

CORPORATE GOVERNANCE AND COST OF DEBT AN EMPIRICAL STUDY OF FERMS LISTED IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND, SET100 INDEX

Setchin LO¹, Natnaree THONGMANKHONG¹, Yotsaphat WITHUNWANIT¹, Anukool MALIWAN¹,
Amornrat RATCHARAK¹, Arthittaya SAETAN¹ and Panern INTARA^{1*}

1 Faculty of Management Sciences, Prince of Songkla University, Thailand;
Arthittayaa3645@gmail.com (Corresponding Author)

ARTICLE HISTORY

Received: 1 September 2025

Revised: 22 September 2025

Published: 7 October 2025

ABSTRACT

This study investigates the relationship between good corporate governance and the cost of debt among listed companies in the SET100 group on the Stock Exchange of Thailand during 2017-2024, based on 660 firm-year observations over eight years using secondary data from annual reports and Form 56-1 filings. Employing descriptive statistics, correlation analysis, multiple regression, and hypothesis testing, the research examines the influence of governance mechanisms on debt financing. The findings reveal that the proportion of common shares held by major shareholders has a positive effect on the cost of debt, while directors' shareholdings are significantly negatively associated with it. In contrast, board size, proportion of independent directors, auditor reputation, and corporate governance scores show no significant relationship. Furthermore, the control variables is interest coverage ratio and firm size are found to have a significant negative association with debt costs, indicating that financially stable and larger firms are more likely to reduce borrowing costs, strengthen creditor and investor confidence and obtain financing at lower interest rates.

Keywords: Corporate Governance, Cost of Debt, Stock Exchange of Thailand

CITATION INFORMATION: Lo, S., Thongmankhong, N., Withunwanit, Y., Maliwan, A., Ratcharak, A., & Saetan, A. (2025). Corporate Governance and Cost of Debt an Empirical Study of Ferms Listed in the Stock Exchange of Thailand, SET100 Index. *Procedia of Multidisciplinary Research*, 3(10), 34

อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อต้นทุนของหนี้สิน กรณีศึกษาบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

เชิดจิน โล¹, ณัฐนันท์ ทองมันคง¹, ยศภัทร วิทยาวาณิชย์¹, อนุกุล มะลิวัลย์¹, อมรรัตน์ ราชรักษ์¹, อาทิตยา แซ่ตัน¹ และ
พเนิน อินทะระ^{1*}

1 คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์; Arthittayaa3645@gmail.com (ผู้ประพันธ์บรรณกิจ)

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อต้นทุนของหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ในช่วงระหว่างปี พ.ศ.2560-2567 จำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 660 บริษัท รวมระยะเวลา 8 ปี โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากรายงานประจำปี รายงาน (แบบ 56-1) งานวิจัยนี้ประยุกต์ใช้วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล จากสถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมานผ่านการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ วิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ และการวิเคราะห์ผลการทดสอบสมมติฐานเพื่อทดสอบ และตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ผลวิจัยพบว่าสัดส่วนหุ้นสามัญที่ถือครองโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีผลเชิงบวกกับต้นทุนของหนี้สินและสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับต้นทุนของหนี้สิน ส่วนผลการวิเคราะห์ตัวแปรอิสระอื่นๆ ได้แกขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระ ชื่อเสียงผู้สอบบัญชี และผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สิน นอกจากนี้ยังพบตัวแปรควบคุม ได้แก่ ความสามารถในการชำระดอกเบี้ย และขนาดของบริษัท ที่มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนของหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีฐานะการเงินมั่นคงและมีขนาดใหญ่ มีแนวโน้มที่จะช่วยลดต้นทุนของหนี้สิน รวมถึงจะได้รับความเชื่อมั่นจากเจ้าหนี้และนักลงทุน ส่งผลให้ได้รับการกู้ยืมในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ, ต้นทุนของหนี้สิน, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ข้อมูลการอ้างอิง: ชีตจิน โล, ณัฐนันท์ ทองมันคง, ยศภัทร วิทยาวาณิชย์, อนุกุล มะลิวัลย์, อมรรัตน์ ราชรักษ์ และ อาทิตยา แซ่ตัน. (2568). อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อต้นทุนของหนี้สิน กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100. *Procedia of Multidisciplinary Research*, 3(10), 34

บทนำ

บริษัทจดทะเบียนมีบทบาทสำคัญต่อเศรษฐกิจ ทั้งด้านรายได้ การจ้างงาน ความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม ซึ่งประสิทธิภาพของบริษัทขึ้นอยู่กับผู้บริหารที่ต้องกำหนดกลยุทธ์ตามหลักธรรมาภิบาล (Corporate Governance: CG) เพื่อสร้างความโปร่งใส ความน่าเชื่อถือ และความยั่งยืน อย่างไรก็ตาม ผู้ถือหุ้นไม่สามารถบริหารได้โดยตรง จึงต้องมีตัวแทนซึ่งอาจก่อให้เกิด “ปัญหาตัวแทน” เมื่อผู้บริหารอาจแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและองค์กร (Jensen & Meckling, 1976) เพื่อแก้ปัญหานี้การมีกลไกกำกับดูแลที่ดี ได้แก่ การมีคณะกรรมการบริษัท และการตรวจสอบภายนอกที่เป็นอิสระ เพื่อช่วยลดความขัดแย้งรวมถึงสร้างความรับผิดชอบต่อสังคมในการดำเนินงาน (DeAngelo, 1981) ในระดับเศรษฐกิจการกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยลดความเสี่ยงทางการเงิน ส่งผลให้ต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) ต่ำลง เจ้าหนี้ยินดียินยอมปล่อยกู้ในอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสม งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ Bhojraj and Sengupta (2003), Anderson et al. (2004) และ Ashbaugh-Skaife et al. (2006) บ่งชี้ว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่เข้มแข็งจะได้รับความน่าเชื่อถือและมีอันดับเครดิตที่ดีกว่า อย่างไรก็ตาม วิจัยส่วนใหญ่ใช้ข้อมูลก่อนปรับปรุง CG Code ปี 2017 ที่ยังไม่ครอบคลุมเรื่องการบริหารความเสี่ยงและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น ดังนั้น การศึกษานี้จึงมุ่งวิเคราะห์ผลของ CG Code 2017 ต่อ Cost of Debt ของบริษัทจดทะเบียนใน SET100 เพื่อสะท้อนบทบาทของการกำกับดูแลกิจการที่ดีในการลดภาระทางการเงิน เพื่อเสริมสร้างความเชื่อมั่น และสนับสนุนการตัดสินใจของผู้ให้กู้และนักลงทุน

การทบทวนวรรณกรรม

การกำกับดูแลกิจการ คือ กระบวนการควบคุมและการกำหนดทิศทางของบริษัท เพื่อสร้างประโยชน์สูงสุดแก่ผู้มีส่วนได้เสีย (OECD, 2024) ครอบคลุมถึงคณะกรรมการ ผู้บริหารและผู้ถือหุ้น โดย ก.ล.ต. ได้ ออกหลักการ การกำกับดูแลกิจการ ปี 2560 เพื่อเป็นหลักให้คณะกรรมการนำไปปรับใช้พัฒนาการกำกับดูแลกิจการเพื่อให้เกิดผลประโยชน์สูงสุดและสร้างความน่าเชื่อถือให้กับผู้ถือหุ้น (ก.ล.ต., 2560) Cadbury (1992) และ Stapledon (1998) เน้นว่า การกำกับดูแลกิจการควรโปร่งใส รับผิดชอบ และพัฒนาอย่างต่อเนื่อง ไม่ใช่เพียงการปฏิบัติตามเกณฑ์เท่านั้น องค์กรควรเข้าใจความคาดหวังของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่แตกต่างกันเพื่อนำไปสู่การกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2565) ด้านการเงิน ผู้บริหารต้องเลือกแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนเหมาะสม เช่น การกู้ยืม การออกหุ้นกู้ หรือการระดมทุนซึ่งล้วนมีต้นทุนของเงินทุนทั้งสิ้นอย่างเช่น ดอกเบี้ยหรือเงินปันผล (ศิริประภา ศรีวิโรจน์, 2561) โดยโครงสร้างเงินทุนล้วนส่งผลโดยตรงต่อต้นทุนทางการเงิน ซึ่งจะสูงหรือต่ำขึ้นอยู่กับความเสี่ยงจากการลงทุน (ณัฐชา อรรถพลพิทักษ์, 2559) ต้นทุนหนี้สิน หมายถึง ดอกเบี้ยและค่าธรรมเนียมจากการกู้ยืม (Pratt & Grabowski, 2008) ขณะที่ทฤษฎีตัวแทนของ Jensen and Meckling (1976) อธิบายความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร ซึ่งสามารถลดลงได้ด้วยการกำกับดูแลกิจการที่ดี (ตันสนีย์ ศรีวรเดชไพศาล, 2549) และมีงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับตัวแปรอิสระ ดังนี้

สัดส่วนหุ้นสามัญที่ถือครองโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่

ธีรนันท์ แสงอำ (2556) พบว่า สัดส่วนหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้ ซึ่งสอดคล้องกับ ณัฐชา อรรถพลพิทักษ์ (2559) อย่างไรก็ตาม Holderness (2003) พบว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่อาจใช้สถานะเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งอาจส่งผลต่อกิจการโดยรวม กล่าวโดยสรุปได้ว่า หากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ทำหน้าที่กำกับดูแลอย่างเหมาะสมจะช่วยลดความขัดแย้งและเพิ่มความเชื่อมั่นแก่เจ้าหนี้ ทำให้ต้นทุนของหนี้ลดลง

ขนาดของคณะกรรมการ

Anderson et al. (2004) ได้มีการศึกษาพบว่าขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน ซึ่งสอดคล้องกับ Adams and Mehran (2008) ที่ได้กล่าวว่า กิจการยังมีขนาดของกรรมการมากจะช่วยลดต้นทุนของหนี้สินเพราะมีประสิทธิภาพในการตรวจสอบดูแลกิจการมากยิ่งขึ้น อย่างไรก็ตาม Lipton and Losh (1992) ยังพบว่า

คณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่เกินไปอาจทำให้มีการจัดระเบียบและประสานงานยากขึ้น ส่งผลต่อความสามารถในการให้คำแนะนำและการวางแผนกลยุทธ์ลดลง

สัดส่วนกรรมการอิสระ

Chen (2009) พบว่า กรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงของหุ้นกู้ ซึ่งสอดคล้องกับข้อค้นพบของ Piot and Piera (2007) และ Bhojraj and Sengupta (2003) ที่พบว่า การเพิ่มขึ้นของคณะกรรมการอิสระที่มีประสิทธิภาพในการกำกับดูแลกิจการส่งผลให้ความน่าเชื่อถือของกิจการสูงขึ้น ซึ่งช่วยลดต้นทุนของหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม Lorca et al. (2011) ซึ่งกล่าวว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สินเนื่องจากกรรมการอิสระในกลุ่มตัวอย่างอาจไม่มีความเป็นอิสระอย่างแท้จริงหรืออาจอยู่ภายใต้การควบคุมของผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือฝ่ายบริหาร

สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการ

Ashbaugh-Skaife et al. (2006) พบว่า จำนวนคณะกรรมการที่เป็นผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับต้นทุนของหนี้สิน เนื่องจากกรรมการที่เป็นผู้ถือหุ้นมีแรงจูงใจในการควบคุมดูแลการดำเนินงานของฝ่ายบริหารเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดโอกาสในการทุจริต ทำให้กิจการมีความเสี่ยงต่ำช่วยลดความเสี่ยงของกิจการและลดต้นทุนของหนี้สิน ซึ่งสอดคล้องกับข้อค้นพบของ Bhagat and Bolton (2008) และ Ertugrul and Hedge (2008) ที่พบว่า การเพิ่มขึ้นของจำนวนกรรมการที่เป็นผู้ถือหุ้นช่วยลดความไม่เท่าเทียมของข้อมูลเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุน ส่งผลให้ความเสี่ยงของกิจการลดลงและลดต้นทุนของหนี้สิน อย่างไรก็ตาม Adams and Ferreira (2007) ซึ่งกล่าวว่าการเพิ่มจำนวนกรรมการที่เป็นผู้ถือหุ้นอาจทำให้เกิดความลำเอียงในการตัดสินใจ เพราะกรรมการที่มีผลประโยชน์ส่วนตนอาจสนับสนุนการตัดสินใจที่เอื้อประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นบางกลุ่มมากเกินไปและอาจเพิ่มความเสี่ยงในระยะยาวของกิจการและการเพิ่มขึ้นของต้นทุนหนี้สิน

ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี

Pittman and Fortin (2004) พบว่า ผู้สอบบัญชีที่มีชื่อเสียงสามารถลดต้นทุนของหนี้สินได้ เนื่องจากชื่อเสียงของผู้สอบบัญชีสะท้อนคุณภาพของงบการเงินได้อย่างชัดเจน รวมถึงมีความเป็นอิสระและมีบทบาทสำคัญต่อความน่าเชื่อถือของงบการเงินในมุมมองของเจ้าหนี้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kim et al. (2007) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้สอบบัญชีกับต้นทุนหนี้สินของบริษัทในเกาหลีใต้พบว่ากิจการที่ใช้บริการผู้สอบบัญชีจากสำนักงานขนาดใหญ่ 4 แห่ง มักมีต้นทุนเงินกู้ยืมต่ำกว่า อย่างไรก็ตาม Piot and Piera (2007) กล่าวว่าคุณภาพของงานตรวจสอบบัญชีหรือสำนักงานสอบบัญชีไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สินเพราะคุณภาพของการจัดทำบัญชีและรายงานทางการเงินไม่มีความสำคัญต่อการตัดสินใจของเจ้าหนี้ในการประเมินความเสี่ยงของธุรกิจ

ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

Schauten and Blom (2006) พบว่า คุณภาพการกำกับดูแลมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สิน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Bhojraj and Sengupta (2003) และ ณัฐชา อรรถพลพิทักษ์ (2559) ที่พบว่า บริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่สูงจะมีต้นทุนในการก่อหนี้หรือมีอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่น้อยกว่าบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ต่ำ อย่างไรก็ตาม Jiraporn et al. (2008) ได้ค้นพบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนหนี้สิน เนื่องจากเจ้าหนี้มองว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นการดำเนินการเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นมากกว่าจะคำนึงถึงประโยชน์ของเจ้าหนี้ จึงเป็นความเสี่ยงที่ส่งผลให้เจ้าหนี้ต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น ซึ่งมีผลกระทบต่อการเพิ่มขึ้นของต้นทุนหนี้สิน

สมมติฐานการวิจัย

H1 : สัดส่วนหุ้นสามัญที่ถือครองโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีอิทธิพลเชิงลบต่อต้นทุนของหนี้

H2 : ขนาดของคณะกรรมการ มีอิทธิพลเชิงลบต่อต้นทุนของหนี้

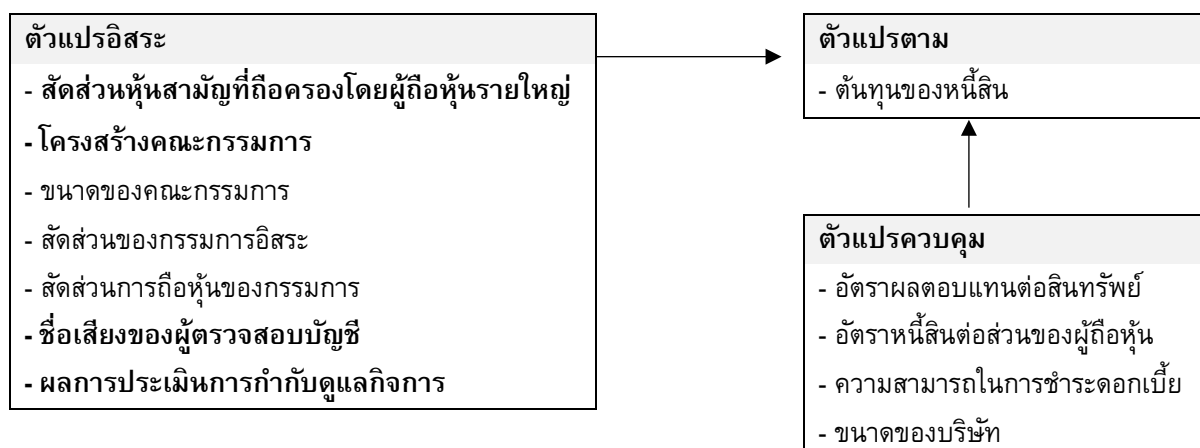
H3 : สัดส่วนกรรมการอิสระ มีอิทธิพลเชิงลบต่อต้นทุนของหนี้

H4 : สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการ มีอิทธิพลเชิงลบต่อต้นทุนของหนี้

H5 : ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี มีอิทธิพลเชิงลบต่อต้นทุนของหนี้

H6 : ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ มีอิทธิพลเชิงลบต่อต้นทุนของหนี้

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิด

วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาวิจัยครั้งนี้ได้เก็บรวบรวมข้อมูลจากเว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรายงานประจำปี (แบบ 56-1) ตั้งแต่ พ.ศ.2560 ถึงปี พ.ศ.2567 รวมเป็นระยะเวลา 8 ปี โดยรวบรวมข้อมูลผลการดำเนินงานทางการเงิน ข้อมูลการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนข้อมูลที่เกี่ยวข้องอื่นๆ โดยมีกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ยกเว้นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ได้แก่ บริษัทที่ทำธุรกิจเกี่ยวข้องกับประกันภัยและประกันชีวิต เงินทุน และหลักทรัพย์และธนาคาร โดยมีจำนวนรวมทั้งสิ้น 660 บริษัท

ในการวิเคราะห์ข้อมูลผู้วิจัยได้ใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ในการสรุปและอธิบายข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา โดยการนำเสนอข้อมูลประกอบไปด้วยค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum) เป็นต้น เพื่อให้ได้ภาพรวมที่ชัดเจนเกี่ยวกับลักษณะของข้อมูลดังกล่าว อีกทั้งยังมีการเลือกใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics) ในการวิเคราะห์ผลกระทบของระหว่างตัวแปรต่างๆ ผ่านการใช้วิธีวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบและตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระซึ่งประกอบด้วยปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตัวแปรควบคุม ตลอดจนตัวแปรตาม ได้แก่ ต้นทุนของหนี้สิน

แบบจำลองที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อหาผลกระทบและทดสอบสมมติฐานระหว่างตัวแปรที่กำหนดกับต้นทุนของหนี้สิน

$$COD_{it} = \beta_0 + \beta_1 OS_{i,t} + \beta_2 BOD_SIZE_{i,t} + \beta_3 BOD_IND_{i,t} + \beta_4 BOD_OWN_{i,t} + \beta_5 AUDIT_{i,t} + \beta_6 CGR_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 DE_{i,t} + \beta_9 INT_COVER_{i,t} + \beta_{10} SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

โดย COD (Cost of Debt) คือ ต้นทุนของหนี้สิน

OS (Outstanding Shares) คือ สัดส่วนหุ้นสามัญที่ถือครองโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่

BOD_SIZE (Board Size) คือ ขนาดของคณะกรรมการ

BOD_IND (Board Independence) คือ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ

BOD_OWN (Board Ownership) คือ สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการ

AUDIT (Auditor Reputation) คือ ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี

CGR (Corporate Governance Rating) คือ ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

ROA (Return on Asset) คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

DE (Debt to Equity Ratio) คือ อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

INT_COVER (Interest Coverage Ratio) คือ ความสามารถในการชำระดอกเบี้ย

SIZE (Firm Size) คือ ขนาดของบริษัท

ผลการวิจัย

ผลการทดสอบสมมติฐานอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อต้นทุนของหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 จากตารางที่ 1 พบว่า ตัวแปร ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี (AUDIT) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 92.73 ซึ่งหมายความว่า บริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่ม SET100 เลือกใช้บริการตรวจสอบบัญชีจากผู้สอบบัญชีซึ่งสังกัดบริษัทในกลุ่ม Big 4 และพบว่าตัวแปร ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 99.39 ซึ่งหมายความว่า บริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่ม SET100 มักจะมีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ในเกณฑ์ที่อยู่ในระดับดี ถึงระดับดีเลิศ

จากตารางที่ 2 พบว่าเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร อยู่ในช่วงระหว่าง -0.3899 ถึง 0.4690 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติน้อยกว่า 0.05 จึงทำให้ไม่มีปัญหา Multicollinearity และพบว่ามีเพียงตัวแปรอิสระ 1 ตัวแปร คือ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ ที่มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนของหนี้สิน อยู่ที่ -0.0694 แสดงให้เห็นว่า การที่บริษัทมีสัดส่วนของคณะกรรมการที่เพิ่มสูงขึ้น จะส่งผลต้นทุนของหนี้สินลดลง สำหรับตัวแปรตามพบว่ามี 2 ตัวแปร คือ ความสามารถในการชำระดอกเบี้ย และขนาดของบริษัท ที่มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนของหนี้สินอยู่ที่ -0.0769 และ -0.2145 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่า หากบริษัทมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยในระดับที่ดีขึ้น จะส่งผลให้ต้นทุนของหนี้สินลดลง รวมถึงบริษัทที่มีขนาดใหญ่ มีแนวโน้มที่จะจัดการปัญหาต้นทุนหนี้สินได้ดี

จากตารางที่ 3 พบว่า เมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า ตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการส่วนใหญ่ไม่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สะท้อนว่าปัจจัยเชิงโครงสร้างของการกำกับดูแลเหล่านี้ ไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ของต้นทุนหนี้สินในกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาได้อย่างชัดเจน อย่างไรก็ตามพบว่า มีตัวแปรอิสระบางส่วนที่มีนัยสำคัญทางสถิติในระดับที่ 0.10 ได้แก่ สัดส่วนหุ้นสามัญที่ถือครองโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการ มีค่า p-value ที่ใกล้เคียง 0.05 คือ 0.0664 และ 0.0683 ตามลำดับ บ่งชี้ว่า ปัจจัยเหล่านี้อาจมีแนวโน้มที่จะมีอิทธิพลต่อต้นทุนหนี้สิน

ตารางที่ 1 แสดงข้อมูลสถิติพรรณนาของกลุ่มตัวอย่าง

	COD	OS	BOD_SIZE	BOD_IND	BOD_OW	AUDIT	CGR	ROA	DE	INT_COVER	SIZE
Mean	0.0521	0.5626	1.0605	0.4279	0.1298	0.9273	0.9939	0.0577	1.6348	33.646	10.805
Med	0.0397	0.5609	1.0792	0.4000	0.0361	1.0000	1.0000	0.0467	1.2165	5.9380	10.777
Max	0.8096	0.9420	1.3222	0.8333	0.8889	1.0000	1.0000	0.5795	42.091	1600.9	11.829
Min	0.0000	0.0824	0.6990	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	-0.4490	0.0076	-127.66	9.7966
S.D.	0.0606	0.1593	0.1099	0.1206	0.1801	0.2599	0.0776	0.0687	2.6894	124.95	0.5596
Skew.	6.8896	-0.1994	-0.2151	0.5629	1.6607	-3.2906	-12.728	1.2341	11.132	8.2074	0.0917
Kurt.	68.201	2.5368	2.7536	3.9506	5.3381	11.828	163.00	17.909	157.89	81.657	2.1650
Obs.	660	660	660	660	660	660	660	660	660	660	660

* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, ** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ตารางที่ 2 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

correlation	COD	OS	BOD_SIZE	BOD_IND	BOD_OWN	AUDIT	CGR	ROA	DE	INT_COVER	SIZE
COD	1.0000										
OS	0.0466	1.0000									
BOD_SIZE	-0.0694	0.0246	1.0000								
BOD_IND	-0.0879 [*]	0.1857 ^{**}	-0.0223	1.0000							
BOD_OWN	0.0212	-0.0615	-0.2524 ^{**}	-0.0405	1.0000						
AUDIT	-0.0516	0.0451	0.0567	-0.0186	0.0038	1.0000					
CGR	0.0084	-0.0411	0.0491	0.0148	0.0346	-0.0218	1.0000				
ROA	0.0282	0.0410	-0.1010 ^{**}	-0.1272 ^{**}	0.1245 ^{**}	-0.0257	-0.0015	1.0000			
DE	-0.0612	0.0663	0.0390	0.0700	-0.0708	-0.0159	-0.0060	-0.1933 ^{**}	1.0000		
INT_COVER	-0.0769 [*]	0.0270	-0.0651	-0.0585	-0.0357	-0.0033	0.0071	0.3937 ^{**}	-0.1038 ^{**}	1.0000	
SIZE	-0.2145 ^{**}	0.0624	0.4690 ^{**}	0.2837 ^{**}	-0.3889 ^{**}	0.0790 [*]	0.0128	-0.2927 ^{**}	0.2381 ^{**}	-0.1345 ^{**}	1.0000

* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, ** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
C	0.3339	0.0598	5.5816	0.0000
OS	0.0272	0.0147	1.8387	0.0664
BOD_SIZE	0.0131	0.0242	0.5432	0.5872
BOD_IND	-0.0186	0.0206	-0.9058	0.3653
BOD_OWN	-0.0256	0.0140	-1.8261	0.0683
AUDIT	-0.0085	0.0088	-0.9599	0.3374
CGR	0.0130	0.0296	0.4389	0.6608
ROA	-0.0010	0.0381	-0.0285	0.9772
DE	-0.0004	0.0008	-0.5386	0.5903
INT_COVER	-5.7700 ^{**}	2.0100	-2.8683	0.0043
SIZE	-0.0279 ^{**}	0.0054	-5.1026	0.0000

หมายเหตุ * หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4 ตารางแสดงผลการตอบสมมติฐาน

ลำดับ	สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบ
H ₁	สัดส่วนหุ้นสามัญที่ถือครองโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีอิทธิพลเชิงลบต่อต้นทุนของหนี้สิน	ปฏิเสธสมมติฐาน
H ₂	ขนาดของคณะกรรมการ มีอิทธิพลเชิงลบต่อต้นทุนของหนี้สิน	ปฏิเสธสมมติฐาน
H ₃	สัดส่วนกรรมการอิสระ มีอิทธิพลเชิงลบต่อต้นทุนของหนี้สิน	ปฏิเสธสมมติฐาน
H ₄	สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการ มีอิทธิพลเชิงลบต่อต้นทุนของหนี้สิน	ยอมรับสมมติฐาน
H ₅	ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี มีอิทธิพลเชิงลบต่อต้นทุนของหนี้สิน	ปฏิเสธสมมติฐาน
H ₆	ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ มีอิทธิพลเชิงลบต่อต้นทุนของหนี้สิน	ปฏิเสธสมมติฐาน

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อต้นทุนของหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ระหว่างปี 2560-2567 โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 660 บริษัท หลังจากคัดกรองบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน การควบรวมกิจการ และการเฟื่องฟู สรุปผลได้ว่า ตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ สัดส่วนหุ้นสามัญที่ถือครองโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (OS) และสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการ (BOD_OW) โดยสัดส่วนหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนหนี้สิน เนื่องจากเจ้าหนี้ อาจกังวลต่อความเสี่ยงด้านการเอาเปรียบและขาดความโปร่งใส จึงเรียกผลตอบแทนสูงขึ้น ขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สิน สะท้อนถึงการลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์และเพิ่มความโปร่งใส ทำให้เจ้าหนี้รับรู้ความเสี่ยงลดลงและเรียกดอกเบี้ยต่ำลง

ส่วนตัวแปรอื่น ได้แก่ ขนาดคณะกรรมการ (BOD_SIZE) สัดส่วนกรรมการอิสระ (BOD_IND) ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี (AUDIT) และผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการลดต้นทุนหนี้สิน ซึ่งอาจเกิดจากบริษัทในกลุ่ม SET100 ส่วนใหญ่มีมาตรฐานการกำกับดูแลสูงและใกล้เคียงกัน ทำให้ไม่สามารถอธิบายความแตกต่างของต้นทุนหนี้ได้อย่างชัดเจน นอกจากนี้ปัจจัยภายนอก เช่น ภาวะเศรษฐกิจมหภาค นโยบายการเงิน และการแข่งขันทางธุรกิจ อาจมีบทบาทสำคัญมากกว่า อย่างไรก็ตาม การกำกับดูแลกิจการที่ดีแม้จะไม่สะท้อนโดยตรงในต้นทุนหนี้สิน แต่ยังคงเป็นปัจจัยสำคัญต่อความโปร่งใส ความเชื่อมั่น และความยั่งยืนในระยะยาว

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า ความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (INT_COVER) และขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีฐานะการเงินมั่นคงและมีขนาดใหญ่มักได้รับความเสี่ยงจากเจ้าหนี้ย่อยลง ส่งผลให้สามารถกู้ยืมด้วยต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่า

อภิปรายผลการวิจัย

จากผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ พบว่าปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี ได้แก่ ขนาดคณะกรรมการ (BOD_SIZE) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (BOD_IND) ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี (AUDIT) และผลการประเมิน CGR ไม่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อต้นทุนของหนี้สินในบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ซึ่งแตกต่างจากงานของ Bhojraj and Sengupta (2003) และ Anderson et al. (2004) ที่ชี้ว่า ระบบกำกับดูแลที่ดีช่วยลดต้นทุนหนี้ได้ แต่สอดคล้องกับ Lorca et al. (2011) ที่พบว่า ลักษณะบางด้านของการกำกับดูแลไม่สัมพันธ์กับต้นทุนหนี้

ในด้านโครงสร้างความเป็นเจ้าของ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (OS) และสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการ (BOD_OW) แม้ไม่ถึงระดับนัยสำคัญ 95% แต่มีแนวโน้มที่ส่งผลต่อต้นทุนหนี้ โดย OS มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนหนี้ สอดคล้องกับ Holderness (2003) และ Jones and Kirsten (2020) ที่เสนอว่า ผู้ถือหุ้นใหญ่บางครั้งใช้ประโยชน์เพื่อตนเองจนกระทบต้นทุนหนี้ ขณะที่ BOD_OW มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้ สอดคล้องกับ Ashbaugh-Skaife et al. (2006) และ Bhagat and Bolton (2008) ที่ระบุว่า กรรมการผู้ถือหุ้นมีแรงจูงใจในการกำกับดูแล เพื่อลดความเสี่ยงและต้นทุนหนี้

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่าความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (INT_COVER) และขนาดของบริษัท (SIZE) ส่งผลเชิงลบต่อต้นทุนหนี้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สอดคล้องกับงานของ Piot and Piera (2007), Lorca et al. (2011), Calce (2025), Ibrahim and Aboud (2024), Bhojraj and Sengupta (2003), Gomes (2014) และงานวิจัยไทย เช่น ณัฐชา อรรถพลพิทักษ์ (2559) และ ธนัท วรชิตสรณ์ (2562) ที่ชี้ว่าบริษัทที่มีฐานะการเงินมั่นคงและมีขนาดใหญ่มักได้รับความเชื่อมั่นจากเจ้าหนี้และสามารถกู้ยืมด้วยต้นทุนดอกเบี้ยที่ต่ำกว่า

ข้อเสนอแนะที่ได้รับการวิจัย

- 1) หน่วยงานกำกับดูแล เช่น สำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจพิจารณาปรับเปลี่ยนเกณฑ์ในการประเมิน คะแนนการกำกับดูแลกิจการ เพื่อให้สะท้อนถึงประสิทธิผลเชิงปฏิบัติจริงมากยิ่งขึ้น โดยเน้นในด้านการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินและการจัดการความเสี่ยง ซึ่งเป็นสิ่งที่มีความสำคัญมากที่สุดแก่เจ้าหนี้และนักลงทุน
- 2) เจ้าหนี้หรือนักลงทุนควรพิจารณาว่าการกำกับดูแลกิจการ ไม่ได้มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สิน เพียงอย่างเดียว แต่ยังมีปัจจัยทางการเงินและปัจจัยทางเศรษฐกิจเข้ามาเกี่ยวข้อง เช่น ความสามารถในการชำระหนี้ อัตราดอกเบี้ยของสินทรัพย์ เป็นต้น
- 3) ถึงแม้ว่าตัวแปรส่วนใหญ่ไม่มีสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สินแต่บริษัทควรรักษามาตรฐานของการกำกับดูแลกิจการต่อไปเพื่อเพิ่มความโปร่งใสรวมถึงความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนและผู้ให้กู้ เพื่อส่งผลต่อการลงทุนในระยะยาว

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

- 1) ควรมีการแยกงานวิจัยตามหมวดหมู่อุตสาหกรรมต่าง ๆ หรือขยายไปยังตลาดหลักทรัพย์ MAI เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันของบริษัทขนาดใหญ่และขนาดกลาง/เล็ก
- 2) เพิ่มตัวอย่างในการเก็บข้อมูล ควรเลือกกลุ่มบริษัทตัวอย่างให้มีความหลากหลายและเพิ่มจำนวนของบริษัทให้มากขึ้น ควรเลือกศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมดเพื่อเพิ่มความแตกต่างของการกำกับดูแลกิจการที่มีความหลากหลายมากขึ้น
- 3) ควรพิจารณาข้อมูลด้าน ESG เนื่องจากปัจจุบันข้อมูลด้าน ESG มีผลในด้านการกำกับดูแลและการประเมินความเสี่ยงจากผู้ให้กู้มากยิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- ณัฐชา อัดดพลพิทักษ์. (2559). การกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน กรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2565). โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดี. สืบค้นจาก https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:93056.
- ธนัท วรชิตสิริสรณ์. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลและต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (กรณีศึกษาบริษัทใน SET50). สืบค้นจาก <https://econ.nida.ac.th/2021/05/>.
- ธีรพันธ์ แสงอำ. (2556). การกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของหนี้สินกรณีศึกษา : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ ไม่ไดตีพิมพ์, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- คันสนีย์ ศรีวรรณไพศาล. (2549). การจัดการกำไรของบริษัทที่จะเสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ ไม่ไดตีพิมพ์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- ศิริประภา ศรีวิโรจน์. (2561). “โครงสร้างเงินทุน” หนึ่งในองค์ประกอบสำคัญในการสร้างมูลค่าของธุรกิจ. วารสารมหาวิทยาลัยอีสเทิร์นเอเซีย, 8(2), 91-102.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560. สืบค้นจาก <https://www.sec.or.th/cgthailand/TH/pages/cgcode>.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *The journal of finance*, 62(1), 217-250.
- Adams, R. B., & Mehran, H. (2025). *Board Structure and Banking Firm Performance*. Unpublished paper, Federal Reserve Bank of New York.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342.

- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 203-243.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273.
- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, 73, 459-474.
- Cadbury, A. (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. London: Gee & Co. Ltd.
- Calce, A. M. (2025). The cost of debt and its economic and financial drivers: An empirical study of European companies. *Journal of Economics and Finance*, 17(8), 160-170.
- Chen, K. C. W., Chen, Z., & Wei, K. C. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 273-289.
- DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), 183-199.
- Ertugrul, M., & Hedge, S. (2008). Board compensation practices and agency costs of debt. *The Journal of Corporate Finance : Contracting, Governance and Organization*, 14(5), 512-531.
- Gomes, M. T. (2014). *The impact of Corporate Governance on the Cost of Debt: Evidence from Portuguese Listed Companies*. Master's thesis, Universidade do Porto (Portugal).
- Holderness, C. G. (2001). *A Survey of Blockholders and Corporate Control*. SSRN Electronic Journal.
- Ibrahim, A. E. A., & Aboud, A. (2024). Corporate risk disclosure and cost of capital: Does measurement matter?. *Journal of Finance & Economics*, 29(4), 3967-3994.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jiraporn, P., Miller, G. A., Yoon, S. S., & Kim, Y. S. (2008). Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective. *International Review of financial analysis*, 17(3), 622-634.
- Kim, J., & Cho, D. S. (2007). Outside Directors, Ownership Structure and Firm Profitability in Korea. *Corporate Governance. An International Review*, 15(2), 239-250.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375-400.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, 48, 59-77.
- Lorca, C., Sánchez-Ballesta, J. P., & García-Meca, E. (2011). Board effectiveness and cost of debt. *Journal of business ethics*, 100(4), 613-631.
- Organization for Economic Co-operation and Development. (2024). *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*. OECD Publishing.
- Piot, C., & Piera, F. (2007). *Corporate Governance Reform and the Cost of Debt Financing of Listed French Companies (SSRN Scholarly Paper No. 960681)*. Social Science Research Network.

- Pittman, J. A., & Fortin, S. (2004). Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. *Journal of accounting and economics*, 37(1), 113-136.
- Pratt, S. P., & Grabowski, R. J. (2008). *Cost of capital: Applications and examples*. 3rd ed. John Wiley & Sons.
- Schauten, M., & Blom, J. (2006). *Corporate Governance and the Cost of Debt* (SSRN Scholarly Paper No. 933615). Social Science Research Network.
- Smith, A., Stirling, A., & Berkhout, F. (2005). The governance of sustainable socio-technical transitions. *Research policy*, 34(10), 1491-1510.
- Stapledon, G. P. (1998). The Hampel report on corporate governance. *Companies and Securities Law Journal*, 16, 408-413.

Data Availability Statement: The raw data supporting the conclusions of this article will be made available by the authors, without undue reservation.

Conflicts of Interest: The authors declare that the research was conducted in the absence of any commercial or financial relationships that could be construed as a potential conflict of interest.

Publisher's Note: All claims expressed in this article are solely those of the authors and do not necessarily represent those of their affiliated organizations, or those of the publisher, the editors and the reviewers. Any product that may be evaluated in this article, or claim that may be made by its manufacturer, is not guaranteed or endorsed by the publisher.



Copyright: © 2025 by the authors. This is a fully open-access article distributed under the terms of the Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0).