

จากวัตถุประสงค์งานวิจัยและกรอบแนวคิดดังรูปที่ 1 นำมากำหนดสมมติฐานการวิจัย ดังนี้
 สมมติฐานที่ 1 ระดับการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น
 สมมติฐานที่ 2 ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น
 สมมติฐานที่ 3 สัดส่วนกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น

วิธีการวิจัย (Research Methodology)

การศึกษาในงานวิจัยครั้งนี้ รวบรวมข้อมูลจากรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies - CGR) แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี และข้อมูลที่อยู่ในฐานข้อมูล SET SMAR (SET Market Analysis and Reporting Tool) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปีพ.ศ. 2553-2555 ซึ่งมีจำนวนบริษัท 262, 327 และ 324 บริษัทตามลำดับโดยงานวิจัยมีการวิเคราะห์ข้อมูลรายปี จำนวน 3 ปี และใช้ข้อมูลจากทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วย 8 กลุ่มอุตสาหกรรมซึ่งมีตัวอย่างทั้งสิ้น 913 รายการ ยกเว้นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (Market for Alternative Investment: mai) บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานและบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลไม่ครบถ้วน

เมื่อรวบรวมข้อมูลของตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมครบถ้วนแล้วจึงนำข้อมูลมาเพื่อทำการวิเคราะห์ถึงขนาดของคณะกรรมการและสัดส่วนกรรมการอิสระ รวมทั้งใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น โดยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบภาคตัดขวาง ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 แสดงดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การวัดค่าตัวแปรอิสระ

ตัวแปรอิสระ	การวัดค่าตัวแปร
1.ระดับการกำกับดูแลกิจการ จากรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies) *ไม่เปิดเผยรายชื่อบริษัทที่ได้ต่ำกว่า 70 คะแนน	ระดับดีเลิศ (90 - 100 คะแนน) แทนค่าด้วย เลข 3 ระดับดีมาก (80 - 89 คะแนน) แทนค่าด้วย เลข 2 ระดับดี (70 - 79 คะแนน) แทนค่าด้วย เลข 1 ต่ำกว่า 70 คะแนน แทนค่าด้วย เลข 0
2.ขนาดของคณะกรรมการบริษัท	จำนวนกรรมการทั้งหมดในคณะกรรมการของบริษัท
3.สัดส่วนของกรรมการอิสระ	จำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด
4.ขนาดของกิจการ	ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์วัดโดยมูลค่าทางตลาดของบริษัท (Market capitalization)
5.ความเสี่ยงในการดำเนินงาน	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt-to-Asset Ratio)
6.อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด	อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to Market value)
7.ความสามารถในการทำกำไร	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)
8.ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม (dummy)	กำหนดให้เป็น dummy
9.เวลา	
10.ความแตกต่างระหว่างอุตสาหกรรม	

ตัวแปรตามในงานวิจัยนี้ คือ ต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น (Cost of Equity หรือ Ke) ซึ่งมีวิธีที่ใช้ในการวัดค่าของตัวแปรตามโดยคำนวณจากแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ หรือ Capital Asset Pricing Model (CAPM) (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548) เขียนเป็นสมการแสดงความสัมพันธ์ได้ ดังนี้

$$\text{สมการ} \quad K_e = K_{RF} + (\text{Market Risk Premium}) \beta$$

$$\text{โดยที่} \quad K_e = \text{ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity)}$$

$$K_{RF} = \text{อัตราผลตอบแทนขั้นต่ำสำหรับหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง เช่น พันธบัตรรัฐบาล}$$

$$\text{Market Risk Premium} = \text{อัตราผลตอบแทนในส่วนชดเชยความเสี่ยงเชิงระบบของธุรกิจ}$$

$$\beta = \text{ดัชนีวัดความเสี่ยงเชิงระบบของธุรกิจ เป็นดัชนีบ่งชี้การเปลี่ยนแปลงไปผลตอบแทนที่นักลงทุน}$$

ต้องการ เมื่อผลตอบแทนของทั้งตลาดเปลี่ยน (Sensitivity Index)

ผลการศึกษา (Research Finding)

งานวิจัยนี้มีการตรวจสอบเงื่อนไขวิธีการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross-Sectional Multiple Regression Model) ก่อนแล้วคือ มีการทดสอบปัญหาค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อน

เป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า (Heteroscedasticity) สำหรับการวิเคราะห์ผลโดยแบ่งผลการวิจัยเป็น 4 ส่วน ได้แก่

ส่วนที่ 1 โครงสร้างคณะกรรมการบริษัท

ในที่นี้จะกล่าวถึง ขนาดของคณะกรรมการ และ สัดส่วนของกรรมการอิสระ

ขนาดของคณะกรรมการบริษัท

ตามเกณฑ์ของ พ.ร.บ. บริษัทมหาชนฯ ที่กำหนดว่า บริษัทต้องมีกรรมการไม่น้อยกว่า 5 คน อย่างไรก็ตามในทางปฏิบัติ คู่มือต่างๆ แนะนำจำนวนกรรมการที่เหมาะสมไว้ประมาณ 9 - 15 คน (คู่มือกรรมการบริษัทจดทะเบียน เล่ม 1, 2547) ดังนั้นผู้วิจัยจึงใช้เกณฑ์นี้เป็นจำนวนขั้นต่ำในการแบ่งช่วงของขนาดคณะกรรมการดังตารางที่ 2

จากตารางที่ 2 ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลในภาพรวมโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ตลอดระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่ปี 2553 ถึง ปี 2555

พบว่าบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีคณะกรรมการจำนวน 8-10 คน(ร้อยละ 48) รองลงมาคือ ขนาดคณะกรรมการ จำนวน 11 คนขึ้นไป (ร้อยละ 44) โดยพบว่าขนาดคณะกรรมการจำนวน 11 คนขึ้นไปนั้นพบมากในอุตสาหกรรมบริการและอุตสาหกรรมการเงินและพบน้อยสุดในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีส่วนแนวโน้มในแต่ละปีจะพบว่าค่าเฉลี่ยขนาดคณะกรรมการของกลุ่มอุตสาหกรรมจำนวน 11 คนขึ้นไปนั้น เพิ่มขึ้นในปี 2554 และลดลงในปี 2555 ในขณะที่แนวโน้มค่าเฉลี่ยขนาดคณะกรรมการจำนวน 5 - 7 คนของทุกกลุ่มอุตสาหกรรมกลับเพิ่มขึ้นทุกปี

ตารางที่ 2 ขนาดของคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	ขนาดของคณะกรรมการ (ร้อยละ)											
	2553 (262 ตัวอย่าง)			2554 (327 ตัวอย่าง)			2555 (324 ตัวอย่าง)			รวม 3 ปี (913 ตัวอย่าง)		
	5-7	8-10	11 ขึ้นไป	5-7	8-10	11 ขึ้นไป	5-7	8-10	11 ขึ้นไป	5-7	8-10	11 ขึ้นไป
1. AGRI	7	43	50	7	45	48	0	44	56	4	44	52
2. CONS	4	48	48	7	41	52	0	57	43	4	49	47
3. IND	7	54	39	9	53	39	14	49	37	10	52	38
4. PROP	8	64	28	11	51	38	15	52	33	12	55	34
5. RESOURCE	14	36	50	11	16	74	11	42	47	12	33	56
6. SERVICE	2	37	60	3	37	60	2	44	55	3	39	58
7. TECH	26	52	22	21	62	17	19	58	23	22	58	21
8. FIN	4	52	43	5	40	55	9	43	49	7	37	56
เฉลี่ยร้อยละ	8	50	42	8	46	47	10	48	42	9	48	43

หมายเหตุ: AGRI = เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร, CONS = ผลิตภัณฑ์อุปโภคและบริโภค, IND = สินค้าอุตสาหกรรม, PROP = อสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง, RESOURCE = ทรัพยากร, SERVICE = บริการ, TECH = เทคโนโลยี, FIN = ธนาคารและการเงิน

ตารางที่ 3 ร้อยละของสัดส่วนของกรรมการอิสระของบริษัทจดทะเบียน

เกณฑ์ในการกำหนดช่วงสัดส่วนกรรมการอิสระมาจากข้อมูลในปี 2551 คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์(ก.ล.ต.) ได้ออกประกาศ

กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องมีกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งคณะซึ่งเป็นข้อบังคับที่กำหนดให้ทุกบริษัทต้องปฏิบัติตามดังนั้น สัดส่วน 1 ใน 3 จึงเป็นสัดส่วนที่เป็นค่ากลาง

ประเภท อุตสาหกรรม	สัดส่วนกรรมการอิสระ (ร้อยละ)											
	2553 (262 ตัวอย่าง)			2554 (327 ตัวอย่าง)			2555 (324 ตัวอย่าง)			รวม 3 ปี (913 ตัวอย่าง)		
	ต่ำกว่า 1/3	1/3 ถึง 1/2	1/2 ขึ้นไป	ต่ำกว่า 1/3	1/3 ถึง 1/2	1/2 ขึ้นไป	ต่ำกว่า 1/3	1/3 ถึง 1/2	1/2 ขึ้นไป	ต่ำกว่า 1/3	1/3 ถึง 1/2	1/2 ขึ้นไป
1. AGRI	0	97	3	6	81	13	3	88	9	3	88	9
2. CONS	4	83	13	15	78	7	18	75	7	13	78	9
3. IND	5	84	11	2	86	12	5	84	11	4	85	11
4. PROP	0	72	28	2	76	22	5	71	24	2	73	25
5. RESOURCE	0	79	21	5	68	27	11	74	15	6	73	21
6. SERVICE	5	81	14	5	82	13	5	86	9	5	83	12
7. TECH	4	78	18	0	76	24	0	88	12	11	76	13
8. FIN	9	70	21	11	21	68	14	69	17	11	50	39
เฉลี่ยร้อยละ	4	80	16	4	74	22	7	79	14	5	77	18

จากตารางที่ 3 สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนคณะกรรมการโดยภาพรวมตลอดปี 2553 - 2555 ซึ่งจำแนกตามร้อยละของสัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัทจดทะเบียน โดยส่วนใหญ่มีสัดส่วนของกรรมการอิสระร้อยละ 33 - 50 (ร้อยละ 77) และรองลงมาคือสัดส่วนของกรรมการอิสระในช่วงร้อยละ 50 ขึ้นไปนั้น (ร้อยละ 18) พบในกลุ่มธุรกิจการเงินและกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีสัดส่วนที่สูงกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ ตามลำดับ อย่างไรก็ตามสัดส่วนของกรรมการอิสระที่ต่ำกว่าร้อยละ 33 มีจำนวนเพิ่มขึ้นในปี 2555 ภาพรวมเฉลี่ยคิดเป็นร้อยละ 5 ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ซึ่งพบมากใน กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลเป็นรายปี ในปี 2553 พบมากที่สุดในกลุ่มธุรกิจการเงิน ส่วนในปี 2554 และปี 2555 พบมากที่สุดในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค จึงแสดงถึงการไม่ปฏิบัติตามของบริษัทจดทะเบียนที่มีต่อประกาศของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องมีกรรมการอย่างน้อย 1 ใน 3

ส่วนที่ 2 การประเมินกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน

ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี โดยหน่วยงานสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2553 - 2555 สรุปในภาพรวมดังนี้

ตารางที่ 4 ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนช่วง ปี 2553-2555

ประเภท อุตสาหกรรม a (ร้อยละ)	2553 (262 ตัวอย่าง)				2554 (327 ตัวอย่าง)				2555 (324 ตัวอย่าง)			
	ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (ร้อยละ)											
	ระดับ ดีเลิศ	ระดับ ดีมาก	ระดับ ดี	กลุ่มที่ ไม่ได้ เปิดเผย	ระดับ ดีเลิศ	ระดับ ดีมาก	ระดับ ดี	กลุ่มที่ ไม่ได้ เปิดเผย	ระดับ ดีเลิศ	ระดับ ดีมาก	ระดับ ดี	กลุ่มที่ ไม่ได้ เปิดเผย
	(3)	(2)	(1)	(0)	(3)	(2)	(1)	(0)	(3)	(2)	(1)	(0)
1. AGRI	10	40	23	27	3	45	26	26	0	50	22	28
2. CONS	13	17	26	44	4	29	37	30	3	39	29	29
3. IND	7	34	38	21	4	25	42	30	3	24	44	29
4. PROP	8	38	30	24	10	24	44	22	8	25	35	32
5. RES	29	36	21	14	42	26	26	5	16	47	26	11
6. SERVICE	16	42	21	21	13	30	30	27	7	25	43	25
7. TECH	30	35	22	13	7	45	31	17	12	58	23	7
8. FIN	22	39	13	26	16	34	34	16	11	40	37	12

เมื่อจำแนกตามจำนวนของบริษัท (ดังตารางที่ 4) พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมที่พบมากในกลุ่มที่อยู่ในระดับดีเลิศ ในปี 2553 คือ กลุ่มเทคโนโลยี โดยเฉลี่ยร้อยละ 30 ในปี 2554 และปี 2555 คือ กลุ่มทรัพยากร โดยมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 42 และ 16 ตามลำดับ

สำหรับกลุ่มที่ไม่ได้เปิดเผยนั้นเป็นกลุ่มที่ไม่ได้รับการจัดอันดับในช่วงระดับดีเลิศ ดีมาก ดี ซึ่งพบว่ากลุ่มอุปโภคบริโภคมีสัดส่วนที่มากกว่ากลุ่มอื่นในปี 2553 แต่มีแนวโน้มดีขึ้นเรื่อยๆจนถึงปี 2555 อย่างไรก็ตาม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้างกลับเป็นกลุ่มที่ไม่ได้เปิดเผยมากที่สุด

ส่วนที่ 3 ต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น

สืบเนื่องมาจากความสำคัญของต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นของเจ้าของที่มีบทบาทสำคัญอย่างยิ่งต่อการตัดสินใจในการดำเนินงานโดยทั่วไปและทางการเงินของผู้บริหารในการดำเนินกิจกรรมทาง

ธุรกิจ (รัชनिया บังเมฆ, 2554) นำไปสู่การศึกษาในส่วนของต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้ง 8 กลุ่มอุตสาหกรรม แสดงดังตารางที่ 5

พบว่า ค่าเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นในภาพรวมสำหรับปี พ.ศ. 2553 - พ.ศ. 2555 อยู่ในช่วงร้อยละ 6.93 ถึง 9.03 กลุ่มที่มีค่าเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นต่ำสุด คือ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค อาจเป็นเพราะลักษณะการดำเนินธุรกิจของอุตสาหกรรมประเภทนี้มีการขายเป็นเงินสดด้วย จึงมีความเสี่ยงน้อย ทำให้นักลงทุนพยากรณ์ความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ลดลงด้วย รองลงมา คือ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มธุรกิจการเงิน และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมส่วนกลุ่มที่มีค่าเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นสูงสุดคือกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

โดยเมื่อพิจารณาแยกรายปีพบว่าในปี 2553 กลุ่มที่มีค่าเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นต่ำสุดคือกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคกลุ่มที่มีค่าเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นสูงสุดคือกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างส่วนในปี 2554 กลุ่มที่มีค่าเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นต่ำสุดคือกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคกลุ่มที่มีค่าเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นสูงสุดคือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และในปี 2555 กลุ่ม

ที่มีค่าเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นต่ำสุดคือกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคกลุ่มที่มีค่าเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นสูงสุดคือกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างนอกจากนี้พบว่า ปี 2553 มีต้นทุนเงินทุนโดยเฉลี่ยต่ำที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับปีอื่น บริษัทจดทะเบียนในช่วงฟื้นตัวจากวิกฤตเศรษฐกิจทั้งวิกฤตต้มยำกุ้งและวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์

ตารางที่ 5 ค่าเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	ค่าเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น (ร้อยละ)			
	2553	2554	2555	เฉลี่ยรวม 3 ปี
1. AGRI	3.5	8.0	11.3	7.60
2. CONS	3.4	7.1	10.3	6.93
3. IND	3.7	8.3	10.8	7.60
4. PROP	4.1	9.9	13.1	9.03
5. RESOURCE	3.9	10.1	12.1	8.70
6. SERVICE	3.7	8.5	10.8	7.67
7. TECH	3.9	8.6	10.6	7.70
8. FIN	3.6	8.4	10.9	7.63

ส่วนที่ 4 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ และต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น

ผลการวิจัยเป็นของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจสะท้อนได้จากผลการทดลองสมมติฐาน ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ระดับการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น

ผลการวิจัยดังตารางที่ 5 จากข้อมูล 3 ปี (พ.ศ. 2553-2555) พบว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 เมื่อพิจารณาในแต่ละปี

จะพบว่า ปี 2553 และปี 2554 นั้น ระดับการประเมินการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะเกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำอาจเป็นผลจากเหตุการณ์การเมืองและภาวะน้ำท่วม (**กระทรวงอุตสาหกรรม, 2554**) ในขณะที่ปี 2555 กลับพบว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

บริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับที่สูงมักมีต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นต่ำลงอาจเนื่องจากประโยชน์ของการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีดังนั้นอาจใช้ระดับการประเมินการกำกับ

ดูแลกิจการที่ดี เป็นปัจจัยในการพิจารณาตัดสินใจลงทุน **สมมติฐานที่ 2** ขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นผลการวิจัยดังตารางที่ 5 จากข้อมูล 3 ปี (พ.ศ. 2553-2555) พบว่าขนาดของคณะกรรมการ(BSIZ)มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ขนาดคณะกรรมการยังมีจำนวนมากขึ้นเท่าใดก็ยิ่งทำให้ต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นลดลงอาจเป็นเพราะขนาดคณะกรรมการขนาดใหญ่จะทำให้มีประโยชน์ในด้านการตรวจสอบและการนำความรู้ ความสามารถและประสบการณ์มาให้คำแนะนำและร่วมกันปรับปรุงการกำกับดูแลกิจการอันเป็นประโยชน์แก่การดำเนินงานของบริษัท ทำให้นักลงทุนเชื่อมั่นว่าการกำกับดูแลกิจการส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นลดลงซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนซึ่งผลการวิจัยสะท้อนให้เห็นว่าขนาดของคณะกรรมการนั้นมีผลต่อต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 3 สัดส่วนกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น ผลการวิจัยดังตารางที่ 5 จากข้อมูล 3 ปี (พ.ศ. 2553-2555) พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระ (INDEPEN) ไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

เหตุผลอาจเนื่องมาจากร้อยละของสัดส่วนของกรรมการอิสระของบริษัทจดทะเบียนที่ต่ำกว่าเท่ากับและสูงกว่าเกณฑ์ 1 ใน 3 ของคณะกรรมการทั้งหมดพบว่า เมื่อพิจารณาข้อมูลแต่ละปีพบว่า บริษัทส่วนใหญ่ร้อยละ 74-80 มีสัดส่วนกรรมการอิสระอยู่ในช่วง 0.33 – 0.5 ดังนั้น ลักษณะข้อมูลจึงอาจไม่กระจาย ซึ่งมีผลให้การทดสอบความสัมพันธ์ของข้อมูลไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งผลการวิจัยสอดคล้องแม้ผู้วิจัยมีการปรับข้อมูลโดยใช้ตัวแปรหุ่น

ส่วนตัวแปรควบคุมในงานวิจัยนี้พบว่า ความเสี่ยงในการดำเนินกิจการ(Debt to Asset Ratio)มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น

หุ้นสอดคล้องกับงานวิจัยของ Modigliani and Miller (1958) และ นพธีรา ก้อนสมบัติ(2553)ในขณะที่ขนาดของกิจการที่วัดจากมูลค่าทางตลาดของบริษัท(Market Capitalization)มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของต่างประเทศ (Reverte, 2006; Pham et al., 2007; Rowe and Kim, 2010)

สรุปโดยภาพรวมแล้วปัจจัยที่อธิบายการเปลี่ยนแปลงต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นในกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG) ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZ) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) และ ขนาดของกิจการ (SIZE) รวมถึงตัวแปรในเรื่องของเวลาและความแตกต่างระหว่างอุตสาหกรรมหรือบริษัทที่นำมาวิเคราะห์

ตารางที่ 6 สรุปผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

(n = 913)

ตัวแปร	ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น			
	2553	2554	2555	2553-2555
ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)				
ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG)	-0.0003	+0.0035	-0.0090*	-0.006*
ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZ)	-0.0032	-0.006	-0.018	-0.015*
สัดส่วนของกรรมการอิสระ (INDEPEN)	-0.0031	+0.001	+0.011	-0.005
ตัวแปรควบคุม (Control Variable)				
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA)	+0.0088*	+0.0336*	+0.0637*	+0.04*
ขนาดของกิจการ (MK)	+0.0013*	+0.0042*	+0.0048*	+0.006*
อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BTM)	-0.0001	+0.0077*	+0.0067	-0.001
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)	-0.0064	-0.0305	+0.0047	-0.033

*p-value ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

หมายเหตุ: (+) = มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นในทิศทางเดียวกัน

(-) = มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นในทิศทางตรงกันข้าม

อภิปรายและสรุปผลการวิจัย (Conclusion)

จากผลการวิจัยพบว่าบริษัทจดทะเบียนมีจำนวนคณะกรรมการโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 8-10 คน และพบมากที่สุดที่จำนวน 9 คน ซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์ของ พ.ร.บ. บริษัทมหาชนฯที่กำหนดว่าบริษัทต้องมีกรรมการไม่น้อยกว่า 5 คน ซึ่งขนาดคณะกรรมการจำนวนมากจะมีส่วนช่วยในการช่วยในการตรวจสอบการทำธุรกรรมต่างๆของผู้บริหารและปรับปรุงการกำกับดูแลกิจการ

สัดส่วนของกรรมการอิสระพบว่ามีกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีสัดส่วนของกรรมการอิสระต่ำกว่าร้อยละ 33 โดยเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคพบโดยเฉลี่ยร้อยละ 13 และในส่วนของภาพรวมนั้น สัดส่วนของกรรมการอิสระต่ำกว่าร้อยละ 33 มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในปี 2555 ซึ่งสอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ระบุว่าบริษัทจดทะเบียนควรมีสัดส่วนกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของคณะกรรมการทั้งหมด

ในเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นพบว่า บริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับที่สูงนั้นจะมีต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นต่ำ

กว่าดังนั้นบริษัทจดทะเบียนจึงควรตระหนักถึงความสำคัญในการพิจารณาการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งจะช่วยให้บริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนลดลงโดยสอดคล้องกับงานวิจัยต่างประเทศหลายฉบับ (Chen et al., 2003; Ashbaugh et al., 2004; Pham et al., 2007) เนื่องจากระดับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่สูงจะสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนว่า การบริหารงานของคณะกรรมการบริษัทมีการดำเนินงานด้วยความซื่อสัตย์และสุจริตและมุ่งเน้นผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสีย

งานวิจัยยังพบว่า ขนาดคณะกรรมการขนาดใหญ่มีส่วนช่วยในการติดตามการดำเนินงานของฝ่ายจัดการเพื่อลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนอาจส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นลดลงอันเป็นประโยชน์แก่บริษัทซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของนวรรตน์ วิทยานันท์ (2555) แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ (Ashbaugh et al., 2004; Pham et al., 2007) ที่พบว่าขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นอาจเป็นเพราะขนาดคณะกรรมการที่มีจำนวนมากของบริษัทจะทะเบียนในประเทศไทยมี

จำนวนที่น้อยกว่าของบริษัทในต่างประเทศอยู่มาก

แม้ว่าสัดส่วนกรรมการอิสระจะเป็นตัวแปรที่สำคัญที่เป็นตัวแทนการกำกับดูแลกิจการที่ดีซึ่งมีความสัมพันธ์กับเรื่องต่างๆเช่นต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ผลการดำเนินงาน (Ashbaugh et al., 2004; Pham et al., 2007) อย่างไรก็ตาม ในประเทศไทยงานวิจัยมากมายกลับไม่พบนัยสำคัญที่ใช้ตัวแปรนี้ทดสอบความสัมพันธ์จากการสอบถามข้อมูลพบว่าบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยมักจะมีสัดส่วนกรรมการอิสระตามกฎหมายที่ก่อกวดกำหนดให้สัดส่วนกรรมการอิสระต้องมีอย่างน้อย 1 ใน 3 เท่านั้น จึงทำให้ข้อมูลไม่มีความหลากหลายและข้อมูลไม่มีการกระจาย

นอกจากนี้ตัวแปรควบคุมในภาพรวมปี 2553 - 2555 ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นอย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาตัวแปรควบคุมรายปีจะพบว่าในปี 2553 ประเภทของอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lee and Jang (2006) กล่าวคือ ในปี 2553 บริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น ($p\text{-value}=0.016$) สำหรับปี 2555 บริษัทในกลุ่มธนาคารและการเงินบริษัทในกลุ่มมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น ($p\text{-value}=0.043$) และในปี 2554 อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to Market value) พบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของต่างประเทศหลายฉบับ (Ashbaugh et al., 2004; Reverte, 2007)

จากที่สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ซึ่งทำหน้าที่ประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้เผยแพร่ผลสำรวจความคิดเห็นของนักลงทุนในประเทศไทยต่อบทบาทที่นักลงทุนสามารถทำได้ในการส่งเสริมให้เกิด

การพัฒนาการกำกับดูแลกิจการที่ดีในภาคเอกชนซึ่งผลสำรวจพบว่า นักลงทุนโดยส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในการพิจารณาลงทุน ในระดับมากถึงมากที่สุด และนักลงทุนที่ตอบแบบสำรวจก็ระบุเหมือนกันว่าได้นำเรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาเป็นประเด็นหนึ่งในการพิจารณาตัดสินใจลงทุน(กรุงเทพฯธุรกิจ, 2556)

ผลการศึกษาในครั้งนี้จึงอาจเป็นเครื่องช่วยยืนยันว่าระดับการประเมินการกำกับดูแลกิจการถือเป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจของนักลงทุนตั้นั้นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์จึงควรตระหนักถึงความสำคัญของระดับการประเมินการกำกับดูแลกิจการเพราะมีส่วนทำให้บริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนเงินที่เหมาะสมเพราะนักลงทุนเกิดความเชื่อมั่นและเชื่อถือในระบบการบริหารงานขององค์กร

เอกสารอ้างอิง (References)

กรุงเทพฯธุรกิจ. 2556. เมื่อ CG บริษัทเป็นปัจจัยตัดสินใจของนักลงทุน (Online). <http://www.bangkokbiznews.com> , 4 มีนาคม 2556.

ขวัญสกุล เต็งอำนาจ. (2555). การกำกับดูแลกิจการและจรรยาบรรณวิชาชีพบัญชี, โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช.

นพธีรา ก้อนสมบัติ. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนกับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าแบบอิสระ คณะบริหารธุรกิจ ภาควิชาบัญชี, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

นวรรตน์ วิทยานันท์. (2555). ความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการกับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 597-606. การประชุมทางวิชาการระดับชาติ สาขา บริหารธุรกิจและการบัญชี ครั้งที่ 1.

รัชเนีย บังเมฆ. (2554). “การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมและต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น.”

วารสารการประชุมผลงานวิจัยด้านการจัดการธุรกิจ, 2, 193 - 210.

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2548. เครื่องมือเพื่อการวิเคราะห์การลงทุน (FD1: INVESTMENT TOOLS). พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

สำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรม. 2554. สรุปภาวะเศรษฐกิจอุตสาหกรรมปี 2554 และ แนวโน้มปี 2555 (Online). www.oie.go.th, 10 กันยายน 2556.

Ashbaugh, H., Collins, D. W. & Lafond, R. 2004. Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. Available: <http://ssrn.com/abstract=639681>, Accessed: 7 August 2012.

Byun, H., Kwak, S. & 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. & Wei, K.C. 2003. Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets. Available: <http://ssrn.com>. 422000, Accessed: 16 August 2012.

Cheng, E. C. M. & Courtenay, S. M. 2006. Board Composition, Regulatory Regime and Voluntary Disclosure. *The International Journal of Accounting* 41 (3): 262-289.

Diamond, D. & Verrecchia, R. 1991. Disclosure, liquidity and the cost of capital. *Journal of Finance* 46 (4): 1325-1359.

Giner, B. & Reverte, C. 2006. The risk-relevance of accounting data: evidence from the Spanish Stock Market. *Journal of International Financial Management and Accounting* 17: 175-207.

Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976.

“Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure.” *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-310.

Lee, S.J. & Jang, C.S. 2006. The systematic risk determinants of US airline industry. *Tourism Management* 28: 434-442.

Modigliani, F. & Miller, M. H. 1958. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* 48: 261-97.

Muhammad, I. & Zulfiqar, S. “DETERMINANTS OF SYSTEMATIC RISK.” *The Journal of Commerce*. 4 (1): 47-56. cited Olib O.K., A.F. Michello and J.Thorne. 2008. “Systematic risk and International diversification: An empirical perspective.” *International review of financial analysis* 17: 681-698.

Pham, P., Suchard, J. & Zein, J. 2007. Cost of Capital and Performance: Evidence from Australian Firms. Available: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1015986, Accessed: 9 August 2012.

Reverte, C. 2009. “Do better governed firms enjoy a lower cost of equity capital?: Evidence from Spanish firms.” *Corporate Governance* 9 (2): 133-145.

Rowe, T. & Kim, J. 2010. Analyzing the relationship between systematic risk and financial variables in the casino industry. *UNLV Gaming & Research Journal* 12 (2).

Shleifer, A. and R. Vishny. 1997. “A Survey of Corporate Governance.” *Journal of Finance* 52 (12): 737-783.