

ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นางสาวแสงเดือน บุญเดชานันท์

การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต
วิชาเอกเศรษฐศาสตร์ สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

พ.ศ. 2564

**The Relationship between Corporate Governance Score and Cost of Equity
of the Listed Companies in Stock Exchange of Thailand**

Miss Sangduean Boondechanan

An Independent Study Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for
the Degree of Master of Economics in Economics

School of Economics

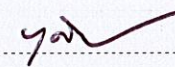
Sukhothai Thammathirat Open University

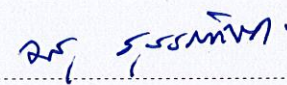
2021

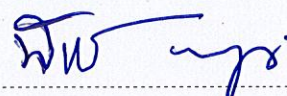
หัวข้อการศึกษาค้นคว้าอิสระ	ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบริษัทเทียบกับต้นทุนเงินทุน ในส่วนของผู้อถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย
ชื่อและนามสกุล	นางสาวแสงเดือน บุญเดชนันท์
วิชาเอก	เศรษฐศาสตร์
สาขาวิชา	เศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช
อาจารย์ที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ภูดินันท์ อคติพิยางกูร

การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้ ได้รับความเห็นชอบให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา
ตามหลักสูตรระดับปริญญาโท เมื่อวันที่ 11 กรกฎาคม 2565

คณะกรรมการสอบการศึกษาค้นคว้าอิสระ


..... ประธานกรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ภูดินันท์ อคติพิยางกูร)


..... กรรมการ
(อาจารย์ ดร. วสุ สุวรรณวิหค)


.....
(อาจารย์ ดร. พันธ์ ภาสุช)
ประธานกรรมการประจำสาขาวิชาเศรษฐศาสตร์

ชื่อการศึกษาค้นคว้าอิสระ ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของ
ผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ผู้ศึกษา นางสาวแสงเดือน บุญเชษานันท์ **รหัสนักศึกษา** 2636000164 **ปริญญา** เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต
อาจารย์ที่ปรึกษา ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ภูดินันท์ อติทิพยางกูร **ปีการศึกษา** 2564

บทคัดย่อ

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ คือ 1) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ 2) เพื่อให้แนวนโยบายแก่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะมุ่งทดสอบว่าระดับคะแนนบรรษัทภิบาลเป็นการส่งสัญญาณที่มีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจของนักลงทุนในการกำหนดผลตอบแทนที่ต้องการได้รับการลงทุน

การวิจัยนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของระดับคะแนนบรรษัทภิบาลในภาพรวมกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563 จำนวน 534 บริษัท โดยใช้ตัวแบบการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน ในการคำนวณต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น และใช้วิธีการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด โดยมีตัวแปรตาม คือ ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น ตัวแปรอิสระ คือ คะแนนบรรษัทภิบาลที่ระดับดี ระดับดีมาก และระดับดีเลิศ โดยใช้ตัวแปรควบคุมอื่น ๆ ที่อาจมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น จำนวน 5 ตัวแปร คือ ขนาดบริษัท อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ผลการศึกษาพบว่า 1) คะแนนบรรษัทภิบาลที่ระดับดี ระดับดีมาก และระดับดีเลิศ มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น ในทิศทางผกผันกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10 0.05 และ 0.05 ตามลำดับ อีกทั้งการที่บริษัทมีการพัฒนาระดับคะแนนบรรษัทภิบาลให้ดีขึ้นจะยิ่งทำให้ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงได้ ซึ่งจะเห็นได้จากการที่บริษัทได้รับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ 3 คะแนนหรือระดับดี จะช่วยลดต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นลงได้ร้อยละ 0.0421 เมื่อเทียบกับบริษัทที่ได้รับคะแนนบรรษัทภิบาลน้อยกว่า 3 คะแนน และหากบริษัทมีการพัฒนาระดับคะแนนบรรษัทภิบาลให้เพิ่มขึ้นเป็นระดับ 4 คะแนนหรือระดับดีมาก และที่ระดับ 5 คะแนนหรือระดับดีเลิศ จะช่วยลดต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทลงได้ร้อยละ 0.0492 และร้อยละ 0.0518 ตามลำดับ เมื่อเทียบกับบริษัทที่ได้รับคะแนนบรรษัทภิบาลน้อยกว่า 3 คะแนน ซึ่งการลดลงของต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นจะมากกว่าการที่บริษัทได้รับคะแนนบรรษัทภิบาลเพียง 3 คะแนน และ 2) เนื่องจากผู้ถือหุ้นมองว่าการที่บริษัทได้รับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดี จะทำให้ความเสี่ยงจากการลงทุนลดลง ผู้ถือหุ้นจึงยอมรับผลตอบแทนที่ต่ำลงได้ ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทลดลง นำไปสู่การให้แนวนโยบายแก่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้ดำเนินการปรับโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสมโดยพยายามลดการระดมทุนผ่านส่วนของหนี้สิน และจัดหาเงินทุนผ่านส่วนของผู้ถือหุ้นควบคู่กับการมุ่งยกระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่จะทำให้ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง

คำสำคัญ ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น บรรษัทภิบาล ระดับคะแนนบรรษัทภิบาล ตลาดหลักทรัพย์

Independent Study title: The Relationship between Corporate Governance Score and Cost of Equity of the Listed Companies in Stock Exchange of Thailand

Author: Miss Sangduean Boondechanan; **ID:** 2636000164; **Degree:** Master of Economics;

Independent Study advisor: Dr. Pudinan Adithipyangkul, Assistant Professor;

Academic year: 2021

Abstract

The objectives of this study are: 1) to investigate a relationship between the corporate governance score and the cost of equity of the listed companies in Stock Exchange of Thailand; and 2) to provide policy guidelines for the listed companies in Stock Exchange of Thailand. The main focus is to test the corporate governance score as a signal that relates to the investor's decision regarding the required expected return on investment.

This research is a study of the relationship between the corporate governance score and the cost of equity of the listed companies in Stock Exchange of Thailand in 2020, accounting for 534 companies. The Capital Asset Pricing Model is used to calculate the company's cost of equity, and Multiple Linear Regression analysis based on the Ordinary Least Square method is employed for coefficient estimation. The dependent variable is the cost of equity, which is influenced by the independent variables are the score of corporate governance, separated into good, very good, and excellent levels. There are five control variables expected to have a relationship with the cost of equity, including the company's size, market to book ratio, return on assets, earning per share, and debt to equity ratio.

This study revealed that 1) the corporate governance scores of good, very good, and excellent have a statistically significant inverse relationship with the cost of equity at significance levels of 0.10, 0.05, and 0.05, respectively. Improvement in the corporate governance score can result in a decrease in the cost of equity. This can be seen in the companies that obtained a corporate governance score of 3, or good level, and can reduce their cost of equity by 0.0421 percent compared to companies that have a corporate governance score of less than 3. If the company can improve its corporate governance score to the level of 4, or very good level, and the level of 5, or excellent level, it will reduce the cost of equity by 0.0492 percent and 0.0518 percent, respectively, compared to companies that have corporate governance score lower than 3. The reduction in the companies' cost of equity is larger than the companies that have a corporate governance score of 3; and 2) as shareholders realize that achieving a higher corporate governance score can reduce investment risk, they are thus willing to accept the lower return. This allows the company's cost of equity to decrease. This led to the policy guidelines for the listed companies in Stock Exchange of Thailand that they should adjust their capital structure appropriately by trying to reduce the portion of their financing coming from debt and financed by equity, together with emphasizing on corporate governance score improvement to lower the cost of equity.

Keywords: Cost of Equity, Corporate Governance, Corporate Governance Score, Stock Exchange

กิตติกรรมประกาศ

งานศึกษานี้สำเร็จได้ด้วยความอนุเคราะห์ของบุคคลหลายท่าน สำหรับท่านแรก ผู้ศึกษาขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ภูดินันท์ อคติพิมายกูร อาจารย์ประจำสาขาวิชา เศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ซึ่งเป็นอาจารย์ที่ปรึกษา อีกทั้งยังได้รับความกรุณา จากอาจารย์ ดร.วสุ สุวรรณวิหค ที่ได้สละเวลามาเป็นกรรมการในงานศึกษานี้ ซึ่งทั้งสองท่านได้ให้ความรู้ ตรวจสอบ ให้คำปรึกษา และให้แนวทางในการศึกษาเป็นอย่างดี รวมทั้งได้เสนอแนะ แนวทางการแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ด้วยความเอาใจใส่ เพื่อให้งานศึกษานี้มีความสมบูรณ์ที่สุด ทำให้งานศึกษานี้สามารถประสบความสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

ผู้ศึกษาใคร่ขอกราบขอบพระคุณอาจารย์ทุกท่านเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้ นอกจากนี้ ผู้ศึกษาขอขอบพระคุณสถาบันส่งเสริมกรรมการบริษัทไทยผู้จัดทำดัชนีชี้วัดระดับบรรษัทภิบาล ที่ผู้ศึกษาได้นำมาใช้เป็นข้อมูลในการศึกษาในครั้งนี้ รวมทั้งฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ขอขอบคุณเจ้าหน้าที่โครงการที่ให้ความช่วยเหลือ อำนวยความสะดวก ในด้านต่าง ๆ

สุดท้ายนี้ ขอขอบพระคุณครอบครัวของผู้ทำการศึกษาที่ได้ให้ความช่วยเหลือ สนับสนุน และอยู่เบื้องหลังความสำเร็จในครั้งนี้

นางสาวแสงเดือน บุญเดชานันท์

กรกฎาคม 2565

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	จ
กิตติกรรมประกาศ	ฉ
สารบัญตาราง	ฅ
สารบัญภาพ	ญ
บทที่ 1 บทนำ	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ในการศึกษา	2
กรอบแนวคิดในการศึกษา	3
สมมติฐานในการศึกษา	3
ขอบเขตของการศึกษา	4
นิยามศัพท์เฉพาะ	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	5
บทที่ 2 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง	6
แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับระดับคะแนนบรรษัทภิบาล (IOD Score)	6
แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้อถือหุ้น (Cost of Equity)	14
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง/งานวิจัยเชิงประจักษ์	16
บทที่ 3 วิธีดำเนินการศึกษา	25
ประชากร	25
ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	25
แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา	30
การวิเคราะห์ข้อมูล	33
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล	35
ตอนที่ 1 การแจกแจงความถี่ของข้อมูลเชิงปริมาณ	35
ตอนที่ 2 ค่ามัธยฐาน ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรเชิงปริมาณ ..	40

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
ตอนที่ 3 วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุน... 41	41
ในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	
บทที่ 5 สรุปการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ	51
สรุปการศึกษา	51
อภิปรายผล	52
ข้อเสนอแนะ	53
บรรณานุกรม	55
ภาคผนวก	60
ประวัติผู้ศึกษา	62

สารบัญตาราง

		หน้า
ตารางที่ 2.1	หลักเกณฑ์การให้คะแนนตามกรอบของ ASEAN Corporate Governance Scorecard และน้ำหนักที่ใช้ประเมิน ในปี พ.ศ. 2563	12
ตารางที่ 2.2	การให้สัญลักษณ์ตามช่วงคะแนนที่ได้รับการประเมิน	13
ตารางที่ 3.1	สรุปทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดการณ์ไว้ต่อต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้อถือหุ้น	32
ตารางที่ 4.1	สรุปผลการคำนวณค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	40
ตารางที่ 4.2	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้อถือหุ้น	42
ตารางที่ 4.3	ผลงานวิจัยและงานศึกษาที่เกี่ยวกับบรรษัทภิบาล และต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้อถือหุ้น	47
ตารางที่ 4.4	ค่าเฉลี่ยมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ของบริษัทที่ได้ระดับคะแนนบรรษัทภิบาลในแต่ละระดับ	50

สารบัญภาพ

		หน้า
ภาพที่ 4.1	แสดงขนาดบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563	35
ภาพที่ 4.2	แสดงอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัทที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563	36
ภาพที่ 4.3	แสดงอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมของบริษัทที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563	37
ภาพที่ 4.4	แสดงกำไรต่อหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563	37
ภาพที่ 4.5	แสดงอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563	38
ภาพที่ 4.6	แสดงต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้อถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทน ที่ผู้อถือหุ้นคาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563	39

บทที่ 1

บทนำ

1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ธรรมาภิบาลของบริษัท หรือบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) นับได้ว่าเป็นปัจจัยสำคัญในการบริหารและการดำเนินงานของบริษัท เพื่อให้บริษัทสามารถบรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้ และก่อให้เกิดประโยชน์กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยสำหรับประเทศไทยนับตั้งแต่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ในปี พ.ศ. 2540 เป็นต้นมา ได้มีการเริ่มให้ความสนใจและให้ความสำคัญกับระดับคะแนนบรรษัทภิบาล รวมถึงโครงสร้างต้นทุนเงินทุนของบริษัท ซึ่งจากงานวิจัย Policy research working paper ของ Alba, Claessens and Djankov, 2003 ที่ได้ทำการศึกษาเรื่องโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทยและบรรษัทภิบาล ก็พบว่าการมีระบบการควบคุมระดับบรรษัทภิบาลที่อ่อนแอ รวมทั้งมีโครงสร้างทางการเงินของบริษัทที่ไม่เข้มแข็ง จะยิ่งส่งผลให้วิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ทวีความรุนแรงยิ่งขึ้น เมื่อเทียบกับการมีระบบควบคุมระดับบรรษัทภิบาลที่ดี และมีโครงสร้างทางการเงินที่แข็งแกร่ง เพราะในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจหลายธุรกิจย่อมเร่งมองหาแหล่งเงินทุนเพื่อมาแก้ไขสถานการณ์หรือผลกระทบที่เกิดขึ้นกับบริษัทให้คลี่คลายและกลับมาฟื้นตัวได้ ดังนั้นบรรษัทภิบาลจึงเข้ามามีบทบาทสำคัญ หรือมีส่วนช่วยยให้บริษัทต่าง ๆ สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากขึ้นจากการได้รับความเชื่อมั่นจากนักลงทุนผ่านระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่บริษัทได้รับการประเมิน จึงเป็นที่มาที่ทำให้บรรษัทภิบาลกลายเป็นกลไกสำคัญในการควบคุมบริษัท ช่วยให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่แข็งแกร่ง มั่นคง และมีเสถียรภาพ ตลอดจนมีความยืดหยุ่นมากขึ้น สามารถปรับตัวต่อสภาวะตลาดที่เปลี่ยนแปลงไปได้

ดังนั้น เพื่อให้บริษัทสามารถดำเนินไปได้อย่างราบรื่นและมีเสถียรภาพ การสร้างบรรษัทภิบาลที่ดีให้เกิดขึ้นกับบริษัทจึงเป็นสิ่งจำเป็นที่ทุกบริษัทควรมี ประกอบกับสถานการณ์เศรษฐกิจในตลาดโลกที่มีการเปิดเสรีทางการเงินการลงทุนกันมากขึ้น ส่งผลให้เกิดแนวโน้มการแข่งขันที่มากขึ้นตามมา ทั้งจากคู่แข่งภายในประเทศและภายนอกประเทศ อันเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้การมีบรรษัทภิบาลที่ดีจะเป็นตัวช่วยสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนได้ ทำให้นักลงทุนและผู้ถือหุ้นเกิดการยอมรับ และตัดสินใจเลือกลงทุนในบริษัทนั้น ๆ เนื่องจากตระหนักเห็นว่าความเสี่ยงเรื่องต้นทุนตัวแทนที่ลดลง ทำให้ค่าใช้จ่ายในการควบคุมดูแลจากบุคคลภายนอกที่ต้องชดเชย

ผ่านผลตอบแทนที่คาดหวังนั้นลดลง ตลอดจนบริษัทยังสามารถให้สิทธิผลประโยชน์กับผู้ถือหุ้นได้อย่างเหมาะสม

สำหรับในประเทศไทย ตัวแทนดัชนีชี้วัดระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ได้รับการสนับสนุนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ ผลสำรวจจากรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน ดำเนินการโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ซึ่งดัชนีระดับบรรษัทภิบาลของแต่ละประเทศถือเป็นตัวแทนตามทฤษฎีสัญญาที่เป็นมาตรฐานที่ส่งให้ตลาดและนักลงทุนได้รับรู้ ตลอดจนเป็นวิธีหนึ่งที่บริษัทเลือกใช้ในการจัดการแก้ไขปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) เพื่อลดผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ถือหุ้นส่วนที่ชดเชยความเสี่ยงเรื่องต้นทุนตัวแทนในตลาดทุน เนื่องจากการจัดระดับคะแนนบรรษัทภิบาล ไม่ได้เป็นข้อบังคับตามกฎหมายของตลาด แต่เป็นการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจ ซึ่งหากบริษัทสร้างการควบคุมภายในที่ได้มาตรฐานซึ่งเป็นต้นทุนในการดำเนินการที่แตกต่างจากบริษัทที่ไม่ได้ให้ความสำคัญกับการปฏิบัติให้ได้มาตรฐานดังกล่าวและเปิดเผยข้อมูลตามเกณฑ์การประเมินย่อมต้องมีส่วนต่อระดับคะแนนที่ได้รับการจัดอันดับ

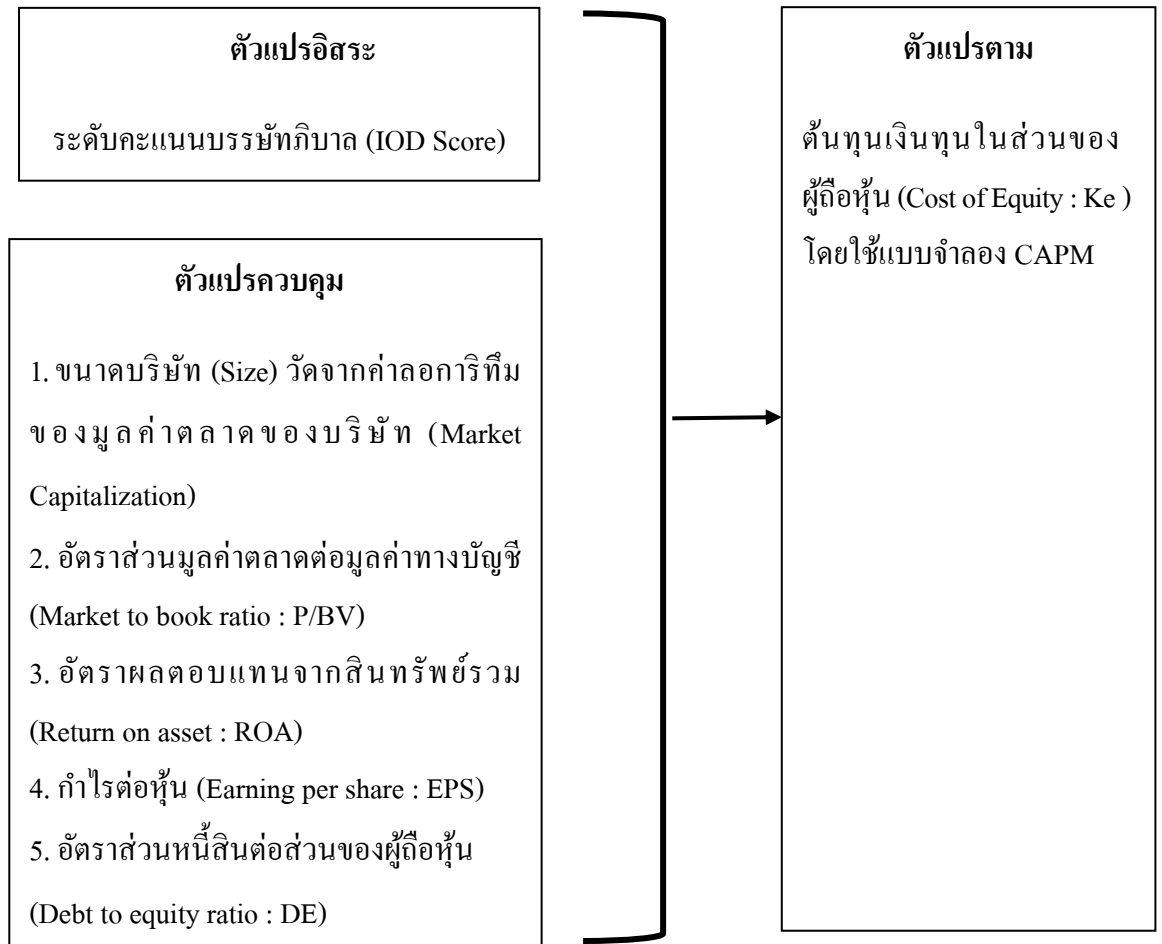
ที่ผ่านมาในประเทศไทยมีผู้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น โดยพยายามศึกษาตัวแปรบรรษัทภิบาลในเชิงทฤษฎี แต่อย่างไรก็ตามผลงานศึกษาที่ผ่านมาทั้งความสัมพันธ์ทั้งในทิศทางเดียวกันและความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันด้วยเหตุดังกล่าวผู้ศึกษาจึงมีความสนใจที่จะวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ของระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการประเมินตามโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies : CGR) ในปี พ.ศ. 2563

2. วัตถุประสงค์ในการศึกษา

2.1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.2 เพื่อให้แนวนโยบายแก่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. กรอบแนวคิดในการศึกษา



4. สมมติฐานในการศึกษา

การที่บริษัทมีธรรมาภิบาลที่ดี จะทำให้ผู้ถือหุ้นเห็นว่าความเสี่ยงที่ตนได้รับจากการลงทุนในบริษัทนั้น ๆ ลดลงไปด้วย ดังนั้นผู้ถือหุ้นจึงยินดียอมรับผลตอบแทนที่ต่ำลงได้ รวมทั้งการที่บริษัทมีต้นทุนสำหรับการพยายามพัฒนาระดับบรรษัทภิบาลให้ดีขึ้น บริษัทก็ควรที่จะได้รับการชดเชยผ่านต้นทุนการระดมเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นที่ลดลงได้

5. ขอบเขตของการศึกษา

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น ผู้ทำการศึกษามีขอบเขตการศึกษา ดังนี้

5.1 ศึกษาข้อมูลในปี พ.ศ. 2563 ซึ่งเป็นปีที่เศรษฐกิจทุกภาคส่วนได้รับผลกระทบจากสถานการณ์โควิด-19 เต็มปีเป็นปีแรก ตลาดซื้อขายหลักทรัพย์รับรู้ข่าวเต็มที่

5.2 ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เข้ารับการประเมินตามโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies : CGR)

5.3 ผู้ทำการศึกษาจะดำเนินการรวบรวมข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ จากฐานข้อมูลของ Thai IOD , SETSMART และ ThaiBMA

6. นิยามศัพท์เฉพาะ

6.1 บรรษัทภิบาล หรือการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตามคำนิยามที่กำหนดโดยองค์กรเพื่อความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ (The Organization for Economic Co-Operation and Development : OECD) นั้น จะครอบคลุม 3 ส่วนหลัก ดังนี้

6.1.1 โครงสร้าง/กระบวนการภายในที่ใช้ในการประเมินผลงานของฝ่ายบริหาร

6.1.2 ความสัมพันธ์กันระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายบริหารจัดการ ผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นในการสอดคล้องดูแลการดำเนินงานและผลประโยชน์ของบริษัท

6.1.3 ระบบการตรวจสอบควบคุมภายในและป้องกันความเสี่ยง เพื่อเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว ทั้งนี้องค์กรที่มีบรรษัทภิบาลที่ดีจะต้องมีระบบการควบคุมภายในที่ดีอันเป็นปัจจัยที่ช่วยส่งเสริมให้สามารถบรรลุวัตถุประสงค์ได้ในระยะยาว ตลอดจนจะต้องมีความซื่อสัตย์สุจริตในการดำเนินงาน มีความโปร่งใส และตรวจสอบได้

6.2 ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity : Ke) ในการระดมเงินทุนของบริษัทนั้น สามารถระดมเงินทุนได้จาก 2 แหล่ง คือ จากส่วนของหนี้ เช่น การกู้ยืมเงินจากธนาคารทั้งในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งมีต้นทุนในรูปของดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายให้กับธนาคาร (Cost of Debt : Kd) และอีกส่วนหนึ่งมาจากส่วนของผู้ถือหุ้นที่ผ่านการลงทุนถือหุ้นของบริษัท

ซึ่งมีต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity : K_e) ที่อยู่ในรูปของอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังจากการลงทุนในบริษัทนั้น ๆ นั้นเอง

6.3 มูลค่าตลาดของบริษัท (Market Capitalization) เป็นมูลค่าตามราคาตลาดโดยรวมของหลักทรัพย์จดทะเบียน ซึ่งเป็นค่าที่คำนวณมาจากการนำราคาปิดของหลักทรัพย์จดทะเบียน คูณกับจำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียน (Listed Shares)

6.4 มูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Market to book ratio : P/BV) เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญ 1 หุ้น ต่อมูลค่าหุ้นของบริษัทนั้น ๆ ตามบัญชี โดยอัตราส่วนนี้จะเป็นตัวบอกให้ทราบว่า ราคาหุ้น ณ ขณะนั้น สูงเป็นกี่เท่าของมูลค่าทางบัญชี

6.5 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on asset : ROA) เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทนั้น ๆ ว่าบริษัทสามารถนำสินทรัพย์ทั้งหมดที่มีไปสร้างผลกำไรหรือผลตอบแทนให้กับบริษัทได้มากน้อยเพียงใด

6.6 กำไรต่อหุ้น (Earning per share : EPS) คือ ส่วนของกำไรสุทธิจากผลการดำเนินงานของบริษัทที่แบ่งเฉลี่ยให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญแต่ละหุ้น

6.7 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to equity ratio : DE) เป็นอัตราส่วนทางการเงินหนึ่งที่สามารถสะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงของธุรกิจได้ หรืออาจจะสะท้อนลักษณะแบบจำลองทางธุรกิจที่หน่วยธุรกิจเลือกใช้ โดยแสดงถึงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (Capital Structure) ว่ามีหนี้สินคิดเป็นสัดส่วนเท่าใดเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นหรือส่วนของผู้ถือหุ้น กล่าวคือ เป็นการวัดว่าธุรกิจใช้เงินทุนจากภายนอก (จากการกู้ยืม) คิดเป็นสัดส่วนเท่าใดเมื่อเทียบกับทุนภายในของธุรกิจ ซึ่งหนี้สินนั้นเป็นแหล่งเงินทุนที่ทำให้บริษัทมีภาระดอกเบี้ยจ่ายไม่ว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจะเป็นอย่างไร

7. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

7.1 ทำให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

7.2 ทำให้สามารถนำข้อมูลผลการศึกษาที่ได้ในครั้งนี้ไปใช้ในการวางแผนด้านบรรษัทภิบาล เพื่อกำหนดกลยุทธ์และการบริหารโครงสร้างทางการเงินของบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพ

บทที่ 2

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท มีแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อนำมาใช้ในการกำหนดแนวความคิดโดยแบ่งออกเป็น 3 ส่วน ดังนี้

1. แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับระดับคะแนนบรรษัทภิบาล (IOD Score)

1.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ตามแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) มองว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานแต่เพียงผู้เดียวได้ ทำให้ต้องมีกลุ่มบุคคลที่เข้ามาช่วยบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ คือ ตัวแทน (Agent) หรือคณะกรรมการบริษัท โดยคณะกรรมการจะเป็นผู้กำหนดนโยบายและปฏิบัติงานด้วยความซื่อสัตย์ ระมัดระวัง รับผิดชอบต่อบริษัทและผู้ถือหุ้น หากผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารไม่สอดคล้องกัน ก็จะทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ขึ้นได้ เกิดแรงจูงใจที่จะแสวงหาผลประโยชน์ให้ตัวเองนำไปสู่ปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์และปัญหาในทางเศรษฐศาสตร์อื่น ๆ ดังนี้

1. ความขัดแย้งในเรื่องของผลประโยชน์ (Conflict of Interest) เกิดขึ้นจากการเห็นแก่ผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าส่วนรวม ขัดแย้งกับหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย

2. ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) เกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นกับฝ่ายบริหารทำให้เกิดปัญหา ดังนี้

2.1) Moral Hazard เนื่องจากผู้ถือหุ้นไม่สามารถติดตามการทำงานของผู้บริหารได้ตลอด ทำให้ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะทำสิ่งที่ไม่ดี หรือมีพฤติกรรมที่เบี่ยงเบน

2.2) Adverse Selection เนื่องจากกรณีที่เจ้าของหรือผู้ถือหุ้นไม่สามารถแน่ใจได้ว่าผู้บริหารที่เลือกมาจะทำงานให้กับบริษัทอย่างเต็มกำลังความสามารถหรือไม่ ทำให้อาจมีการเลือกที่ผิด

ซึ่งความสัมพันธ์ของระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของ ผู้ถือหุ้นของบริษัทนั้น นับได้ว่าเป็นประเด็นที่น่าสนใจทั้งในแวดวงวิชาการ เพราะผลงานศึกษา ที่ผ่านมามีแสดงให้เห็นว่าการปกป้องผลประโยชน์ของนักลงทุนหรือระดับบรรษัทภิบาลที่ดีสามารถ เพิ่มมูลค่าให้แก่บริษัทได้ (Claessens et al., 2002; Gompers et al., 2003; Black et al., 2006; Reverte, 2009)

Gompers et al. (2003) พบว่าการที่บริษัทมีระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ไม่ดี ส่งผลให้เกิดต้นทุนตัวแทนในรูปแบบการลงทุนและการตัดสินใจลงทุนที่ไม่ได้ประสิทธิภาพ ซึ่ง จากงานวิจัยของ Shleifer and Vishny (1997) และ Bushman and Smith (2001) ระบุว่าระดับคะแนน บรรษัทภิบาลมีความเชื่อมโยงกับการลดปัญหาตัวแทนที่อธิบายว่าการแยกฝ่ายจัดการและผู้ถือหุ้น ออกจากกันก่อให้เกิดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ซึ่งทำให้ผู้ถือหุ้น มีความเสี่ยงในเรื่องต้นทุนตัวแทน และปัญหาที่ตามมา คือ ปัญหา Moral Hazard และ Adverse Selection ส่งผลให้นักลงทุนต้องการผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงดังกล่าว ทำให้ผลตอบแทน ที่คาดหวังในหลักทรัพย์บริษัทเพิ่มสูงขึ้น (Jensen and Meckling, 1976)

Claessens (2003) and La porta et al. (2000) ยังสนับสนุนว่าการทำนายของทฤษฎี ตัวแทนที่ว่า ระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดีขึ้นจะช่วยให้นักลงทุนสามารถลดต้นทุนเงินทุนส่วนของ ผู้ถือหุ้นลงได้ เพราะนักลงทุนจากภายนอกจะยินดีให้เงินทุนสนับสนุนธุรกิจและคาดหวัง ผลตอบแทนที่ต่ำลงถ้ามั่นใจว่าการลงทุนในบริษัทจะทำให้ได้รับผลตอบแทนกลับคืนมา ตามที่คาดหวังจากการที่ระดับบรรษัทภิบาลดีขึ้น

สำหรับในประเทศไทย นับแต่วิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 เป็นต้นมา ได้เริ่มมีการให้ความสำคัญต่อระดับคะแนนบรรษัทภิบาล และโครงสร้างต้นทุนเงินทุนของบริษัท เห็นได้จากการศึกษาเรื่องโครงสร้างแหล่งเงินทุนของบริษัทในประเทศไทยและโครงสร้างบรรษัทภิบาล ของ Alba, Claessens and Djankov, 2003 พบว่า ระบบการควบคุมบรรษัทภิบาลที่อ่อนแอและ โครงสร้างทางการเงินที่เปราะบางของหลาย ๆ บริษัทในประเทศ ส่งผลให้วิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ยิ่งทวีความรุนแรงมากยิ่งขึ้น โดยแต่ละธุรกิจต่างได้รับผลกระทบไปถึงเรื่องโครงสร้างต้นทุน ทางการเงินและแหล่งเงินทุนของบริษัท ส่งผลให้ตั้งแต่นั้นมาบรรษัทภิบาลจึงได้เข้ามามีบทบาทสำคัญ โดยมีส่วนช่วยให้บริษัทต่าง ๆ สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ จากการได้รับความเชื่อมั่นของ นักลงทุนผ่านการประเมินผลระดับคะแนนบรรษัทภิบาล ดังนั้นบรรษัทภิบาลจึงเป็นกลไก ในการควบคุมที่สำคัญของบริษัท และยังช่วยให้บริษัทมีโครงสร้างต้นทุนทางการเงินที่มั่นคง

มีเสถียรภาพ ตลอดจนช่วยให้บริษัทมีความยืดหยุ่นในการปรับตัวต่อสถานะตลาดที่ผันผวนมากยิ่งขึ้นได้

1.2 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

เนื่องจากดัชนีชี้วัดระดับบรรษัทภิบาลในประเทศไทย คือ ระดับคะแนนบรรษัทภิบาลจากรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนที่สำรวจโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย หรือที่เรียกว่า ระดับคะแนนบรรษัทภิบาล (IOD Score) ซึ่งเป็นตัวแทนส่งสัญญาณเรื่องบรรษัทภิบาลสู่ตลาดตามทฤษฎีส่งสัญญาณ และถึงแม้ทฤษฎีส่งสัญญาณจะถูกพัฒนาขึ้นเพื่ออธิบายการแก้ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ในตลาดแรงงาน (Spence, 1973) แต่ทฤษฎีนี้ก็ได้นำไปใช้อธิบายเรื่องการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจในรายงานทางการเงินของบริษัทต่าง ๆ (Ross, 1977) ซึ่งเป็นความต้องการส่งสัญญาณของฝ่ายบริหารออกสู่สาธารณชน เพื่อให้เกิดการรับรู้ว่าคุณสมบัติของบริษัทของคุณดีกว่าบริษัทอื่น จึงเลือกที่จะเปิดเผยข้อมูลในรายงานให้มากกว่าที่กฎหมายบังคับไว้ ประกอบกับปัญหาเรื่องความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ก่อให้เกิดต้นทุนตัวแทน บริษัทจึงเลือกใช้การส่งสัญญาณแก่นักลงทุน เพื่อแสดงให้เห็นว่าคุณสมบัติของคุณดีกว่าบริษัทอื่นในตลาด เพื่อดึงดูดความสนใจจากนักลงทุน และเกิดการสร้างชื่อเสียงที่ดีในหมู่นักลงทุน (Verrecchia, 1983) นอกจากนี้ Kirmani and Rao (2000) ได้อธิบายถึงเรื่องการส่งสัญญาณของบริษัทไว้ว่าถึงแม้บริษัทจะรับรู้ถึงคุณสมบัติของตนเองเป็นอย่างดีแต่คนภายนอกไม่ทราบข้อมูลดังกล่าว ซึ่งบริษัทมีโอกาสเลือกได้ว่าจะส่งสัญญาณให้คนภายนอกรับรู้ถึงคุณสมบัติดังกล่าวหรือไม่

Singh et al (2003) ได้อ้างถึง Friedman (1953) ที่ได้กล่าวไว้ว่า ตลาดแข่งขันสมบูรณ์จะช่วยแก้ปัญหาที่เกี่ยวข้องกับระดับคะแนนบรรษัทภิบาลในบริษัทสมัยใหม่ รวมทั้งปัญหาเรื่องการแบ่งแยกอำนาจหน้าที่ระหว่างผู้ถือหุ้นกับฝ่ายบริหาร เนื่องจากตลาดแข่งขันสมบูรณ์จะมีกลไกที่ทำหน้าที่คัดสรรโดยธรรมชาติ ทำให้บริษัทที่สร้างมูลค่าได้ดีที่สุด หรือมีโครงสร้างการถือครองหลักทรัพย์ และมีระดับบรรษัทภิบาลที่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดจะเป็นบริษัทที่สามารถดำเนินธุรกิจในตลาดต่อไปได้

จากการศึกษาของ Leland and Pyle (1977) ได้วิเคราะห์ถึงบทบาทของการส่งสัญญาณในกระบวนการ IPO ไว้ว่าบริษัทที่มีแนวโน้มเป็นไปในทิศทางที่ดี และมีความเป็นไปได้สูงที่กิจการของบริษัทจะประสบความสำเร็จในอนาคต มักจะพยายามส่งสัญญาณดังกล่าวอย่างชัดเจนออกสู่ตลาด เพื่อให้ตลาดได้รับรู้เมื่อเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เช่น การส่งสัญญาณว่าภายหลังเสนอขายหุ้นสู่สาธารณชนเป็นวงกว้างตามกระบวนการของ IPO หรือภายหลังจากที่หุ้น

เข้าตลาดแล้ว เจ้าของบริษัทจะยังคงเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่อยู่ในบริษัทต่อไป เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุน แต่อย่างไรก็ดี การจะทำให้ตลาดเกิดความเชื่อถือได้นั้น สัญญาที่ส่งออกไปจะต้องมีต้นทุนในการดำเนินการที่สูงพอ เพื่อไม่ให้บริษัทที่ไม่ดีสามารถลอกเลียนแบบได้ และในทางกลับกัน หากไม่มีการส่งสัญญาออกสู่สาธารณชนให้ตลาดได้รับรู้ ก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric information) นำไปสู่ปัญหาการเลือกที่ผิด (Adverse selection) ในตลาด IPO ตามมาได้

งานศึกษาเรื่องบรรษัทภิบาลแสดงให้เห็นว่า CEO ของบริษัทต่างพยายามส่งสัญญาให้นักลงทุนที่เป็นกลุ่มเป้าหมายทราบถึงคุณสมบัติต่าง ๆ ที่ไม่สามารถสังเกตเห็นได้จากภายนอกหรือผ่านรายงานทางการเงินต่าง ๆ (Zhang and Wiersema, 2009) นอกจากนี้ยังมีนักวิจัย (Miller and Triana, 2009) ที่ใช้ทฤษฎีสัญญาในการอธิบายว่า การที่บริษัทเลือกกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลายเข้ามาตำแหน่งในฐานะคณะผู้บริหาร เพื่อแสดงให้เห็นสาธารณชนรับรู้ว่าบริษัทคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียขององค์กร ทั้งนี้แม้แต่ในเรื่องของระดับหนี้บริษัท (Ross, 1973) และอัตราการจ่ายเงินปันผล (Bhattacharya, 1979) ก็ถือได้ว่าเป็นตัวแทนส่งสัญญาสะท้อนเรื่องคุณภาพของบริษัทได้ด้วยเช่นกัน

จากการสำรวจความเห็นของนักลงทุนสถาบันของ McKinsey (Coombes and Watson, 2000) พบว่า นักลงทุนสถาบันจะยอมจ่ายส่วนเกิน (premium) ให้แก่หลักทรัพย์ของบริษัทที่มีระดับบรรษัทภิบาลที่ดี มากกว่าจ่ายให้บริษัทที่มีระดับบรรษัทภิบาลต่ำ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อบริษัทที่ลงทุนนั้นอยู่ในประเทศที่มีกฎหมายคุ้มครองหรือปกป้องนักลงทุนที่อ่อนแอ

จากการศึกษาทฤษฎีด้านบรรษัทภิบาลที่อธิบายถึงการลดปัญหาตัวแทนรวมทั้งศึกษาเรื่องการพัฒนาระดับคะแนนบรรษัทภิบาลในทางปฏิบัติ ซึ่งพบว่า การพยายามสร้างดัชนีชี้วัดระดับบรรษัทภิบาล นับได้ว่าเป็นวาระระดับโลก ซึ่งธนาคารโลกรวมทั้งองค์กรที่ดูแลในภาคการเงินระดับภูมิภาคและระดับประเทศต่างให้ความสำคัญ ดังนั้นประเทศไทยรวมทั้งอีกหลาย ๆ ประเทศที่มีการพัฒนาด้านตลาดเงิน ตลาดทุน จึงต่างพยายามสร้างดัชนีชี้วัดระดับคะแนนบรรษัทภิบาลของบริษัทขึ้น โดยการจัดระดับบรรษัทภิบาลในแต่ละประเทศนั้น ย่อมมีรายละเอียดและเงื่อนไขที่แตกต่างกันตามกรอบกฎหมายของประเทศนั้น ๆ ซึ่งระดับคะแนนบรรษัทภิบาลของแต่ละประเทศถือเป็นตัวแทนตามทฤษฎีสัญญา อันเป็นมาตรฐานที่ส่งให้กับตลาดและนักลงทุนได้รับรู้ รวมทั้งยังเป็นวิธีหนึ่งที่บริษัทเลือกใช้ในการจัดการแก้ไขปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) เพื่อช่วยลดผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังสำหรับชดเชยความเสี่ยงของต้นทุนตัวแทนในตลาดทุน ทั้งนี้ เนื่องจากการจัดระดับคะแนนบรรษัทภิบาลไม่ได้เป็นกฎเกณฑ์

ข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ แต่เป็นการเปิดเผยข้อมูลเพื่อจัดอันดับโดยสมัครใจเท่านั้น ดังนั้นหากบริษัทพยายามสร้างการควบคุมภายในที่ได้มาตรฐานก็ย่อมทำให้บริษัทมีต้นทุนการดำเนินการในส่วนนี้เพิ่มเข้ามาจากบริษัทที่ไม่ได้ให้ความสำคัญกับการปฏิบัติให้เป็นไปตามมาตรฐานหรือเปิดเผยข้อมูลตามเกณฑ์การประเมินผล แต่อย่างไรก็ดี การส่งสัญญาณหรือเปิดเผยข้อมูลที่ดีของบริษัทก็ย่อมมีผลให้บริษัทมีโอกาสที่จะได้รับการจัดอันดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดีขึ้นได้

1.3 แนวคิดบรรษัทภิบาล (Corporate Governance)

จากแนวคิดในงานศึกษาของ Claessens มองว่าระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดี ย่อมมีผลดีต่อการเติบโต และการพัฒนาเศรษฐกิจของตลาดเงิน ตลอดจนเป็นผลดีกับตัวธุรกิจเอง เนื่องจาก Claessens มองว่าระดับบรรษัทภิบาลที่ดี จะนำมาซึ่งความสามารถในการจัดหาเงินทุนที่ดีขึ้น ทำให้ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง และผลประกอบการของธุรกิจดีขึ้นได้ อันจะช่วยลดปัญหาความยากลำบากทางการเงินของบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน ซึ่งตัววัดระดับคะแนนบรรษัทภิบาลตามแนวคิดของ Claessens มีดังนี้

1. จำนวนผู้มีสิทธิออกเสียง
2. การควบคุมการซื้อขายและการจัดการของบุคคลภายในบริษัท
3. หลักเกณฑ์ความโปร่งใส และการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอของบริษัท
4. การปกป้องและมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น
5. ชื่อเสียงและบทบาทของตัวแทน

สำหรับประเทศไทยนั้น ในปี พ.ศ. 2545 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เริ่มส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักและให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี และต่อมาในปี พ.ศ. 2549 ได้มีการปรับปรุงหลักเกณฑ์โดยยึดหลักการกำกับดูแลกิจการของ The Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD Principles of Corporate Governance, 2004) ซึ่งเป็นหลักเกณฑ์สากลที่ได้รับการยอมรับ และถูกนำไปใช้เป็นกรอบในการพัฒนาหลักการกำกับดูแลกิจการของประเทศต่าง ๆ รวมทั้งหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อันเป็นกรอบในการพิจารณาโดยมุ่งหวังให้บริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทได้มีการพัฒนาระดับการกำกับดูแลกิจการให้เทียบเคียงได้กับมาตรฐานสากล

ทั้งนี้ ต่อมาตลาดหลักทรัพย์ได้มีการปรับปรุงในส่วนของแนวปฏิบัติที่ดี 5 หมวด โดยมีการปรับเกณฑ์การประเมินให้มีความสอดคล้องกับหลักเกณฑ์ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ASEAN CG Scorecard) เพื่อลดความซ้ำซ้อนของหลักเกณฑ์และง่ายต่อการ

ปฏิบัติจริงมากขึ้น โดยหลักเกณฑ์ใหม่นี้ได้เริ่มใช้ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 เป็นต้นมา ประกอบในปี พ.ศ. 2558 ประเทศสมาชิกในภูมิภาคอาเซียนมีการรวมตัวเป็นประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community: AEC) ตลาดทุนจึงต้องปรับตัว จึงเป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่ทำให้ต้องมีการปรับหลักเกณฑ์ขึ้น ดังนั้น เพื่อส่งเสริมการพัฒนาเกี่ยวกับการรวมตัวของตลาดทุนของประเทศต่าง ๆ ให้เกิดประสิทธิภาพ อ้างอิงตามหลักการขององค์กรเพื่อความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ หรือ OECD รวมถึงกฎหมาย ข้อบังคับ และระเบียบการต่าง ๆ ของแต่ละประเทศในภูมิภาคอาเซียน จึงแบ่งหลักเกณฑ์ออกเป็น 5 หมวด โดยปรับให้เข้าตลาดทุนไทย ดังนี้

1. **สิทธิของผู้ถือหุ้น (Rights of Shareholders)** คือ การคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้น และการอำนวยความสะดวกแก่ผู้ถือหุ้นในการใช้สิทธิในเรื่องต่าง ๆ ที่ตนเองสมควรได้รับ
2. **การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม (Equitable Treatment of Shareholders)** คือ ให้ความสำคัญกับการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันต่อผู้ถือหุ้นทุกราย ซึ่งรวมถึงผู้ถือหุ้นส่วนน้อยและผู้ถือหุ้นต่างชาติ โดยผู้ถือหุ้นส่วนน้อยควรได้รับการคุ้มครองสิทธิจากการกระทำที่เป็นการเอาเปรียบไม่ว่าโดยตรงหรือโดยอ้อมของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม
3. **บทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Role of Stakeholders)** คือ ให้ความสำคัญกับสิทธิของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัท ไม่ว่าจะเป็นสิทธิที่กำหนดโดยกฎหมายหรือโดยข้อตกลงที่ทำร่วมกัน โดยตระหนักว่าความสัมพันธ์และความร่วมมือที่ดีระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเป็นปัจจัยที่จะช่วยส่งเสริมให้บริษัทสามารถเจริญเติบโตได้อย่างยั่งยืน
4. **การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (Disclosure and Transparency)** คือ ให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญเกี่ยวกับบริษัทอย่างถูกต้อง ครบถ้วน และทันเวลา ทั้งนี้ ข้อมูลที่สำคัญ ได้แก่ สถานการณ์ทางการเงิน ผลการดำเนินงาน โครงสร้างการถือหุ้น และการกำกับดูแลกิจการของบริษัท
5. **ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (Board Responsibilities)** คือ ให้ความสำคัญกับบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการในการชี้แนะทิศทางดำเนินงานของบริษัท การติดตามดูแลการทำงานของฝ่ายจัดการ และการแสดงความรับผิดชอบต่อหน้าที่ (Accountability) ของคณะกรรมการที่มีต่อบริษัทและผู้ถือหุ้น

โดยหลักเกณฑ์และน้ำหนักที่ใช้ในการประเมินให้คะแนนในปี พ.ศ. 2563
แสดงดังตารางที่ 2.1

ตารางที่ 2.1 หลักเกณฑ์การให้คะแนนตามกรอบของ ASEAN Corporate Governance Scorecard
และน้ำหนักที่ใช้ประเมิน ในปี พ.ศ. 2563


หลักเกณฑ์ในการพิจารณา	หลักเกณฑ์การประเมิน (ข้อ)	น้ำหนัก (%)
1. สิทธิของผู้ถือหุ้น	32	15%
2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม	19	10%
3. การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย	29	20%
4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส	53	20%
5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ	108	35%
รวม	241	100%

ที่มา : สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย IOD Thai, 2563

จากตาราง จะเห็นได้ว่าตามกรอบของ ASEAN Corporate Governance Scorecard จะเน้นให้น้ำหนักหมวดที่ 5 เรื่องความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการมากถึง 35% เป็นเพราะวัตถุประสงค์แรกเริ่มของการสร้างเกณฑ์นี้ขึ้นมานั้นเพื่อต้องการให้บริษัทจดทะเบียนในอาเซียนเป็นที่ยอมรับของนานาประเทศ เพื่อที่จะได้ดึงดูดให้นักลงทุนจากภูมิภาคอื่นเข้ามาลงทุน และก่อให้เกิดความเชื่อมั่นว่าบริษัทจดทะเบียนในอาเซียนนั้นเป็นสินทรัพย์ที่น่าลงทุน จึงต้องให้น้ำหนักกับหมวดนี้มากที่สุด

ทั้งนี้ ในส่วนของการแบ่งกลุ่มระดับการกำกับดูแลกิจการ หรือที่ไทยเรียกว่า “ระดับคะแนนบรรษัทภิบาล” (IOD Score) นั้น สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai IOD) ได้แบ่งระดับคะแนนออกเป็น 6 กลุ่มโดยจัดกลุ่มบริษัทตามช่วงคะแนนที่ได้รับและใช้จำนวนตราสัญลักษณ์ของคณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติแสดงระดับคะแนนในแต่ละกลุ่ม แต่อย่างไรก็ตาม การประกาศรายชื่อจะเผยแพร่ออกสู่สาธารณชนเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนระดับดี หรือ 3 คะแนนขึ้นไป (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2563) แสดง โดยตารางที่ 2.2

ตารางที่ 2.2 การให้สัญลักษณ์ตามช่วงคะแนนที่ได้รับการประเมิน

คะแนน	ตราสัญลักษณ์	ความหมาย
90 ขึ้นไป		ดีเลิศ / Excellent
80 – 89		ดีมาก / Very Good
70 – 79		ดี / Good
60 – 69		ดีพอใช้ / Satisfactory
50 – 59		ผ่าน / Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A

สำหรับสถานการณ์การประเมินระดับคะแนนบริษัทมหาชนของไทยในปัจจุบันนั้น สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai IOD) โดยการสนับสนุนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้เผยแพร่ผลสำรวจระดับคะแนนบริษัทมหาชนประจำปี พ.ศ. 2564 ว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีระดับคะแนนบริษัทมหาชนโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 84% ซึ่งนับว่าสูงที่สุดนับตั้งแต่เริ่มทำการประเมินระดับคะแนนบริษัทมหาชน ในปี พ.ศ. 2544 โดยเพิ่มขึ้นจากปี พ.ศ. 2563 ที่มีระดับคะแนนบริษัทมหาชนโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 83% ซึ่งถือเป็นแนวโน้มที่ดี ทั้งนี้ สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยพบว่า บริษัทจดทะเบียนมีแนวโน้มให้ความสำคัญกับการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน โดยมีระดับคะแนนบริษัทมหาชนโดยเฉลี่ยสูงขึ้นในหมวดสิทธิของผู้ถือหุ้น การคำนึงถึงบทบาทผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และหมวดความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ อีกทั้งยังมีพัฒนาการที่ดีขึ้น เช่น การฝึกอบรมเพื่อพัฒนาศักยภาพของพนักงาน การให้ความรู้ด้านสิ่งแวดล้อม และการประชุมของคณะกรรมการ เป็นต้น ซึ่งเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สอดคล้องกับความคาดหวังของนักลงทุน นอกจากนี้ ปรชานกรรมการสถาบันกรรมการบริษัทไทย และประธานคณะกรรมการแนวร่วมต่อต้านคอร์รัปชั่นของภาคเอกชนไทยปี พ.ศ. 2564 ยังมองว่าการที่บริษัทจดทะเบียนมีพัฒนาการที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในการประเมินระดับคะแนนบริษัทมหาชน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการประเมินในปีล่าสุดที่มีระดับคะแนนบริษัทมหาชนเฉลี่ยสูงสุดในรอบ 21 ปี สะท้อนถึงความร่วมมือของบริษัทจดทะเบียนในการขับเคลื่อนการกำกับดูแลกิจการเพื่อยกระดับการพัฒนาบริษัทมหาชนในประเทศ ซึ่งถือเป็นแนวโน้มที่ดีในการกำกับดูแลกิจการเพื่อช่วยให้องค์กรเติบโตอย่างยั่งยืนและสอดคล้องกับความคาดหวังของนักลงทุน

2. แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity)

ในการระดมเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น หรือระดมเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ย่อมมีต้นทุนเกิดขึ้น เนื่องจากผู้ลงทุนนำเงินมาลงทุนย่อมคาดหวังผลตอบแทนจากการลงทุน ซึ่งผลตอบแทนนี้จะต้องมากกว่าพอที่จะชดเชยความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้น ดังนั้นนักลงทุนจึงจำเป็นต้องมีการประเมินผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ รวมทั้งตัวธุรกิจเองก็ต้องตระหนักว่าการได้มาซึ่งเงินทุนส่วนนี้ย่อมมีต้นทุนเกิดขึ้นแน่นอน โดยวิธีที่จะนำมาช่วยในการคำนวณหาต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นมี 3 วิธี ดังนี้

2.1 อัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรบวกด้วยส่วนชดเชยความเสี่ยง (Bond - yield - plus - risk - premium Approach) เป็นการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนการลงทุนจากพันธบัตรของบริษัท หรืออัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้ระยะยาวของบริษัท บวกด้วยส่วนชดเชยความเสี่ยงซึ่งสามารถเขียนในรูปแบบสมการได้ดังนี้

$$K_e = \text{Bond Yield} + \text{Risk premium}$$

โดยส่วนชดเชยความเสี่ยงจะมากหรือน้อยนั้น ขึ้นอยู่กับการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548) แต่อย่างไรก็ตามวิธีนี้เป็นวิธีที่มีข้อจำกัด คือ บริษัทต้องมีการออกหุ้นกู้เท่านั้นจึงจะสามารถมีข้อมูลเพื่อนำมาคำนวณต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นได้

2.2 วิธีตัวแบบเจริญเติบโตของเงินปันผล (The Gordon Growth Model : GGM) โดย Myron J. Gordon ได้สร้างสมการนี้ขึ้นโดยมีสมมติฐานที่สำคัญว่า กิจกรรมจะต้องมีการจ่ายเงินปันผลหุ้นสามัญ และเงินปันผลนั้นจะต้องอยู่ภายใต้เงื่อนไขว่ามีอัตราการเติบโตของเงินปันผลคงที่ โดยมีสูตรในการคำนวณดังนี้

$$K_e = \left(\frac{D_0(1+g)}{P_0} \right) + g$$

โดยที่ P_0 คือ ราคาหุ้นสามัญในปีปัจจุบัน

D_0 คือ เงินปันผลหุ้นสามัญที่จ่ายในปีปัจจุบัน

g คือ อัตราการเติบโตของเงินปันผลหุ้นสามัญ

แต่ในทางปฏิบัติอัตราเงินปันผลไม่ได้เติบโตคงที่ เพราะเงินปันผลที่บริษัทจ่ายในแต่ละปีย่อมมีการเปลี่ยนแปลงไป ตามสถานะเศรษฐกิจ ผลประกอบการ และฐานะทางการเงินของบริษัท อีกทั้งการประมาณค่าอัตราการเติบโตของเงินปันผล (Growth rate) ก็เป็นสิ่งที่ยากที่จะประมาณค่าได้อย่างถูกต้อง อีกทั้งวิธีดังกล่าวยังไม่ได้มีการนำความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นจากการลงทุนเข้ามาพิจารณาด้วย ส่งผลให้แบบจำลองนี้ไม่เป็นที่นิยมที่จะนำมาใช้ในการคำนวณต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง

2.3 ทฤษฎีการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model : CAPM)

เริ่มจาก Harry M. Markowitz ได้พัฒนาแนวคิดทฤษฎีการจัดสรรการลงทุน (Portfolio Theory) หรือเรียกว่า ทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ของมาร์โควิทซ์ (Markowitz Portfolio Theory) ที่สร้างขึ้นเพื่ออธิบายถึงการประเมินอัตราผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ และกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดทุน ซึ่งเป็นแนวคิดพื้นฐานนำไปสู่แนวคิดทฤษฎีการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน หรือ CAPM ที่ได้พัฒนาขึ้นโดยนักวิชาการ 3 ท่าน ได้แก่ William F. Sharpe , John Lintner and Mossin นอกจากนี้ Farrell (1983) ได้กล่าวว่าตัวแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน หรือ CAPM ได้รับการยอมรับและถูกนำไปใช้อย่างกว้างขวางในแวดวงธุรกิจการเงินเพื่อการลงทุน เพราะทฤษฎีการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน หรือ CAPM เป็นทฤษฎีที่อธิบายถึงความคาดหวังในผลตอบแทนจากการลงทุนของนักลงทุนว่าขึ้นอยู่กับปริมาณความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถขจัดได้ด้วยการกระจายความเสี่ยง หรือเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมภายนอกของธุรกิจ ซึ่งไม่สามารถควบคุมได้และมีผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์ในตลาดทั้งหมด ส่งผลให้นักลงทุนต้องการผลตอบแทนเพื่อไปชดเชยความเสี่ยงประเภทนี้ ดังนั้นผลตอบแทนที่คาดหวังจะเพิ่มขึ้นตามปริมาณความเสี่ยงที่เป็นระบบที่เพิ่มขึ้น (ถวิล นิลใบ, 2546 และวรรณรัตน์ ปณิธานธรรม, 2558) โดยการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน หรือ CAPM สามารถเขียนเป็นสมการได้ ดังนี้

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

โดยที่ K_e = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์
 R_f = อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk free rate)
 R_m = อัตราผลตอบแทนของตลาด (Market rate of Return)
 β = ค่าเบต้าหรือค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับตลาด

จากการคำนวณหาต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้อถือหุ้นทั้ง 3 วิธีข้างต้น จะเห็นได้ว่าวิธีอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรบวกด้วยส่วนชดเชยความเสี่ยงเป็นวิธีที่มีข้อจำกัดที่ว่า บริษัทจะต้องมีการออกหุ้นกู้จึงจะสามารถมีข้อมูลเพื่อนำมาคำนวณต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้อถือหุ้นได้ รวมทั้งวิธีตัวแบบเจริญเติบโตของเงินปันผล (GGM) ซึ่งเป็นวิธีคิดลดเงินปันผลที่มีข้อจำกัดว่า อัตราการเติบโตของเงินปันผลคงที่ และโอกาสที่จะประมาณการอัตราเติบโตของเงินปันผลได้อย่างแม่นยำมีน้อย ส่งผลให้ 2 วิธีดังกล่าวไม่เหมาะสมที่จะนำมาใช้ในการคำนวณต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้อถือหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้อถือหุ้นคาดหวัง

ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ ผู้ศึกษาจึงเลือกใช้วิธีการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (CAPM) ในการคำนวณต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้อถือหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้อถือหุ้นคาดหวัง เนื่องจากวิธีนี้มีข้อดี คือ มีการนำความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนเข้ามาพิจารณาไปด้วย อีกทั้งยังเป็นวิธีที่ทำให้สามารถคำนวณต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้อถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้อถือหุ้นคาดหวังได้แม้บริษัทไม่ได้มีอัตราการเติบโตของเงินปันผลคงที่ ส่งผลให้วิธีการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (CAPM) เป็นวิธีที่เหมาะสมและได้รับความนิยมมากที่สุด ส่งผลให้ในปัจจุบันมีงานศึกษาจำนวนมากที่นำทฤษฎีการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (CAPM) มาใช้ในการวิเคราะห์ผลตอบแทน ความเสี่ยง และประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ (วรรณรัตน์ ปณิธานธรรม, 2558)

3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง/งานวิจัยเชิงประจักษ์

จากการศึกษางานวิจัยเชิงประจักษ์ทั้งในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งมีผลงานวิจัยที่ได้นำทฤษฎีข้างต้นมาใช้ในการศึกษาเพื่อทดสอบว่าระดับคะแนนบรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้อถือหุ้นของบริษัทจริงหรือไม่ และหากมีผลจะมีผลไปในทิศทางใด รวมทั้งบางงานศึกษาที่ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของระดับบรรษัทภิบาลต่อ โครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยสามารถสรุปผลการศึกษาที่ผ่านมาได้ ดังนี้

3.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีตัวแทนและแนวคิดบรรษัทภิบาล

Reverte (2009) มองว่าตัวแปรอิสระที่ใช้เป็นตัวกำหนดระดับคะแนนบรรษัทภิบาล เพื่อนำไปใช้ประเมินต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น มีทั้งหมด 5 ปัจจัย ได้แก่

1. Board Independence
2. Board size
3. CEO Duality
4. Independence of board committees
5. Existence of audit and nomination/remuneration committees

ซึ่งผลการศึกษา พบว่าตัวแปรดังกล่าวมีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ เมื่อนำข้อมูลระดับคะแนนบรรษัทภิบาลของหลักทรัพย์ในต่างประเทศที่ได้ไปทำการทดสอบด้วยวิธีการทางสถิติ Regression เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่าระดับคะแนนบรรษัทภิบาลสามารถอธิบายต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นได้จริง โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกัน กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดีขึ้น ย่อมช่วยลดต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทลงได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งในการทดสอบด้วยวิธีการทางสถิติ Regression นี้ได้ใส่ตัวแปรควบคุมทั้งหมด 3 ตัวแปร ได้แก่ 1) ค่าเบต้า (β) ซึ่งมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 2) ขนาดบริษัท (Size) ซึ่งมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางผกผันกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และ 3) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ซึ่งมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางผกผันกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

Hae-Young Byun, Su-Keun Kwak, Lee-Seok Hwang (2008) ได้ศึกษาเรื่อง “The Implied Cost of Equity Capital and Corporate Governance Practices” เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระดับบรรษัทภิบาลที่จัดอันดับโดยหน่วยงาน Korea Corporate Governance Service (KCGS) กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศเกาหลีใต้ ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ระดับบรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรือกล่าวได้ว่าบรรษัทภิบาลเป็นส่วนสำคัญที่สามารถช่วยลดต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทลงได้ ผ่านการลดลงของปัญหาตัวแทน และความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล โดยงานศึกษานี้ได้ใส่ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดบริษัท (Size) ซึ่งมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางผกผันกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ , ค่าเบต้า (β) ซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

และมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Book to market ratio : BM) ซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

Hollis Ashbaugh, Daniel W. Collins, Ryan LaFond (2004) ได้ศึกษาเรื่อง “Corporate Governance and the Cost of Equity Capital” เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระดับบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นในช่วงระหว่างปี ค.ศ. 1996 - 2002 พบว่าการที่บริษัทพัฒนาระดับบรรษัทภิบาลให้ดีขึ้นจะช่วยลดต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นลงได้ เป็นไปตามสมมติฐานที่ว่าบรรษัทภิบาลที่ดีจะช่วยลดต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นลงได้โดยใส่ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ค่าเบต้า (β) ซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ, ขนาดบริษัท (Size) ซึ่งมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางผกผันกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ซึ่งมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางผกผันกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

Jeroen Derwall and Patrick Verwijmeren (2007) ได้ศึกษาเรื่อง “Corporate Governance and the Cost of Equity Capital : Evidence from GMI’s Governance Rating” เพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลของบริษัทในประเทศอังกฤษ ที่ได้จัดอันดับบรรษัทภิบาลโดยหน่วยงาน Governance Metrics International (GMI’s ratings) กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่าบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลที่ดีกว่าจะมีต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำกว่า อีกทั้งพบว่าบริษัทที่มีระดับบรรษัทภิบาลที่ดีจะมีความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) ต่ำกว่าบริษัทที่ได้คะแนนบรรษัทภิบาลน้อย โดยงานศึกษานี้ได้ใส่ตัวแปรควบคุมเช่นเดียวกับงานศึกษาของ Hollis Ashbaugh, Daniel W. Collins, Ryan LaFond (2004) แต่ได้เพิ่มอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt to asset ratio : DA) เข้ามาเป็นอีกหนึ่งตัวแปรควบคุม โดยผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

งานศึกษาของสุพงศ์ จันทิมา (2561) ที่ได้ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท กรณีศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 110 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2554 – 2560 ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ระดับคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการซึ่งได้รับการประเมินจากสถาบันกรรมการบริษัทไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนและต้นทุนตัวแทน แสดงให้เห็นถึงความสำคัญของบรรษัทภิบาลในการตัดสินใจด้านโครงสร้างเงินทุนของบริษัท กล่าวคือ บริษัทที่มีบรรษัทภิบาลที่ดีจะใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

น้อยกว่า เนื่องจากการนำการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งเป็นกระบวนการที่ออกแบบมาควบคุมการบริหารงานให้มีความโปร่งใส และมีประสิทธิภาพ เข้ามาใช้ในกิจการจะช่วยลดความจำเป็นในการใช้หนี้สินเพื่อเป็นแรงผลักดันในการบริหารงานของผู้บริหารลง ดังนั้นการที่บริษัทมีผลการประเมินระดับบรรษัทภิบาลที่ดี จะทำให้โครงสร้างเงินทุนมีปริมาณหนี้สินที่ลดลงได้ การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงเป็นสิ่งที่ไม่ควรมองข้าม เนื่องจากสามารถนำเข้ามาใช้เป็นเครื่องมือในการกำกับดูแล ควบคุมความเสี่ยงจากโครงสร้างเงินทุนของบริษัทได้ ทั้งนี้ ผลของงานศึกษาดังกล่าวยังได้ยืนยันว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่ได้ส่งผลเพียงแต่ในบริษัทขนาดใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น แต่ยังมีผลสำคัญในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่เป็นตลาดของบริษัทขนาดเล็กและขนาดกลางด้วย ซึ่งมีความเสี่ยงสูงกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงเป็นเรื่องที่ควรให้ความสำคัญ เพื่อให้บริษัทสามารถดำเนินงานด้วยความเสี่ยงที่เหมาะสม และเป็นการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนด้วย

งานศึกษาของกิตติธัช ดันนินันคร (2552) ที่ได้ศึกษาเรื่องระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 441 บริษัท ซึ่งครอบคลุม 7 กลุ่มอุตสาหกรรมในระหว่างปี พ.ศ. 2543 - 2550 ได้แก่ กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอาหารและเกษตร กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร กลุ่มเทคโนโลยี และกลุ่มบริการ (ยกเว้นกลุ่มธนาคาร) โดยใช้ตัวชี้วัดระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ครอบคลุมในแง่มุมต่าง ๆ ทั้งโครงสร้างของคณะกรรมการ บทบาทของคณะกรรมการ การขัดแย้งทางผลประโยชน์ สิทธิของผู้ถือหุ้น การเปิดเผยข้อมูล และความโปร่งใส โดยผลการศึกษาพบว่าระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับผลการศึกษาทั้งในประเทศและต่างประเทศที่ได้ทดสอบทางสถิติแล้วพบว่าตัวแปรควบคุมทั้ง 3 ตัวแปร ได้แก่ ค่าเบต้า (β) ขนาดบริษัท (Size) และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) สามารถอธิบายต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นได้จริง โดยค่าเบต้า (β) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น ส่วนขนาดบริษัท (Size) และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางผกผันกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

แต่อย่างไรก็ตาม จากผลงานวิจัยในประเทศของวรรณรัตน์ ปณิธานธรรม (2558) ที่ได้ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นในช่วงปี พ.ศ. 2553 – 2555 โดยใช้แบบจำลองการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (CAPM) และใส่ตัวแปรควบคุม ได้แก่

1) ขนาดบริษัท (Size) ซึ่งวัดจากมูลค่าตลาดของบริษัท (Market Capitalization) โดยกล่าวว่าจากการศึกษางานวิจัยในต่างประเทศ พบว่าขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากมองว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะยังมีความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ต่ำลง เพราะบริษัทขนาดใหญ่จะมีการประหยัดจากขนาดมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก แต่อย่างไรก็ตาม ผลงานวิจัยของวรรณรัตน์ ปณิธานธรรม (2558) กลับพบว่าขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศ

2) มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Book to market ratio : BM) โดยมองว่ามูลค่าดังกล่าวเป็นปัจจัยที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นได้ (รัชนิยา บังเมฆ, 2554) โดยผลการศึกษาพบว่ามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางเดียวกัน แต่อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของวรรณรัตน์ ปณิธานธรรม (2558) พบว่า อัตราส่วนดังกล่าวมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

3) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on asset : ROA) เนื่องจากมองว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมเป็นการวัดความสามารถในการทำกำไรของสินทรัพย์ทั้งหมดที่ธุรกิจมีเพื่อใช้ในการดำเนินงานว่าสามารถให้ผลตอบแทนได้มากน้อยเพียงใด ซึ่งหากมีค่าสูงย่อมแสดงถึงการใช้สินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ ช่วยลดความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Rowe and Kim, 2010) ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงได้ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม จึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

4) ความเสี่ยงในการดำเนินกิจการ (Leverage Ratio) ซึ่งวัดค่าโดยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt to asset ratio : DA) โดยอัตราส่วนดังกล่าวมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากมองว่าการมีสัดส่วนหนี้สินที่สูง ย่อมทำให้ความเสี่ยงเพิ่มสูงขึ้นด้วย ส่งผลให้นักลงทุนคาดหวังผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงดังกล่าว

ทั้งนี้ เมื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง โดยใส่ตัวแปรควบคุมทั้งหมดดังที่กล่าวมาในข้างต้น ผลงานวิจัยของวรรณรัตน์ ปณิธานธรรม (2558) พบว่าระดับคะแนนบรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

ประกอบกับงานศึกษาในต่างประเทศของ Manao and Nur (2001) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หรือชี้ให้เห็นถึงปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังหรือต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท ในช่วงเวลาที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศอินโดนีเซีย โดยได้ศึกษาบริษัทในอุตสาหกรรมการผลิตทั้งหมด 120 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์จาการ์ตา (Bursa Efek Jakarta : BEJ) ในปี ค.ศ. 2004 ซึ่งผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) และกำไรต่อหุ้น (EPS) มีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ รวมถึงงานศึกษาของ Kennedy (2005) ที่ได้ศึกษาทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ BEJ ระหว่างปี ค.ศ. 2001 - 2002 ซึ่งผลการศึกษาพบว่ากำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง เช่นเดียวกับงานวิจัยในประเทศของนันทภา กุลสัมพันธ์ โภสกล (2556) ที่ได้ศึกษาการใช้ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินในการเลือกหลักทรัพย์เพื่อลงทุน กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่ควรแก่การนำไปใช้เป็นเกณฑ์ประกอบการตัดสินใจลงทุนทั้งการลงทุนในระยะสั้นและการลงทุนในระยะยาว เพื่อสะท้อนถึงความเสี่ยงของธุรกิจ โดยอัตราส่วนดังกล่าวมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น

ตลอดจนงานศึกษาของฉัฐพล วชิรมนตรี และ ดร.ธัญวรัตน์ สุวรรณะ (2562) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ากำไรต่อหุ้น (EPS) มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังในทิศทางผกผันกัน สอดคล้องกับงานวิจัยของชุตติมา ศรีสันติเวศน์ (2557) เนื่องจากมองว่าการที่บริษัทมีกำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นย่อมทำให้ผู้ถือหุ้นมองว่าความเสี่ยงที่ตนต้องเผชิญจากการลงทุนในบริษัทนั้น ๆ ลดลง ผู้ถือหุ้นจึงยอมรับผลตอบแทนที่ต่ำลงได้ ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทลดลง อีกทั้งยังพบว่า อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ เมื่ออัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) มีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลง จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางเดียวกันด้วย สอดคล้องกับแนวคิดการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินของสุรกิจ คำปิ่นวงศ์ (2559) ที่กล่าวว่า นักลงทุน

ยอมจ่ายซื้อหุ้นตัวนั้น ในราคาที่สูงกว่ามูลค่าตามบัญชีของบริษัท ซึ่งอาจเป็นเพราะนักลงทุนมีแรงจูงใจบางประการ เช่น มองว่ากิจการนั้นเป็นกิจการที่กำลังเติบโตหรืออยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่กำลังเติบโต ทำให้ตนมีโอกาสได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นได้ จึงยอมจ่ายเงินแพงกว่าเพื่อซื้อหลักทรัพย์นั้น ๆ สอดคล้องกับผลงานวิจัยของกฤตยชญ์ ศรีสุข (2556), ชนาพร พิพัฒน์รัตนถาวร (2556), ไพรัตน์ ยาดี (2556), แก้วมณี อุทธิรัมย์ (2555) และไพสิฐ โกวิทยามงคล (2553) ที่พบว่าอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง ส่วนทางด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) นั้นมองว่า เมื่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางเดียวกันด้วย สอดคล้องกับแนวความคิดการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินของสุรกิจ คำปิ่นวงศ์ (2559) ที่ว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดการลงทุนในสินทรัพย์เพื่อสร้างกำไร กล่าวคือ เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่บอกให้ทราบว่าเงินลงทุนของบริษัทในส่วนของสินทรัพย์นั้น ได้มีการนำไปใช้ลงทุนเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์ต่อกิจการมากน้อยเพียงใด หรืออาจกล่าวได้ว่านักลงทุนมองว่าบริษัทสามารถสร้างกำไรให้กับนักลงทุนได้ในอนาคต จึงทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังจากการลงทุนเพิ่มมากขึ้นด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยของกฤตยชญ์ ศรีสุข (2556), ไพรัตน์ ยาดี (2557), ชนาภรณ์ สุนทร (2557), แก้วมณี อุทธิรัมย์ (2555) และไพสิฐ โกวิทยามงคล (2553) ที่พบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง ดังนั้นจะเห็นได้ว่าอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ล้วนเป็นปัจจัยสำคัญที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง หรือต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท

การศึกษาในครั้งนี้จึงได้นำขนาดบริษัท (Size) ซึ่งวัดจากค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาดของบริษัท อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) กำไรต่อหุ้น (EPS) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ซึ่งเป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง เข้ามาเป็นตัวแปรควบคุมที่รวมเข้าไว้ในแบบจำลองของการศึกษาในครั้งนี้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยหลายฉบับในอดีต

3.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ

จากการศึกษางานวิจัยในต่างประเทศของ Chen et al. (2009) ซึ่งได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบริษัทที่จัดอันดับโดย Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) ในปี ค.ศ. 2001 - 2002 กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทในกลุ่มประเทศ

ตลาดเกิดใหม่จำนวน 17 ประเทศ โดยศึกษากลุ่มตัวอย่างในปี ค.ศ. 2001 จำนวน 276 บริษัท และกลุ่มตัวอย่างในปี ค.ศ. 2002 จำนวน 283 บริษัท พบว่าบริษัทที่มีระดับคะแนนบรรษัทภิบาลอยู่ในเกณฑ์ที่ดีกว่าจะมีต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นที่น้อยกว่าบริษัทที่มีระดับคะแนนบรรษัทภิบาลต่ำกว่า เมื่อควบคุมตัวแปรทั้งด้านลักษณะเฉพาะของประเทศ กลุ่มอุตสาหกรรม และปีที่ทำการศึกษา เช่นเดียวกับงานศึกษาของ Kevin C.W., Zhihong Chen, K.C. John Wei ที่ได้ศึกษาเรื่อง “Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia’s Emerging Markets” ในปี ค.ศ. 2003 เพื่อทดสอบผลของการเปิดเผยระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่มีต่อต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของประเทศที่อยู่ในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ในทวีปเอเชีย จำนวน 9 ประเทศ ที่ระดับคะแนนบรรษัทภิบาลถูกจัดอันดับหรือให้คะแนน โดย Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) ซึ่งผลการทดสอบพบว่า ประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุน และมีธุรกิจในประเทศที่มีบรรษัทภิบาลที่ดีจะช่วยลดต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทลงได้

ในปี ค.ศ. 2010 Bruno and Claessens ได้ศึกษาผลของระดับคะแนนบรรษัทภิบาลและกฎหมายคุ้มครองนักลงทุนในประเทศที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ผ่านทางการประเมินมูลค่าบริษัทและต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น เพื่อประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดีขึ้น โอกาสหรือความน่าสนใจของบริษัทที่มีต่อนักลงทุนที่จะเข้ามาลงทุน ตลอดจนความเสี่ยงในการลงทุนของนักลงทุนที่สะท้อนผ่านต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น โดยใช้ข้อมูลระดับคะแนนบรรษัทภิบาลของ Proxy Voting Agent ISS ซึ่งได้รายงานข้อมูลระดับคะแนนบรรษัทภิบาลของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 5,300 บริษัท รวมทั้งบริษัทในประเทศและภูมิภาคอื่น ๆ เช่น แคนาดา ยุโรป เอเชียตะวันออกและแปซิฟิก จำนวน 2,400 บริษัท ในช่วงปี ค.ศ. 2003 - 2005 โดยคัดเฉพาะบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนีตลาดหลักทรัพย์หลักของประเทศกว่า 7,000 บริษัท พบว่าระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กันจริง โดยบริษัทที่มีระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดีจะสามารถช่วยลดต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทให้ต่ำลงได้

Feifei Zhu (2012) ได้ศึกษาเรื่อง “Differential Effects of Corporate Governance on the Cost of Equity and Debt : An International Study” เพื่อศึกษาผลของระดับบรรษัทภิบาลที่มีต่อต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นและในส่วนของหนี้ เพื่อพิสูจน์ให้เห็นว่าระดับบรรษัทภิบาลที่ดีมีผลทำให้ต้นทุนเงินทุนในทั้งสองส่วนลดลงได้ โดยทางด้านความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นจะเห็นความสัมพันธ์กันได้ชัดเจน โดยเฉพาะกับบริษัทที่มีระบบกฎหมายที่แข็งแกร่งและมีการเปิดเผยข้อมูลในวงกว้าง

อย่างไรก็ตาม จากงานวิจัยของ Regalli and Soana (2011) ที่ได้ทำการศึกษาเรื่อง “Corporate Governance Quality and Cost of Equity in Financial Companies” เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างระดับบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น โดยใช้ GIM Index ซึ่งพัฒนาโดย Gompers, Ishii, and Metrick (2003) มาเป็นตัวแทนต่อต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น โดยศึกษาข้อมูลบริษัทในอุตสาหกรรมการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา และได้ศึกษาเฉพาะข้อมูลในปี ค.ศ. 2002 ปี ค.ศ. 2004 และปี ค.ศ. 2006 โดยคำนึงถึงผลของช่วงระยะเวลาที่แตกต่างกันต่อผลลัพธ์ที่ได้ จึงมีกลุ่มตัวอย่างในปี ค.ศ. 2002 จำนวน 75 บริษัท กลุ่มตัวอย่างในปี ค.ศ. 2004 จำนวน 119 บริษัท และกลุ่มตัวอย่างในปี ค.ศ. 2006 จำนวน 122 บริษัท รวมทั้งสิ้น 316 ตัวอย่าง โดยผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดีกลับมีต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูง หรือกล่าวได้ว่าระดับคะแนนบรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นผลการศึกษาที่ได้ข้อสรุปตรงกันข้ามกับงานวิจัยอื่น ๆ ทั้งนี้ Regalli and Soana ผู้ทำวิจัยฉบับดังกล่าวมองว่า ผลการวิจัยที่ได้นั้นเป็นความสัมพันธ์ที่ผิดปกติ (abnormal relationship) ขัดกับสมมติฐานที่ผู้ทำวิจัยฉบับดังกล่าวกำหนดไว้ คือ บรรษัทภิบาลที่ดีขึ้นของบริษัท ทำให้ความเสี่ยงที่ผู้ถือหุ้นต้องเผชิญจากการลงทุนในบริษัทนั้น ๆ ลดลง ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังหรือต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทก็ควรที่จะลดลงด้วย งานวิจัยฉบับดังกล่าวจึงได้ให้ข้อเสนอแนะในส่วนท้ายว่า ควรมีการศึกษาความสัมพันธ์ในเรื่องดังกล่าวต่อไป เพื่อเป็นไปได้ว่าในอนาคตอาจมีงานวิจัยที่จะมาสนับสนุนหรือรองรับความสัมพันธ์ที่ผิดปกติดังกล่าว

บทที่ 3

วิธีดำเนินการศึกษา

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบริษัทกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของ ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อศึกษาภาพรวมของ การกำกับดูแลกิจการของบริษัท และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบริษัทกับ ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีขั้นตอนในการดำเนินการศึกษา ดังนี้

1. ประชากร
2. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา
3. แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา
4. การวิเคราะห์ข้อมูล

1. ประชากร

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลจากประชากร คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยทั้งหมด ณ สิ้นปี พ.ศ. 2563 ซึ่งทุก ๆ บริษัทเข้ารับการประเมินตามโครงการ สํารวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies : CGR) ในปี พ.ศ. 2563 โดยไม่นับรวมหลักทรัพย์จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก (IPO) ระหว่างช่วงปี พ.ศ. 2563 และหลักทรัพย์ที่หยุดทำการซื้อขาย ระหว่างปี พ.ศ. 2563 ดังนั้นข้อมูลประชากรที่ทำการศึกษาในครั้งนี้จึงมีจำนวนทั้งสิ้น 534 บริษัท

2. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้เป็นการศึกษาเชิงปริมาณ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิในปี พ.ศ. 2563 ซึ่งเป็น ปีที่เศรษฐกิจทุกภาคส่วนได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ โควิด-19 เต็มปีเป็นปีแรก ตลาดซื้อขาย หลักทรัพย์รับรู้ข่าวเต็มที กล่าวคือจากบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์จัดการกองทุน ยูโอบี (ประเทศไทย) จำกัด ที่ได้ให้ข้อมูลว่า ปี พ.ศ. 2563 เป็นปีที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความผันผวนอย่างมาก

โดยได้รับผลกระทบจากแรงกดดันอย่างหนักจากการแพร่ระบาดของโควิด-19 ตั้งแต่ช่วงต้นปี ในประเทศจีนก่อนกระจายไปประเทศอื่น ๆ ส่งผลให้ตัวเลขทางเศรษฐกิจหดตัวอย่างรุนแรงทั่วโลก ในช่วงครึ่งปีแรกจากมาตรการควบคุมการแพร่กระจายโรคที่เข้มงวด ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำจุดต่ำสุดในเดือนมีนาคม (ลดลงประมาณ 39% จากต้นปี) เนื่องจากเหตุการณ์ดังกล่าวเป็นเรื่องใหม่สำหรับทุกประเทศรวมถึงประเทศไทย ทำให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวลดลงอย่างรุนแรง ก่อนทยอยฟื้นตัวในช่วงครึ่งปีหลังจากการที่เริ่มมีการปรับตัวและควบคุมการติดเชื้อในประเทศได้ดีขึ้น รวมถึงการได้อานิสงส์จากมาตรการต่าง ๆ ของภาครัฐ เพื่อพยุงเศรษฐกิจ

อีกทั้งนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ได้ทำการวิเคราะห์สถานการณ์ที่เกิดขึ้น โดยมองว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ผ่านจุดต่ำสุดจากการที่ตลาดรับรู้ข่าวการแพร่ระบาดของโควิดอย่างเต็มที่ไปแล้วในปี พ.ศ. 2563 ดังจะเห็นได้จากการที่ตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ของไทยในปี พ.ศ. 2564 ที่ดีขึ้นจากปี พ.ศ. 2563 โดยได้รับแรงหนุนจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจภายหลังสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด จากการที่สามารถควบคุมสถานการณ์ได้มากขึ้นในต่างประเทศ และมีแนวโน้มทิศทางที่ดีขึ้นจากการที่วัคซีนป้องกันความรุนแรงของโรคได้ โดยมีการใช้กันอย่างแพร่หลายมากขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 1 ปี พ.ศ. 2564 เป็นต้นมา ด้วยทิศทางที่ฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่มีความต่อเนื่องส่งผลให้เริ่มเห็นการปรับประมาณการกำไรบริษัทจดทะเบียนในทิศทางที่ดีขึ้น อันเป็นตัวช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนว่าราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกันยังไม่สูงและมีโอกาสเห็นผลประกอบการเติบโตที่ดีกว่าคาด

ทั้งนี้ แม้การระบาดระลอกใหม่จะทำให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความผันผวน แต่อย่างไรก็ตาม นักวิเคราะห์หลักทรัพย์มองว่าจะส่งผลกระทบจำกัดเฉพาะกลุ่มในระยะสั้น โดยเฉพาะส่วนที่ได้รับผลจากการใช้จ่ายที่ชะลอตัวลงเท่านั้น ส่วนกลุ่มที่ขึ้นกับอุปสงค์ของโลกที่ฟื้นตัวและกลุ่มที่พิสูจน์แล้วว่าผ่านช่วงโควิด-19 รอบแรกในปี พ.ศ. 2563 มาได้ โดยที่ผลประกอบการไม่ได้รับผลกระทบมากนัก น่าจะยังคงเห็นการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เป็นไปในทิศทางที่ดีขึ้น ดังนั้น โควิด-19 ระลอกใหม่จึงไม่ได้ส่งผลกระทบกับตลาดซื้อขายหลักทรัพย์มากเท่ากับในช่วงปี พ.ศ. 2563 ประกอบกับการที่ผู้ศึกษามีสมมติฐานว่าในสถานการณ์ที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจหลายบริษัทต่างต้องการเงินทุนเพื่อมาพยุงให้ธุรกิจอยู่รอด และสำหรับตัวนักลงทุนเองในสถานการณ์ที่เศรษฐกิจดีขึ้น นักลงทุนอาจไม่ได้คำนึงถึงเรื่องบรรษัทภิบาลของบริษัทมากนัก

ดังนั้นผู้ศึกษาจึงมองว่าการศึกษาในช่วงที่เศรษฐกิจมีปัญหาจะทำให้เห็นภาพที่ชัดเจนกว่า เนื่องจากช่วงเศรษฐกิจมีปัญหานักลงทุนย่อมคำนึงถึงความเสี่ยงที่ตนต้องเผชิญจาก

การลงทุนในบริษัทนั้น ๆ มากขึ้น ซึ่งบรรษัทภิบาลก็ถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่สะท้อนถึงความเสี่ยงในเรื่องดังกล่าว (สุวิมล จิตรองอาจกิจ, 2558) ด้วยเหตุผลข้างต้น จึงทำให้ผู้ศึกษาเลือกที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้อื้อหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้อื้อหุ้นคาดหวัง โดยใช้ข้อมูลในปี พ.ศ. 2563 ซึ่งการศึกษาในครั้งนี้ได้เก็บรวบรวมข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ จากฐานข้อมูลของ Thai IOD , SETSMART และ ThaiBMA โดยมีรายละเอียด ดังนี้

2.1 ข้อมูลระดับคะแนนบรรษัทภิบาล (IOD Score) เป็นข้อมูลรายปี รวบรวมจากฐานข้อมูลของ Thai IOD

2.2 ขนาดของบริษัท (Size) ซึ่งวัดจากค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาดของบริษัท (Market Capitalization) ใช้เป็นข้อมูลรายปี รวบรวมจากฐานข้อมูลของ SETSMART ทั้งนี้ มูลค่าตลาดของบริษัทสามารถคำนวณได้จากการนำราคาปิดของหลักทรัพย์จดทะเบียน คูณกับจำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียน (Listed Shares) หรือสามารถเขียนเป็นสมการได้ ดังนี้

$$\text{Market Capitalization} = \text{ราคาปิดของหุ้น} \times \text{ปริมาณหุ้นจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์}$$

2.3 อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Market to book ratio : P/BV) ใช้เป็นข้อมูลรายปี รวบรวมจากฐานข้อมูลของ SETSMART ทั้งนี้ หากอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีมีค่าสูงอาจจะแสดงว่า ผู้ลงทุนทั่วไปในตลาดคาดหมายว่าบริษัทดังกล่าวมีศักยภาพที่จะเติบโตสูง ในขณะที่เดียวกันก็แสดงถึงระดับความเสี่ยงที่สูงด้วย ซึ่งอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีมีสูตรในการคำนวณ ดังนี้

$$\text{Market to book ratio} = \text{ราคาหุ้นในตลาด} / \text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น}$$

2.4 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on asset : ROA) รวบรวมจากฐานข้อมูลของ SETSMART ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมนับได้ว่าเป็นอัตราส่วนที่ชี้ให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการบริหารจัดการสินทรัพย์ของบริษัท ซึ่งหากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมีค่าสูง ย่อมแสดงถึงการบริหารจัดการสินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ โดยมีสูตรในการคำนวณ ดังนี้

$$\text{Return on asset (\%)} = \text{กำไรสุทธิ} / \text{สินทรัพย์รวม}$$

2.5 กำไรต่อหุ้น (Earning per share : EPS) ใช้เป็นข้อมูลรายปี รวบรวมจากฐานข้อมูลของ SETSMART โดยมีสูตรในการคำนวณ ดังนี้

$$\text{Earning per share} = \text{กำไรสุทธิ} / \text{จำนวนหุ้นของบริษัทที่ชำระแล้ว}$$

ทั้งนี้ กำไรสุทธิ (Net Profit) เป็นกำไรที่ได้จากการดำเนินงานของบริษัท หลังจากหักค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ดอกเบี้ย และภาษีเงินได้แล้ว ส่วนจำนวนหุ้นของบริษัทที่ชำระแล้ว (Outstanding Shares) คือ จำนวนหุ้นที่บริษัทออกจำหน่ายในตลาดทุนและอยู่ในมือผู้ถือหุ้นแล้ว ดังนั้น การที่บริษัทมีกำไรต่อหุ้น (EPS) มากกว่า 0 จึงหมายความว่า บริษัทสามารถทำกำไรได้มากพอที่จะทำให้บริษัทมีกำไรภายหลังหักค่าใช้จ่าย ดอกเบี้ย และภาษี หรือมีกำไรสุทธิ (Net Profit) เป็นบวกได้ ในทางกลับกัน หากบริษัทมีกำไรต่อหุ้น (EPS) น้อยกว่า 0 ย่อมหมายความว่า บริษัทกำลังอยู่ในสถานะขาดทุน หรือไม่สามารถทำกำไรสุทธิ (Net Profit) ได้ กำไรต่อหุ้นของบริษัทจึงมีค่าติดลบ

2.6 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to equity ratio : DE) ใช้เป็นข้อมูลรายปี รวบรวมจากฐานข้อมูลของ SETSMART โดยมีสูตรในการคำนวณ ดังนี้

$$\text{Debt to equity ratio} = \text{หนี้สินรวม} / \text{ส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท}$$

ทั้งนี้ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ที่มีค่าน้อย ย่อมหมายความว่า บริษัทมีหนี้สินน้อย ในทางกลับกันหากบริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูง ย่อมสะท้อนถึงความเสี่ยงที่สูงขึ้นจากการมีหนี้สินในสัดส่วนที่สูง เพราะการที่บริษัทมีหนี้สินเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นในระดับที่สูง นอกจากจะทำให้บริษัทต้องแบกรับภาระดอกเบี้ยที่สูงแล้ว ยังส่งผลให้ในอนาคตหากบริษัทขาดสภาพคล่องต้องการเงินทุน การก่อหนี้เพิ่มเติมย่อมเป็นไปได้ยาก ส่งผลให้บริษัทมีความเสี่ยงที่จะล้มละลายสูงขึ้น ซึ่งโดยทั่วไปแล้วอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่นักลงทุนยอมรับได้มักมีค่าไม่เกิน 2 เท่า

แต่อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่มากกว่า 2 เท่าขึ้นไปนั้น ก็ไม่ได้หมายความว่า บริษัทมีภาระหนี้สินมากเกินไปจนนักลงทุนต้องหลีกเลี่ยง เช่น กลุ่มธุรกิจธนาคาร สินเชื่อ และประกัน ที่มีผลิตภัณฑ์หลัก คือ เงินฝากที่จะถูกนับเป็นหนี้สินของบริษัท ในขณะที่การปล่อยกู้ นับเป็นสินทรัพย์ของบริษัท ด้วยลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัทดังกล่าว จึงมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นค่อนข้างสูงเป็นเรื่องปกติ รวมถึงบริษัทอื่นใดหากลักษณะ

การก่อหนี้เป็นไปเพื่อการขยายธุรกิจ การปรับปรุงการผลิต การปรับปรุงการบริหารจัดการธุรกิจ หรือการจัดให้มีผลิตภัณฑ์ใหม่ ๆ ที่ผู้บริโภครต้องการ การก่อหนี้ก็อาจเป็นปัจจัยสนับสนุนให้เกิดการเติบโตของธุรกิจ กำไรโดยรวมและกำไรต่อหุ้นขยายตัว ทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นและ/หรือเงินปันผลขยายตัวตามไปด้วย ซึ่งเอื้อประโยชน์แก่การก่อหนี้และขยายธุรกิจในอนาคต

2.6 ต้นทุนเงินทุนในส่วนของเจ้าถือหุ้น (Cost of Equity : Ke) ใช้เป็นข้อมูลรายปี
คำนวณตามสูตร CAPM โดยมีสูตรในการคำนวณ ดังนี้

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

ซึ่งประกอบด้วย

2.6.1 Risk Free Rate (Rf) หรืออัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง โดยใช้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลในปีที่ทำการศึกษาคือตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง (กิตติธัช ตันตินันดร, 2552) ดังนั้นงานศึกษานี้จึงใช้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุคงเหลือ 1 ปี ในปี พ.ศ. 2563 เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง โดยรวบรวมจากฐานข้อมูลของ ThaiBMA

2.6.2 Market Rate of Return (Rm) หรืออัตราผลตอบแทนของตลาด โดยงานศึกษานี้ได้หาอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ของไทย (SET Index) รายปี โดยมีสูตรในการคำนวณคือ $R_m = \{(\text{ดัชนีปิด ณ สิ้นปีที่ } t - \text{ดัชนีปิด ณ สิ้นปีที่ } t-1) / \text{ดัชนีปิด ณ สิ้นปีที่ } t-1\} \times 100$ (สุวิมล จิตรองอาจกิจ, 2558) โดยรวบรวมข้อมูลดัชนีปิด ณ สิ้นปีนั้น ๆ จากฐานข้อมูล SETSMART

2.6.3 ค่าเบต้า (β) เป็นค่าวัดความเสี่ยงที่กำจัดไม่ได้ (Systematic Risk) ที่เกิดจากการเปรียบเทียบความเคลื่อนไหวระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หนึ่ง ๆ กับอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ โดยรวบรวมข้อมูลค่าเบต้า (β) แต่ละหลักทรัพย์จากฐานข้อมูลของ SETSMART ทั้งนี้ ค่าเบต้า (β) สามารถคำนวณได้จากการนำค่าความแปรปรวนร่วม (Covariance : Cov) ระหว่างอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (R_i) นั้นกับตลาดหารด้วยค่าความแปรปรวนของตลาด (R_m) (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2542) หรือเขียนเป็นสมการได้ ดังนี้

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Variance}(R_m)}$$

โดยสามารถตีความค่าเบต้า (β) ของหลักทรัพย์นั้น ๆ เทียบกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ได้ดังนี้

- 1) ถ้าเบต้าของหุ้นมีค่าเท่ากับ 1 แสดงว่าราคาของหุ้นจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ โดยมีการเคลื่อนไหวไปในอัตราเดียวหรืออัตราที่เท่ากับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด
- 2) ถ้าเบต้าของหุ้นมีค่ามากกว่า 1 แสดงว่าราคาของหุ้นจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ แต่จะเคลื่อนไหวขึ้นลงแรงกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป
- 3) ถ้าเบต้าของหุ้นมีค่าน้อยกว่า 1 แต่มากกว่า 0 แสดงว่าราคาของหุ้นจะเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกันกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ แต่จะเคลื่อนไหวขึ้นลงน้อยกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป
- 4) ถ้าเบต้าของหุ้นมีค่าติดลบ แสดงว่าราคาของหุ้นจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ คือ ถ้าดัชนีตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ราคาของหุ้นก็จะลดลง

3. แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบริษัทเทียบกับต้นทุนเงินทุน ในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ทฤษฎีการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (CAPM) ในการคำนวณต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น โดยแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาหาความสัมพันธ์ประกอบด้วยตัวแปรตาม คือ ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (K_e) ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดบริษัท (Size) ซึ่งวัดจากค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาดของบริษัท (Market Capitalization) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) กำไรต่อหุ้น (EPS) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ส่วนตัวแปรอิสระ คือ ระดับคะแนนบริษัท โดยใช้ระดับคะแนนบริษัทของกิจการตามกรอบแนวคิดของ OECD ซึ่งเป็นที่ยอมรับ ประเมินโดยหน่วยงาน Thai IOD โดยคะแนนที่ประเมินได้นี้ เรียกว่า ระดับคะแนนบริษัท (IOD Score) ซึ่งจะมีลักษณะเป็น Ordinal Scale คือ เป็นข้อมูลระดับอันดับ สามารถแบ่งเป็นกลุ่มและบอกอันดับที่ของความแตกต่างได้ โดยในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนจะเผยแพร่เฉพาะรายชื่อบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ “ดี” ขึ้นไป หรือเป็นบริษัทที่ได้คะแนนตั้งแต่ 70% ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่ม ดังนี้

- “ดีเลิศ” คือ ระดับ 5 คะแนน
- “ดีมาก” คือ ระดับ 4 คะแนน
- “ดี” คือ ระดับ 3 คะแนน

ส่วนบริษัทที่ได้คะแนนต่ำกว่า 70% รวมทั้งบริษัทที่ไม่ผ่านเกณฑ์จะไม่ได้รับการเปิดเผยชื่อในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน

ดังนั้น ผู้ทำการศึกษาจึงได้ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบริษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น โดยคำนวณต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นเองตามทฤษฎีการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (CAPM) โดยมีสมการของแบบจำลอง ดังนี้

$$Ke_i = \beta_0 + \beta_1 IOD3_i + \beta_2 IOD4_i + \beta_3 IOD5_i + \beta_4 \log SIZE_i + \beta_5 PBV_i + \beta_6 ROA_i + \beta_7 EPS_i + \beta_8 DE_i + \varepsilon_i$$

โดยที่ i คือ Cross sectional unit หรือบริษัทจดทะเบียนแต่ละบริษัทที่ทำการศึกษา

ε_i คือ ค่าความผิดพลาดทางสถิติ (Error term)

$IOD3_i$, $IOD4_i$ และ $IOD5_i$ คือ ระดับคะแนนบริษัทภิบาลของแต่ละบริษัท โดยในงานศึกษานี้ได้ทำการแปลงข้อมูลให้อยู่ในรูป Dummy Variable ดังนี้

1) หากศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบริษัทภิบาลระดับ 3 คะแนน หรืออยู่ในระดับ “ดี” กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (Ke) คือ จะกำหนดให้ตัวแปรอิสระ $IOD3_i$ เป็น 1 ในขณะที่เดียวกันให้ระดับคะแนนบริษัทภิบาล 4 คะแนน ($IOD4_i$) หรืออยู่ในระดับ “ดีมาก” และระดับคะแนนบริษัทภิบาล 5 คะแนน ($IOD5_i$) หรืออยู่ในระดับ “ดีเลิศ” ให้เป็น 0

2) หากศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบริษัทภิบาลระดับ 4 คะแนน หรืออยู่ในระดับ “ดีมาก” กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (Ke) คือ จะกำหนดให้ตัวแปรอิสระ $IOD4_i$ เป็น 1 ในขณะที่เดียวกันให้ระดับคะแนนบริษัทภิบาล 3 คะแนน ($IOD3_i$) หรืออยู่ในระดับ “ดี” และระดับคะแนนบริษัทภิบาล 5 คะแนน ($IOD5_i$) หรืออยู่ในระดับ “ดีเลิศ” ให้เป็น 0

3) หากศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบริษัทภิบาลระดับ 5 คะแนน หรืออยู่ในระดับ “ดีเลิศ” กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (Ke) คือ จะกำหนดให้ตัวแปรอิสระ $IOD5_i$ เป็น 1 ในขณะที่เดียวกันให้ระดับคะแนนบริษัทภิบาล 3 คะแนน ($IOD3_i$) หรืออยู่ในระดับ “ดี” และระดับคะแนนบริษัทภิบาล 4 คะแนน ($IOD4_i$) หรืออยู่ในระดับ “ดีมาก” ให้เป็น 0

4) กรณีเป็นบริษัทที่ผ่านเกณฑ์ แต่ได้ระดับคะแนนบริษัทภิบาลตั้งแต่ 2 คะแนนลงมา รวมทั้งบริษัทที่ไม่ผ่านเกณฑ์หรือไม่ได้รับคะแนน ซึ่งบริษัทที่ได้คะแนนในระดับดังกล่าว

จะไม่มี การเปิดเผยรายชื่อในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนออกสู่สาธารณชน โดยในกรณีดังกล่าวผู้ทำการศึกษาจะให้ตัวแปรอิสระ IOD3, IOD4, และ IOD5 เป็น 0

โดยสรุปตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาล กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น ได้ดังตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1 สรุปทิศทางการความสัมพันธ์ที่คาดการณ์ไว้ต่อต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น

กลุ่มตัวแปร	ตัวแปร	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์กับ ต้นทุนเงินทุนใน ส่วนของผู้ถือหุ้น
ตัวแปรอิสระ	● ระดับคะแนนบรรษัทภิบาล (IOD Score ปี พ.ศ. 2563 รวบรวมจากฐานข้อมูล ของ Thai IOD)	IOD 3	(-)
		IOD 4	(-)
		IOD 5	(-)
ตัวแปรควบคุม	● Market Capitalization รายปี (รวบรวมจากฐานข้อมูลของ SETSMART)	logSIZE	(-)
	● Market to book ratio รายปี (รวบรวมจากฐานข้อมูลของ SETSMART)	PBV	(+/-)
	● Return on asset รายปี (รวบรวมจากฐานข้อมูลของ SETSMART)	ROA	(+/-)
	● Earning per share รายปี (รวบรวมจากฐานข้อมูลของ SETSMART)	EPS	(+/-)
	● Debt to equity ratio รายปี (รวบรวมจากฐานข้อมูลของ SETSMART)	DE	(+)
ตัวแปรตาม	● Cost of Equity รายปี ใช้สูตร CAPM ในการ คำนวณ ดังนี้	Ke	
	- Risk Free Rate (Rf) ใช้อัตราผลตอบแทน ของพันธบัตรรัฐบาล อายุคงเหลือ 1 ปี ณ ปีที่ทำการศึกษายเป็นตัวแทน (รวบรวม จากฐานข้อมูลของ ThaiBMA)	Rf	

ตารางที่ 3.1 (ต่อ)

กลุ่มตัวแปร	ตัวแปร	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์กับ ต้นทุนเงินทุนใน ส่วนของผู้ถือหุ้น
	- Market Rate of Return (Rm) คำนวณจากสูตร $R_m = \{(\text{ดัชนีปิด ณ สิ้นปีที่ } t - \text{ดัชนีปิด ณ สิ้นปีที่ } t-1) / \text{ดัชนีปิด ณ สิ้นปีที่ } t-1\} \times 100$ (รวบรวมข้อมูลดัชนีปิด ณ สิ้นปีนั้น ๆ จากฐานข้อมูล SETSMART)	Rm	
	- ค่าเบต้ารายปี (รวบรวมจากฐานข้อมูล ของ SETSMART)	β	

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

ในการศึกษาครั้งนี้ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ คือ ระดับคะแนน
บรรษัทภิบาล (IOD Score) กับตัวแปรตาม คือ ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตราผลตอบแทน
ที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง (Cost of Equity) โดยวิธีการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง
(Cross-Sectional Multiple Regression) สำหรับการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของ
การศึกษา ซึ่งความสัมพันธ์ในครั้งนี้นำวิธีการประมาณค่าแบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least
Squares : OLS) เป็นการประมาณค่าเส้นการถดถอยที่สามารถหาได้โดยการทำให้ผลบวกกำลังสอง
ของส่วนที่เบี่ยงเบนไปจากเส้นถดถอยของค่าสังเกตของตัวแปร หรือผลรวมของค่าความคลาดเคลื่อน
ยกกำลังสองมีค่าน้อยที่สุด และทำการวิเคราะห์ข้อมูลที่ได้จากการเก็บรวมข้อมูลประชากร
โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล
ขนาดบริษัท (Size) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) อัตราผลตอบแทนจาก
สินทรัพย์รวม (ROA) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และต้นทุนเงินทุน
ในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง (Ke) ตลอดจนวิเคราะห์ข้อมูล
ทางสถิติในเชิงปริมาณ โดยใช้แบบจำลองวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear
Regression) เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุน

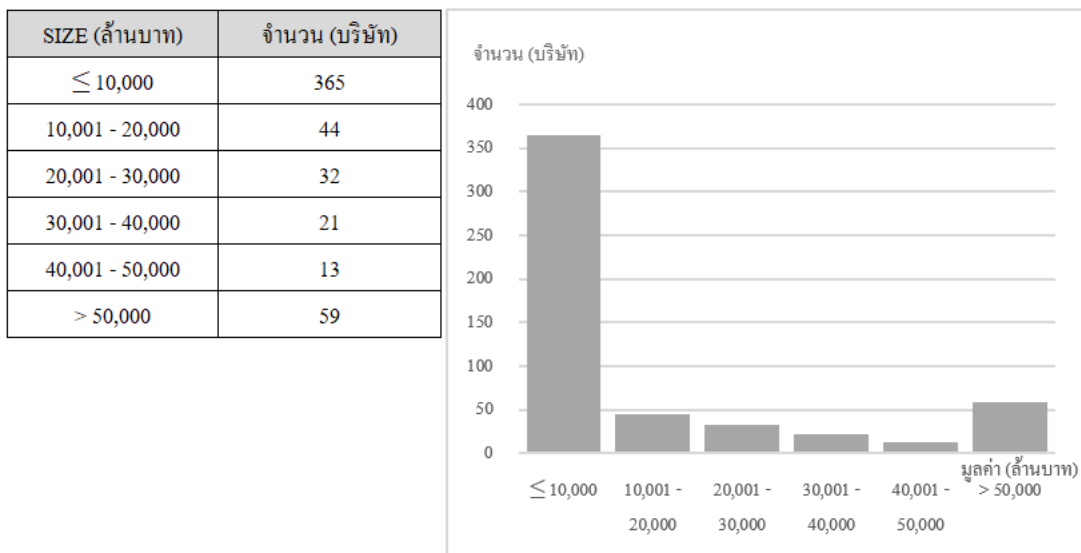
ในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ทฤษฎีการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (CAPM) ในการคำนวณต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ตอนที่ 1 การแจกแจงความถี่ของข้อมูลเชิงปริมาณ

งานศึกษานี้ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบริษัทกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ประชากรในงานศึกษาเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563 ยกเว้นหลักทรัพย์ที่เข้าสู่ตลาดครั้งแรก (IPO) และหลักทรัพย์ที่หยุดการซื้อขายระหว่างปีที่ทำการศึกษา โดยสามารถสรุปการแจกแจงข้อมูลเชิงปริมาณ ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Size) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง (Ke) ได้ดังภาพที่ 4.1 – 4.6

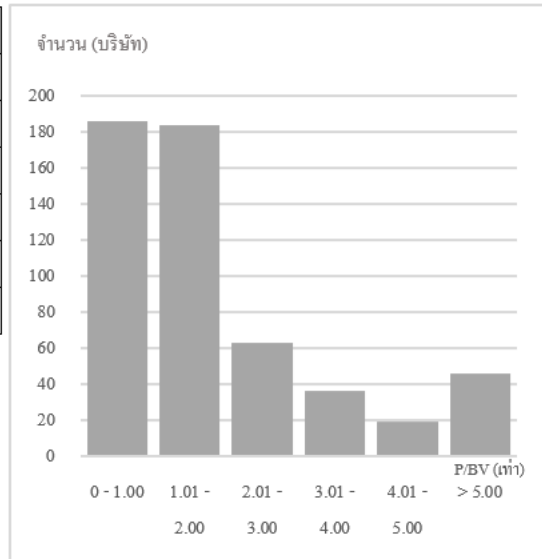


ภาพที่ 4.1 แสดงขนาดบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563

จากภาพที่ 4.1 จะเห็นได้ว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563 ซึ่งเป็นข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ รวมทั้งสิ้น 534 บริษัท โดยเป็นบริษัทที่มี

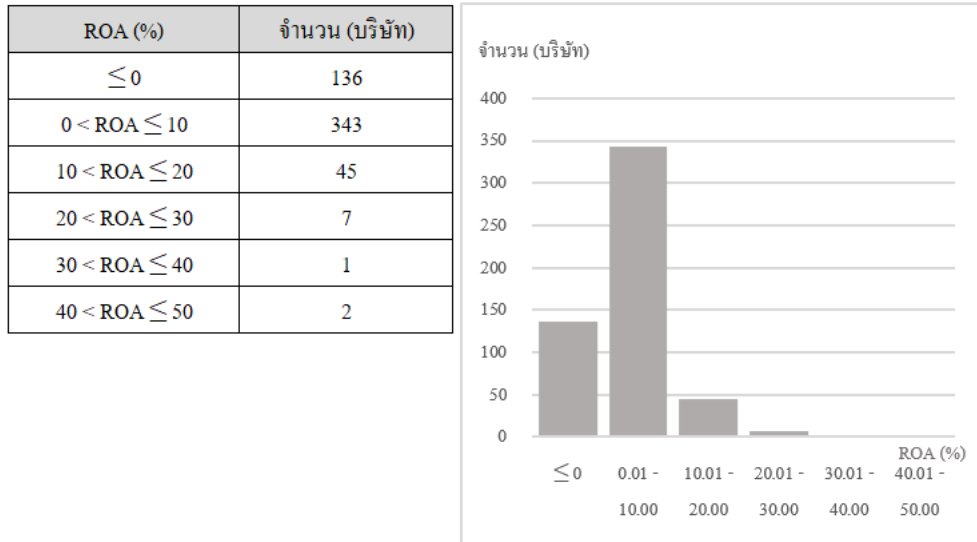
มูลค่าตลาดน้อยกว่าหรือเท่ากับ 10,000 ล้านบาท จำนวน 365 บริษัท บริษัทที่มีมูลค่าตลาดอยู่ระหว่าง 10,001 ถึง 20,000 ล้านบาท จำนวน 44 บริษัท บริษัทที่มีมูลค่าตลาดอยู่ระหว่าง 20,001 ถึง 30,000 ล้านบาท จำนวน 32 บริษัท บริษัทที่มีมูลค่าตลาดอยู่ระหว่าง 30,001 ถึง 40,000 ล้านบาท จำนวน 21 บริษัท บริษัทที่มีมูลค่าตลาดอยู่ระหว่าง 40,001 ถึง 50,000 ล้านบาท จำนวน 13 บริษัท และบริษัทที่มีมูลค่าตลาดมากกว่า 50,000 ล้านบาท จำนวน 59 บริษัท

P/BV (เท่า)	จำนวน (บริษัท)
$0 \leq P/BV \leq 1$	186
$1 < P/BV \leq 2$	184
$2 < P/BV \leq 3$	63
$3 < P/BV \leq 4$	36
$4 < P/BV \leq 5$	19
> 5.00	46



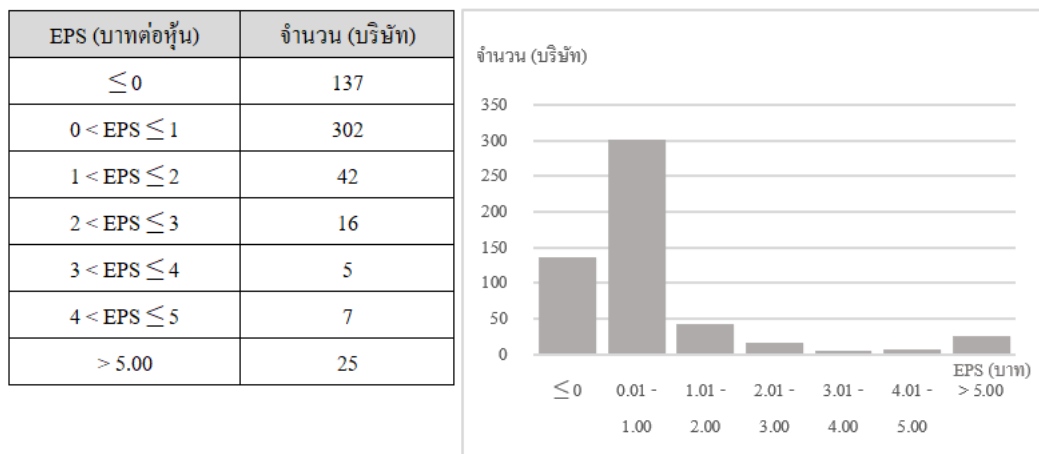
ภาพที่ 4.2 แสดงอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563

จากภาพที่ 4.2 จะเห็นได้ว่าข้อมูลบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เป็นบริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีมากกว่าหรือเท่ากับ 0 แต่ไม่เกิน 1 เท่า จำนวน 186 บริษัท บริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีมากกว่า 1 เท่า แต่ไม่เกิน 2 เท่า จำนวน 184 บริษัท บริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีมากกว่า 2 เท่า แต่ไม่เกิน 3 เท่า จำนวน 63 บริษัท บริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีมากกว่า 3 เท่า แต่ไม่เกิน 4 เท่า จำนวน 36 บริษัท บริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีมากกว่า 4 เท่า แต่ไม่เกิน 5 เท่า จำนวน 19 บริษัท และบริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีมากกว่า 5 เท่า จำนวน 46 บริษัท



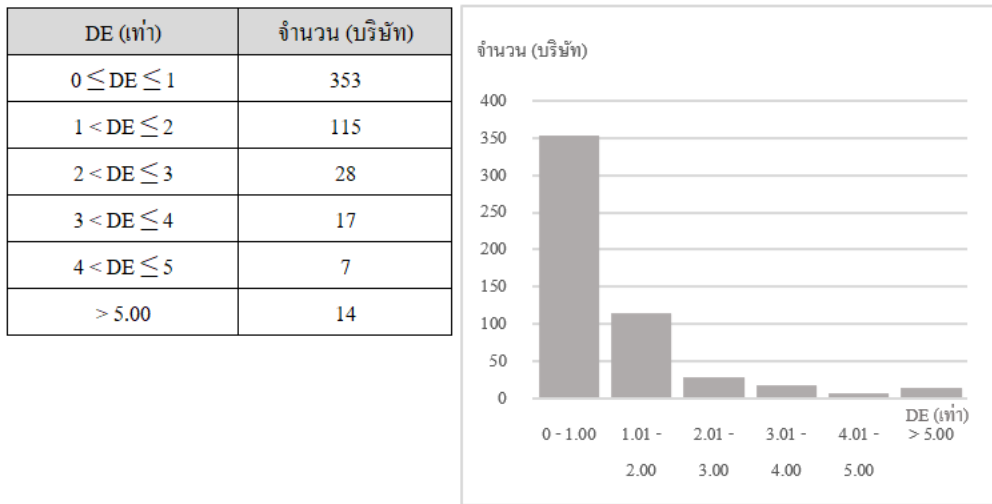
ภาพที่ 4.3 แสดงอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563

จากภาพที่ 4.3 จะเห็นได้ว่าข้อมูลบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เป็นบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมน้อยกว่าหรือเท่ากับ 0 จำนวน 136 บริษัท บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมากกว่า 0 แต่ไม่เกิน 10 % จำนวน 343 บริษัท บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมากกว่า 10 % แต่ไม่เกิน 20 % จำนวน 45 บริษัท บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมากกว่า 20 % แต่ไม่เกิน 30 % จำนวน 7 บริษัท บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมากกว่า 30 % แต่ไม่เกิน 40 % จำนวน 1 บริษัท และบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมากกว่า 40 % แต่ไม่เกิน ถึง 50 % จำนวน 2 บริษัท



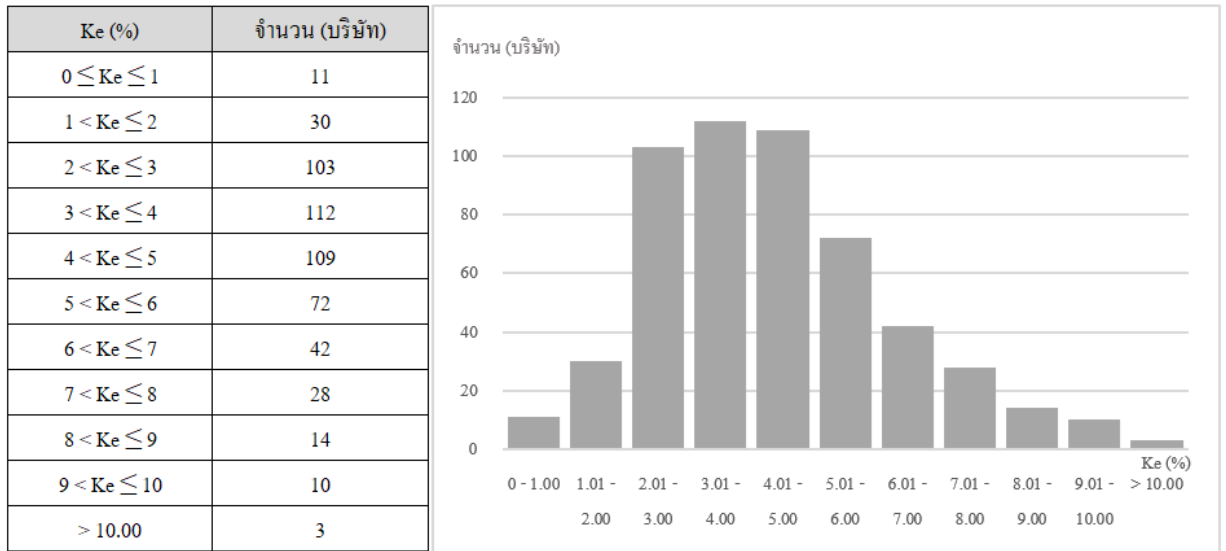
ภาพที่ 4.4 แสดงกำไรต่อหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563

จากภาพที่ 4.4 จะเห็นได้ว่าข้อมูลบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เป็นบริษัทที่มีกำไรต่อหุ้นน้อยกว่าหรือเท่ากับ 0 จำนวน 137 บริษัท บริษัทที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่า 0 แต่ไม่เกิน 1 บาทต่อหุ้น จำนวน 302 บริษัท บริษัทที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่า 1 บาทต่อหุ้น แต่ไม่เกิน 2 บาทต่อหุ้น จำนวน 42 บริษัท บริษัทที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่า 2 บาทต่อหุ้น แต่ไม่เกิน 3 บาทต่อหุ้น จำนวน 16 บริษัท บริษัทที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่า 3 บาทต่อหุ้น แต่ไม่เกิน 4 บาทต่อหุ้น จำนวน 5 บริษัท บริษัทที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่า 4 บาทต่อหุ้น แต่ไม่เกิน 5 บาทต่อหุ้น จำนวน 7 บริษัท และบริษัทที่มีกำไรต่อหุ้นมากกว่า 5 บาทต่อหุ้น จำนวน 25 บริษัท



ภาพที่ 4.5 แสดงอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563

จากภาพที่ 4.5 จะเห็นได้ว่าข้อมูลบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เป็นบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่าหรือเท่ากับ 0 แต่ไม่เกิน 1 เท่า จำนวน 353 บริษัท บริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่า 1 เท่า แต่ไม่เกิน 2 เท่า จำนวน 115 บริษัท บริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่า 2 เท่า แต่ไม่เกิน 3 เท่า จำนวน 28 บริษัท บริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่า 3 เท่า แต่ไม่เกิน 4 เท่า จำนวน 17 บริษัท บริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่า 4 เท่า แต่ไม่เกิน 5 เท่า จำนวน 7 บริษัท และบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่า 5 เท่า จำนวน 14 บริษัท



ภาพที่ 4.6 แสดงต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังของ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563

จากภาพที่ 4.6 จะเห็นได้ว่าข้อมูลบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เป็นบริษัทที่มี ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังมากกว่าหรือเท่ากับ 0 แต่ไม่เกิน 1 % จำนวน 11 บริษัท บริษัทที่มีต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตรา ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังมากกว่า 1 % แต่ไม่เกิน 2 % จำนวน 30 บริษัท บริษัทที่มีต้นทุนเงินทุน ในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังมากกว่า 2 % แต่ไม่เกิน 3 % จำนวน 103 บริษัท บริษัทที่มีต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง มากกว่า 3 % แต่ไม่เกิน 4 % จำนวน 112 บริษัท บริษัทที่มีต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังมากกว่า 4 % แต่ไม่เกิน 5 % จำนวน 109 บริษัท บริษัทที่มี ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังมากกว่า 5 % แต่ไม่เกิน 6 % จำนวน 72 บริษัท บริษัทที่มีต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้น คาดหวังมากกว่า 6 % แต่ไม่เกิน 7 % จำนวน 42 บริษัท บริษัทที่มีต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังมากกว่า 7 % แต่ไม่เกิน 8 % จำนวน 28 บริษัท บริษัทที่มี ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังมากกว่า 8 % แต่ไม่เกิน 9 % จำนวน 14 บริษัท บริษัทที่มีต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้น คาดหวังมากกว่า 9 % แต่ไม่เกิน 10 % จำนวน 10 บริษัท และบริษัทที่มีต้นทุนเงินทุนในส่วนของ ผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังมากกว่า 10 % จำนวน 3 บริษัท

ตอนที่ 2 จำนวนค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรเชิงปริมาณ

จากการรวบรวมข้อมูล สามารถนำมาสรุปผลการคำนวณค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรเชิงปริมาณ ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Size) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง (Ke) ได้ดังตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 สรุปผลการคำนวณค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

รวม 534 ข้อมูล	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
SIZE (ล้านบาท)	1,171,083	149.51	30,336	94,121
P/BV (เท่า)	19.94	0.25	2.09	2.24
ROA (%)	42.55	-38.48	3.15	8.10
EPS (บาทต่อหุ้น)	30.88	-29.44	0.72	3.56
DE (เท่า)	55.37	0.000584	1.15	2.73
Ke (%)	12.64	0.035	4.23	2.07

ที่มา : SETSMART

จากตารางที่ 4.1 ขนาดของบริษัท (Size) มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 149.51 ล้านบาท ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 1,171,083 ล้านบาท ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 30,336 ล้านบาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 94,121 ล้านบาท

อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 0.25 เท่า ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 19.94 เท่า ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 2.09 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 2.24 เท่า

อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ -38.48 % ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 42.55 % ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 3.15 % และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 8.10 %

กำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ -29.44 บาทต่อหุ้น ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 30.88 บาทต่อหุ้น ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 0.72 บาทต่อหุ้น และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 3.56 บาทต่อหุ้น

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 0.000584 เท่า ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 55.37 บาทต่อหุ้น ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 1.15 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 2.73 เท่า

และต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง (K_e) มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 0.035 % ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 12.64 % ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 4.23 % และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 2.07 %

ตอนที่ 3 วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุน ในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในส่วนนี้จะเป็นการศึกษาถึงระดับคะแนนบรรษัทภิบาลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลว่ามีทิศทางความสัมพันธ์ในทิศทางใดกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเมื่อทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ คือ ระดับคะแนนบรรษัทภิบาล กับตัวแปรตาม คือ ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง ในปี พ.ศ. 2563 โดยใช้ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดกิจการซึ่งวัดจากค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาดของบริษัท และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยใช้โปรแกรม GRETl ด้วยวิธีการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross-Sectional Multiple Regression) ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย และการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม โดยในงานศึกษานี้ใช้วิธีการประมาณค่าแบบกำลังสองน้อยที่สุด หรือ Ordinary Least Squares (OLS) ซึ่งได้ผลการศึกษาดังตารางที่ 4.2

ตารางที่ 4.2 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบริษัทกับต้นทุน
เงินทุนในส่วนของผู้อื้อหุ้น

ตัวแปร	เครื่องหมาย ที่คาดหวัง	ค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์	VIF
Constant		2.6912*** (0.0933)	
<u>ตัวแปรอิสระ</u>			
IOD 3	-	-0.0421* (0.0254)	1.844
IOD 4	-	-0.0492** (0.0247)	2.348
IOD 5	-	-0.0518** (0.0261)	2.651
<u>ตัวแปรควบคุม</u>			
logSIZE	-	-0.0657*** (0.0044)	1.559
P/BV	+/-	0.0068** (0.0031)	1.262
ROA	+/-	0.3060*** (0.0958)	1.235
EPS	+/-	0.0052*** (0.0023)	1.132
DE	+	-0.0048** (0.0013)	1.060
N		534	
R-squared		0.3523 หรือ 35.23%	

หมายเหตุ ***, **, * หมายถึง มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01, 0.05, 0.10 ตามลำดับ และตัวเลขในวงเล็บ
แสดงค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของสัมประสิทธิ์ (Standard errors of estimated coefficients)

เมื่อนำค่าสัมประสิทธิ์ดังกล่าวที่ 4.2 ที่ได้จากการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยวิธีการทางสถิติ มาแทนค่าลงในแบบจำลองที่ทดสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงของตัวแปรอิสระ หรือ ปัญหา Multicollinearity โดยดูค่า Variance Inflation Factors (VIF) ของตัวแปรทุกตัวมีค่าน้อยกว่า 10 และแก้ไขปัญหาค่าคลาดเคลื่อนที่มีความแปรปรวนไม่คงที่ หรือ ปัญหา Heteroskedasticity เรียบร้อยแล้ว จะได้สมการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้อื้อหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้อื้อหุ้นคาดหวัง ดังนี้

$$\hat{K}_e = 2.6912 - 0.0421 \text{ IOD}_3 - 0.0492 \text{ IOD}_4 - 0.0518 \text{ IOD}_5 - 0.0657 \log \text{SIZE}_i + 0.0068 \text{ PBV}_i \\ + 0.3060 \text{ ROA}_i + 0.0052 \text{ EPS}_i - 0.0048 \text{ DE}_i$$

จากตารางที่ 4.2 แสดงถึงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาล กับต้นทุนเงินทุน ในส่วนของผู้อื้อหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563 รวมทั้งสิ้น 534 บริษัท พบว่าระดับคะแนนบรรษัทภิบาลทั้งระดับ 3 คะแนน (IOD3) ระดับ 4 คะแนน (IOD4) และระดับ 5 คะแนน (IOD5) มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของ ผู้อื้อหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้อื้อหุ้นคาดหวังในทิศทางผกผันกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.1 สำหรับระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ 3 คะแนน และมีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สำหรับระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ 4 คะแนน และ 5 คะแนน สอดคล้องกับแนวคิดบรรษัทภิบาล ทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีการส่งสัญญาณ และงานศึกษาเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่ที่ได้ศึกษามาแล้วในข้างต้น กล่าวคือ การบริหารงานของบริษัท โดยให้ความสำคัญกับบรรษัทภิบาล การปฏิบัติให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดี และพัฒนาระดับคะแนนบรรษัทภิบาลให้สูงขึ้น จะช่วยให้ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้อื้อหุ้นของบริษัทลดลงได้มากขึ้นด้วย ซึ่งสามารถอธิบายตามผลการศึกษาได้ ดังนี้

- บริษัทที่ได้รับระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ 3 คะแนน หรืออยู่ในระดับ “ ดี ” จะมีต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้อื้อหุ้นน้อยกว่าบริษัทที่ได้รับระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ 2 คะแนนลงมา หรือไม่ผ่านเกณฑ์อยู่ 0.0421 % ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 โดยกำหนดให้ ปัจจัยอื่น ๆ คงที่

- บริษัทที่ได้รับระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ 4 คะแนน หรือระดับ “ ดีมาก ” จะมีต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้อื้อหุ้นน้อยกว่าบริษัทที่ได้รับระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ 2 คะแนนลงมา หรือไม่ผ่านเกณฑ์อยู่ 0.0492 % ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยกำหนดให้ ปัจจัยอื่น ๆ คงที่

- บริษัทที่ได้รับระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ 5 คะแนน หรือระดับ “ ดีเลิศ ” จะมีต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าบริษัทที่ได้รับระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ 2 คะแนนลงมา หรือไม่ผ่านเกณฑ์อยู่ 0.0518 % ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่

ดังนั้น จากผลการศึกษาจะเห็นได้ว่า ระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่สูงขึ้นจะช่วยลดต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทลงได้ เนื่องจากผู้ถือหุ้นมองว่าการที่บริษัทมีระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดี จะทำให้ความเสี่ยงของบริษัทที่ผู้ถือหุ้นต้องเผชิญลดลง ผู้ถือหุ้นจึงยินยอมที่จะรับผลตอบแทนที่ต่ำลงได้หากบริษัทมีบรรษัทภิบาลที่ดีขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทลดลงตามไปด้วย ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะมองว่าการที่บริษัทมีระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดี จะสามารถช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าของบริษัทหรือผู้บริหารลงได้ อันเป็นการช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น ดังนั้นระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดีของบริษัทจึงนำมาซึ่งความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อบริษัททั้งในด้านความโปร่งใส และในด้านการบริหารจัดการองค์กร จึงยินยอมคาดหวังผลตอบแทนที่ต่ำลงได้ ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทเหล่านั้นลดลงด้วย

ในส่วนของตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Size) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) กำไรต่อหุ้น (EPS) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ได้ผลการศึกษา ดังนี้

- ขนาดของบริษัท (Size) ซึ่งวัดจากค่าลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าบริษัท มีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ หากขนาดของบริษัทหรือมูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้น 1 % จะทำให้ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง 0.0657 % อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่เป็นไปตามผลงานวิจัยของทั้งในประเทศและต่างประเทศ

- อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ หากอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น 0.0068 % อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ สอดคล้องกับงานศึกษาของ Ashbaugh et al. (2004)

- อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ หากอัตราผลตอบแทน

จากสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น 0.3060 % อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาของ Kennedy (2005) และงานศึกษาของสุรกิจ คำปิ่นวงศ์ (2559) ที่พบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง

แต่อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาในครั้งนี้กลับพบว่ากำไรต่อหุ้น (EPS) ที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ หากกำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น 0.0052 % อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาของ Kennedy (2005) ที่พบว่ากำไรต่อหุ้น (EPS) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง แต่ไม่สอดคล้องกับงานศึกษาของฉัฐพล วชิรมนตรี และ ดร.ธัญวรัตน์ สุวรรณะ (2562) และงานวิจัยของชุตินา ศรีสันติเวศน์ (2557) ที่พบว่ากำไรต่อหุ้น (EPS) มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังในทิศทางผกผันกัน เพราะการที่บริษัทมีกำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นย่อมทำให้ผู้ถือหุ้นมองว่าความเสี่ยงที่ตนต้องเผชิญจากการลงทุนในบริษัทนั้น ๆ ลดลง ผู้ถือหุ้นจึงยอมรับผลตอบแทนที่ต่ำลงได้ ดังนั้นต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทก็ควรที่จะลดลงด้วย รวมถึงอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ที่ทำการศึกษาในครั้งนี้กลับพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ หากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังลดลง 0.0048 % อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ซึ่งอาจไม่สอดคล้องกับงานศึกษาในต่างประเทศที่พบว่า ตัวแปรทั้งสองมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน

ผลการศึกษาประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในแบบจำลองในครั้งนี้ยังสะท้อนให้เห็นถึงลักษณะการตัดสินใจของนักลงทุนในภาวะที่รับรู้ความเสี่ยงจากสถานการณ์ โควิด -19 อย่างเต็มที่ ส่งผลให้เกิดลักษณะการตัดสินใจลงทุนแบบระมัดระวัง โดยพิจารณาถึงขนาดของบริษัท (Size) และอัตราส่วนทางการเงินต่าง ๆ ได้แก่ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) กำไรต่อหุ้น (EPS) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) รวมถึงธรรมาภิบาลของบริษัทที่จะเป็นตัวสะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงที่นักลงทุนต้องเผชิญจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ๆ อันจะนำไปสู่การคาดหวังผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงตามความเสี่ยงดังกล่าว กระทบต่อต้นทุนการระดมเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท โดยเฉพาะในสภาวะที่เกิดวิกฤตที่หลายบริษัทต่างต้องการเงินทุนเพื่อไปประคับประคองธุรกิจให้สามารถดำรงอยู่ได้

ซึ่งจากผลการศึกษาในครั้งนี้สะท้อนให้เห็นว่า ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจะลดลงได้ เมื่อบริษัทมีระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดีขึ้น เมื่อขนาดบริษัท (Size) หรือมูลค่าตลาดเพิ่มขึ้น หรือเมื่ออัตราส่วนทางการเงินมีการเปลี่ยนแปลงไป ได้แก่ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ลดลง อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ลดลง กำไรต่อหุ้น (EPS) ลดลง หรือเมื่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ของบริษัทเพิ่มขึ้น

ทั้งนี้ ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในแบบจำลองได้ค่า R-squared อยู่ที่ 0.3523 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าแบบจำลองดังกล่าวสามารถอธิบายต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นได้ 35.23% ส่วนที่เหลือที่ไม่สามารถอธิบายได้อาจเกิดจากปัจจัยอื่นที่ไม่ได้รวมไว้ในแบบจำลอง หรือรูปแบบความสัมพันธ์ที่ไม่ใช่ความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง แต่อย่างไรก็ตาม จากการศึกษางานวิจัยและงานศึกษาที่ผ่านมามีหัวข้อใกล้เคียงกัน คือ เกี่ยวกับระดับคะแนนบรรษัทภิบาล อัตราผลตอบแทนและต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น ทั้งจากงานศึกษาวิจัยในประเทศและต่างประเทศ พบว่าแบบจำลองที่ใช้ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ โดยมีตัวแปรตามเป็นต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง พบว่าได้ค่า R-squared ที่ไม่แตกต่างจากงานศึกษานี้มากนัก กล่าวคือ มีค่า R-squared อยู่ในช่วง 0.11 ถึง 0.38 หรือ 11% ถึง 38% ดังแสดงในตารางที่ 4.3 จึงเป็นเหตุผลสนับสนุนที่แสดงให้เห็นว่า แบบจำลองที่ผู้ทำการศึกษาได้สร้างขึ้นและใช้ในงานศึกษานี้ มีความน่าเชื่อถือในระดับหนึ่งจึงสามารถนำมาใช้ในการประมาณการค่าสัมประสิทธิ์ เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นได้

ตารางที่ 4.3 ผลงานวิจัยและงานศึกษาที่เกี่ยวกับบรรษัทภิบาล และต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น

ผู้ทำวิจัย หรือผู้ทำการศึกษา/ ชื่อเรื่อง	ทิศทางความสัมพันธ์ของบรรษัทภิบาล และตัวแปรควบคุมกับ ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น										R ²
	IOD	SIZE	P/BV	MB	β	ROA	EPS	DE	DA		
วรรณรัตน์ ปณิธานธรรม (2558) ความสัมพันธ์ระหว่างการ กำกับดูแลกิจการกับ ต้นทุน เงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น	-	+		+		-				+	0.17
สุวิมล จิตรองอาจกิจ (2558) ความสัมพันธ์ของระดับ คะแนนบรรษัทภิบาลระดับ 5 ใน ฐานะตัวแทนส่งสัญญาณด้าน บรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุน ในส่วนของผู้ถือหุ้น	-	-	-		+						0.38
กิตติชัย ตันนิรันดร (2552) บรรษัทภิบาลและต้นทุน เงินทุนของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	-	-	-		+						0.34
Hae-Young Byun, Su-Keun Kwak, Lee-Seok Hwang (2008) The Implied Cost of Equity Capital and Corporate Governance Practices	-	-	-		+						0.11
Hollis Ashbaugh, Daniel W. Collins, Ryan LaFond (2004) Corporate Governance and the Cost of Equity Capital	-	-	-		+						0.15

ตารางที่ 4.3 (ต่อ)

ผู้ทำวิจัย หรือผู้ทำการศึกษา/ ชื่อเรื่อง	ทิศทางความสัมพันธ์ของบริษัทภิบาล และตัวแปรควบคุมกับ ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้อื้อหุ้น										R ²
	IOD	SIZE	P/BV	MB	β	ROA	EPS	DE	DA		
Kevin C.W. Chen, Zhihong Chen, K.C. John Wei (2003) Disclosure, Corporate Governance and the Cost of Equity Capital : Evidence from Asia's Emerging Markets	-	-			+						0.16
Feifei Zhu (2012) Differential Effects of Corporate Governance on the Cost of Equity and Debt : An International Study (2012)	-	-		+	+						0.254
Jeroen Derwall and Patrick Verwijmeren (2007) Corporate Governance and the Cost of Equity Capital : Evidence from GMI's Governance Rating	-	-	-		+				+		0.14

ผลการศึกษาในครั้งนี้จึงอาจเป็นเครื่องช่วยยืนยันว่าระดับคะแนนบริษัทภิบาลนับเป็นปัจจัยสำคัญที่มีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน และเป็นปัจจัยสำคัญต่อโครงสร้างทางการเงินหรือโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ซึ่งสะท้อนผ่านต้นทุนการระดมเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น กล่าวคือ เนื่องจากการบริหารทางการเงินนับเป็นส่วนสำคัญสำหรับบริษัท ดังนั้นเพื่อให้บริษัทมีเงินทุนใช้จ่ายหมุนเวียนหรือใช้ในการบริหารกิจการ การได้มาซึ่งเงินทุนจึงนับเป็นสิ่งสำคัญ เพื่อสร้างมูลค่าของกิจการให้อยู่ในระดับสูงสุด ซึ่งในมิติทางการเงิน กิจกรรมต่างๆ ของธุรกิจล้วนมีความเกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนทั้งสิ้น โดยการได้มาซึ่ง

เงินทุนนั้นอาจได้มาจากการกู้เงินจากธนาคารผ่านส่วนของหนี้สิน หรือระดมทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้นผู้บริหารของบริษัทจึงจำเป็นต้องมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจทางการเงิน ซึ่งการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนหรือสัดส่วนการจัดหาเงินทุนของบริษัทนับเป็นส่วนสำคัญในการบริหารกิจการ โดยมุ่งไปที่การทำให้ต้นทุนการจัดหาเงินทุนต่ำสุด เพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่องค์กร

จากงานศึกษานี้ที่ทำให้ทราบว่ากรณีที่บริษัทมีระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดีขึ้นจะช่วยลดต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นลงได้ นำไปสู่การให้แนวนโยบายด้านการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เนื่องจากต้นทุนการระดมทุนจากส่วนผู้ถือหุ้นสามารถลดลงได้ผ่านการมีบรรษัทภิบาลที่ดีขึ้น จึงเป็นการดีที่บริษัทจดทะเบียนที่มีบรรษัทภิบาลที่ดีเหล่านั้นจะพิจารณาปรับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนของบริษัทให้มีความเหมาะสมมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะกับบริษัทที่มีการระดมเงินทุนผ่านส่วนของหนี้สูงและมีต้นทุนดอกเบี้ยการกู้ยืมเงินที่สูง โดยอาจพิจารณาปรับลดสัดส่วนการระดมเงินทุนผ่านส่วนของหนี้ลง และระดมเงินทุนผ่านส่วนของผู้ถือหุ้นแทนบางส่วน ทั้งนี้สัดส่วนของเงินทุนจะต้องอยู่ในระดับที่เหมาะสม นำไปสู่แนวทางการพัฒนาระดับคะแนนบรรษัทภิบาลและพิจารณาปรับโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสมตามต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นที่ลดลงจากการมีบรรษัทภิบาลที่ดีขึ้น เพื่อลดต้นทุนทางการเงินของบริษัท สอดคล้องกับงานศึกษาของสุพงษ์ จันทิมา (2561) ที่ว่าบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลที่ดีจะใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนน้อยกว่าบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลที่ไม่ดี ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีตัวแทนและต้นทุนตัวแทนที่ว่า ปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นจะได้รับการแก้ไขจากการมีบรรษัทภิบาลที่ดี ส่งผลให้ความจำเป็นในการใช้หนี้สินเป็นเครื่องมือควบคุมการบริหารของผู้บริหารลดลงระดับหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจึงลดลงเมื่อการกำกับดูแลกิจการหรือระดับคะแนนบรรษัทภิบาลของบริษัทดีขึ้น ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงควรตระหนักถึงความสำคัญของระดับคะแนนบรรษัทภิบาลของบริษัท เพราะการมีบรรษัทภิบาลที่ดีจะช่วยให้บริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้อย่างเหมาะสม โดยมีต้นทุนเงินทุนที่ต่ำกว่าได้

ตารางที่ 4.4 ค่าเฉลี่ยมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ของบริษัทที่ได้รับระดับคะแนนบริษัทภิบาล
ในแต่ละระดับ

ระดับคะแนน บริษัทภิบาล	จำนวน (บริษัท)	ค่าเฉลี่ยมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ของกลุ่มบริษัท (ล้านบาท)
IOD 3	86	7,827.31
IOD 4	178	15,590.54
IOD 5	195	62,749.05

ทั้งนี้ มีข้อสังเกตที่สัมพันธ์กับขนาดของการเปลี่ยนแปลงในต้นทุนเงินทุนในส่วนของ
ผู้ถือหุ้น โดยพบว่า ค่าเฉลี่ยของมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ของกลุ่มบริษัทที่ได้รับ
ระดับคะแนนบริษัทภิบาลในแต่ละกลุ่มนั้นมีความแตกต่างกันอย่างชัดเจน ดังตารางที่ 4.4
โดยจะเห็นได้ว่าบริษัทที่ได้รับระดับคะแนนบริษัทภิบาลที่ 5 คะแนน จำนวน 195 บริษัท มีค่าเฉลี่ย
ของมูลค่าตลาดของบริษัท (Market Capitalization) สูงถึง 62,749.05 ล้านบาท ซึ่งแตกต่างจากกลุ่ม
บริษัทที่ได้รับระดับคะแนนบริษัทภิบาลที่ 4 คะแนน จำนวน 178 บริษัท ที่มีค่าเฉลี่ยของมูลค่าตลาด
ของบริษัท (Market Capitalization) อยู่ที่ 15,590.54 ล้านบาท หรือต่างกันสูงถึง 47,158.51 ล้านบาท
ส่วนกลุ่มบริษัทที่ได้รับระดับคะแนนบริษัทภิบาลที่ระดับ 3 คะแนน จำนวน 86 บริษัท มีค่าเฉลี่ย
ของมูลค่าตลาดของบริษัท (Market Capitalization) อยู่ที่ 7,827.31 ล้านบาท หรือเป็นบริษัทขนาดกลาง
ดังนั้นจากข้อมูลดังกล่าวจึงสะท้อนให้เห็นว่าขนาดของบริษัทอาจมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ
ระดับคะแนนบริษัทภิบาล ซึ่งส่งผลต่อศักยภาพความสามารถในการแข่งขันของบริษัทในแง่ของ
ต้นทุนการระดมเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น

บทที่ 5

สรุปการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

1. สรุปการศึกษา

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบริษัทกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้แนวนโยบายแก่บริษัทจดทะเบียน โดยจะมุ่งทดสอบว่าระดับคะแนนบริษัทเป็นการส่งสัญญาณที่มีความสัมพันธ์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุนในการประเมินระดับความเสี่ยงในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563 ซึ่งสะท้อนผ่านต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังได้จริงหรือไม่ หรือกล่าวในอีกแง่หนึ่ง คือ เป็นการศึกษาว่าเมื่อบริษัทมีการพัฒนาปรับปรุงระดับบริษัทเพื่อให้ได้ระดับคะแนนบริษัทที่สูงขึ้นแล้ว จะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงได้จริงหรือไม่ โดยในงานศึกษานี้ผู้ศึกษาได้กำหนดให้ตัวแปรอิสระ คือ ระดับคะแนนบริษัทที่สำรวจโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai IOD) ส่วนตัวแปรตามในการศึกษาครั้งนี้คือ ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง (Ke) และได้ใส่ตัวแปรควบคุมในแบบจำลอง ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Size) มูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) กำไรต่อหุ้น (EPS) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ด้วยวิธีการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross-Sectional Multiple Regression) ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย และการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม โดยใช้วิธีการประมาณค่าแบบกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ในการศึกษาข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2563 จำนวน 534 บริษัท

ผลการศึกษาโดยสรุปพบว่า ระดับคะแนนบริษัทมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังจริง โดยระดับคะแนนบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นมองว่าการที่บริษัทได้รับคะแนนบริษัทที่ดี จะทำให้ความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทนั้น ๆ ลดลงไปด้วย ผู้ถือหุ้นจึงยอมรับผลตอบแทนที่ต่ำลงได้ตามความเสี่ยงที่ลดลง และเนื่องจากการจัดหาเงินทุนของบริษัทย่อมต้องมีต้นทุนเกิดขึ้น ซึ่งต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น

ก็คือ ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังจากการนำเงินไปลงทุนในบริษัทนั้น ๆ นั่นเอง ดังนั้นเมื่อระดับคะแนนบรรษัทภิบาลของบริษัทดีขึ้น จึงเป็นตัวส่งสัญญาณถึงระดับความเสี่ยงที่ลดลง ทำให้ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังลดลงได้ ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทลดลงด้วย จึงนำไปสู่การให้แนวนโยบายด้านการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม กล่าวคือ เนื่องจากต้นทุนการระดมทุนจากส่วนผู้ถือหุ้นสามารถลดลงได้ ผ่านการมีระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดีขึ้น จึงเป็นการดีที่บริษัทเหล่านั้นจะพิจารณาปรับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยอาจพิจารณาปรับลดสัดส่วนการระดมเงินทุนผ่านส่วนของหนี้สิน และระดมเงินทุนผ่านส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีต้นทุนลดลงเพิ่มขึ้นแทน นำไปสู่แนวทางการพัฒนาระดับบรรษัทภิบาล และพิจารณาปรับโครงสร้างทางเงินทุนให้เหมาะสมตามต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นที่ลดลงได้จากการมีบรรษัทภิบาลที่ดี สอดคล้องกับงานศึกษาในประเทศที่ว่า ระดับหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจะลดลงเมื่อระดับบรรษัทภิบาลของบริษัทดีขึ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า บริษัทที่มีบรรษัทภิบาลที่ดีจะใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนน้อยกว่าบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลที่ไม่ดี

2. อภิปรายผล

จากการทดสอบทางสถิติพบว่า ระดับคะแนนบรรษัทภิบาลนั้นสามารถอธิบายต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น อีกทั้งการที่บริษัทมีการพัฒนาระดับคะแนนให้ดีขึ้นจะยิ่งทำให้ต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงได้ ซึ่งจะเห็นได้จากการที่บริษัทได้รับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ 3 คะแนน จะช่วยลดต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นลงได้ 0.0421 % ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10 ทั้งนี้ แม้ระดับคะแนนบรรษัทภิบาลระดับ 3 คะแนน จะไม่ได้มีนัยสำคัญสูงถึงระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 แต่อย่างไรก็ตาม หากบริษัทมีการพัฒนาระดับคะแนนบรรษัทภิบาลให้เพิ่มขึ้นเป็นระดับ 4 คะแนน จะช่วยลดต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทลงได้ 0.0492 % อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ซึ่งลดลงมากกว่าการที่บริษัทได้รับคะแนนบรรษัทภิบาลเพียง 3 คะแนน ดังนั้น หากบริษัทพยายามพัฒนาระดับคะแนนบรรษัทภิบาลให้ดีขึ้นอีก เป็นระดับ 5 คะแนน ย่อมช่วยลดต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นลงได้เพิ่มมากขึ้นอีกเป็น 0.0518 % อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 สอดคล้องกับแนวคิดบรรษัทภิบาล ทฤษฎีตัวแทน และต้นทุนตัวแทน (Gompers et al. 2003, Claessens et al. 2003, LaPorta et al. 2000, Bushman and Smith, 2001 Shleifer and Vishny, 1997 และ Jensen and Meckling, 1976) ที่สะท้อนให้เห็นว่าระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดีขึ้น

จะช่วยให้บริษัทสามารถลดต้นทุนเงินลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นลงได้ และตามทฤษฎีการส่งสัญญาณที่ส่งสัญญาณให้นักลงทุนเห็นว่าบริษัทของตนดีกว่าบริษัทอื่น ๆ โดยมีระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดีกว่า เพื่อดึงดูดให้นักลงทุนเกิดความสนใจที่จะเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัท (Verrecchia, 1983 และ Miller and Triana, 2009)

ทั้งนี้ ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นในครั้งนี้อาจคล้อยกับผลงานศึกษาทั้งในประเทศและต่างประเทศ ที่ได้ทดสอบทิศทางความสัมพันธ์ ซึ่งพบว่า ระดับคะแนนบรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกับต้นทุนเงินลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยบริษัทที่มีระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดีจะสามารถช่วยให้อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังหรือต้นทุนเงินลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทลดลงได้

นอกจากนี้ งานศึกษานี้ยังได้ให้ข้อสังเกตในเรื่องขนาดของการเปลี่ยนแปลงในต้นทุนเงินลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นกับค่าเฉลี่ยของมูลค่าตลาด (Market Capitalization) กล่าวคือ กลุ่มบริษัทที่ได้รับระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ 5 คะแนน มีค่าเฉลี่ยของมูลค่าตลาดของบริษัท (Market Capitalization) สูงถึง 62,749.05 ล้านบาท หรือสูงกว่ากลุ่มบริษัทที่ได้รับระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ 4 คะแนน และ 3 คะแนน ถึง 4 เท่า และ 8 เท่า ตามลำดับ ซึ่งความแตกต่างนี้มีนัยสำคัญที่สะท้อนให้เห็นถึงระดับความเสี่ยง และความสามารถในการแข่งขันของบริษัท เพราะผู้ถือหุ้นมองว่า ยิ่งบริษัทมีระดับคะแนนบรรษัทภิบาลสูง ซึ่งโดยมากแล้วจะเป็นบริษัทขนาดใหญ่ จะยิ่งทำให้ความเสี่ยงที่ผู้ถือหุ้นต้องเผชิญลดน้อยลงได้ จึงเป็นสาเหตุที่ทำให้บริษัทที่ได้รับระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ระดับสูงสุดมีต้นทุนเงินลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงได้มากตามผลการศึกษา

3. ข้อเสนอแนะ

1. จากผลการศึกษาจะเห็นได้ว่า ต้นทุนเงินลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทสามารถลดลงได้ผ่านการมีบรรษัทภิบาลที่ดีขึ้น ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงควรตระหนักถึงความสำคัญของการประเมินระดับคะแนนบรรษัทภิบาล เพราะการมีระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดีนั้น จะช่วยให้บริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้อย่างเหมาะสมโดยมีต้นทุนเงินลงทุนที่ต่ำลงได้

2. งานศึกษาในครั้งนี้เป็นการศึกษาถึงระดับคะแนนบรรษัทภิบาลในระดับบริษัทเท่านั้น ยังไม่ได้มีความครอบคลุมไปถึงคะแนนบรรษัทภิบาลของการลงทุนในระดับประเทศ

ที่อาจจำเป็นต้องมีเรื่องของกฎหมายคุ้มครองนักลงทุนระหว่างประเทศเข้ามาเกี่ยวข้องด้วย ซึ่งปัจจัยดังกล่าวถือเป็นปัจจัยสำคัญปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อการพิจารณาตัดสินใจลงทุนระหว่างประเทศของนักลงทุน เนื่องจากในปัจจุบันระบบเศรษฐกิจเป็นแบบเปิด มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศได้ค่อนข้างเสรีกว่าในอดีตมาก กล่าวคือ ตลาดเงินและตลาดทุนของไทยได้มีความเชื่อมโยงกันกับต่างประเทศมากขึ้น ดังนั้นการศึกษาในอนาคตจึงอาจจะขยายผลการศึกษาให้ครอบคลุมในเรื่องดังกล่าว

3. งานศึกษาในครั้งนี้ เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นเท่านั้น ไม่ได้รวมถึงต้นทุนเงินทุนในส่วนของบริษัท และแม้ผลการศึกษาในครั้งนี้จะพบว่าต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกับระดับคะแนนบรรษัทภิบาลจริง แต่จากการประมาณค่าในแบบจำลอง จะเห็นได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์ของระดับคะแนนบรรษัทภิบาลมีค่าติดลบไม่มากนัก ส่วนหนึ่งอาจเกิดจากการที่บริษัทมีการเพิ่มทุนหรือระดมเงินทุนผ่านส่วนของผู้ถือหุ้นมากขึ้น และมีการนำเงินทุนใหม่ที่ได้ออกไปใช้จ่ายคืนหนี้สินเพื่อลดความเสี่ยงทางธุรกิจ ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง และทำให้อัตราดอกเบี้ยของการออกตราสารหนี้ใหม่ลดต่ำลง ดังนั้น ผลของระดับคะแนนบรรษัทภิบาลจึงอาจไม่ได้มีผลต่อต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น แต่กลับไปกระทบให้อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้ลดลงแทนในบางกรณี ซึ่งเป็นข้อจำกัดทางการศึกษาในครั้งนี้ที่อาจทำให้ค่าสัมประสิทธิ์ของระดับคะแนนบรรษัทภิบาลมีค่าติดลบน้อยกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้นสำหรับการศึกษารุ่นต่อไปอาจพิจารณาศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของบริษัทร่วมด้วย ซึ่งนับเป็นเรื่องที่น่าสนใจสำหรับการทำการศึกษาวิจัยเพิ่มเติม

4. เนื่องจากในปี พ.ศ. 2566 จะมีการเริ่มใช้เกณฑ์การประเมินระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ได้มีการปรับปรุงใหม่ ให้มีความทันสมัยและสอดคล้องกับสากลมากขึ้น โดยเกณฑ์การประเมินดังกล่าวจะมีความเข้มงวดมากขึ้น เพื่อกระตุ้นให้เกิดการพัฒนาในทุก ๆ บริษัท ตลอดจนเพื่อยกระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยให้ก้าวไปสู่การพัฒนาองค์กรที่ยั่งยืน ซึ่งผู้ศึกษามองว่าเรื่องดังกล่าวเป็นเรื่องที่น่าสนใจสำหรับการศึกษาวิจัยต่อไปในอนาคต เช่น เพื่อเป็นการพิสูจน์ว่าหากเกณฑ์การประเมินระดับคะแนนบรรษัทภิบาลมีความเข้มงวดมากขึ้น อาจส่งผลให้การได้มาซึ่งระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ 5 คะแนน หรือในระดับ “ดีเลิศ” ได้มาง่ายขึ้น ดังนั้นต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังของบริษัทที่ได้รับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ 5 คะแนน น่าจะลดลงได้มากขึ้นอีกหรือไม่จากการมีระดับคะแนนบรรษัทภิบาลที่ดีขึ้น เป็นต้น

บรรณานุกรม

บรรณานุกรม

- กิตติชัย ตันนิรันดร. (2552). *บรรษัทภิบาลและต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์* (วิทยานิพนธ์ ปริญญาโทบริหารธุรกิจ ไม่ได้ตีพิมพ์). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, กรุงเทพฯ.
- ณัฐพล วชิรมนตรี, และ ดร.ธัญวรัตน์ สุวรรณะ. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีกลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยปทุมธานี*, 11(1), 69-80.
- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ยูโอบี (ประเทศไทย) จำกัด. (2564). *มุมมองตลาดและการลงทุน*. สืบค้นจาก <https://www.uobam.co.th/files/PVD%20Update.pdf>
- วรรณรัตน์ ปณิธานธรรม. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (วิทยานิพนธ์ ปริญญาโทบริหารธุรกิจ ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- สุพงษ์ จันทิมา. (2561). *ความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลและโครงสร้างเงินทุนของกิจการกรณีศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (สารนิพนธ์ ปริญญาโทบริหารธุรกิจ ไม่ได้ตีพิมพ์)*. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- สุวิมล จิตรองอาจกิจ. (2558). *ความสัมพันธ์ของระดับคะแนนบรรษัทภิบาลระดับ 5 ในฐานะตัวแทนส่งสัญญาณด้านบรรษัทภิบาลกับต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น* (สารนิพนธ์ ปริญญาโทบริหารธุรกิจ ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยมหิดล, กรุงเทพฯ.
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2563). *รายงานการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ประจำปี 2563*. สืบค้นจาก <http://www.thai-iod.com/th/publications-detail.asp?id=562>
- Alba, P., Claessens, S., & Djankov, S. (2003). Thailand's Corporate Financing and Governance Structures. *Policy Research Working Paper*, pp. 27. Retrieved from <http://books.google.com/books>(Original work published 1998)
- Ashbaugh, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2004). *Corporate Governance and Cost of Equity Capital*. (Master's thesis). University of Wisconsin, Madison.

- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413. Retrieved from <https://doi.org/10.1093/jleo/ewj018>
- Bruno, V., & Claessens, S. (2010). Corporate Governance and Regulation: Can there be too much of a good thing? *Journal of Financial Intermediation*, 19(4), 461-482. Retrieved from <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2009.10.001>
- Byun, H. Y., Kwak, S. K., & Hwang, L. S. (2008). The Implied Cost of Equity Capital and Corporate Governance Practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 37(1), 139-184.
- Chen, K. C., Chen, Z., & Wei, K. J. (2003). *Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets*. (Master's thesis). Hong Kong University, Hong Kong.
- Chen, K. C., Chen, Z., & Wei, K. J. (2009). Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 273-289. Retrieved from <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.01.001>
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- Claessens, S. (2003). Corporate Governance and Development. *The World Bank Research Observer*, 21(1), 91-122. Retrieved from <https://doi.org/10.1093/wbro/lkj004>
- Derwell, J., & Verwijmeren, P. (2007). Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence from GMI's Governance Rating. *European Centre for Corporate Engagement Research Note*, 6(1), 1-11.
- Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-156. Retrieved from <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- Jensen, M. C. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. Retrieved from [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Kirmani, A., & Rao, A. R. (2000). No pain, no gain: A Critical Review of the Literature on Signaling Unobservable Product Quality. *Journal of Marketing*, 64(2), 66-79.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/2326770>
- Martani, D., & Khairurizka, R. (2009). The Effect of Financial Ratios, Firm Size, and Cash Flow from Operating Activities in the Interim Report to the Stock Return. *Chinese Business Review*, 8(6), 44-55.
- Miller, T., & Triana, M. D. C. (2009). Demographic Diversity in the Boardroom: Mediators of the Board Diversity–Firm Performance Relationship. *Journal of Managerial Studies*, 46(5), 755-786. Retrieved from <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-6486.2009.00839.x>
- Porta, R. L., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. Retrieved from [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Regalli, M., & Soana, M. G. (2011). Corporate Governance Quality and Cost of Equity in Financial Companies. *International Journal of Business Administration*, 3(2), 2-16. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.5430/ijba.v3n2p2>
- Reverte, C. (2009). Do Better Governed Firms Enjoy a Lower Cost of Equity Capital?: Evidence from Spanish firms. *The International Journal of Business in Society*, 9(2), 133-145. Retrieved from <https://doi.org/10.1108/14720700910946587>
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40. Retrieved from <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Singh, A. (2003). Competition, Corporate Governance and Selection in Emerging Markets. *The Economic Journal*, 113(491), 443-464. Retrieved from <https://doi.org/10.1046/j.0013-0133.2003.00164.x>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. Retrieved from <http://bibliotecadigital-old.econ.uba.ar/download/Pe/187895.pdf>

- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting Economics*, 5, 179-194. Retrieved from [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)
- Zhang, Y., & Wiersema, M. F. (2009). Stock Market Reaction to CEO Certification: The Signaling Role of CEO Background. *Strategic Management Journal*, 30(7), 693-710. Retrieved from <https://doi.org/10.1002/smj.772>
- Zhu, F. (2012). *Differential Effects of Corporate Governance on the Cost of Equity and Debt: An International Study*. (Master's thesis). Hawai'i Pacific University, Honolulu.

ภาคผนวก

ผลการคำนวณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองจากโปรแกรม Gretl

gretl: model 1

File Edit Tests Save Graphs Analysis LaTeX

Model 1: OLS, using observations 1-534
 Dependent variable: CostofEquityKe
 Heteroskedasticity-robust standard errors, variant HCl

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
const	2.69125	0.0933461	28.83	2.83e-110	***
IOD3	-0.0421694	0.0254260	-1.659	0.0978	*
IOD4	-0.0492796	0.0247749	-1.989	0.0472	**
IOD5	-0.0518535	0.0261178	-1.985	0.0476	**
l_SIZE	-0.0657953	0.00444833	-14.79	1.24e-041	***
PBV	0.00682471	0.00315571	2.163	0.0310	**
ROA	0.306075	0.0958188	3.194	0.0015	***
EPS	0.00523246	0.00238994	2.189	0.0290	**
DE	-0.00484448	0.00131014	-3.698	0.0002	***

Mean dependent var 1.192493 S.D. dependent var 0.179613
 Sum squared resid 11.13701 S.E. of regression 0.145648
 R-squared 0.352315 Adjusted R-squared 0.342445
 F(8, 525) 40.94703 P-value(F) 9.44e-51
 Log-likelihood 275.6093 Akaike criterion -533.2186
 Schwarz criterion -494.6951 Hannan-Quinn -518.1449

gretl: collinearity

Variance Inflation Factors
 Minimum possible value = 1.0
 Values > 10.0 may indicate a collinearity problem

IOD3	1.844
IOD4	2.348
IOD5	2.651
l_SIZE	1.559
PBV	1.262
ROA	1.235
EPS	1.132
DE	1.060

VIF(j) = $1/(1 - R(j)^2)$, where R(j) is the multiple correlation coefficient between variable j and the other independent variables

ประวัติผู้ศึกษา

ชื่อ	นางสาวแสงเดือน บุญเดชานันท์
วัน เดือน ปีเกิด	8 เมษายน 2532
สถานที่เกิด	บางพลัด กรุงเทพมหานคร
ประวัติการศึกษา	ศ.บ. มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ พ.ศ. 2555 กจ.ม. มหาวิทยาลัยมหิดล พ.ศ. 2558
สถานที่ทำงาน	สำนักงานการตรวจเงินแผ่นดิน กรุงเทพมหานคร
ตำแหน่ง	นักวิชาการตรวจเงินแผ่นดิน