

ผลกระทบจากธรรมาภิบาลของบริษัทต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจ  
ของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้  
Effect of Corporate Governance on Relationship between  
CEO Power and Cost of Debt

ดวงนภา สุขะหุต<sup>1</sup>

Duangnapa Sukhahuta

รวี ลังกานี<sup>2</sup>

Ravi Lonkani

ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย<sup>3</sup>

Chaiwuth Tangsomchai

จอมใจ แซ่มเพชร<sup>4</sup>

Jomjai Sampet

*Article History*

Received: April 30, 2018

Revised: November 30, 2018

Accepted: December 6, 2018

**บทคัดย่อ**

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของธรรมาภิบาลของบริษัทที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระหว่างปี พ.ศ. 2553-2559 งานวิจัยนี้ใช้ทฤษฎีตัวแทนในการอธิบายผลของความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ตามทฤษฎีตัวแทนของ Jensen & Meckling (1976) ตัวแทน (ผู้บริหาร) มีหน้าที่บริหารองค์กรเพื่อสร้างความมั่งคั่งให้กับตัวการ (ผู้ถือหุ้น) ปัญหาตัวแทนเกิดขึ้นเมื่อการบริหารงานโดยประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีอำนาจสูงสุดในการบริหารบริษัทมุ่งแสวงผลประโยชน์ให้ตนเองมากกว่าผลประโยชน์ของบริษัท ดังนั้น จะส่งผลกระทบต่อการทำงานและชื่อเสียงของบริษัท ทั้งนี้ ผลจากการดำเนินงานที่ไม่ดีและชื่อเสียงที่แย่ลงของบริษัทอาจส่งผลทำให้การระดมทุนหรือกู้ยืมมีต้นทุนเงินทุนสูงได้ ผลการวิจัยนี้พบว่า อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่เกิดจากการควบตำแหน่งประธานกรรมการและตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารในคนเดียวกันนั้น มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ และ

<sup>1</sup> นักศึกษาหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต (Ph.D.) สาขาบริหารธุรกิจ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

Ph.D. candidate, Business Administration Faculty of Business Administration, Chiang Mai University

E-mail: duangnapa@live.com

<sup>2</sup> คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, Faculty of Business Administration, Chiang Mai University, E-mail: ravi.l@cmu.ac.th

<sup>3</sup> คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, Faculty of Business Administration, Chiang Mai University, E-mail: chaiwuth.t@cmu.ac.th

<sup>4</sup> คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, Faculty of Business Administration, Chiang Mai University, E-mail: jomjai.s@cmu.ac.th

ผลการวิจัยยังพบว่า ธรรมชาติของบริษัทที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ นอกจากนี้ยังพบว่า ธรรมชาติของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ เมื่อใช้การวิเคราะห์กลุ่มย่อยสำหรับบริษัทที่มีธรรมชาติสูง ผลจากงานวิจัยพบว่า อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ไม่มีความสัมพันธ์กัน แต่สำหรับกลุ่มบริษัทที่มีธรรมชาติต่ำกว่า ผลจากงานวิจัยพบว่า อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ผลจากงานวิจัยสรุปได้ว่า สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการควบคุมอำนาจระหว่างประธานเจ้าหน้าที่บริหารและประธานกรรมการ จะทำให้องค์กรนั้นมีต้นทุนทางการเงินทางการกู้ยืมสูง ดังนั้น ถ้าองค์กรนั้นมีการปรับปรุงโครงสร้างการบริหารไม่ให้มีการควบคุมอำนาจระหว่างประธานเจ้าหน้าที่บริหารและประธานกรรมการ จะทำให้องค์กรนั้นสามารถลดต้นทุนทางการเงินทางการกู้ยืมได้ นอกจากนี้ ถ้าองค์กรมีประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควบคุมอำนาจของประธานกรรมการและมีธรรมชาติที่ไม่ดีด้วย จะยิ่งทำให้ต้นทุนทางการเงินทางการกู้ยืมมากขึ้น

**คำสำคัญ:** อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ธรรมชาติของบริษัท ต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้

### Abstract

The purpose of this study is to examine the effect of corporate governance on relationship between CEO power and cost of debt of Thai listed firms in the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market Alternative Exchange (mai) during 2010-2016. This study used the agency theory to predict the influence of CEO power on variation in cost of debt. According to the agency theory, CEOs perform their duties on behalf of shareholders and the firm's goal is to maximize shareholders' wealth. Due to agency conflicts, powerful CEOs do not maximize shareholders' value and do what they prefer, making the firms face low performance and have bad reputation. Thus, the agency problem causes the firms to face high cost to borrow money. This study provides evidence that high CEO power exacerbates agency costs and thus the firm faces high cost of debt. The results of the study show that, the CEO Power has significantly positive association with cost of debt. In contrast, corporate governance has significantly negative relationship with to the cost of debt. In addition, corporate governance as the moderating role has a significant negative influence on the relationships between the CEO Power and the cost of debt. Using sub-group analysis of high and low corporate governance to test the relationship between CEO power and cost of debt, the results show interesting outputs. For high corporate governance firms, the CEO power is not associated with cost of debt. Conversely, for low corporate governance firms, the CEO power is significantly and positively associated with cost of debt. This study contributes to Thai organizations by proving that CEO power can affect the cost of debt. It implies that if a CEO does not serve as a chairperson on the board, the organization will have a better monitor system. As a result, the agency cost will be reduced and the cost of debt will be lower. In addition, CEO power of the firms which have bad governance system can enlarge the cost of debt.

**Keywords:** CEO Power, Corporate Governance, Cost of Debt

## บทนำ

เงินทุนเป็นปัจจัยสำคัญพื้นฐานในการดำเนินธุรกิจ แหล่งเงินทุนที่สำคัญของบริษัท ได้แก่ การระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยการออกตราสารทุน และแหล่งเงินทุนที่มาจากการกู้ยืม โดยการออกตราสารหนี้ และการขอสินเชื่อโดยตรงจากธนาคารพาณิชย์ ซึ่งการจัดการแหล่งเงินทุนแต่ละประเภทมีทั้งข้อดีและข้อเสียแตกต่างกัน สำหรับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ การกู้ยืมอาจทำให้บริษัทมีภาระผูกพันต้องจ่ายชำระดอกเบี้ย และสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่มีโครงสร้างหนี้สูงจะส่งผลให้บริษัทมีความเสี่ยงสูง นอกจากนี้ถึงแม้บริษัทจะมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมือนกันหรือกู้ยืมจากแหล่งเงินหรือธนาคารพาณิชย์ที่เดียวกัน หรือออกตราสารหนี้ประเภทเดียวกันเพื่อจัดจำหน่าย แต่ละบริษัทจะก็มีต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ที่แตกต่างกันไป ทั้งนี้ เพราะมีอัตราดอกเบี้ยที่ต้องรับภาระแตกต่างกันออกไป แม้ว่าเจ้าหนี้มีความผันผวนในตลาดเงินและอัตราต้นทุนในการระดมทุนแต่ละครั้งไม่คงที่ ต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ยังมีข้อดีที่จูงใจให้บริษัทจัดหาเงินจากแหล่งเงินนี้ได้แก่ ดอกเบี้ยสามารถนำไปลดหย่อนภาษีได้

กล่าวโดยสรุป การที่บริษัทมีการจัดหาเงินทุนไม่เหมือนกันทั้งประเภทเงินทุน แหล่งในการจัดหาเงินทุน และโครงสร้างเงินทุนของบริษัทเอง ทำให้บริษัทแต่ละบริษัทมีต้นทุนเงินทุนที่ไม่เท่ากัน ซึ่งต้นทุนเงินทุนนั้นมีความสำคัญต่อกำไรและความอยู่รอดของบริษัท ทั้งนี้ เพราะการบริหารงานหรือการลงทุนต่างๆ ต้องใช้เงินทุน ถ้าบริษัทมีต้นทุนเงินทุนอยู่ในระดับต่ำย่อมส่งผลให้กำไรเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ แหล่งเงินทุนที่แตกต่างกันมีผลทำให้ต้นทุนทางการเงินต่างกันด้วย โดยในการระดมทุนโดยการออกตราสารทุน ต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าของบริษัทจ่ายออกไปอยู่ในรูปของเงินปันผล ส่วนการกู้ยืมเงินจากการขอสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ หรือการออกตราสารหนี้ ต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ได้แก่ดอกเบี้ยที่จ่าย ทั้งนี้ เงินปันผลและดอกเบี้ยที่บริษัทต้องจ่ายแตกต่างกันตรงที่เงินปันผลไม่สามารถนำมาลดหย่อนภาษีได้ ในขณะที่ดอกเบี้ยสามารถนำมาบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายที่ลดหย่อนภาษีได้ ดังนั้น จึงทำให้ต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้เป็นต้นทุนทางการเงินที่ถูกกว่าต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าของ

นอกจากนี้ บริษัทในประเทศไทยยังนิยมการใช้สินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ ตัวอย่างเช่น ชาวจากคมชัดลึก วันที่ 10 ต.ค. 2560 รายงานว่า รถไฟฟ้าบีทีเอส โดยบริษัท นอร์ทเทิร์น บางกอกโมโนเรล จำกัด และบริษัท อีสเทิร์น บางกอกโมโนเรล จำกัด ประมูลได้โครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพู ช่วงแคราย-มีนบุรี และสายสีเหลือง ช่วงลาดพร้าว-สำโรง ในการลงทุนโครงการนี้ บริษัทได้ทำการกู้เงินรวมมูลค่า 63,360 ล้านบาท จากการร่วมมือกันของ 3 ธนาคาร ได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกรุงไทย และธนาคารไทยพาณิชย์ (Komchadluek, 2017) งานวิจัยนี้จึงให้ความสำคัญกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ซึ่งต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ของบริษัทจะมีจำนวนแตกต่างกันไป

งานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า มีปัจจัยหลายๆ ด้านที่มีส่วนกระทบต่อต้นทุนทางการเงินเช่น สภาพเศรษฐกิจสภาวะตลาดและสภาพคล่อง ความเสี่ยง และผลประกอบการของบริษัท (Mirea, Asalos, & Kamer Ainur, 2007) โดยอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีอำนาจสูงในบริษัทก็เป็นปัจจัยหนึ่งที่มีบทบาทต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัท (Liu & Jiraporn, 2010) กล่าวคือ กิจการที่มีชื่อเสียงไม่ดี ประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีการบริหารงานไม่มีประสิทธิภาพ หรือฉ้อโกง ก็จะส่งผลร้ายต่อชื่อเสียงของบริษัท ในการนี้ Jintarat (2018) รายงานว่า ในปี 2017 บริษัท ไพรซ์วอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส ทำการสำรวจประธานเจ้าหน้าที่บริหารจำนวน 2,500 คนที่ออกจากตำแหน่งพบว่า ประธานเจ้าหน้าที่บริหารกลุ่มนี้เป็นการถูกให้ออกหรือกดดันให้ลาออกจากตำแหน่งคิดเป็นร้อยละ 20 โดยประธานเจ้าหน้าที่บริหารเหล่านี้มีพฤติกรรมส่วนบุคคลที่ไม่เหมาะสม หรือมีเรื่องอื้อฉาวในสังคม เช่น การคดโกง รับสินบน การซื้อขายหุ้นโดยใช้ข้อมูลภายใน เป็นต้น

การที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารเห็นแก่ประโยชน์ส่วนตนนี้สามารถอธิบายได้จากงานวิจัยของ Jensen and Meckling (1976) ซึ่งได้เสนอทฤษฎีตัวแทน (agency theory) ที่กล่าวว่าบริษัทประกอบไปด้วย ฝ่ายตัวการ (ผู้เป็นเจ้าของกิจการ หรือผู้ถือหุ้น) และฝ่ายตัวแทน (ผู้บริหาร) โดยผู้ถือหุ้นให้อำนาจในการบริหารงานแก่ผู้บริหารให้ทำหน้าที่ในฐานะเป็นตัวแทนในการบริหาร เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อองค์กรและผู้ถือหุ้น แต่เนื่องจากเมื่อผู้บริหารซึ่งเป็นพนักงานรับเงินเดือน

มีแรงผลักดันในการสร้างประโยชน์ส่วนตัว ทำให้มีความขัดแย้งด้านผลประโยชน์กับผู้ถือหุ้น โดยแทนที่ผู้บริหารจะตัดสินใจใดๆ ในการบริหารองค์กรให้เกิดความมั่งคั่งสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น ผู้บริหารกลับตัดสินใจใดๆ ที่นำไปสู่การสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้แก่ตนเอง จึงทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน (agency problem) และการที่ผู้บริหารมีข้อครหาในสังคมยังบริหารงานต่อไป อาจทำให้มีผลทางลบต่อการระดมทุน และจะมีต้นทุนที่สูงขึ้น ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมีคำถามวิจัยแรก คือ ประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีอำนาจสูงอาจมีผลต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นหรือไม่ อย่างไร

ในประเทศไทยและต่างประเทศทั่วโลก สถาบันการเงิน นักลงทุน และบุคคลผู้มีส่วนได้เสียกับบริษัทให้ความสำคัญกับเรื่องการกำกับดูแลกิจการหรือธรรมาภิบาลเป็นอย่างมาก ในกรณีนี้ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย (สำนักงาน ก.ล.ต.) ให้ความสำคัญกับเรื่องธรรมาภิบาล (good governance) เป็นอย่างมาก จึงได้กำหนดกรอบแนวปฏิบัติให้กับบริษัทจดทะเบียน นอกจากนี้ สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors Association: IOD) ได้ทำการจัดอันดับและจัดทำรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัท (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies: CGR) และจัดอันดับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 จนถึงปัจจุบัน โดยเกณฑ์ในการวัดของ IOD ประกอบด้วย สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูล และความโปร่งใส และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

การทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาพบว่า ประสิทธิภาพของกรรมการบริษัทมีผลต่อความเสี่ยงที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ เพราะกรรมการบริษัทที่มีความสามารถและโปร่งใสสามารถลดต้นทุนตัวแทนและความไม่เท่าเทียมกัน (Lorca, Sanchez-Ballesta, & Garcia-Meca, 2011) นอกจากนี้ งานวิจัยที่ผ่านมา เช่น Ghouma, Ben-Nasr, and Yan (2018); Hashim and Amrah (2016); Li, Dong, Liu, Huang, and Wang, (2016); Tanaka (2014) ยังทดสอบพบความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น โดยใช้กลุ่มตัวอย่างที่

แตกต่างกัน แต่ผลสรุปโดยรวมพบว่า ธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงว่าถ้าบริษัทมีธรรมาภิบาลดีจะทำให้ต้นทุนการกู้ยืมลดลง ทั้งนี้ งานวิจัยของ Hashim and Amrah (2016) ทำการทดสอบธรรมาภิบาลของบริษัทที่เป็นกิจการครอบครัวและไม่ใช่กิจการครอบครัว ในรัฐสุลต่านโอมาน ผลทดสอบโดยรวมพบความสัมพันธ์เชิงลบของประสิทธิภาพของกรรมการบริษัทกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น แต่เมื่อทำการทดสอบเฉพาะกลุ่มที่เป็นกิจการครอบครัว พบความสัมพันธ์เชิงลบที่เกิดขึ้นนั้นไม่มีนัยสำคัญ และยังทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพของกรรมการตรวจสอบกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ผลของงานวิจัยพบว่า เมื่อประสิทธิภาพของกรรมการตรวจสอบมากขึ้นบริษัทมีต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง

นอกจากนี้ Tanaka (2014) ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นในประเทศญี่ปุ่น ทำการทดสอบบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นภายนอกเป็นสัดส่วนจำนวนมากกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และพบความสัมพันธ์ผกผัน โดยบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นภายนอกเป็นสัดส่วนจำนวนมากมีผลทำให้ต้นทุนกู้ยืมต่ำลง และพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีหุ้นในกิจการกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น โดยแสดงให้เห็นว่าถ้าประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีหุ้นในกิจการหรือมีความเป็นเจ้าของในกิจการสูง มีผลทำให้ต้นทุนการกู้ยืมสูง สรุปโดยรวมจากงานวิจัยที่กล่าวมาเบื้องต้นแสดงให้เห็นว่าธรรมาภิบาลมีผลต่อต้นทุนเงินทุน ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมีคำถามวิจัยที่สอง คือ ธรรมาภิบาลอาจส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นหรือไม่ อย่างไร

ประโยชน์ที่ได้รับผลจากงานวิจัยนี้ทำให้ทราบถึงปัจจัยที่มีผลต่อต้นทุนการเงินในการกู้ยืม โดยอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารในการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการ อาจทำให้ประธานเจ้าหน้าที่บริหารสามารถเข้าไปมีส่วนในการตัดสินใจของคณะกรรมการบริษัท และทำให้คณะกรรมการทำการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารได้ไม่มีประสิทธิภาพ ส่งผลให้เจ้าหน้าที่ผู้ให้กู้ต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้น ทั้งนี้ เพราะมีความเสี่ยง

จากการที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารจะใช้อำนาจหน้าที่ การบริหารงานเพื่อหาผลประโยชน์ส่วนตน และอาจก่อให้เกิดผลการดำเนินงานที่ไม่มีประสิทธิภาพ ดังนั้น อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารในการควบคุม ตำแหน่งประธานกรรมการจึงอาจส่งผลเสียต่อผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ เช่น เจ้าหนี้ ลูกหนี้ กรมสรรพากร ที่จัดเก็บภาษีได้ลดลง เป็นต้น นอกจากนี้ การควบคุม อำนาจของผู้บริหารและประธานกรรมการในบุคคล เดียวกัน ทำให้ขาดการคานอำนาจที่สมดุลและก่อให้เกิด ผลประโยชน์ที่ขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นได้ เพราะประธานเจ้าหน้าที่บริหารสร้างความมั่งคั่งให้ตนเอง ทำให้เป้าหมายบริษัทในการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดกับ ผู้ถือหุ้นไม่บรรลุผล นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ยังมีประโยชน์ ต่อบริษัท เพราะทำให้ทราบว่าการบริหารของ บริษัท มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธาน เจ้าหน้าที่บริหารต่อต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้

### วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของ ประธานเจ้าหน้าที่บริหารและต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของธรรมาภิบาลของ บริษัทต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธาน เจ้าหนี้ที่บริหารและต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้

### การทบทวนวรรณกรรม

งานวิจัยนี้มุ่งทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจ ของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและต้นทุนเงินทุน ส่วนเจ้าหนี้ โดยนำแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง มาใช้กับงานวิจัยดังนี้

### ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (agency theory) มีแนวคิดมาจาก งานวิจัยของ Jensen and Meckling (1976) ซึ่งให้ แนวคิดไว้ว่าบริษัทประกอบไปด้วย 2 ฝ่าย ฝ่ายหนึ่ง คือ ตัวการ (principal) ซึ่งหมายถึง ส่วนเจ้าของกิจการที่ ไม่สามารถบริหารงานเองได้เพียงลำพัง และอีกฝ่ายหนึ่ง คือ ตัวแทน (agent) ได้แก่ ผู้บริหาร ซึ่งได้รับมอบอำนาจ ในการบริหารงานจากส่วนของเจ้าของ จึงทำหน้าที่เป็น ตัวแทนในการตัดสินใจการบริหารงานและการลงทุน

เพื่อก่อให้เกิดผลตอบแทนสูงสุด ดังนั้น จึงก่อให้เกิด ต้นทุนจากการมอบอำนาจตัดสินใจการบริหารงาน หรือ ต้นทุนตัวแทน (agency cost) (Shleifer & Vishny, 1997) ซึ่งเป็นต้นทุนในการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารเพื่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น

### อำนาจของผู้บริหาร (CEO Power)

Dahl (1957) ได้อธิบายถึงความหมายของอำนาจ ดังนี้ คือ ถ้า A มีอำนาจเหนือ B แล้ว A สามารถที่จะให้ B ทำสิ่งที่ตนต้องการ ไม่เช่นนั้น B ก็จะไม่ทำ ดังนั้น การมี อำนาจ คือ การที่บุคคลหนึ่งสามารถบังคับให้บุคคลอื่น ทำตามสิ่งที่ตนต้องการแม้ว่าจะขัดกับพฤติกรรมเดิม ของตน สำหรับอำนาจของผู้บริหารนั้น Adams, Almeida, and Ferreira (2005) อธิบายว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหาร เป็นผู้ที่มีอำนาจในบริษัท โดยนอกจากจะมีอำนาจที่ได้มา จากการเป็นผู้บริหารสูงสุดในองค์กรในเรื่องการตัดสินใจ ในการดำเนินธุรกิจแล้วยังเป็นผู้มีอำนาจในการวางกลยุทธ์ เพื่อขับเคลื่อนองค์กรไปสู่ความสำเร็จ Pfeffer (1992) แบ่งอำนาจของผู้บริหารเป็น 2 ประเภท ได้แก่ อำนาจ ที่เป็นทางการและอำนาจที่ไม่เป็นทางการ ซึ่งอำนาจ ที่เป็นทางการ หมายถึง อำนาจโดยตำแหน่งที่ได้จาก องค์กร เช่น การควบคุมตำแหน่งของประธานเจ้าหน้าที่ บริหารและการเป็นประธานกรรมการของบุคคลเดียวกัน ส่วนอำนาจที่ไม่เป็นทางการมาจากตัวบุคคลของ ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร เช่น ความมีชื่อเสียง หรือการ มีความสัมพันธ์ที่ดีกับบุคคลหรือองค์กรอื่น

### ธรรมาภิบาลของบริษัท (Corporate Governance)

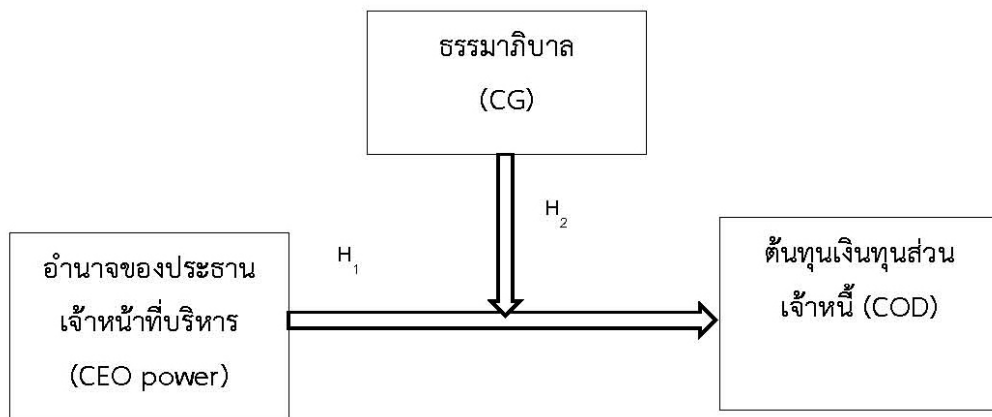
ธรรมาภิบาล หรือเรียกอีกชื่อหนึ่งว่า การกำกับดูแล กิจการที่ดี โดยมีนิยามตามที่สำนักงานคณะกรรมการ กำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) ให้ความหมายไว้ว่า หมายถึง การบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใสและตรวจสอบได้ นอกจากนี้ องค์กรเพื่อความ ร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ (Organization of Economic Co-operation and Development: OECD) ได้ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการว่า หมายถึง ระบบการกำกับดูแลและควบคุมกิจการ และยังได้กำหนด เป็นหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติ มีการแบ่งสิทธิและหน้าที่ ของผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง เช่น ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และผู้มี

ส่วนได้เสียอื่นๆ โดยในประเทศไทย องค์กรหลักที่ดูแลเรื่องธรรมาภิบาล ได้แก่ สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors Association: IOD) ที่ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี พ.ศ. 2542 หลังจากเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในเอเชียเมื่อปี พ.ศ. 2540 ซึ่ง IOD เป็นองค์กรที่สำคัญในการส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดีในบริษัทไทย โดย IOD ได้จัดให้มีกิจกรรมต่างๆ เพื่อช่วยยกระดับมาตรฐานธรรมาภิบาลที่ดีให้แก่บริษัท และจัดทำแนวปฏิบัติที่ดีให้กับกรรมการบริษัท เพื่อให้มีการปฏิบัติหน้าที่อย่างมีประสิทธิภาพ เป็นการยกระดับให้ทัดเทียมกับมาตรฐานสากล (Thai Institute of Directors Association, na)

งานวิจัยที่ผ่านมาที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ได้แก่ Lorca et al. (2011) ศึกษาและพบว่า สัดส่วนความเป็นเจ้าของและประเภทของผู้ถือหุ้น เช่น ธนาคาร ภาครัฐ หรือบริษัทหลักทรัพย์ เป็นปัจจัยที่มีผลต่อต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ นอกจากนี้ นักลงทุนสัมพันธ์ซึ่งทำการเปิดเผยข้อมูลแบบสมัครใจแก่นักลงทุนก็ส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ของบริษัท และการที่ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลถือว่าเป็นตัวกำหนดต้นทุนทางการเงินได้ ถ้ามีการเปิดเผยข้อมูลน้อยส่งผลให้ต้นทุนในการกู้ยืมเงินสูง (Jeon & Kim, 2015) นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยอื่นที่ส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ เช่น งานวิจัยของ Liu and Jirapom (2010) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับการจัดอันดับตราสารหนี้และต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ และพบว่า อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นปัจจัยสำคัญปัจจัยหนึ่งในการกำหนดผลตอบแทนจากการลงทุนของผู้ถือตราสารหนี้ โดยถ้าประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีอำนาจมากจะทำให้ยากแก่การตรวจสอบ ดังนั้น ผู้ให้กู้ต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นหรืองานวิจัยของ Panitanthum and Thengamnuay (2016) ที่สรุปได้ว่า ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลทำให้เกิดต้นทุนตัวแทนที่เกิดจากการที่ผู้บริหารมีข้อมูลของบริษัทที่รวดเร็วและละเอียดมากกว่าบุคคลภายนอกทำให้เกิดต้นทุนตัวแทนในการติดตามเพื่อควบคุมดูแลการทำงานของคณะผู้บริหาร และทำให้ต้นทุนเงินทุนส่วนผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ งานวิจัยที่ผ่านมาชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของกลไกการกำกับดูแลกิจการของบริษัท ในหลายๆ ด้าน เช่น งานวิจัยของ Gompers, Ishii, and Metrick (2003) และ Brown and Caylor (2004) แสดงให้ทราบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี การศึกษาของ Hashim and Amrah (2016) ที่ทดสอบกลไกของระบบธรรมาภิบาลของบริษัทต่อต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ระหว่างบริษัทที่เป็นธุรกิจครอบครัว กับบริษัทที่ไม่ใช่ธุรกิจครอบครัว และพบว่า สำหรับบริษัทกลุ่มที่ไม่ใช่ธุรกิจครอบครัว ประสิทธิภาพการทำงานของกรรมการบริษัทที่มีประสิทธิภาพสูงกว่าจะมีผลทำให้ต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ลดลง แต่สำหรับบริษัทกลุ่มธุรกิจครอบครัว ผลการศึกษาพบว่า ประสิทธิภาพการทำงานของกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้

จากงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า การบริหารงานโดยฝ่ายบริหารอาจทำให้เกิดปัญหาเกี่ยวกับตัวแทน หรือเกิดความเห็นไม่ตรงกันเรื่องผลประโยชน์ โดยประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีแนวโน้มต้องการได้รับผลตอบแทนที่สูงโดยใช้ทรัพยากรของบริษัทไปในทางที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์ต่อบริษัท และฝ่ายบริหารยังสามารถเอื้อนโยบายเพื่อเพิ่มผลประโยชน์แก่ตนเอง ส่งผลให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทเสียประโยชน์ได้ ดังนั้น งานวิจัยจึงมุ่งเน้นศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ และงานวิจัยในอดีตพบว่า อิทธิพลของธรรมาภิบาลสามารถเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานของผู้บริหารได้ ทั้งนี้ งานวิจัยของ Ghouma et al. (2018) ทำการทดสอบธรรมาภิบาล 4 ด้าน ได้แก่ สัดส่วนและโครงสร้างของคณะกรรมการ ค่าตอบแทนกรรมการ สิทธิของผู้ถือหุ้น และการเปิดเผยข้อมูล ผลจากงานวิจัยพบว่า ปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อผู้ถือหุ้นได้แก่ สัดส่วนและโครงสร้างของคณะกรรมการ และการเปิดเผยข้อมูล งานวิจัยในครั้งนี้จึงสนใจทดสอบอิทธิพลของระดับธรรมาภิบาลของบริษัทที่ต่างกันต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ และเสนอกรอบแนวคิดของการวิจัย ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมและกรอบแนวคิดการวิจัยข้างต้น สามารถกำหนดสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

H1: อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหน้าที่

H2: ธรรมาภิบาลของบริษัทมีผลต่ออิทธิพลของอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารต่อต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหน้าที่

### วิธีการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง ประชากรที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 1518 บริษัท-ปี และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (Market for Alternative Investment: MAI) จำนวน 249 บริษัท-ปี จาก 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ 1) เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2) สินค้าอุปโภคบริโภค 3) ธุรกิจการเงิน 4) สินค้าอุตสาหกรรม 5) อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 6) ทรัพยากร 7) บริการ และ 8) เทคโนโลยี กลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษาจะไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟู การดำเนินงานและบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลไม่ครบถ้วน งานวิจัยนี้มีการวิเคราะห์ข้อมูลรายปี จำนวน 7 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2559

สถิติที่ใช้งานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ดังนั้น ขนาดกลุ่มตัวอย่างจึงเป็นข้อตกลงเบื้องต้นที่มีความสำคัญในการทดสอบเพื่ออ้างอิงไปสู่กลุ่มประชากร Steven (1996) อ้างอิงใน Pusrioon (2014) เสนอว่า สำหรับงานวิจัยทางสังคมศาสตร์นั้น จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ควรใช้ประมาณ 15 เท่าของตัวแปรพยากรณ์ ดังนั้น ถ้างานวิจัยมีตัวแปรพยากรณ์จำนวน 10 ตัวแปร กลุ่มตัวอย่างควรมีจำนวนอย่างน้อยเท่ากับ 150 บริษัทสำหรับงานวิจัยนี้มี

ตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม ตัวแปรกำกับ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรหุ่น รวม 10 ตัวแปร ดังนั้น การใช้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,767 บริษัท-ปี ในการทดสอบจึงผ่านข้อตกลงเบื้องต้น

การเก็บรวบรวมข้อมูล งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) ซึ่งแหล่งที่มาของข้อมูลได้จากฐานข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ข้อมูลที่นำมาศึกษาในครั้งนี้ประกอบด้วย 1) ข้อมูลจากฐานข้อมูล SET SMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) 2) ข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg 3) ข้อมูลในแบบแสดงรายการประจำปี (Form 56-1) จากเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และจากเว็บไซต์ของแต่ละบริษัท และ 4) รายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies: CGR) โดยตัวแปรแต่ละประเภทเลือกเก็บข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่มีความครบถ้วนมากที่สุด เช่น ตัวแปรอิสระ คือ อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารโดยการรวบรวมตำแหน่งประธานกรรมการกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร เก็บจากข้อมูลในแบบแสดงรายการประจำปี (Form 56-1) ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม เก็บจากฐานข้อมูล SET SMART และ ฐานข้อมูล Bloomberg ซึ่งฐานข้อมูล

ทั้ง 2 ประเภทนี้มีข้อมูลทางด้านตัวเลขทางการเงินตั้งแต่บริษัทเริ่มจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ส่วนตัวแปรกำกับเก็บข้อมูลจากรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน

### ตัวแปรในการวิจัย

ตัวแปรตาม คือ ต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ส่วนตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย ตัวแปรที่สนใจศึกษา ได้แก่ อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และตัวแปรควบคุม ซึ่งเป็นตัวแปรที่มีผลกระทบต่อตัวแปรตามนอกเหนือจากตัวแปรที่สนใจศึกษา ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ ความเสี่ยง ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม และเวลา โดยได้มีการทดสอบตัวแปรควบคุมเหล่านี้ในงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ทั้งนี้ งานวิจัยของ Dhaliwal, Melendrez, Gleason, and Heitzman (2008) และ Pittman and Fortin (2004) พบความสัมพันธ์เป็นบวกระหว่างความเสี่ยงกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ และได้อธิบายความสัมพันธ์นี้ว่า เมื่อมีความเสี่ยงเพิ่มมากขึ้นโอกาสในการผิดชำระหนี้สูงจะทำให้ผู้ถือตราสารหนี้ต้องการผลตอบแทนเงินกู้ยืมที่สูงขึ้น และงานวิจัยของ Dhaliwal et al. (2008) และ Lorca et al. (2011) ยังพบความสัมพันธ์เป็นลบระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ซึ่งอธิบายได้ว่าความสามารถในการทำกำไรได้มากทำให้สามารถจ่ายชำระหนี้ได้มากจึงทำให้

ต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ต่ำ นอกจากนี้ งานวิจัยของ Dhaliwal et al. (2008) และ Lorca et al. (2011) ยังพบความสัมพันธ์เป็นลบระหว่างขนาดของกิจการกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ทั้งนี้ เพราะบริษัทใหญ่มักจะมีการผิดนัดชำระหนี้ต่ำทำให้ต้นทุนทางการกู้ยืมต่ำ

ตัวแปรกำกับ คือ ตัวแปรที่เพิ่มเข้ามาในตัวแบบเส้นทาง หรือตัวแบบสมการโครงสร้างเพื่อทำให้เกิดการเปลี่ยนทิศทางและ/หรือขนาดของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม (Baron & Kenny, 1986) สำหรับงานวิจัยนี้ ตัวแปรกำกับ ได้แก่ ระดับการกำกับดูแลกิจการวัดค่าจากรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัท (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies: CGR) ที่จัดทำโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ซึ่งได้สำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และจัดทำรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัท (CGR) เป็นประจำทุกปี โดยเริ่มสำรวจตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 จนถึงปัจจุบัน โดยเกณฑ์ที่นำมาใช้นั้นได้อิงตามเกณฑ์กับ OECD เกณฑ์ที่ IOD กำหนดนั้นมี 5 หมวด ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูล และความโปร่งใส และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (ซึ่งไม่มีการทดสอบเกี่ยวกับประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควรวมตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกัน)

### ตารางที่ 1 สรุปรายละเอียดของตัวแปร

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า
อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารโดยการควรวมตำแหน่งประธานกรรมการกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร	CEO Power	ใช้การกำหนดตัวเลขแทนค่าดังนี้ บริษัทที่มีการควรวมตำแหน่งประธานกรรมการกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กำหนดค่าเป็น 1 บริษัทที่มีการแยกตำแหน่งประธานกรรมการกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กำหนดค่าเป็น 0 (Duru, Iyengar, & Zampelli, 2016; Tang, 2017)
ธรรมาภิบาลของบริษัท	CG	การกำกับดูแลกิจการจาก CGR ระดับดีเลิศ (90-100 คะแนน) ระดับดีมาก (80-89 คะแนน) และ ระดับดี (70-79 คะแนน) แทนด้วยค่า เลข 1 และ ระดับไม่ดี (ต่ำกว่า 70 คะแนน) แทนด้วย เลข 0

**ตารางที่ 1** สรุปรายละเอียดของตัวแปร (ต่อ)

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า
ต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้	COD	ดอกเบี้ยจ่าย/((หนี้สินต้นปี+ หนี้สินปลายปี)/2) (Lorca, 2011; Pittman & Fortin, 2004)
ความสามารถในการทำกำไร	ROA	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม Dhaliwal et al. (2008) และ Lorca et al. (2011)
ขนาดของกิจการ	SIZE	ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์วัดโดยมูลค่าทางตลาดของบริษัท (Market Capitalization) Dhaliwal et al. (2008) และ Lorca et al. (2011)
ความเสี่ยง	DA	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Total Debt/Total Asset) Dhaliwal et al. (2008) และ Lorca et al. (2011)
ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม	Industry	เป็นตัวแปรหุ่น 1 คือ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2 คือ สินค้าอุปโภคบริโภค 3 คือ ธุรกิจการเงิน 4 คือ สินค้าอุตสาหกรรม 5 คือ อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 6 คือ ทรัพยากร 7 คือ บริการ และ 8 คือ เทคโนโลยี
เวลา	Time	เป็นตัวแปรหุ่น 1 คือ ปี 2553 2 คือ ปี 2554 3 คือ ปี 2555 4 คือ ปี 2556 5 คือ ปี 2557 6 คือ ปี 2558 7 คือ ปี 2559

**แบบจำลอง (Model) ที่ใช้ในการวิจัย**

$$COD_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEOpower_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 DA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$COD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 CEOpower_{it} + \gamma_2 CG_{it} + \gamma_3 CEOpower_{it} * CG_{it} + \gamma_4 ROA_{it} + \gamma_5 DA_{it} + \gamma_6 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

**ผลการวิจัย**

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

**ตารางที่ 2** สรุปค่าสถิติของตัวแปร

	N	Minimum	Maximum	Mean	Median	Std. Deviation
ROA	1,767	-64.80	55.00	4.52	4.37	9.39
DA	1,767	0.00	87.90	26.20	24.23	19.63
SIZE	1,767	0.00	20.02	11.93	11.53	2.52
COD	1,767	2.00	5.38	3.01	2.96	0.53
CEO power	1,767	0.00	1.00	0.21	0.00	0.41
CG	1,767	0.00	1.00	0.66	1.00	0.47

หมายเหตุ

ROA=อัตราผลตอบแทน/สินทรัพย์รวม DA=อัตราส่วนหนี้สิน/สินทรัพย์รวม COD=ดอกเบี้ยจ่าย/((หนี้สินต้นปี+หนี้สินปลายปี)/2) CEO power =1 ถ้ามีการควมรวมตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารและประธานกรรมการในบุคคลเดียวกัน CEO power=0 ถ้าไม่มีการควมรวมตำแหน่ง CG=1 ถ้ามีธรรมาภิบาลของบริษัทดี CG=0 ถ้ามีธรรมาภิบาลของบริษัทพอใช้

หลังจากการเก็บรวบรวมข้อมูลจึงนำข้อมูลที่ได้มาทำการประมวลผลและวิเคราะห์ผล โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา ตารางที่ 2 แสดงข้อมูลเกี่ยวกับค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรแต่ละตัว โดยทำการเก็บข้อมูลทั้งหมด 1,767 ตัวอย่าง พบว่า ความสามารถในการทำกำไร (ROA) แสดงค่าเฉลี่ยที่ร้อยละ 4.52 ความสามารถในการทำกำไรเป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของการนำเงินมาลงทุนในสินทรัพย์ว่าก่อให้เกิดผลกำไรมากน้อยเพียงใด ซึ่งค่าโดยเฉลี่ยของตัวอย่างที่นำมาทดสอบพบว่า มีความสามารถในการทำกำไรอยู่ที่ร้อยละ 4.52 ส่วนความเสี่ยงจากภาระหนี้สิน (DA) คำนวณโดยใช้อัตราส่วนหนี้สิน/สินทรัพย์รวม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 26.20 ความเสี่ยงจากภาระหนี้สินนี้แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการกู้ยืมเงินจาก

เจ้าหนี้มาลงทุนเป็นอัตราร้อยละเท่าไรของสินทรัพย์รวม ซึ่งค่าโดยเฉลี่ยของตัวอย่างที่นำมาทดสอบพบว่า เงินทุนในสินทรัพย์ของกิจการได้มาจากการกู้ยืมคิดเป็นร้อยละ 26.2 ขนาดของกิจการ (size) คำนวณจากค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ค่าสูงสุดและต่ำสุด แสดงถึงความแตกต่างของขนาดของกิจการ และต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ (COD) มีค่าเฉลี่ยที่ร้อยละ 3.01 ต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้แสดงให้เห็นว่ากิจการมีต้นทุนจากการกู้ยืมเงินคิดเป็นอัตราร้อยละเท่าไรต่อจำนวนเงินที่กู้ ค่าโดยเฉลี่ยของตัวอย่างที่นำมาทดสอบพบว่า ต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้เฉลี่ยที่ร้อยละ 3.01 แสดงว่าในการกู้ยืมเงิน 100 บาทใน 1 ปี มีต้นทุนเงินกู้ยืมที่ 3.01 บาท

ตารางที่ 3 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวแปรหุ่น

	N	Minimum	Maximum	Frequency	Percentage
CEO power	1,767	0.00	1.00	1,171	66.27
CG	1,767	0.00	1.00	367	20.77

CEO power เป็นตัวแปรหุ่น (dummy) ที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นคนเดียวกัน ณ เวลาที่ t CG เป็นตัวแปรหุ่นที่มีธรรมาภิบาลของบริษัทที่ดี เวลาที่ t

จากตารางที่ 3 พบว่า การดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารในคนเดียวกัน

(Dual) คิดเป็นร้อยละ 66.27 อีกทั้งยังพบว่า ธรรมาภิบาลของบริษัทดี คิดเป็นร้อยละ 20.77

โมเดลที่ 1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO power) และต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ (COD)

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของแบบจำลอง ชื่อซ้ำกับตารางที่ 5

$$COD_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEOpower_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 DA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Variables	Coefficient	P-value	VIF
Intercept		0.000	
CEO power	.063	.003	1.012
ROA	-.144	.000	1.158
DA	.063	.004	1.049
SIZE	.052	.021	1.123
Industry Dummies	Yes		
Year Dummies	Yes		

**ตารางที่ 4** ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของแบบจำลอง ชื่อซ้ำกับตารางที่ 5 (ต่อ)

Variables	Coefficient	P-value	VIF
R <sup>2</sup>		0.198	
Adjust R <sup>2</sup>		0.196	
Durbin-Watson		1.764	
N		1,767	

ตารางที่ 4 แสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (multiple regression analysis) ของความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารต่อต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ค่าสัมประสิทธิ์การทำนาย หรือค่า R<sup>2</sup> คือ ค่าที่แสดงอิทธิพลของตัวแปรอิสระทั้งหมดในสมการที่มีต่อตัวแปรตาม หรือตัวแปรอิสระทั้งหมดที่อยู่ในสมการสามารถอธิบายการผันแปรตัวแปรตามได้มากน้อยเพียงใดผลจากตารางที่ 4 แสดงว่าอำนาจของผู้บริหาร (CEO power) ความสามารถในการทำกำไร (ROA) ขนาดของกิจการ (size) ความเสี่ยง (DA) ประเภทอุตสาหกรรม (industry) และเวลา (time) สามารถอธิบายความผันแปรของต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ (COD) ร้อยละ 19.8 ที่เหลืออธิบายได้ด้วยตัวแปรอื่นที่ไม่ได้นำมาวิเคราะห์ เมื่อพิจารณาผลของตัวแปรอิสระแต่ละตัว ผลการวิเคราะห์พบว่า อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ได้ค่า  $\beta$  เท่ากับ 0.063 และมีค่า p-value เท่ากับ 0.003 ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานที่ว่าอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของต่างประเทศ (Liu & Jiraporn, 2010) นอกจากนี้ ผลจากตารางที่ 4 แสดงค่า VIF ของตัวแปรอิสระแต่ละตัว โดยมีค่า VIF ไม่เกิน 2 แสดงว่าไม่น่าจะมีปัญหาเรื่อง collinearity เกิดขึ้นในสมการ

ผลจากตารางที่ 4 สามารถนำมาสรุปโดยภาพรวมได้ดังนี้ ปัจจัยที่อธิบายการเปลี่ยนแปลงต้นทุนเงินทุนของส่วนเจ้าหนี้ ในกลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์

เอ็ม เอ ไอ ระหว่างปี พ.ศ. 2553-2559 ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร (ROA) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) และขนาดของกิจการ (size) ผลการศึกษาพบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับ 0.05 แสดงว่าถ้าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูงจะทำให้ต้นทุนการกู้ยืมต่ำลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต (Kim & Jeon, 2015) ในทางตรงกันข้าม อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับ 0.05 แสดงว่าถ้าบริษัทมีภาระหนี้สูงจะทำให้ต้นทุนการกู้ยืมสูงขึ้นด้วย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต (Panitanthum & Thengamnuay, 2016) นอกจากนั้น ขนาดของกิจการก็มีผลต่อต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ และมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับ 0.05 แสดงว่าถ้าบริษัทมีขนาดกิจการใหญ่จะทำให้ต้นทุนการกู้ยืมสูง ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต (Kim & Jeon, 2015) ให้ข้อสังเกตว่าถ้ากิจการมีขนาดใหญ่จะทำให้ผู้มีส่วนได้เสีย เช่น ผู้ถือหุ้นขนาดใหญ่ ทำให้บริษัทต้องมีการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้น เป็นการลดต้นทุนตัวแทนได้ สำหรับงานวิจัยนี้ให้ข้อสังเกตว่า ถ้ากิจการที่มีขนาดใหญ่แต่มีผลการดำเนินงานไม่มีประสิทธิภาพ หรือมีเครดิตไม่ดีก็อาจทำให้ต้นทุนการกู้ยืมสูงได้

โมเดลที่ 2 แสดงผลกระทบของตัวแปรกำกับธรรมาภิบาลของบริษัท (Effect of Corporate Governance: CG) ต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารต่อต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของแบบจำลอง

$$COD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 CEOpower_{it} + \gamma_2 CG_{it} + \gamma_3 CEOpower_{it} * CG_{it} + \gamma_4 ROA_{it} + \gamma_5 DA_{it} + \gamma_6 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Independent Variable	Model 1		Model 2	
	coefficient	p-value	coefficient	p-value
CEO power	0.065	0.000	.125	3.866
CG			-.021	.413
CEO power * CG			-.097	0.002
R <sup>2</sup>		0.198		0.205
Adjust R <sup>2</sup>		0.196		0.201
Durbin-Watson		1.764		1.770
N		1,767		1,767

ตารางที่ 5 แสดงผลกระทบของธรรมาภิบาลของบริษัทที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารต่อต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ผลจากตารางนี้แสดงให้เห็นว่าธรรมาภิบาลของบริษัทเป็นตัวแปรกำกับที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจ

ของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและธรรมาภิบาลของบริษัท มีผลเชิงลบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ได้ค่า  $\beta$  เท่ากับ -0.097 และมีค่า p-value เท่ากับ 0.002

ตารางที่ 6 ค่าสถิติจากการวิเคราะห์กลุ่มย่อยของแบบจำลอง

$$COD_{it} = \beta_0 + \beta_1 CPower_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 DA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Variables	High CG			Low CG		
	Coefficients	P-value	VIF	Coefficients	P-value	VIF
Intercept		0.000			.000	
CPower	.000	.990	1.010	.123	.001	1.017
ROA	-.105	.000	1.189	-.159	.000	1.117
DA	.085	.002	1.092	.020	.579	1.020
SIZE	.109	0.00	1.106	-.038	.320	1.127
Industry Dummies	Yes			Yes		
Year Dummies	Yes			Yes		

**ตารางที่ 6** ค่าสถิติจากการวิเคราะห์กลุ่มย่อยของแบบจำลอง (ต่อ)

Variables	High CG			Low CG		
	Coefficients	P-value	VIF	Coefficients	P-value	VIF
R <sup>2</sup>		0.199		0.228		
Adjust R <sup>2</sup>		0.194		0.220		
Durbin-Watson		1.717		1.832		
N		1,171		596		

ตารางที่ 6 แสดงการวิเคราะห์กลุ่มย่อย (subgroup analysis) ของความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารต่อต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ โดยมีธรรมาภิบาลของบริษัทเป็นตัวแปรกำกับการวิเคราะห์กลุ่มย่อยตามธรรมาภิบาลของบริษัท 2 กลุ่ม พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารต่อต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ มีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมีค่าแตกต่างกันระหว่างกลุ่มที่มีธรรมาภิบาลของบริษัทดีกับกลุ่มที่มีธรรมาภิบาลของบริษัทพอใช้ ผลจากการทดสอบกลุ่มที่มีธรรมาภิบาลของบริษัทดี พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ( $\beta = 0.000$ ,  $R^2 = 0.199$ ) แต่กลุ่มที่มีธรรมาภิบาลของบริษัทพอใช้ แสดงให้เห็นว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีผลเชิงบวกต่อต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ( $\beta = 0.123$ ,  $R^2 = 0.228$ )

### สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

งานวิจัยนี้ ใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ และศึกษาอิทธิพลของธรรมาภิบาลของบริษัทต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ผลจากตารางที่ 4 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ได้ค่า R<sup>2</sup> เท่ากับ 0.198 ผลการทดสอบพบว่า ตัวแปรอิสระหลายตัวมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ (COD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังนั้น ในการพิจารณา

ต้นทุนทางส่วนเจ้าหนี้ควรคำนึงถึงปัจจัยดังกล่าวนี้ด้วย เช่น ความสามารถในการทำกำไรและความเสี่ยงของบริษัท

ผลจากตารางที่ 5 ศึกษาอิทธิพลของธรรมาภิบาลของบริษัทต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ได้ค่า R<sup>2</sup> เท่ากับ 0.198 เมื่อพิจารณาค่า R<sup>2</sup> จากผลจากตารางที่ 4 และตารางที่ 5 แสดงว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวแปรตามได้ร้อยละ 19.8 โดยงานวิจัยนี้ได้ทำการทบทวนประเด็นที่เกี่ยวข้องดังนี้ 1) การทบทวนวรรณกรรมพบว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรตามมีความสัมพันธ์เชิงเหตุผลหรือไม่ มีทฤษฎีรองรับหรือไม่ ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมมีงานวิจัยเชิงประจักษ์ที่ผ่านมาในอดีต ซึ่งพบความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ (Liu & Jiraporn, 2010) และทฤษฎีตัวแทนสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรได้ 2) มาตรฐานตัวแปรอิสระและตัวแปรต่างๆ ซึ่งงานวิจัยนี้ได้อ้างอิงมาตรฐานของแต่ละตัวแปรตามที่แสดงในตารางที่ 1 3) การทำความสะอาดข้อมูลและทำการจัดการกับข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (outliner) 4) สถิติที่นำมาใช้ ได้แก่ การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณนั้นได้มีการทดสอบตามเงื่อนไขข้อตกลงเบื้องต้นแล้ว อย่างไรก็ตาม R<sup>2</sup> ที่ได้จากการทดสอบยังต่ำอยู่ ทั้งนี้ อาจเนื่องมาจากบริบทของบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทยที่แตกต่างจากประเทศที่พัฒนาแล้วอื่นๆ และอาจมีตัวแปรอิสระอื่นที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามที่ไม่ได้นำมาทดสอบในสมการนี้

ผลของงานวิจัยนี้อธิบายความสัมพันธ์ของอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารต่อต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ โดยจากการศึกษาพบว่า อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ

ทางสถิติกับต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงว่าเมื่ออำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารในการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการสูง จะทำให้ต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้สูง ทั้งนี้ เนื่องจากบริษัทที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารสามารถเข้าไปมีส่วนในการตัดสินใจของกรรมการบริษัท อาจส่งผลให้ประโยชน์สูงสุดที่ควรจะมีต่อบริษัทลดลง ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนของ Jensen and Meckling (1976) ที่ระบุว่าฝ่ายตัวการ (principal) หรือผู้ถือหุ้น มอบอำนาจในการบริหารกิจการให้ฝ่ายตัวแทน (agent) หรือผู้บริหาร ดังนั้น คณะกรรมการจึงมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท โดยการกำกับดูแลจะมีประสิทธิภาพก็ต่อเมื่อคณะกรรมการสามารถปฏิบัติหน้าที่ที่ก่อประโยชน์สูงสุดผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ และการที่ผู้ถือหุ้นไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลของบริษัทและไม่ทราบการตัดสินใจของผู้บริหาร ทำให้เกิดต้นทุนจากการให้อำนาจตัวแทนที่เรียกว่า ต้นทุนตัวแทน (agency cost) (Fama & Jensen, 1983) โดยต้นทุนตัวแทนเป็นต้นทุนในการตรวจสอบการทำงานของตัวแทน และเป็นต้นทุนในการจูงใจให้ตัวแทนปฏิบัติงานให้เกิดประโยชน์ต่อตัวการ

งานวิจัยของ Tang (2017) กล่าวว่าวิธีการที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการด้วย จะส่งผลให้ประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีอำนาจมากขึ้น และส่งผลต่อการทำหน้าที่กำกับดูแลของคณะกรรมการบริษัท ทำให้คณะกรรมการบริษัททำหน้าที่ในการตรวจสอบการบริหารงานของฝ่ายบริหารอย่างขาดประสิทธิภาพและขาดอิสระในการทำงาน ดังนั้น ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่ควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการ อาจใช้อำนาจที่มีในการเอื้อประโยชน์ส่วนตนแทนที่จะทำให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของ ทำให้เกิดต้นทุนตัวแทน ตามทฤษฎีตัวแทนได้ งานวิจัยนี้ได้ศึกษาอิทธิพลของตัวแปรกำกับ คือ ธรรมชาติของธุรกิจ และพบว่า มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารต่อต้นทุนเงินทุน ส่วนเจ้าหนี้ ( $\beta = 0.063$ ,  $p\text{-value} = 0.003$ )

เมื่อทำการแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มบริษัทที่มีธรรมชาติภูมิบาลดี และกลุ่มบริษัทที่มีธรรมชาติภูมิบาลพอใช้ ผลการทดสอบเชิงประจักษ์แสดงให้เห็นว่าในกลุ่มบริษัทที่มีธรรมชาติภูมิบาลดี ความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของผู้บริหารกับต้นทุนทางการเงินเป็นไปในทิศทางเดียวกันแต่ไม่มีนัยสำคัญแสดงว่าธรรมชาติภูมิบาลของบริษัทสามารถลดปัญหาตัวแทน (agency problem) ทำให้ผู้บริหารสูงสุดใช้อำนาจของตนไปในทิศทางที่เป็นประโยชน์แก่ตนเองได้น้อยลง และการมีธรรมชาติภูมิบาลของบริษัทที่ดี ทำให้องค์กรมีภาพลักษณ์ที่ดี เมื่อต้องการระดมทุนก็อาจทำให้ได้ต้นทุนที่ถูกกลงได้ในทางตรงกันข้ามในกลุ่มบริษัทที่มีธรรมชาติภูมิบาลพอใช้ ผลการศึกษาพบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอำนาจของผู้บริหารกับต้นทุนทางการเงินที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงว่าบริษัทกลุ่มที่มีธรรมชาติภูมิบาลพอใช้มีปัญหาค่าตัวแทน ที่ทำให้ผู้บริหารสูงสุดสามารถใช้อำนาจของตนไปในทิศทางที่เป็นประโยชน์แก่ตนเองได้ง่าย และการมีธรรมชาติภูมิบาลของบริษัทที่ไม่ดีทำให้องค์กรมีภาพลักษณ์ไม่ดี หรือมีเครดิตต่ำ ดังนั้น อาจทำให้นักลงทุนต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนที่มากกว่ากลุ่มที่มีธรรมชาติภูมิบาลของบริษัทที่ดี องค์กรกลุ่มนี้จึงมีต้นทุนจากการจัดหาเงินทุนทางด้านหนี้สินเพิ่มขึ้น ซึ่งผลจากงานวิจัยนี้สอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมาในแง่ที่ว่าธรรมชาติภูมิบาลของบริษัทดีสามารถลดต้นทุนตัวแทนได้ เช่น งานวิจัยของ Pittman and Fortin (2004), Bhojraj and Sengupta (2003) และ Byun (2007) สรุปว่าการมีธรรมชาติภูมิบาลของบริษัทดีทำให้องค์กรโปร่งใส และจัดทำรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพ ทำให้ลดปัญหาตัวแทนได้ นอกจากนี้ งานวิจัยของ Lefort and Urzua (2008) ยังสรุปว่าคณะกรรมการที่เป็นอิสระเป็นกลไกสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและช่วยในการควบคุมต้นทุนตัวแทน

## ข้อเสนอแนะ

### 1. ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อย่างไรก็ตาม ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้เพียงด้านเดียว ไม่สามารถก่อให้เกิดการตัดสินใจได้อย่างสมบูรณ์ เนื่องจากบริษัทมักจะใช้ต้นทุนเงินทุนแบบเฉลี่ย หรือ WACC (Weighted Average Cost of Capital) ซึ่งหมายถึง ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยของเงินทุนเพื่อใช้ในการตัดสินใจว่าควรลงทุนหรือไม่ควรลงทุนในโครงการ ดังนั้น การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยจะก่อให้เกิดภาพที่กว้างขึ้นของปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนในการตัดสินใจลงทุน

## 2. ข้อเสนอแนะในการนำงานวิจัยไปใช้ประโยชน์

ผลงานวิจัยนี้สามารถนำไปใช้ประโยชน์ในเชิงวิชาการ จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันและต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ ทำให้ทราบว่าอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันเป็นปัจจัยสำคัญต่อต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ นอกจากนี้ งานวิจัยนี้เป็นงานวิจัยแรกในประเทศไทยที่ทำการทดสอบธรรมาภิบาลของบริษัทเป็นตัวแปรกำกับเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันและต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ โดยธรรมาภิบาลของบริษัททำให้ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันและต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้เข้มแข็งขึ้น

ผลงานวิจัยนี้สามารถนำไปใช้ประโยชน์ในเชิงประยุกต์จากงานวิจัยนี้ทำให้ทราบว่า อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันที่มาก มีผลทำให้ต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้เพิ่มขึ้น เนื่องจากอำนาจที่เกิดจากการควบคุมตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารและประธานกรรมการในบุคคลเดียวกัน ทำให้การคานอำนาจประธานเจ้าหน้าที่บริหารลดลง นักลงทุนจึงอาจ

มีข้อสงสัยเรื่องความโปร่งใสและการบริหารงานที่มีประสิทธิภาพของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และการทดสอบโดยแบ่งกลุ่มบริษัทที่มีธรรมาภิบาลดีและพอใช้ผลของการวิจัยก็สนับสนุนว่าการที่บริษัทที่มีธรรมาภิบาลพอใช้ ทำให้บริษัทที่มีอำนาจที่เกิดจากการควบคุมตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารและประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันสูง ทำให้มีต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้ที่สูงด้วย ดังนั้น บริษัทควรมีการแยกอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับประธานกรรมการให้เป็นคนละคนกัน ดังนั้น ถ้าบริษัทสามารถสร้างระบบธรรมาภิบาลที่ดี เช่น มีกรรมการอิสระจากภายนอกมีความรู้ความสามารถ และมีระบบการควบคุมภายในที่ดี เป็นต้น จะส่งผลให้ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการ ใช้อำนาจที่มีได้ไม่เต็มที่ในการหาผลประโยชน์ส่วนตนได้ การที่บริษัทได้รับการประเมินทุกปีในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies: CGR) นั้น ทำให้ผู้มีส่วนได้เสีย เช่น เจ้าหนี้ผู้ให้กู้ยืม หรือนักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลเรื่องธรรมาภิบาลในการตัดสินใจให้แหล่งทุนกับบริษัทได้ ดังนั้น บริษัทควรให้ความสำคัญกับธรรมาภิบาลและปฏิบัติให้ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับดี เพราะมีผลต่อต้นทุนเงินทุนจากการกู้ยืมด้วย ถ้าบริษัทมีต้นทุนทางการเงินที่ถูกลงก็ส่งผลต่อผลประโยชน์ของบริษัที่ดีขึ้น และส่งผลในทางอ้อมต่อผู้มีส่วนได้เสียของกิจการด้วย

## บรรณานุกรม

- Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *Review of Financial Studies*, 18(4), 1403-1432.
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (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.

- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *The Journal of Business*, 76(3), 455-475.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004). Corporate governance and firm performance. Retrieved June 17, 2018, from <http://ssrn.com/abstract=586423>
- Byun, H. (2007). The cost of debt capital and corporate governance practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 36(5), 765-806.
- Dahl, R. A. (1957). The concept of power. *Behavioral science*, 2(3), 201-215.
- Dhaliwal, D. S., Melendrez, K. D., Gleason, C. A., & Heitzman, S. (2008). Auditor fees and cost of debt. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23(1), 1-22.
- Duru, A., Iyengar, R. J., & Zampelli, E. M. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of Business Research*, 69(10), 4269-4277.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Ghouma, H., Ben-Nasr, H., & Yan, R. (2018). Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, 138-148.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Hashim, H. A., & Amrah, M. (2016). Corporate governance mechanisms and cost of debt: Evidence of family and non-family firms in Oman. *Managerial Auditing Journal*, 31(3), 314-336.
- 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.
- Jeon, S. & Kim, J. E. (2015). Effect of investor relations on cost of debt capital. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 19(2), 143-157.
- Jintarat, K. (2018). *Khap sī ī ō rai chāriyatham phon kao ī sēn ōngkōn yai thūa lōk* [Expelling the CEOs "Unethical" from the firms, the trend of corporate leaders around the world]. Retrieved July 10, 2018, from <http://www.bangkokbiznews.com/blog/detail/644189>
- Komchadluek. (2017). *Sām bāeng plōi kū bithī'ēt sāi chomphū - lūang 6.3 mūnlān* [3 banks give loan to BTS pink line-yellow line 6.3 billion baht]. Retrieved July, 15, 2018, from <http://www.komchadluek.net/news/economic/298620>
- Lefort, F., & Urzúa, F. (2008). Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile. *Journal of Business Research*, 61(6), 615-622.
- Li, L., Dong, F., Liu, Y., Huang, H., & Wang, S. (2016). The effect of corporate governance on debt financing cost of listed companies. *Journal of Systems Science and Complexity*, 29(3), 772-788.

- Liu, Y., & Jiraporn, P. (2010). The effect of CEO power on bond ratings and yields. *Journal of Empirical Finance*, 17(4), 744-762.
- Lorca, C., Sanchez-Ballesta, J. P., & Garcia-Meca, E. (2011). Board effectiveness and cost of debt. *Journal of Business Ethics*, 100(4), 613-631.
- Mirea, M., Asalos, N., & Kamer Ainur. A. K. (2007). Factors determining the firm's cost of capital. Retrieved June 15, 2018, from <http://www.oeconomica.uab.ro/upload/lucrari/920071/33.pdf>
- Panitanthum, W., & Thengamnuay, D. (2016). Khwāmsamphan rawāng kap dūlāē kitchakān kap tonthun ngoēn thun khōng sūan phūthū hun khōng bōrisat chotthabian nai Talāt Laksap hāng Prathēt Thai [The relationship between corporate governance and cost of equity of listed companies on the stock exchange of Thailand]. *Kasetsart Applied Business Journal*, 10(13), 27-39.
- Pfeffer, J. (1992). Understanding power in organizations. *California Management Review*, 34(2), 29-50.
- 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.
- Pusrioon, S. (2014). *Kānprayukchai SPSS wikhrō khōmūn ngānwichai* (Phim khrang thī 4) [Application of SPSS data analysis for research (4<sup>th</sup> ed.)]. Maha Sarakham: Maha Sarakham Publisher.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Tanaka, T. (2014). Corporate governance and the cost of public debt financing: Evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, 34, 315-335.
- Tang, J. (2017). CEO duality and firm performance: The moderating roles of other executives and blockholding outside directors. *European Management Journal*, 35(3), 362-372.
- Thai Institute of Directors Association. (na). About the Thai Institute of Directors Association (IOD). Retrieved March 25, 2018, from <http://thai-iod.com/en/aboutIOD.asp?type=0>