

ผลกระทบจากธรรมาภิบาลของบริษัทต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธาน
เจ้าหน้าที่บริหารและผลการดำเนินงานของบริษัท

**The Moderating Effect of Corporate Governance on Relationship between CEO
Power and Firm Performance**

ดวงนภา สุขะหุต รวี ลงกานี ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย จอมใจ แซ่มเพชร
Duangnapa Sukhahuta, Ravi Lonkani, Chaiwuth Tangsomchai, Jomjai Sampet

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
239 ถนนห้วยแก้ว ตำบลสุเทพ อำเภอเมือง จังหวัดเชียงใหม่ 50200
Faculty of Business Administration, Chiang Mai University
239 Huaykaew Rd, Tambon Su Thep, Amphoe Mueang Chiang Mai, Chang Wat ,Chiang Mai 50200 Thailand
E-mail: duangnapa@live.com

Received: June 4,2018; Revised: July 7,2018; Accepted: July 17,2018

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบจากธรรมาภิบาลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2559 งานวิจัยนี้ ใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ในการศึกษาความสัมพันธ์ทางตรงระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและผลการดำเนินงาน และศึกษาอิทธิพลของธรรมาภิบาลของบริษัทซึ่งเป็นตัวแปรกำกับต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและผลการดำเนินงาน

ผลการศึกษาพบว่าอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ส่วนการทดสอบตัวแปรกำกับ โดยศึกษาตัวแปรที่มีอิทธิพลปฏิสัมพันธ์ร่วมกับตัวแปรอิสระที่ส่งผลกระทบต่อตัวแปรตามนั้น งานวิจัยนี้ใช้ปฏิสัมพันธ์ร่วมกันระหว่างอิทธิพลของธรรมาภิบาลกับอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารส่งผลต่อการดำเนินงานของบริษัท ผลจากการวิจัยพบว่าความสัมพันธ์นี้ไม่มีความสัมพันธ์ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังนั้นจึงทำการวิเคราะห์แบบ Sub-group analysis โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น 2 กลุ่มคือกลุ่มบริษัทที่มีธรรมาภิบาลดีกับกลุ่มบริษัทที่มีธรรมาภิบาลพอใช้ ผลการศึกษากลุ่มบริษัทที่มีธรรมาภิบาลดี พบว่าความสัมพันธ์ของอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารไม่มีความสัมพันธ์ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 กับผลการดำเนินงานของบริษัท แต่กลุ่มบริษัทที่มีธรรมาภิบาลพอใช้ พบว่าอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลจากงานวิจัยนี้สามารถอธิบายได้ว่ากรณีที่บริษัทมีธรรมาภิบาลพอใช้ จะเกิดจะเกิดปัญหาตัวแทน (Agency problem) เพราะมีระบบการกำกับดูแลและตรวจสอบกิจการไม่ดีพอทำให้ ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีอำนาจมากจากการควบคุมอำนาจระหว่างประธานเจ้าหน้าที่บริหารและประธานกรรมการสามารถใช้อำนาจที่มีอยู่เพื่อฉกฉวยประโยชน์จากกิจการ ทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการแย่ลง

คำสำคัญ: อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ธรรมาภิบาล ผลการดำเนินงาน ตัวแปรกำกับ

Abstract

The purpose of this study is to study the effect of corporate governance on the relationship between CEO power and firm performance. The sample has been collected for 7 years, from 2010 to 2016. This study uses the Multiple Regression



Analysis to test the relationship between CEO power and firm performance. In addition, this study tests the moderation effect of corporate governance on the relationship between CEO power and firm performance.

The empirical study found that CEO power has statistical significance effect on firm performance. To test the moderating effect, this study found that the effect of the interaction between CEO power and corporate governance is not significant to the firm performance. Thus, we tested the sub-group analysis to see the effect of corporate governance on those relationship. This empirical study shows an interesting result. When companies have high CG score, the relationship between CEO power and firm performance is not significant. In contrast, when companies have low CG score, the relationship between CEO power and firm performance shows a negative effect to firm performance. This study implied that the companies with low level of corporate governance will have an Agency problem. CEOs who hold the position of the chairman of the board will have high power level thus they will be difficult to be monitored from the board. As a result, they can take advantage for their own benefit instead of for the shareholders. Finally, the firm performance declined.

Keywords: CEO power, Corporate governance, Firm performance, moderator

Paper Type: Research

1. บทนำ

ผลการดำเนินงานในแต่ละงวดบัญชีที่บริษัทรายงานออกมาต่อสาธารณชน สามารถบ่งบอกถึงคุณภาพของบริษัท ความสามารถทางธุรกิจ ความแข็งแกร่งของบริษัท รวมไปถึงการบริหารจัดการของผู้บริหารว่ามีฝีมือในการจัดการองค์กรได้ดีเพียงขนาดไหน ผลการดำเนินงานที่ใช้เป็นตัวชี้วัดที่ดีให้กับนักลงทุน เพราะนักลงทุนส่วนมากจะตัดสินใจการลงทุน โดยอิงจากผลการดำเนินงานเป็นอันดับแรกๆ ของการพิจารณาการลงทุน บริษัทไหนที่มีผลการดำเนินงานออกมาแย่ จะทำให้นักลงทุนหันไปลงทุนที่อื่น ดังนั้นอาจทำให้มีการขายหุ้นของบริษัทนั้นๆ ทั้งๆ ที่เพราะถือว่าไม่คุ้มต่อการลงทุนเนื่องจากความสามารถของกำไรสุทธิเริ่มอ่อนแอ ผลการดำเนินงานของบริษัทแต่ละปีจะมีการประกาศสู่สาธารณชนตัวอย่างเช่น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีผลการดำเนินงานมีกำไร งบปี สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2560 ที่สามารถชำระกำไรสุทธิเติบโตอย่างก้าวกระโดดเกินกว่า 100% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน อาทิ บริษัท แกรนด์ แอสเสท โอเทิลส์ แอนด์ พรอพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน) หรือ GRAND บริษัท อมตะ วิเอ็น จำกัด (มหาชน) หรือ AMATAV บริษัท ดับบลิวเอชเอ ยูทิลิตี้ส์ แอนด์ พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน) หรือ WHAUP บริษัท ตะวันออกพาณิชย์ลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) หรือ ECL เป็นต้น (Kaohoon, 2018) อย่างไรก็ตามยังมีหลายๆ บริษัทที่ประสบปัญหาขาดทุนหรือเกิดการบริหารงานไม่มีประสิทธิภาพ หรือการตัดสินใจในการลงทุนแล้วเกิดการล้มเหลว ทำให้ผลประกอบการแยกลงเมื่อเทียบกับปีที่ผ่านมา ตัวอย่างบริษัทมหาชน จำกัด ที่มีการขาดทุนสุทธิต่อเนื่อง นับจากผลการดำเนินงานตั้งแต่ปี 2558 จนถึงงวด 9 เดือนปี 2560 เช่น บริษัท จีเอ็มเอ็ม แกรมมี่ จำกัด (มหาชน) หรือ GRAMMY บริษัท ไอรา แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) หรือ AIRA บริษัท ฟู้ด แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) หรือ FC เป็นต้น (Kaohoon, 2017)

ปัจจัยสำคัญ ที่ส่งผลต่อการที่บริษัทจะประสบความสำเร็จหรือล้มเหลว คือประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (Lam &

Lee, 2008; Chen, 2014; Combs et al., 2007) ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร เป็นผู้บริหารสูงสุดของบริษัทที่ได้รับมอบหมายอำนาจหน้าที่ เบ็ดเสร็จเด็ดขาด จากคณะกรรมการอำนวยการหรือบอร์ดของบริษัท ให้บริหารจัดการองค์กร รวมถึง การกำหนดนโยบาย และการตัดสินใจที่สำคัญต่างๆ ขององค์กร ประธานเจ้าหน้าที่บริหารถือว่าเป็นทรัพยากรบุคคลที่สำคัญที่สุด ซึ่งการนำองค์กรให้ประสบความสำเร็จได้นั้น ประธานเจ้าหน้าที่บริหารต้องมีความรู้ มีความซื่อสัตย์สุจริต มีความรู้ความสามารถในด้านต่างๆ รวมถึงความรู้ในการบริหารจัดการ และสามารถคาดคะเนโอกาสในการลงทุนให้มีความคุ้มค่ากับองค์กร นอกจากนี้ประธานเจ้าหน้าที่บริหารก็มีส่วนในการตัดสินใจให้บุคลากรมีการพัฒนาความรู้ใหม่ เพื่อให้องค์กรมีการพัฒนาต่อเนื่องจากสามารถเอาชนะคู่แข่งได้ ดังนั้นประธานเจ้าหน้าที่บริหารจึงเป็นบุคคลสำคัญในการนำพาให้บริษัทมีกำไร หรือขาดทุน ยามที่มีวิกฤตเศรษฐกิจ ประธานเจ้าหน้าที่บริหารก็เป็นบุคคลสำคัญที่นำพาองค์กรให้อยู่รอด

ปัญหาที่หลายๆ บริษัทมีการดำเนินงานไม่มีประสิทธิภาพ หรือขาดทุนนั้นส่วนหนึ่งสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) นำเสนอโดย Jensen & Meckling (1976) ซึ่งได้อธิบายความสัมพันธ์ของ 2 ฝ่ายคือ ฝ่ายผู้ที่เป็นเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น กับฝ่ายบริหารหรือตัวแทนที่ได้รับมอบอำนาจในการตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินงานจากผู้ถือหุ้น ถ้าผู้บริหารสามารถสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น ความสัมพันธ์นี้จะราบรื่น แต่เมื่อใดก็ตามที่ผู้บริหารเห็นแก่ประโยชน์ส่วนตน แทนที่จะเป็นประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ก็จะเกิดปัญหาตัวแทน (Agency problem) โดยปัญหาตัวแทนนี้เกิดขึ้นเนื่องจากประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นเพียงตัวแทนของเจ้าของกิจการ ผู้ถือหุ้นจำนวนมากซึ่งเป็นเจ้าของกิจการไม่สามารถเข้าร่วมบริหารจัดการบริษัทได้ ดังนั้นอำนาจทั้งหลายในการบริหารกิจการจึงตกเป็นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และโดยตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารนั้นมีอำนาจสูงที่สุดจากการเป็นผู้บริหารระดับสูง การมีอำนาจมากทำให้ประธานเจ้าหน้าที่บริหารสามารถ

กลยุทธ์ประโยชน์ได้มากกว่าตำแหน่งอื่น ผลประโยชน์ที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารได้รับในรูปแบบที่เป็นตัวเงิน ได้แก่ เงินเดือน โบนัส ค่าเบี้ยประชุม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ยังมีผลประโยชน์อื่นๆ นอกจากการค่าตอบแทนที่ได้รับ เช่นรถประจำตำแหน่ง ห้องทำงาน ค่าคอมมิชชันจากการอนุมัติโครงการที่เอื้อประโยชน์ให้บุคคลอื่นแทนที่จะเป็นบริษัท เป็นต้น ถ้าประธานเจ้าหน้าที่บริหารเห็นต่อประโยชน์ส่วนตนก็จะในทุกวิถีทางเพื่อให้ได้ค่าตอบแทนอื่นๆ เพิ่มขึ้น การได้รับสิทธิทุกอย่างจากสัญญาระหว่างเจ้าของกับผู้บริหารนั้น เมื่อหมดสัญญาทุกอย่างก็จบ ดังนั้นประธานเจ้าหน้าที่บริหารอาจกอบโกยสิทธิต่างๆ ให้มากที่สุด การที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารรวบรวมตำแหน่งประธานกรรมการก็ยิ่งจะส่งผลให้ประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีอำนาจในบริษัทที่เพิ่มขึ้น ซึ่งอำนาจที่เพิ่มขึ้นนี้ส่งผลต่อผลการดำเนินงานที่แตกต่างกัน งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่ผ่านมาแสดงถึงความสัมพันธ์นี้ เช่น Chen (2014) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารจากการรวบรวมตำแหน่งประธานกรรมการต่อผลการดำเนินงาน ของบริษัทที่จดทะเบียน ของประเทศในสหภาพยุโรป โดยเลือกบริษัทจาก 200 บริษัทที่เป็นบริษัทชั้นนำในรายชื่อของ the Global Fortune 500 พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารจากการรวบรวมตำแหน่งประธานกรรมการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทไม่มีนัยสำคัญ Finkelstein et al. (1994) พบว่า อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารจากการรวบรวมตำแหน่งประธานกรรมการนั้นสามารถปกป้องประธานเจ้าหน้าที่บริหารได้จากการถูกไล่ออกทั้งที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีผลการดำเนินงานไม่เป็นที่พอใจ

สำหรับประเทศไทย หลังจากวิกฤต ปี 2540 ทำให้องค์กรภาครัฐและภาคเอกชน เช่นบริษัทมหาชนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีความสำคัญกับบรรษัทภิบาล การที่บริษัทมีบรรษัทภิบาลที่ดีจะก่อให้เกิดความมั่นใจต่อผู้มีส่วนได้เสียกับกิจการได้ว่ากิจการมีระบบการจัดการกระบวนการ โครงสร้าง และ ควบคุมกิจการให้มีประสิทธิภาพ หน่วยงานที่ให้ความสำคัญกับบรรษัทภิบาล เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดแนวทางปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับหลักการค้ากับดูแลกิจการให้กับบริษัทต่างๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปฏิบัติตามงานวิจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการในหลายๆบริบท เช่น Gompers et al. (2003)

พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยให้การดำเนินงานของบริษัท มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น Pongpanpattana (2015) ทำการศึกษา เรื่องกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี และผลการดำเนินงานของกิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2553-2555 พบว่าจำนวนคณะกรรมการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน แต่การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท กับผลการดำเนินงานของกิจการพบว่าไม่มีนัยสำคัญ

จากงานวิจัยที่กล่าวมาข้างต้นทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่เกิดจากการรวบรวมตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารและประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท และเนื่องจากบรรษัทภิบาลเป็นเรื่องที่องค์กรรัฐและเอกชนได้นำมาปรับใช้เพื่อให้ความโปร่งใสในองค์กร งานวิจัยนี้จึงสนใจศึกษาอิทธิพลของบรรษัทภิบาลของบริษัทต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2559

2. วัตถุประสงค์

2.1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัท

2.2 เพื่อศึกษาผลกระทบจากบรรษัทภิบาลของบริษัทต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัท

3. ทบทวนวรรณกรรม

3.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน โดย Jensen & Meckling (1976) อธิบายถึงความสัมพันธ์ที่เป็นสัญญาระหว่างเจ้าของเงินทุน เรียกว่าตัวการ (Principal) กับ ผู้บริหาร เรียกว่า ตัวแทน (Agent) เนื่องจากเจ้าของเงินทุนไม่สามารถบริหารกิจการได้เองจึงต้องให้ตัวแทนเข้ามาช่วยในการบริหารจัดการองค์กร โดยฝ่ายตัวการมอบอำนาจในการบริหารงานให้กับฝ่ายตัวแทนให้บริหารจัดการองค์กรแทนตนเอง และให้มีอำนาจในการตัดสินใจลงทุน เพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดให้กับเจ้าของเงินทุน แต่การที่วัตถุประสงค์ในการสร้างผลประโยชน์ไม่สอดคล้องกันทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency problem) โดยผู้บริหารหรือฝ่ายตัวแทนสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับตัวเองแทนที่จะสร้างให้เจ้าของเงินทุนหรือตัวการ ถือว่าเป็นการขัดแย้งของผลประโยชน์ (conflict of interest) ระหว่างตัวการกับตัวแทน

ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน (Agency problem) สามารถแยกเป็นกรณีต่างๆ เช่น Moral-Hazard เป็นปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากผู้บริหาร (ตัวแทน) คำนึงผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าของผู้ถือหุ้น (ตัวการ) เช่นการนำทรัพยากรบริษัทไปใช้ส่วนตัวแทนที่จะนำมาก่อให้เกิดรายได้แก่องค์กร Risk Aversion คือปัญหาที่เกิดจากการยอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนของผู้บริหาร เนื่องจากผู้บริหารได้รับผลตอบแทนเป็นเงินเดือน จึงไม่กล้ายอมรับโครงการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง ถึงแม้โครงการนั้นจะให้ผลตอบแทนสูง เพราะถ้าบริหารล้มเหลวก็จะกระทบต่อหน้าที่การงานและเงินเดือนประจำ (McColgan, 2001)

3.2 ธรรมาภิบาล (Corporate Governance)

ธรรมาภิบาล หรือเรียกว่าการกำกับดูแลกิจการ หมายถึง “การบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย” (The Securities and Exchange Commission, 2018) การกำกับดูแลกิจการที่ดี หมายถึง “การจัดโครงสร้าง และกลไกการบริหารจัดการภายในองค์กร เพื่อเชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ผู้บริหาร พนักงาน และผู้ถือหุ้นโดยมีวัตถุประสงค์ ที่สำคัญในการสร้างประโยชน์ที่เหมาะสมแก่ผู้ถือหุ้น โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียโดยรวม” (PTT public company limited, 2018) จากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ปีพ.ศ.2540 บริษัทในประเทศไทยได้รับผลกระทบ ทำให้เกิดการล้มละลาย ส่วนหนึ่งเกิดจากการบริหารที่ขาดความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือ รัฐบาลไทยและองค์กรที่สำคัญ เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงได้ให้ความสำคัญกับธรรมาภิบาล และได้มีการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง เริ่มตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ที่รัฐบาลไทยได้ประกาศให้เป็นปีริเริ่มให้มีการรณรงค์การกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือธรรมาภิบาลดี โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนด หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้พึงปฏิบัติ โดยหลักการนี้เทียบเคียงกับการกำกับดูแลของ องค์กรเพื่อความร่วมมือและการพัฒนาทางเศรษฐกิจ (Organization for Economic Co-operation and Development - OECD) ซึ่งเป็นองค์กรระหว่างประเทศของกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว

3.3 อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO Power) ประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นผู้บริหารระดับสูงสุดในองค์กร ด้านการบริหารจัดการ ประธานเจ้าหน้าที่บริหารนอกจากจะมีอำนาจในการตัดสินใจแล้วยังเป็นผู้ที่มีอำนาจต่อการกำหนดกลยุทธ์ขององค์กร ดังนั้นประธานเจ้าหน้าที่บริหารถือว่าเป็นบุคคลที่มีอำนาจและมีภาวะผู้นำที่สำคัญในการนำองค์กรไปสู่ความสำเร็จได้ (Adams et al., 2005)

Finkelstein (1992) ได้ให้ความหมายของ อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารว่าหมายถึง อำนาจในการบริหารจัดการความไม่แน่นอนขององค์กรซึ่งอาจเกิดจากภายในหรือภายนอกองค์กร นอกจากนี้ Finkelstein (1992) ได้แบ่งประเภทของอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร เป็น 4 ประเภท ได้แก่ 1) อำนาจที่เกิดจากตำแหน่งโครงสร้างในองค์กร (structural power) 2) อำนาจที่เกิดจากประสบการณ์และความสามารถ (expert power) 3) อำนาจที่เกิดจากความเป็นเจ้าของ (ownership power) 4) อำนาจที่เกิดจากความมีชื่อเสียง (prestige power)

3.4 ตัวแปรกำกับ (Moderator Variable)

ตัวแปรกำกับคือตัวแปรที่จะนำมาเพิ่มเข้ามาในตัวแบบเส้นทางหรือตัวแบบสมการโครงสร้าง เพื่อเปลี่ยนทิศทางและ/หรือขนาดของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม โดยตัวแปรกำกับจะทำหน้าที่ส่งผ่านอิทธิพลจากตัวแปรอิสระไปยังตัวแปร

ตาม ตัวแปรกำกับนี้เป็นตัวแปรสำคัญที่ช่วยให้ผู้วิจัยเข้าใจปรากฏการณ์ ที่เกิดจากความสัมพันธ์อันซับซ้อนระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามได้ชัดเจนมากขึ้น (Baron & Kenny, 1986)

3.5 อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและผลการดำเนินงาน ในอดีตมีงานวิจัยเชิงประจักษ์ รายงานความสัมพันธ์ของ ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควบคุมตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับประธานกรรมการกับผลการดำเนินงาน ซึ่งผลงานวิจัยที่ได้มีการรายงานแตกต่างกันไปความสัมพันธ์นี้อาจเป็นทั้งเชิงบวก เชิงลบ หรือไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกัน นอกจากนี้ความสัมพันธ์ระหว่างประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควบคุมตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับประธานกรรมการกับผลการดำเนินงานอาจเปลี่ยนแปลงไปตามประเภทของอุตสาหกรรมด้วย

Elsayed (2007) explains the mixed results in the CEO duality–performance literature by arguing that the direction and magnitude of this link are different across industries.

Elsayed (2007) explains the mixed results in the CEO duality–performance literature by arguing that the direction and magnitude of this link are different across industries.

Elsayed (2007) explains the mixed results in the CEO duality–performance literature by arguing that the direction and magnitude of this link are different across industries.

Elsayed (2007) explains the mixed results in the CEO duality–performance literature by arguing that the direction and magnitude of this link are different across industries.

Elsayed (2007) explains the mixed results in the CEO duality–performance literature by arguing that the direction and magnitude of this link are different across industries.

Elsayed (2007) explains the mixed results in the CEO duality–performance literature by arguing that the direction and magnitude of this link are different across industries.

(Elsayed, K., 2007)

งานวิจัยของ Lam & Lee (2008) ทำการทดสอบผลกระทบจากธุรกิจรอบครัวต่อความสัมพันธ์ระหว่างประธานเจ้าหน้าที่บริหารควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในฮ่องกง ผลการทดสอบพบว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหารควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลการดำเนินงาน และทดสอบพบว่าอิทธิพลของผู้เป็นเจ้าของ

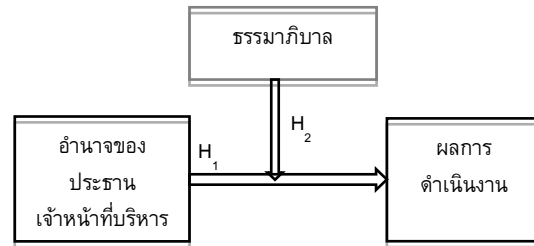
แบบธุรกิจรอบครัว ซึ่งเป็นตัวแปรกำกับ มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์นี้ด้วย Peni (2014) ทดสอบพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างประธานเจ้าหน้าที่บริหารควบตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันกับผลการดำเนินงาน ของบริษัทจดทะเบียน ที่อยู่ใน S&P Dow Jones Indices ในทางตรงข้ามงานวิจัยของ Tang (2017) พบว่า ประธานเจ้าหน้าที่บริหารควบตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลการดำเนินงาน

จากงานวิจัยที่ผ่านมา แสดงให้เห็นว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหารควบตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันอาจมีความสัมพันธ์เป็นลบหรืออาจเป็นบวกต่อผลการดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม การที่ว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหารควบตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันแสดงถึงการตรวจสอบคานอำนาจของผู้บริหารอาจลดลง เพราะการที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารทำหน้าที่เป็นประธานกรรมการด้วย แสดงให้เห็นถึงการที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารสามารถประเมินผลการดำเนินงานของตนเองได้ ดังนั้นคณะกรรมการบริษัทอาจทำการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารแบบไม่มีประสิทธิภาพ และอาจเอื้อประโยชน์ให้ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่ควบตำแหน่งประธานกรรมการได้ สำหรับประเทศไทยก็มีข่าวเรื่องคอลลิชั่น และความโปร่งใสในองค์กร ThaiPublica. (2018) รายงานเมื่อวันที่ 17 พฤศจิกายน 2560 “ก.ล.ต. กล่าวโทษผู้บริหารบริษัท กรู๊ปอีส จำกัด (มหาชน) (GL) กรณีทุจริต เบียดบังทรัพย์สินของบริษัท และทำบัญชีไม่ถูกต้อง โดยทำธุรกรรมอำพรางผ่านบริษัทที่เกี่ยวข้องในต่างประเทศหลายแห่ง เพื่อให้ผลประโยชน์ของ GL สูงเกินความจริง” ซึ่งบริษัทบริษัท กรู๊ปอีส จำกัด (มหาชน) หรือ GL เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) การที่มีข่าวเรื่องความโปร่งใสออกมาในปลายปี 2560 ส่งกระทบราคาหุ้นทำให้นักลงทุนต้องขาดทุนจำนวนมาก

ดังนั้นธรรมาภิบาลจึงเป็นสิ่งสำคัญสำหรับองค์กร Jiamsagul (2007) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ Return on Asset (ROA) เป็นตัววัดผลการดำเนินงาน พบว่าความโปร่งใสและการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินมีผลบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท นอกจากนี้สัดส่วนกรรมการอิสระก็มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานด้วย แต่การควบตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารและขนาดคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดย ROA Christensen et al. (2010) กล่าวว่าธรรมาภิบาลเป็นตัวแปรสำคัญที่จะช่วยกำกับดูแลการทำงานของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และทำให้ผลการดำเนินงานมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้งานวิจัยของ Gompers et al. (2003) สรุปไว้ว่าการที่มีธรรมาภิบาลดีจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานดี เพราะธรรมาภิบาลที่ดีสามารถบั่นทอนปัญหาตัวแทนให้ลดลง ซึ่งจะเป็นผลดีต่อผู้ถือหุ้น ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประธาน

เจ้าหน้าที่บริหารควบตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันกับผลการดำเนินงาน และธรรมาภิบาลที่ดีมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน งานวิจัยนี้จึงเสนอกรอบแนวคิดวิจัยดังนี้

3.6.1 กรอบแนวคิดการวิจัย



จากความสัมพันธ์ดังกล่าวจึงพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

H₁: อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงาน

H₂: ธรรมาภิบาลมีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและผลการดำเนินงาน

4. วิธีการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง ประชากร ที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หรือจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (Market for Alternative Investment: mai) จากทุกกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษาจะไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน บริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนและบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลไม่ครบถ้วน งานวิจัยนี้มีการวิเคราะห์ข้อมูลรายปี จำนวน 7 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2553 ถึง พ.ศ.2559 สถิติที่ใช้ในงานวิจัยนี้ ได้แก่ การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ข้อตกลงเบื้องต้นเกี่ยวกับขนาดกลุ่มตัวอย่างมีความสำคัญในการทดสอบเพื่ออ้างอิงไปสู่กลุ่มประชากร Steven (1996) อ้างอิงใน Pusrioon (2014) เสนอว่าสำหรับงานวิจัยทางสังคมศาสตร์นั้น จำนวนกลุ่มตัวอย่าง ควรใช้ประมาณ 15 เท่าของตัวแปรพยากรณ์ จึงสามารถนำมาใช้ในการในการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ดังนั้นถ้านงานวิจัยมีตัวแปรพยากรณ์เท่ากับ 10 ตัวแปร อย่างน้อยควรมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างเท่ากับ 150 สำหรับงานวิจัยนี้มีตัวแปรที่ใช้้น้อยกว่า 10 ตัวแปรดังนั้นการใช้กลุ่มตัวอย่างเท่ากับ 2,795 จึงผ่านข้อตกลงเบื้องต้น

4.1 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้เป็นแบบข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยข้อมูลส่วนของธรรมาภิบาล เก็บข้อมูลจากรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัท (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies: CGR) ซึ่งจัดทำและเปิดเผยข้อมูลโดย สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors Association: IOD) อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร สามารถรวบรวมได้จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีของบริษัท (แบบ 56-1) ข้อมูลผลการดำเนินงานและข้อมูลทางการเงินอื่นๆ สามารถรวบรวมได้จากฐานข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ข้อมูลที่นำมาศึกษาในครั้งนี้ประกอบด้วย 1) ข้อมูล

จากฐานข้อมูล SET SMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) 2) ข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและผลการดำเนินงาน และศึกษาอิทธิพลของธรรมาภิบาลของบริษัทต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและผลการดำเนินงาน มีตัวแปรที่สำคัญดังนี้

4.1.1 อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO power) สำหรับงานวิจัยนี้ทดสอบเฉพาะอำนาจที่เกิดจากตำแหน่งโครงสร้างในองค์กร (structural power) โดยงานวิจัยนี้วัดอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่เกิดจากตำแหน่งโครงสร้างในองค์กร ตามงานวิจัยเชิงประจักษ์ที่ผ่านมาอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่เกิดจากตำแหน่งโครงสร้างในองค์กร วัดได้จากการที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารรวบรวมตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกัน (Combs et al., 2007; Kim et al., 2009)

4.1.2 ผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) งานวิจัยของ Fuzi et al. (2016) กล่าวถึงการวัดผลการดำเนินงานเป็น 2 วิธี หลักคือ Tobin's Q เป็นมูลค่าเชิงราคาตลาด (Market-based Measure) และ ROA เป็นผลการดำเนินงานทางบัญชี (Accounting-based Measure) งานวิจัยของ Jermias & Gani (2014) แนะนำการใช้ Tobin's Q ดีกว่าการใช้ ROA เพราะ Tobin's Q สะท้อนมูลค่าของตลาดและเป็นตัวเลขที่อยู่นอกเหนืออำนาจของผู้บริหารที่จะมาตกแต่งได้ ดังนั้นงานวิจัยนี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้ Tobin's Q งานวิจัย ของ Peni

(2014) คำนวณหา Tobin's Q ได้จากสูตร (มูลค่าทางตลาดของหุ้น + มูลค่าตามบัญชีของหุ้นบุริมสิทธิ์ + มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน) / มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์

4.1.3 ธรรมาภิบาล (CG) สถาบันกรรมการบริษัทไทย จัดทำรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (CGR) ซึ่งจัดอันดับบริษัทที่มีธรรมาภิบาล พอใช้ ดี ดีมาก ดีเยี่ยม โดยทำการสำรวจและติดตามพัฒนาการด้านการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยทุกปี โดยใช้หลักเกณฑ์ในการประเมินของ Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) 5 ด้าน ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ ซึ่งรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (CGR) นี้ไม่มีการทดสอบเรื่อง ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการรวบรวมตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกัน

4.2 การวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยนี้ ใช้ Multiple Regression Analysis ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและผลการดำเนินงาน และศึกษาอิทธิพลของธรรมาภิบาลของบริษัทต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและผลการดำเนินงาน แสดงด้วยแบบจำลอง (Model) ดังนี้

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CPower}_{it} + \beta_2 \text{Profit}_{it} + \beta_3 \text{DA}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{CPower}_{it} + \gamma_2 \text{CG}_{it} + \gamma_3 \text{CPower}_{it} * \text{CG}_{it} + \gamma_4 \text{Profit}_{it} + \gamma_5 \text{DA}_{it} + \gamma_6 \text{Size}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

ตารางที่ 1 แสดงตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า
ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) : ตัวแปรที่สนใจศึกษา อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร	CPower	ใช้การกำหนดตัวเลขแทนค่าดังนี้ บริษัทที่มีการรวบรวมตำแหน่งประธานกรรมการกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กำหนดค่าเป็น 1 บริษัทที่มีการแยกตำแหน่งประธานกรรมการกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กำหนดค่าเป็น 0 (Adams et al., 2005; Liu & Jiraporn 2010)
ตัวแปรอิสระ (Independent Variable): ตัวแปรที่ควบคุม	Size	ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์วัดโดยมูลค่าทางตลาดของบริษัท (Market Capitalization)
ขนาดของกิจการ	DA	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม = Total Debt/Total Asset
ความเสี่ยง	Profit	อัตรากำไรสุทธิ-net-profit-margin คือกำไรที่หักค่าใช้จ่ายทั้งหมด
กำไร		

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า
ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม	INDUSTRY	ออกแล้ว รวมถึงดอกเบี้ยและภาษีเงินได้แล้ว อัตรากำไรสุทธิ
เวลา	TIME	สามารถคำนวณได้จาก อัตรากำไรสุทธิ = กำไรสุทธิ/ยอดขาย * 100 (%)
ตัวแปรกำกับ (Moderator Variable)		เป็น dummy
ธรรมชาติ	CG	เป็น dummy
		ระดับการกำกับดูแลกิจการจาก CGR
		ระดับดีเลิศ (90-100 คะแนน) ระดับดีมาก (80-89 คะแนน) และ
		ระดับดี (70-79 คะแนน) แทนด้วยค่า เลข 1
		ระดับพอใช้ (ต่ำกว่า 70 คะแนน) แทนด้วยค่า เลข 0
ตัวแปรตาม (Dependent Variable)		
ผลการดำเนินงาน	Tobin's Q	Tobin's Q = (มูลค่าทางตลาดของหุ้น + มูลค่าตามบัญชีของหุ้นบุริมสิทธิ + มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน)/มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (Sharifah et al., 2015; Intintoli et al., 2014)

5. ผลการวิจัย

ตารางที่ 2 แสดงค่าสถิติของตัวแปร

Variable	N	Minimum	Maximum	Mean	Median	Std. Deviation
Tobin's Q	2795	0.37	5.29	1.55	1.30	0.71
DA	2795	0.00	134.41	25.34	23.30	21.31
Profit	2795	-198.85	268.12	6.94	6.56	23.44
Size	2795	5.57	19.41	11.86	11.48	2.43

ผลจากตารางที่ 2 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร (mean) เท่ากับ 1.55 ค่าสูงสุดเท่ากับ 5.29 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.37 โดยแสดงค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปร 0.37 ตัวแปรอิสระได้แก่ ความเสี่ยง (DA) ผลกำไร (Profit) ขนาดแต่ละตัว ตัวแปรตามได้แก่ ผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) มีค่าเฉลี่ยของบริษัท (Size)

ตารางที่ 3 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวแปร dummy variable

	N	Minimum	Maximum	Frequency	Percentage
CEOpower	2795	0	1	479	17.14%
CG	2795	0	1	1935	69.23%

ตารางที่ 3 แสดงความถี่ของตัวแปรหุ่น (Dummy variable) จากตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยนี้ ประกอบด้วยอำนาจประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CPower) เป็นตัวแปรอิสระที่สนใจ และธรรมชาติ (CG) เป็นตัวแปรกำกับ

ผลจากตารางแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีอำนาจประธานเจ้าหน้าที่บริหารสูงจากการควบคุมประธานกรรมการในบุคคลเดียวกัน คิดเป็น 17.14% บริษัทที่มีธรรมชาติดี คิดเป็น 69.23%

ตารางที่ 4 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร

Variable	Tobin's Q	Profit	DA	Size	CG	CPower
Tobin's Q	1					
Profit	.129**	1				
DA	-.180**	-.062**	1			
Size	.268**	.282**	.054**	1		
CG	.138**	.185**	-.013	.341**	1	
CPower	-.106**	-.064**	.038*	-.084**	-.153**	1

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed). * Correlation is significant at the .05 level (2-tailed)

ผลจากตารางที่ 4 แสดงความสัมพันธ์ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระอื่นๆ กับตัวแปรตาม ผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) พบว่า ผลกำไร (Profit) ขนาดของบริษัท (Size) ธรรมาภิบาล (CG) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับ ผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 แต่ความเสี่ยง (DA) และอำนาจประธานเจ้าหน้าที่ (CPower) มีความสัมพันธ์ทางลบกับ ผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 พิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกัน พบมีความสัมพันธ์ขนาดของบริษัท (Size) ธรรมาภิบาล (CG) มี

ความสัมพันธ์ทางบวกกับ ผลกำไร (Profit) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 แต่ความเสี่ยง (DA) และอำนาจประธานเจ้าหน้าที่ (CPower) มีความสัมพันธ์ทางลบกับผลกำไร (Profit) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

จากตาราง แสดงให้เห็นความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างขนาดของบริษัท (Size) กับความเสี่ยง (DA) และพบว่า ธรรมาภิบาล (CG) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับขนาดของบริษัท (Size) และยังพบว่าขนาดของบริษัท (Size) และ ธรรมาภิบาล (CG) มีความสัมพันธ์ทางลบกับอำนาจประธานเจ้าหน้าที่ (CPower) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ตารางที่ 5 แสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ของแบบจำลอง

โมเดลที่ 1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและผลการดำเนินงาน

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CPower}_{it} + \beta_2 \text{Profit}_{it} + \beta_3 \text{DA}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Variables	Coefficient	t	VIF
Intercept		12.976	
CPower	-0.070**	-3.948	1.013
Profit	0.051**	2.743	1.105
DA	-0.185**	-10.406	1.012
Size	0.245**	13.130	1.118
Industry Dummies	Yes		
Year Dummies	Yes		
R ²	0.133		
Adjust R ²	0.132		
Durbin-Watson	1.995		
N	2795		

ตารางที่ 5 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและผลการดำเนินงานของบริษัท ตาม แบบจำลองที่ 1 เป็นการทดสอบสมมุติฐานการวิจัยที่ 1 (H_1) อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงาน

ผลจากทดสอบสมมุติฐานพบว่า อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CPower) ความเสี่ยง (DA) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) ขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.070 และ -0.185 ตามลำดับ

ดังนั้นแสดงว่าอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีผลเชิงลบผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญแต่มีความสัมพันธ์ที่น้อยมาก เมื่อเทียบกับตัวแปรอิสระอื่นๆ ส่วน ผลกำไร (Profit) และขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.051 และ 0.245 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่า ขนาดของกิจการ (Size) มีผลเชิงบวกกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญและมีความสัมพันธ์ที่มากกว่าตัวแปรอิสระอื่นๆในสมการ

ตารางที่ 6 แสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ของแบบจำลอง

โมเดลที่ 2 แสดงผลกระทบของตัวแปรกำกับ : Effect of Corporate Governance

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{CPower}_{it} + \gamma_2 \text{CG}_{it} + \gamma_3 \text{CPower}_{it} * \text{CG}_{it} + \gamma_4 \text{Profit}_{it} + \gamma_5 \text{DA}_{it} + \gamma_6 \text{Size}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Independent Variable	Model 1		Model 2	
	Coefficient	t	Coefficient	t
CPower	-0.070**	-3.948	-0.077*	-2.801
CG			0.028	1.333
CPower * CG			0.014	0.521
R ²		0.133		0.134
Adjust R ²		0.132		0.132
Durbin-Watson		1.995		1.999
N		2795		2795

ผลจากตารางที่ 6 แสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของผลกระทบของธรรมาภิบาลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและผลการดำเนินงานของบริษัท ตาม แบบจำลองที่ 2 เป็นการทดสอบสมมุติฐานการวิจัยที่ 2 (H_2) ธรรมาภิบาลมีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและผลการดำเนินงาน

ผลจากทดสอบสมมุติฐาน สามารถสรุปได้ดังนี้ อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CPower) มีความสัมพันธ์

เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.077 ธรรมาภิบาล

(CG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วน อิทธิพลระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับธรรมาภิบาล (CPower*CG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) ก็ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 7 แสดงค่าสถิติจากการวิเคราะห์กลุ่มย่อย (Sub-group Analysis) ของแบบจำลอง

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CPower}_{it} + \beta_2 \text{Profit}_{it} + \beta_3 \text{DA}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Variables	High CG			Low CG		
	Coefficients	t	VIF	Coefficients	t	VIF
CPower	-0.045	-2.138	1.001	-0.138**	-4.304	1.011
Profit	0.075**	3.761	1.096	-0.11	-0.336	1.074
DA	-0.239**	-11.429	1.026	-0.15	-0.481	1.022
Size	0.236**	9.279	1.108	0.292**	8.803	1.086
Industry Dummies	Yes			Yes		
Year Dummies	Yes			Yes		
R ²	0.139			.133		
Adjust R ²	0.136			.127		
Durbin-Watson	1.961			2.040		
N	1935			860		

จากการวิเคราะห์ sub-group ตามตารางที่ 7 ตามแบบจำลองที่ 1 เป็นการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 2 (H₂) ธรรมาภิบาลมีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและผลการดำเนินงาน โดยแบ่งตัวอย่างเป็น 2 กลุ่ม ผลจากทดสอบสมมติฐาน กลุ่มที่มีธรรมาภิบาลดี พบว่า อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CPower) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) แต่ไม่มีนัยสำคัญ ความเสี่ยง (DA) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ส่วน ผลกำไร (Profit) และขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท

(Tobin's Q) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 กลุ่มที่มีธรรมาภิบาลพอใช้ พบว่า อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CPower) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.138 และขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.292 ผลกำไร (Profit) และ ความเสี่ยง (DA) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) แต่ไม่มีนัยสำคัญ

6. อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

การอภิปรายและสรุปการศึกษาตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัยแบ่งเป็น 2 ส่วนดังนี้

6.1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัท งานวิจัยที่ผ่านมาพบความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัททั้งเชิงบวกและเชิงลบ ตามทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (stewardship theory) บุคคลจะมีพฤติกรรมตอบสนองต่อความต้องการของสังคม ดังนั้นประธานเจ้าหน้าที่บริหารซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวแทนจะ

บริหารงานให้เกิดความสำเร็จต้องกรังเพื่อให้เป็นที่ยอมรับของสังคม (Davis et al., 1991) ดังนั้นถ้าประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีอำนาจในการบริหารมากก็ยิ่งจะทำให้สามารถทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น Mohammadi et al. (2015) ทำการศึกษาจากตัวอย่างของบริษัทในประเทศสวีเดน โดยเก็บข้อมูลปี 2005 ถึง 2009 พบว่าอำนาจประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์



อย่างไรก็ตามมีงานวิจัยเชิงประจักษ์ที่ผ่านมาพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Duru et al., 2016 & Ujunwa et al., 2013)

จากตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยผลจากการวิจัยนี้พบว่าอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 สามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีตัวแทน ซึ่งแสดงว่าองค์กรมีปัญหาตัวแทน (Agency problem) ระหว่างผู้ถือหุ้นหรือตัวการซึ่งเป็นเจ้าของเงินทุน กับประธานเจ้าหน้าที่บริหารซึ่งเป็นตัวแทนที่ได้รับมอบหมายอำนาจมาจากเจ้าของเงินทุน การที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีอำนาจมากโดยประธานเจ้าหน้าที่บริหารควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการมีผลทำให้ผลการดำเนินงานแย่ลง ทั้งนี้อาจเกิดจากการขัดแย้งผลประโยชน์ โดยแทนที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารจะทำให้เกิดความมั่งคั่งสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น กลับกลายเป็นประธานเจ้าหน้าที่บริหารสามารถใช้อำนาจหน้าที่ตนในการเอื้อประโยชน์ให้ตนเองมากกว่าองค์กร

6.2 เพื่อศึกษาผลกระทบจากธรรมาภิบาลของบริษัทต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัท การที่องค์กรนำเอาธรรมาภิบาลมาปรับใช้ในองค์กรเป็นทางเลือกหนึ่งสร้างความมั่นใจให้กับส่วนเจ้าของเงินทุน เพราะการมีธรรมาภิบาล หมายความว่าองค์กรมีระบบ มีกลไก และมีแนวทางในการบริหารและปฏิบัติงานทำให้ผู้บริหารงานใช้อำนาจหน้าที่ในทางที่ไม่ชอบได้ยากขึ้น ดังนั้นจะทำให้ผลการดำเนินงานมีประสิทธิภาพมากขึ้น

จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลของบริษัทกับอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ผลจากการวิจัยพบว่าไม่มีความสัมพันธ์ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 แต่จากการวิเคราะห์ sub-group โดยแบ่งกลุ่มบริษัทที่มีธรรมาภิบาลดีกับกลุ่มที่มีธรรมาภิบาลพอใช้ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงาน ผลจากการทดสอบกลุ่มบริษัทที่มีธรรมาภิบาลดี ผลจากการวิจัยพบว่าไม่มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัท แต่สำหรับการทดสอบกลุ่มบริษัทที่มีธรรมาภิบาลพอใช้ พบว่าอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลจากการวิจัยสามารถอธิบายได้ว่า ระดับของธรรมาภิบาลมีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัท ถ้าระดับธรรมาภิบาลของบริษัทมีน้อยจะส่งผลให้ผู้บริหารสูงสุดสามารถใช้อำนาจในการตัดสินใจผลประโยชน์เพื่อตนเอง ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทแย่ลง ประโยชน์ที่ได้รับงานวิจัยนี้คือแสดงให้เห็นว่าองค์กรไหนที่มี

ธรรมาภิบาลที่ดี จะช่วยลดต้นทุนตัวแทนและทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น ดังนั้นองค์กรที่เกี่ยวข้องทั้งภายในและภายนอกควรให้ความสำคัญกับธรรมาภิบาล

7. ข้อเสนอแนะ

7.1 ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์ในเชิงวิชาการ

จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันและกับผลการดำเนินงานของบริษัท ทำให้ทราบว่าอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันเป็นปัจจัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

นอกจากนี้งานวิจัยนี้เป็นงานวิจัยแรกในประเทศไทยที่ทำการทดสอบธรรมาภิบาลเป็นตัวแปรกำกับ โดยการแบ่งกลุ่มบริษัทที่มีธรรมาภิบาลดี และบริษัทที่มีธรรมาภิบาลพอใช้ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันและกับผลการดำเนินงานของบริษัท จากการแบ่งกลุ่มบริษัทเป็นสองกลุ่ม ผลจากการศึกษากลุ่มบริษัทที่มีธรรมาภิบาลดี พบว่าไม่มีความสัมพันธ์เชิงลบที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันและกับผลการดำเนินงานของบริษัท แต่ผลการศึกษากลุ่มบริษัทที่มีธรรมาภิบาลพอใช้ พบความสัมพันธ์เชิงลบที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นงานวิจัยนี้ทำให้ทราบว่า อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันที่มากมีผลทำให้ ผลการดำเนินงานของบริษัทแย่ลง ดังนั้นบริษัทควรมีการแยกอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับประธานกรรมการให้เป็นคนละคนกัน

7.2 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

การศึกษารุ่นนี้วัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q ซึ่งสะท้อนถึงมูลค่าผลการดำเนินงานทางการตลาด นอกจากนี้ตัวแปรที่น่าสนใจ ที่อาจนำมาวิเคราะห์เช่น Return on Asset (ROA) ที่สะท้อนข้อมูลทางบัญชี และ Economic Value Added (EVA) ที่แสดงถึงกำไรเชิงเศรษฐกิจ สามารถใช้วัดมูลค่าที่บริษัทสร้าง ก็น่าจะเสนอเป็นอีกทางเลือกหนึ่งในงานวิจัยในอนาคต นอกจากนี้อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีหลายประเภท เช่น อำนาจที่เกิดจากประสบการณ์และความสามารถ (expert power) และ อำนาจที่เกิดจากความเป็นเจ้าของ (ownership power) ดังนั้นในการวิจัยครั้งต่อไป ควรมีการวัดอำนาจประธานเจ้าหน้าที่บริหารในด้านต่างๆด้วย

8. References

- Adams, R., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *Review of Financial Studies*, 18, 1403–1432.
- Baron, R., & Kenny, D. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173–1182.
- Chen, H. (2014). *CEO duality and firm performance: an empirical study of EU listed firms*. 3rd IBA Bachelor Thesis Conference, University of Twente.
- Christensen, J., Kent, P., & Stewart, J. (2010). Corporate governance and company performance in Australia. *Australian Accounting Review*, 20(4), 372–386.
- Combs, J., Ketchen, D., Perryman, A., & Donahue, M. (2007). The moderating effect of CEO power on the board composition-firm performance relationship. *Journal of Management Studies*, 44(8), 1299–1323.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22, 20–47.
- Duru, A., Iyengar, R., & Zampelli, E. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of Business Research*, 69(10), 4269–4277.
- Elsayed, K. (2007). Does CEO duality really affect corporate performance? *Corporate Governance: An International Review*, 15, 1203–1214.
- Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management Journal*, 35(3), 505–538.
- Fuzi, S., Halim, S., & Julizaerma, M. (2016). Board independence and firm performance. *Procedia Economics and Finance*, 37, 460–465.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–155.
- Intintoli, V. J., Zhang, A., & Davidson, W. N. (2014). The impact of CEO turnover on firm performance around interim successions. *Journal of Management & Governance*, 18(2), 541–587.
- Jensen, M. C., & Meckling W. J. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jermias, J., & Gani, L. (2014). The impact of board capital and board characteristics on firm performance. *The British Accounting Review*, 46(2), 135–153.
- Jiamsakul, S. (2007). *The Performance Effects of Transparency and Disclosure, and Board of Directors: The Case of SET100 Thailand*. Doctoral dissertation, The Joint Doctoral Program in Business Administration, Chulalongkorn University, Thammasat University, and Nation Institute of Development Administration.
- Kaohoon. (2017). *Business Kaohoon*. Retrieved from <https://www.kaohoon.com/content/202402>.
- Kaohoon. (2018). *Business Kaohoon*. Retrieved from <https://www.kaohoon.com/content/219958>.
- Kim, K.-H., Al-Shammari, H. A., Kim, B., & Lee, S.-H. (2009). CEO duality leadership and corporate diversification behavior. *Journal of Business Research*, 62(11), 1173–1180.

- Lam, T., & Lee, S. (2008). CEO duality and firm performance: Evidence from Hong Kong. *Corporate Governance*, 8(3), 299-316.
- Liu, Y., & Jiraporn, P. (2010). The effect of CEO power on bond ratings and yields. *Journal of Empirical Finance*, 17, 744-762.
- McColgan, P. (2001). Agency theory and corporate governance: "A review of the literature from a UK perspective." Retrieved from <https://pdfs.semanticscholar.org/79c5/2954af851c95a27cb1fb702c23feaae86ca1.pdf>.
- Mohammadi, A., Basir, N. O., & Löff, H. (2015). *CEO Duality and Firm Performance Revisited*. Retrieved from <https://static.sys.kth.se/itm/wp/cesis/cesiswp400.pdf>.
- Peni, E. (2014). CEO and chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management & Governance*, 18(1), 185-205.
- Pongpanpattana, J. (2015). Mechanism of good governance and firm performance: an empirical evidence from Thai-listed firms. *Journal of Modern Management Science*, 8(1), 67-77.
- PTT public company limited. (2018). *Good corporate governance*. Retrieved from <http://www.pttplc.com/th/about/pages/corporate-governance.aspx>.
- Songsuk, P. (2014). *kāṇprayukchai SPSS wikhrō khōmūn ngānwīchāi*. [Application of SPSS data analysis] (4th ed.). Maha Sarakham, Thailand: Maha Sarakham Publisher.
- Sharifah F.S.F., Syahrina A.A.H., & Julizaerma M.K. (2015). Board independence and firm performance. *Procedia Economics and Finance*, 37, 460-465.
- Jiamsakul, S. (2007). *The Performance Effects of Transparency and Disclosure, and Board of Directors: The Case of SET100 Thailand*. Doctoral dissertation, The Joint Doctoral Program in Business Administration, Chulalongkorn University, Thammasat University, and Nation Institute of Development Administration.
- Tang, J. (2017). CEO duality and firm performance: The moderating roles of other executives and block holding outside directors. *European Management Journal*, 35(3), 362-372.
- Thaipublica. (2018). *Group Lease: Responsibility of the audit committee*. Retrieved from <https://thaipublica.org/2017/11/pises12/>.
- The Securities and Exchange Commission. (2018). *Good corporate governance*. Retrieved from http://www.sec.or.th/TH/RaisingFunds/EquityDebt/Pages/linkLaws_Regulations/CorporateGovernanceCG.aspx.
- Ujunwa, A., Salami, P. O., & Umar A. H. (2013). CEO duality and firm performance: an integration of Institutional perspective with Agency Theory. *International Journal of Economics and Management Engineering*, 7(1), 180-186.