

## สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการจัดอันดับเครดิตขององค์กร มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการจัดอันดับเครดิตขององค์กร โดยการกำกับดูแลกิจการประกอบด้วย 4 ด้าน ได้แก่ (1) ด้านโครงสร้างความเป็นเจ้าของและอิทธิพล วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ถือหุ้นมากกว่า 5% สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นภายใน (2) ด้านสิทธิของผู้ถือหุ้น วัดโดยคะแนนสิทธิของผู้ถือหุ้น (3) ด้านการเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส วัดโดยคะแนนการเปิดเผยข้อมูล และขนาดของสำนักงานสอบบัญชี และ (4) ด้านโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท วัดโดยสัดส่วนของกรรมการอิสระ การควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและประธานบริหาร และสัดส่วนของกรรมการบริษัทที่ดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทอื่น

สำหรับรูปแบบงานวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เสนอให้บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด จัดอันดับเครดิต ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 – 2549 เมื่อพิจารณากลุ่มตัวอย่างเบื้องต้นพบว่ามีจำนวน 205 ตัวอย่าง สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่มีความครบถ้วนสมบูรณ์ เพื่อใช้ในการศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลได้ร้อยละ 82 (169 ตัวอย่าง) ของจำนวนกลุ่มตัวอย่างเบื้องต้นที่เหลืออีกประมาณร้อยละ 18 (36 ตัวอย่าง) เป็นกลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาไม่ครบถ้วนสมบูรณ์ กล่าวคือ ไม่มีข้อมูลทางการเงิน ข้อมูลเกี่ยวกับผู้ถือหุ้น รายงานการประชุม รวมถึงไม่มีข้อมูลอื่นๆ ที่จำเป็นต้องใช้ในการศึกษา เป็นต้น

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้แบ่งออกเป็น 2 กลุ่มใหญ่ๆ คือ กลุ่มของตัวแปรที่สนใจศึกษาหรือตัวแปรอธิบายและกลุ่มของตัวแปรที่ใช้ในการควบคุมผลการวิจัย ตัวแปรแต่ละกลุ่มสามารถสรุปได้ดังนี้

กลุ่มตัวแปรที่สนใจศึกษาประกอบด้วย (1) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ถือหุ้นมากกว่า 5% (2) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสถาบัน (3) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นภายใน (4) คะแนนสิทธิของผู้ถือหุ้น (5) คะแนนการเปิดเผยข้อมูล (6) ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (7) สัดส่วนของกรรมการอิสระ (8) การควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและประธานบริหาร (9) สัดส่วนของกรรมการบริษัทที่ดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทอื่น

กลุ่มตัวแปรที่ใช้ในการควบคุมผลการวิจัยประกอบด้วย (1) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (2) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (3) อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อม

ราคาและรายการตัดจ่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (4) อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย (5) ขนาดของบริษัท (6) ตัวแปรชี้ความเป็นสถาบันการเงิน

ในส่วนของ การวิเคราะห์ข้อมูลจะใช้โปรแกรม Statistical Package for the Social Science (SPSS for Windows) เนื่องจากเป็นโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติที่สามารถวิเคราะห์ข้อมูลได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่วนเทคนิคที่ทางสถิติที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลครั้งนี้ ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา เป็นการนำเสนอข้อมูลในรูปร้อยละ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ทั้งนี้เพื่อใช้อธิบายผลการวิจัยเบื้องต้นเกี่ยวกับข้อมูลของกลุ่มตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ ส่วนสถิติเชิงอนุมานที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลในครั้งนี้ ประกอบด้วย การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการจัดอันดับเครดิตขององค์กรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้เทคนิคของการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก เพื่อใช้ในการอธิบายผลการวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม ซึ่งผลการวิจัยสามารถสรุปและอภิปรายได้ดังนี้

### 5.1 สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

จากการเก็บรวบรวมข้อมูลตัวแปรและทำการวิเคราะห์ลักษณะเบื้องต้นของตัวแปรที่ศึกษาพบว่า บริษัทจดทะเบียนมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ถือหุ้นมากกว่า 5% มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 21.574 นั่นคือ บริษัทจดทะเบียนมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ถือหุ้นมากกว่า 5% ไม่มากนัก สำหรับตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสถาบัน พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสถาบันเฉลี่ยร้อยละ 33.717 แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสถาบันที่ค่อนข้างสูงซึ่งเป็นผลดีต่อนักลงทุนรายย่อย เพราะผู้ถือหุ้นสถาบันสามารถใช้อำนาจผ่านการถือหุ้นที่สูงกระตุ้นให้บริษัทมีการดำเนินงานอย่างโปร่งใส ตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นภายใน พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นภายในเฉลี่ยร้อยละ 6.273 แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นภายในที่ไม่มากนัก ซึ่งจะส่งผลดีกับผู้ถือหุ้นรายอื่น เพราะจะทำให้สามารถตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารได้ และนอกจากนี้ก็จะได้รับความไว้วางใจจากนักลงทุนทั่วไปที่จะเข้าไปลงทุน ตัวแปรคะแนนสิทธิของผู้ถือหุ้น พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีคะแนนสิทธิของผู้ถือหุ้นเฉลี่ยร้อยละ 87.059 แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีการให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นที่ค่อนข้างสูง ซึ่งจะส่งผลดีแก่ผู้ถือหุ้นที่จะมีสิทธิในการตัดสินใจที่เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท ตัวแปรคะแนนการเปิดเผยข้อมูล พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีคะแนนการเปิดเผยข้อมูลเฉลี่ยร้อยละ 95.913 แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีการเปิดเผยข้อมูลที่สูง ทำให้สามารถติดตาม

การปฏิบัติงานของคณะกรรมการและคณะผู้บริหารได้ เพื่อจะให้เกิดความโปร่งใสและการเปิดเผย ข้อมูลอย่างทันเวลาจะช่วยให้สามารถแก้ปัญหาได้อย่างมีประสิทธิภาพ ตัวแปรขนาดของสำนักงานสอบบัญชี มีขนาดของสำนักงานสอบบัญชีเฉลี่ย 0.846 แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนที่นำมาศึกษาส่วนใหญ่ตรวจสอบบัญชีโดยใช้สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ ตัวแปรสัดส่วนของกรรมการอิสระ พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีสัดส่วนของกรรมการอิสระเฉลี่ยร้อยละ 57.129 ซึ่งเกินกว่าจำนวนที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดไว้คือร้อยละ 33.333 ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ได้แต่งตั้งกรรมการอิสระตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด และการที่บริษัทจดทะเบียนมีสัดส่วนของกรรมการอิสระที่สูงจะทำให้การถ่วงอำนาจของฝ่ายบริหาร โดยจะควบคุมดูแลให้ฝ่ายบริหารบริหารงานให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัทและผู้ถือหุ้น ตัวแปรการควบคุมตำแหน่งของประธานกรรมการและประธานบริหาร บริษัทจดทะเบียนมีการควบคุมตำแหน่งของประธานกรรมการและประธานบริหารเฉลี่ย 0.047 แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนที่นำมาศึกษาส่วนใหญ่มีประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนละคนกัน ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีการถ่วงดุลอำนาจฝ่ายบริหาร โดยทำการแยกตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารออกจากกัน ตัวแปรสัดส่วนของกรรมการบริษัทที่ดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทอื่น พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีสัดส่วนของกรรมการบริษัทที่ดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทอื่นเฉลี่ยร้อยละ 52.693 แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีสัดส่วนของกรรมการบริษัทที่ดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทอื่นที่ค่อนข้างสูง

ในส่วนของตัวแปรควบคุม ตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ยร้อยละ 58.953 แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีโครงสร้างเงินทุนของกิจการจากการจัดหาทุนในส่วนของหนี้สินของกิจการมีสัดส่วนมากกว่าการจัดหาทุนโดยวิธีอื่นเล็กน้อย ตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ยร้อยละ 5.200 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์แสดงถึงความสามารถและประสิทธิภาพของฝ่ายบริหารในการใช้สินทรัพย์ของกิจการที่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่กิจการ ตัวแปรอัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและรายการตัดจ่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีอัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและรายการตัดจ่ายต่อดอกเบี้ยจ่ายค่าเฉลี่ย 52,289.401 เท่า แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีความสามารถในการชำระหนี้ และแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารในการชำระดอกเบี้ย ตัวแปรอัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีอัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขายเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 39.180 อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย แสดงถึงประสิทธิภาพในการควบคุมต้นทุนขายของฝ่ายบริหาร ซึ่งหมายถึง

ความสามารถในการทำกำไรจากยอดขาย ตัวแปรที่ชี้ความเป็นสถาบันการเงิน พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีตัวแปรที่ชี้ความเป็นสถาบันการเงินเฉลี่ย 0.278 แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนที่นำมาศึกษาเป็นสถาบันการเงินร้อยละ 27.80 ของจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา

หลังจากเก็บรวบรวมข้อมูลและทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาแล้ว ต่อมาจะเป็นขั้นตอนของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม เพื่อวิเคราะห์ขนาดและทิศทางความสัมพันธ์ดังกล่าวรวมถึงทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้

ผลจากการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก เมื่อพิจารณาที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการจัดอันดับเครดิตองค์กรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสถาบัน ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี สัดส่วนของกรรมการบริษัทที่ดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทอื่น และขนาดของบริษัท ส่วนตัวแปรอื่นๆ ไม่พบความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิตองค์กรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยแต่ละตัวแปรสามารถอธิบายผลจากการทดสอบได้ดังนี้

#### 5.1.1 ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิตองค์กรอย่างมีนัยสำคัญ

- **สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสถาบัน** จากผลการทดสอบ พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสถาบันมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการจัดอันดับเครดิตองค์กรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และสอดคล้องกับการศึกษาในอดีตของ Bhojraj และ Sengupta (2003) ที่พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของการถือหุ้นสถาบันมีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิตหุ้นกู้ จากการที่ผู้ถือหุ้นสถาบันมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการจัดอันดับเครดิตองค์กรอาจเนื่องจากผู้ถือหุ้นสถาบันเป็นผู้ที่มีความรู้ความสามารถ มีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านในการลงทุนและถ้ามีการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงก็จะมีอำนาจในการเรียกร้องให้บริษัทบริหารงานด้วยความโปร่งใส มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี

- **ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี** จากผลการทดสอบ พบว่าขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการจัดอันดับเครดิตองค์กรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และสอดคล้องกับการศึกษาในอดีตของ Singhvi และ Desai (1971) Eng และ Mak (2003) และอลิศรา (2547) ที่พบว่าขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีความสัมพันธ์ทางบวกกับระดับการเปิดเผยข้อมูล งานวิจัยของ DeAngelo (1981) และ Lennox (1999) พบว่าขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีความสัมพันธ์ทางบวกกับคุณภาพงานสอบบัญชี การที่ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการจัดอันดับเครดิตองค์กรอาจเนื่องจากสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่จะพยายามผลักดันในบริษัทลูกค้าเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีที่สูงขึ้นและจะต้องมีการสอบบัญชีให้มีคุณภาพที่ดี โดยใน

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ใช้ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมาเป็นตัวแทนหนึ่งในการวัดการเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส โดยที่การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใสนั้นจะมีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินและบริษัทที่เปิดเผยข้อมูล โดยจะช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินทั้งนักลงทุนและนักวิเคราะห์การเงินสามารถวิเคราะห์ข้อมูลได้อย่างถูกต้องมากขึ้นและสามารถตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุนได้ดียิ่งขึ้น นอกจากนี้การเปิดเผยข้อมูลอย่างมีคุณภาพยังมีส่วนช่วยลดต้นทุนของเงินทุน ทั้งต้นทุนของทุนและต้นทุนการกู้ยืมของบริษัทที่เปิดเผยข้อมูล และเมื่อบริษัทให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใสซึ่งก็เป็นองค์ประกอบหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการก็จะส่งผลดีแก่บริษัทช่วยทำให้การปฏิบัติงานและผลการดำเนินงานดีขึ้น ก็จะส่งผลดีต่อการจัดอันดับเครดิตองค์กร

- **สัดส่วนของกรรมการบริษัทที่ดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทอื่น** จากผลการทดสอบ พบว่าสัดส่วนของกรรมการบริษัทที่ดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทอื่นมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการจัดอันดับเครดิตองค์กรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งแตกต่างกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

สาเหตุที่มีความสัมพันธ์ทางบวกอาจเนื่องจากการเก็บข้อมูลตัวอย่างที่ศึกษากิจกรรมบริษัทส่วนใหญ่ดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทจดทะเบียนประมาณ 2 – 5 บริษัท ซึ่งสอดคล้องกับข้อเสนอแนะของศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่ากรรมการบริษัทจดทะเบียนควรดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทจดทะเบียนไม่เกิน 5 บริษัท (ความหมายของการดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทอื่นในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ หมายถึง การดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ตั้งแต่ 1 บริษัทขึ้นไป)

- **ขนาดของบริษัท** จากผลการทดสอบ พบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการจัดอันดับเครดิตองค์กรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาในอดีตของ Skaife et al. (2006) ที่พบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการจัดอันดับเครดิตองค์กร การที่ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการจัดอันดับเครดิตองค์กร อาจเนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าและอาจจะถูกคาดหวังว่าจะได้รับการจัดอันดับเครดิตในอันดับที่สูงกว่า

### 5.1.2 ตัวแปรที่ไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิตองค์กร

จากผลการทดสอบพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ถือหุ้นมากกว่า 5% สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นภายใน คณะกรรมการผู้ถือหุ้น คณะกรรมการเปิดเผยข้อมูล สัดส่วนของกรรมการอิสระ การควบคุมตำแหน่งของประธานกรรมการและประธานบริหาร ไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิตองค์กรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้อาจเนื่องจากประเทศ

ไทยได้เรียนรู้กฎเกณฑ์ข้อบังคับต่างๆ เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี จากความผิดพลาดของต่างประเทศและนำกฎเกณฑ์และวิธีปฏิบัติที่ดีที่สุดมาปรับใช้ในประเทศไทย โดยได้ออกกฎระเบียบข้อบังคับต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ข้อพึงปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการบริษัทจดทะเบียน แนวปฏิบัติที่ดีของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นแนวทางให้กับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ปฏิบัติตาม จึงอาจทำให้โครงสร้างและองค์ประกอบของผู้ถือหุ้นและกรรมการบริษัท สิทธิของผู้ถือหุ้น การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน การควบคุมตำแหน่งของประธานกรรมการและประธานบริหารไม่มีความแตกต่างกัน เป็นผลให้ไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิตองค์กร

นอกจากนี้ในส่วนของตัวแปรสัดส่วนของกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิตองค์กร อาจเนื่องมาจากกรรมการอิสระของบริษัทจดทะเบียนไม่มีบทบาทและความเชี่ยวชาญทางด้านธุรกิจนั้นๆ เพียงพอที่จะใช้ในการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหาร อีกทั้งกรรมการอิสระอาจไม่ได้มีความเป็นอิสระอย่างแท้จริง และสัดส่วนกรรมการดังกล่าวจัดตั้งขึ้นเพียงแค่นี้เป็นไปตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์เท่านั้นไม่ได้ก่อให้เกิดการถ่วงดุลอำนาจแต่อย่างใด จนส่งผลให้สัดส่วนของกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิตองค์กร

ส่วนตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ถือหุ้นมากกว่า 5% และสัดส่วนของผู้ถือหุ้นภายในที่ไม่พบความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิตองค์กร อาจเนื่องมาจากการเก็บข้อมูลของตัวแปรอาจมีข้อจำกัดที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลที่แท้จริงได้ เพราะอาจมีการถือหุ้นทางอ้อมผ่านบริษัทหรือบุคคลอื่นๆ

ส่วนผลการทดสอบของตัวแปรควบคุมพบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและรายการตัดจ่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย ตัวแปรชี้วัดความเป็นสถาบันการเงิน ไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิตองค์กรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

## 5.2 ข้อจำกัดของการวิจัย

1. ประเทศไทยมีสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือสองแห่ง ได้แก่ บริษัททริส เรทติ้ง จำกัด และบริษัทพิทช์เรตติ้ง (ประเทศไทย) จำกัด สำหรับการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลการจัดอันดับเครดิตของบริษัททริส เรทติ้ง จำกัด เนื่องจากเพื่อให้ข้อมูลการจัดอันดับเครดิตของกลุ่มตัวอย่างเป็นมาตรฐานเดียวกัน

2. ขนาดของกลุ่มตัวอย่างที่เก็บรวบรวมข้อมูลมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลมีจำนวนน้อย เนื่องจากเก็บรวบรวมข้อมูลผลการจัดอันดับเครดิตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทยมีจำนวนจำกัดในช่วงเวลาที่ศึกษา ซึ่งจะมีกลุ่มตัวอย่างที่นำมาวิเคราะห์เฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เสนอให้บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด จัดอันดับเครดิตให้และยินยอมให้บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด เปิดเผยข้อมูลการจัดอันดับเครดิตต่อสาธารณชน และนอกจากนี้ข้อมูลที่ทำการศึกษาอยู่ในช่วง ปี พ.ศ. 2545 - 2549 ซึ่งบางบริษัทอาจจะไม่มีการจัดอันดับเครดิตทั้ง 5 ปี เพราะหุ้นกู้อาจหมดอายุ จึงไม่มีความจำเป็นที่จะต้องจัดอันดับเครดิตขององค์กรหรือบริษัทเหล่านั้นอาจมีแนวโน้มอันดับเครดิตขององค์กรไม่ค่อยดี จึงไม่เปิดเผยข้อมูล

3. การเก็บรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างการเป็นเจ้าของจะไม่ได้พิจารณาการถือหุ้นที่มีลักษณะไขว้กัน (Cross Shareholding) แต่จะเน้นที่การถือหุ้นของบริษัทนั้นโดยตรง (Intermediate Shareholding) เนื่องจากการเก็บรวบรวมข้อมูลดังกล่าวมีความยุ่งยากและซับซ้อน อีกทั้งไม่สามารถหาข้อมูลนี้ได้จากแหล่งข้อมูลที่มีอยู่คือ แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) และ CD-ROM หรือ ISIMS CD ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. การเก็บรวบรวมข้อมูลสัดส่วนของกรรมการบริษัทที่ดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทอื่นจะเป็นการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น อาจมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นที่เป็นบริษัทจำกัด แต่ในการศึกษาคั้งนี้ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้

5. นอกจากนี้ยังมีตัวแปรอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ แต่ไม่ได้นำมาใช้งานวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่งมีการกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ นอกจากนี้กรรมการตรวจสอบอาจจะเป็นบุคคลเดียวกับกรรมการอิสระ

6. บริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง ส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทที่เตรียมจะออกหุ้นกู้หรือมีการออกหุ้นกู้แล้ว ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทที่ดี ถ้าบริษัทที่ออกหุ้นกู้เป็นบริษัทที่ไม่ดี ผลการทดสอบอาจจะเห็นความแตกต่างมากกว่านี้

### 5.3 ข้อเสนอแนะ

ผลจากการศึกษาในครั้งนี้ ทำให้ได้ข้อเสนอแนะที่สามารถนำไปใช้ให้เป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานกำกับดูแล บริษัทจดทะเบียนและนักลงทุน ดังนี้

#### 1. หน่วยงานกำกับดูแล

จากผลการศึกษาพบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิตขององค์กร ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรให้ความสำคัญกับบทบาทและหน้าที่ของกรรมการอิสระมากกว่าที่จะแต่งตั้งกรรมการดังกล่าวเพื่อเป็นไปตามเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด และการแต่งตั้งกรรมการอิสระควรมีการสรรหาบุคคลที่มีความรู้ความสามารถเกี่ยวกับ

ธุรกิจนั้นๆ อย่างแท้จริงเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียเป็นสำคัญ และการกำหนดจำนวนกรรมการอิสระ ควรคำนึงถึงจำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท เพื่อให้กรรมการอิสระสามารถถ่วงดุลอำนาจและปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะการตรวจสอบผู้บริหารในเรื่องต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้น

## 2. บริษัทจดทะเบียน

เป็นแนวทางให้บริษัทจดทะเบียนเห็นความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยให้ความสำคัญกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสถาบัน ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี สัดส่วนของกรรมการอิสระ และสัดส่วนของกรรมการบริษัทที่ดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทอื่น เนื่องจากบริษัทที่มีการกำกับดูแลที่ดีแล้วจะส่งผลให้มีภาพลักษณ์ที่ดีขึ้นในสายตานักลงทุน เป็นการเพิ่มความสามารถในการทำกำไรระยะยาว ส่งผลให้มีการจัดอันดับเครดิตองค์กรในอันดับที่ดี และถ้าบริษัทนั้นมีการระดมทุนโดยการออกหุ้นกู้ก็จะส่งผลให้การจัดอันดับเครดิตหุ้นกู้มีอันดับที่ดีด้วย นอกจากนี้ก็จะนำไปสู่การพัฒนาที่ยั่งยืนของกิจการ

## 3. นักลงทุน

นักลงทุนอาจใช้ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสถาบันกับการจัดอันดับเครดิตองค์กรเป็นแนวทางหนึ่งเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนเบื้องต้นได้ เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสถาบันยังสูงแสดงว่าการจัดอันดับเครดิตองค์กรในอันดับที่ดี เนื่องจากผู้ถือหุ้นสถาบันเป็นผู้ที่มีความรู้ความสามารถ มีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านในการลงทุนและถ้ามีการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงก็จะมีอำนาจในการเรียกร้องให้บริษัทบริหารงานด้วยความโปร่งใส มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี

## 5.4 งานวิจัยในอนาคต

1. ผู้สนใจอาจนำตัวแปรเชิงคุณภาพอื่นๆ มาเป็นตัวแปรอิสระ เช่น ประสบการณ์ในการบริหารงานของผู้บริหาร ภาวะการแข่งขันในอุตสาหกรรม กลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจ โดยอาจใช้การสัมภาษณ์จากผู้บริหาร เพื่อให้ได้ข้อมูลที่มีความถูกต้องและเหมาะสมมากขึ้น

2. การศึกษาครั้งนี้ได้ใช้ข้อมูลด้านโครงสร้างความเป็นเจ้าของบางตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิตองค์กร อาจเป็นเพราะรายชื่อผู้ถือหุ้นนั้นอาจไม่ใช่ผู้ถือหุ้นที่แท้จริง แต่เป็นการถือหุ้นทางอ้อม ในอนาคตถ้าสามารถหาสัดส่วนการถือหุ้นที่แท้จริงได้ อาจนำมาศึกษาอีกครั้ง เพราะข้อมูลที่แท้จริง อาจทำให้ผลการศึกษาที่ได้ อาจมีค่าที่แตกต่างออกไป

3. ผู้สนใจอาจนำแนวทางในการศึกษาครั้งนี้ไปศึกษาในกลุ่มประชากรอื่นที่แตกต่างออกไป เช่นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตโดยบริษัทจัดอันดับเครดิตอื่น เพราะอาจทำให้ผลการศึกษาที่ได้ อาจมีค่าที่แตกต่างกันออกไป

4. ผู้สนใจอาจศึกษาตัวแปรอื่นๆ เพื่อหาความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิต เช่น การจัดการกำไร โอกาสในการลงทุน