

บทบาทตัวกำกับของการควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารต่อความสัมพันธ์
ของค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนา กับมูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย

THE MODERATING EFFECT OF CEO DUALITY ON THE RELATIONSHIP BETWEEN
RESEARCH AND DEVELOPMENT INVESTMENTS AND FIRM VALUE OF COMPANIES
LISTED ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

บัญชา ไชยสมคุณ^{1*}

Buncha Chaisomkun^{1*}

(Received: February 18, 2025; Revised: April 21, 2025; Accepted: June 24, 2025)

บทคัดย่อ

การลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนาเป็นกลยุทธ์ที่มีความเสี่ยงสูงแต่จำเป็นต่อการสร้างมูลค่าของบริษัทในระยะยาว การค้นหาปัจจัยสำคัญที่ช่วยผลักดันโครงการวิจัยและพัฒนาที่ซับซ้อนและยาวนานให้ประสบความสำเร็จและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการจึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจ การศึกษาครั้งนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาบทบาทตัวกำกับของการควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนา กับมูลค่าของกิจการในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2564-2566 กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาจำนวน 384 บริษัท เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากฐานข้อมูล SETSMART วิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ผลการศึกษาพบว่า ค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนา มีอิทธิพลเชิงบวกกับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และการควบตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารมีบทบาทเป็นตัวกำกับที่มีอิทธิพลเชิงบวกในความสัมพันธ์ระหว่างค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนา กับมูลค่าของกิจการในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษานี้สนับสนุนมุมมองของทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์และชี้ให้เห็นว่าการควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารเป็นจุดแข็งที่สร้างเอกภาพในการนำและการกำหนดวิสัยทัศน์เชิงกลยุทธ์ที่ชัดเจน ทำให้การตัดสินใจลงทุนที่ซับซ้อนและมีความเสี่ยงสูงอย่างค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนาเป็นไปอย่างรวดเร็วและสร้างมูลค่าเพิ่มแก่องค์กรได้อย่างมีประสิทธิภาพ

คำสำคัญ: การวิจัยและพัฒนา การควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหาร มูลค่าของกิจการ

¹ อาจารย์ คณะศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

Lecturer, Faculty of Liberal Arts and Management Science, Kasetsart University.

* Corresponding author, e-mail: buncha.cha@ku.th

Abstract

Investment in Research and Development (R&D) is a high-risk strategy but essential for creating long-term corporate value. It is interesting to find out the key factors that drive complex and long-term R&D projects to success and create added value for the business. This study aims to examine the role of CEO duality in moderating the relationship between research and development (R&D) expenditures and firm value in companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) during 2021 – 2023. The samples in this study were 384 firms. Secondary data was collected from the SETSMART database and analyzed using ordinary least squares (OLS) regression. The study found that R&D expenditures have a statistically significant positive impact on firm value. Furthermore, CEO duality acts as a positive moderator in the relationship between R&D expenditure and Firm Value of Companies listed on the Stock Exchange of Thailand. This study supports the perspective of Stewardship Theory, indicating that CEO duality is a strength that fosters unity of command and a clear strategic vision. This structure enables complex and high-risk investment decisions, such as those in R&D expenditures, to be made swiftly, thereby effectively enhancing organizational value.

Keywords: research and development, CEO duality, firm value

1. บทนำ

ประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2565 มีค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนา (Research and Development: R&D) รวมทั้งสิ้นประมาณ 201,415 ล้านบาท โดยภาคเอกชนเป็นผู้ลงทุนหลัก คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 72.65 คิดเป็นร้อยละ 1.16 ของ GDP ของประเทศ ภาคอุตสาหกรรมที่มีค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนามากที่สุด ได้แก่ ภาคอุตสาหกรรมการผลิต ภาคอุตสาหกรรมบริการ และภาคอุตสาหกรรมค้าส่ง/ค้าปลีก โดยการลงทุนด้าน R&D ช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของบริษัท โดยเฉพาะบริษัทขนาดใหญ่ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีสัดส่วนการลงทุนด้าน R&D สูงถึงร้อยละ 82.01 ของค่าใช้จ่ายด้าน R&D จากภาคเอกชนทั้งหมด (Bangkokbiznews, 2024)

การลงทุนด้าน R&D เป็นหนึ่งในกิจกรรมที่สำคัญที่ธุรกิจใช้เพื่อสร้างองค์ความรู้ด้านนวัตกรรมด้านสินค้าและบริการ หรือกระบวนการใหม่ ๆ ที่ช่วยให้เกิดความได้เปรียบทางการแข่งขันและส่งเสริมการเติบโตของบริษัท (Griffin, Li, & Xu, 2020) เช่น Huawei, Apple, Google และ Samsung Electronics ยังคงเพิ่มการลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนาอย่างต่อเนื่องเพื่อปรับปรุงคุณภาพและความน่าดึงดูดใจของผลิตภัณฑ์หลักของบริษัท ส่งผลต่อบริษัทให้ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนด้าน R&D ในระยะยาว ซึ่งมีความเกี่ยวข้องกับการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการต่อไปในอนาคต (Kyaw, Khatri, & Treepongkaruna, 2025; Sierra-Morán, Cabeza-García, & González-Álvarez, 2024) อย่างไรก็ตาม การลงทุนเหล่านี้อาจสูญเปล่า โดยบริษัทที่มีค่าใช้จ่ายด้าน R&D สูงจะเสี่ยงมากขึ้นในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับองค์กรและผู้ถือหุ้น ดังนั้น R&D จึงมีลักษณะความเสี่ยงเฉพาะตัวและมีระยะเวลาการลงทุนที่ยาวนาน พร้อมมีผลลัพธ์ที่ไม่แน่นอน (Kyaw, Khatri, & Treepongkaruna, 2025) จากวรรณกรรมที่ผ่านมาเกี่ยวกับ R&D กับมูลค่าของกิจการยังคงมีข้อถกเถียง บางกรณีพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ (Kyaw, Khatri, & Treepongkaruna, 2025; Rahman & Howlader, 2022; Safitri, Sari, & Gamayuni, 2020) ในขณะที่บางกรณีพบว่ามีความสัมพันธ์ลบต่อมูลค่าของกิจการ (Kaur &

Singh, 2025; Liu, Kim, & Park, 2022) นอกจากนี้ การสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการในปัจจุบันอาจมาจากปัจจัยภายในอื่นของกิจการ เช่น ความสามารถของฝ่ายบริหาร นโยบายและกลยุทธ์ของฝ่ายบริหาร เป็นต้น

ความรู้ความสามารถ หรือนโยบายการบริหารงานที่โดดเด่นของผู้บริหารจะสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนสำหรับการตัดสินใจลงทุน ซึ่งส่งผลให้กิจการมีมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น ตามทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship theory) กล่าวว่า ผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนของกิจการจะมีพฤติกรรมที่จะตอบสนองต่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น และหากผู้บริหารสามารถบริหารงานให้กิจการประสบความสำเร็จ จะเป็นการสร้างการยอมรับทางสังคมแก่ผู้บริหาร (Donaldson & Davis, 1991) โดยเฉพาะในบริษัทที่มีการควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหาร (CEO Duality) แสดงให้เห็นถึงความแข็งแกร่งของอำนาจผู้บริหารในการตัดสินใจ การปรับปรุงความรับผิดชอบ และส่งเสริมวิสัยทัศน์เชิงกลยุทธ์ที่เป็นหนึ่งเดียวเพื่อช่วยรักษาผลประโยชน์สูงสุดของบริษัทให้กับผู้ถือหุ้น (Bukari, Agyemang, & Bawuah, 2024) ในทำนองเดียวกัน หลักฐานแสดงให้เห็นว่า CEO duality มีประสิทธิภาพในการติดตามและลดความขัดแย้งระหว่างหน่วยงานในบริษัท (Dávila-Velásquez & Lagos-Cortés, 2020; Yu, 2023) แสดงให้เห็นว่า CEO duality อาจมีบทบาทสำคัญในการเพิ่มมูลค่ากิจการจากกิจกรรมการลงทุนใน R&D ของบริษัท อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ดังกล่าวนี้ยังเป็นประเด็นที่น่าสงสัย โดยเฉพาะบริบทของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ซึ่งมีสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เป็นหน่วยงานกำกับดูแลบริษัทที่จดทะเบียนใน SET ซึ่งมีการผ่อนปรนหลักเกณฑ์หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียน (corporate governance) โดยให้ผู้ดำรงตำแหน่ง “ประธานกรรมการ” และ “ผู้บริหารสูงสุด” ให้เป็นคนเดียวกันได้ (The Securities and Exchange Commission, 2024) ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยจึงตรวจสอบบทบาทตัวกำกับของ CEO duality ต่อความสัมพันธ์ของค่าใช้จ่ายด้าน R&D กับมูลค่าของบริษัทจดทะเบียนใน SET

การศึกษานี้ช่วยให้แนวทางปฏิบัติสำหรับการปรับปรุงมูลค่าของกิจการแก่บริษัท และหน่วยงานกำกับดูแลผ่านการลงทุนด้าน R&D และการกำหนดกลไกการกำกับดูแลบริษัทที่มีประธานกรรมการและผู้บริหารเป็นบุคคลเดียวกัน อีกทั้ง นักลงทุนได้แนวทางการพิจารณาสำหรับเลือกลงทุนกับบริษัทที่มีมูลค่าเพิ่ม

2. วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนา กับมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาบทบาทตัวกำกับของการควบประธานกรรมการและผู้บริหารต่อความสัมพันธ์ของการลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนา กับมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. การทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

1. ความสัมพันธ์ระหว่างการวิจัยและการพัฒนา กับมูลค่าของกิจการ

มุมมองฐานทรัพยากร (Resource-based view: RBV) ช่วยอธิบายการสร้างรายได้เปรียบทางการแข่งขันที่ยั่งยืนของบริษัท เกิดจากการปรับใช้ทรัพยากรที่มีเฉพาะภายในของกิจการ (Barney, 2001) โดยกิจกรรมการวิจัยและการพัฒนาเป็นความพยายามของบริษัทในการสร้างนวัตกรรมใหม่ ๆ ที่จะสร้างหรือพัฒนาสินค้า บริการ หรือปรับปรุงกระบวนการผลิตให้มีประสิทธิภาพและประสิทธิผลที่เพิ่มขึ้นเพื่อตอบสนองความต้องการของผู้บริโภคได้มากขึ้น (Arneja & Sharma, 2024; Suttipun, 2021) ซึ่งการสร้างสรรคนวัตกรรมใหม่ ๆ สู่ตลาดที่มีการแข่งขันสูงจะช่วยดึงดูดความสนใจจากผู้บริโภค

ส่งผลทำให้กิจการมีผลการดำเนินงานดีขึ้น จึงส่งผลต่อมูลค่าของกิจการที่สูงขึ้นในมุมมองของนักลงทุน (Kyaw, Khatri, & Treepongkaruna, 2025) ดังนั้น การลงทุนในการวิจัยและการพัฒนาจึงถือเป็นการบริหารจัดการเชิงกลยุทธ์ที่สำคัญและเป็นเป้าหมายระยะยาวขององค์กร (Hutauruk, 2024) จากวรรณกรรมที่ผ่านมา ชี้ให้เห็นว่า การวิจัยและการพัฒนา มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ (Arneja & Sharma, 2024; Hutauruk, 2024) ในงานของ Kim et al. (2018) พบว่าความสัมพันธ์ของ R&D กับมูลค่าของกิจการมีลักษณะความสัมพันธ์เป็นแบบ U-shaped โดยการลงทุนด้าน R&D เพิ่มขึ้นจนถึงระดับหนึ่ง จากนั้นเมื่อเกินระดับหนึ่งแล้ว มูลค่าของกิจการจะลดลง Lo et al. (2023) การลงทุนใน R&D มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าของบริษัทเนื่องจากช่วยปรับปรุงความสามารถในการแข่งขันทางการตลาดของบริษัท และการวิจัยและพัฒนาส่วนนี้มีส่วนสนับสนุนต่อประสิทธิภาพด้านนวัตกรรมเทคโนโลยีของบริษัท

อย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินเพื่อลงทุนด้าน R&D เป็นจำนวนมาก อาจส่งผลกระทบต่อนักลงทุนที่พิจารณาลงทุนระยะสั้นได้ เนื่องจากโครงการ R&D ส่วนใหญ่ต้องใช้ระยะเวลานานในการสร้างผลตอบแทนให้กับนักลงทุน นักลงทุนกลุ่มนี้จึงเสี่ยงการลงทุนในธุรกิจที่มุ่งเน้น R&D สูง (Tsegaye, 2023) และความเสี่ยงของความสำเร็จในโครงการ R&D ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและราคาหลักทรัพย์ของกิจการ วรรณกรรมที่ผ่านมา พบว่า การลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนาในปัจจุบันทำให้กำไรของบริษัทลดลง (Kaur & Singh, 2025; Liu, Kim, & Park, 2022) ในงานของ Suttipun (2021) พบว่าความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการใช้จ่ายด้าน R&D กับราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ในขณะที่ Kalantonis et al. (2020) และ Siripong et al. (2019) พบว่าค่าใช้จ่ายด้าน R&D ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าทางการตลาดของกิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมา แสดงให้เห็นว่าอิทธิพลของ R&D กับมูลค่าของบริษัทยังคงมีผลลัพธ์ที่ไม่สอดคล้องกัน ในขณะเดียวกัน นักวิจัยส่วนใหญ่ (Arneja & Sharma, 2024; Hutauruk, 2024; Lo et al., 2023; Tsegaye, 2023) พบความสัมพันธ์ในเชิงบวก เพราะในตลาดเกิดใหม่ที่มีการแข่งขันกันสูง การพัฒนาด้านนวัตกรรมเพื่อตอบสนองความต้องการของผู้บริโภคจึงมีความสำคัญต่อการดำเนินกิจการ และมุมมองฐานทรัพยากร หากบริษัทลงทุนด้าน R&D เพื่อสร้างนวัตกรรมที่มีเฉพาะของกิจการ จะช่วยให้บริษัทมีความได้เปรียบในการแข่งขัน โดยเฉพาะในตลาดที่มีการแข่งขันสูง สามารถตอบสนองต่อความต้องการของผู้บริโภคได้ จึงนำไปสู่ผลการดำเนินงานของกิจการที่มากขึ้น ภาพลักษณ์ ชื่อเสียง และมูลค่าของบริษัทที่เพิ่มขึ้น ดังนั้น สามารถกำหนดข้อสมมติฐานได้ ดังนี้

H1: ค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนา มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของบริษัท

2. ความสัมพันธ์ระหว่างการควมตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหาร การวิจัยและการพัฒนา กับมูลค่าของกิจการ

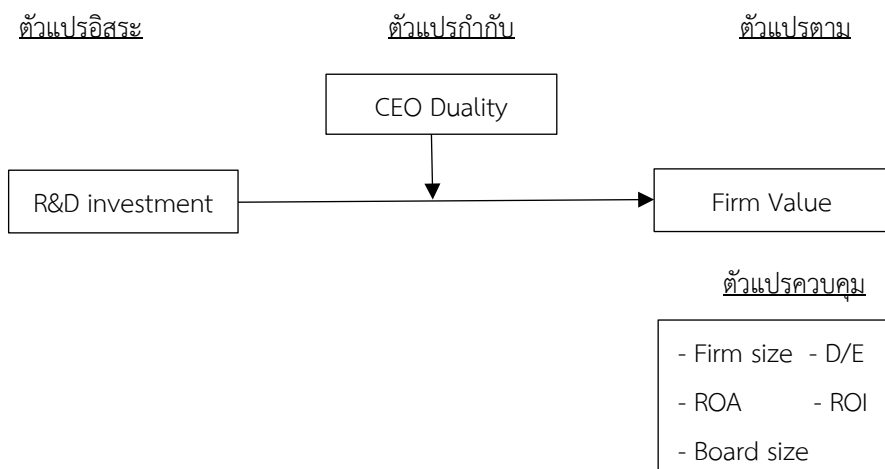
การสำรวจความสัมพันธ์ของ R&D กับมูลค่าของกิจการนั้นมีคุณค่าและเป็นประโยชน์ต่อผู้ปฏิบัติงาน เนื่องจากเป็นทรัพยากรสำคัญที่ทำให้บริษัทสามารถสร้างและรักษาความได้เปรียบทางการแข่งขันได้ ซึ่งถูกนำมาเป็นนโยบายและกลยุทธ์การแข่งขันโดยผู้บริหารระดับสูง อย่างไรก็ตาม ภายใต้ลักษณะของการบริหารและการกำกับดูแลของกิจการที่มีความแตกต่างกัน โดยเฉพาะบริษัทที่มีผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัทเป็นบุคคลเดียวกัน เรียกว่า CEO duality (Yang et al., 2024) อาจส่งผลกระทบต่อความมุ่งมั่นในกิจกรรมการลงทุนด้าน R&D และมูลค่าของกิจการที่แตกต่างกัน จากการศึกษาที่ผ่านมาการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง CEO duality มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ (Bunyaminu, Yakubu, & Oumarou, 2025; Hassan et al., 2023) อย่างไรก็ตาม วรรณกรรมที่เกี่ยวกับอิทธิพลของ CEO duality ในความสัมพันธ์ระหว่างการวิจัยและพัฒนา กับมูลค่าของกิจการยังคงมีจำกัด และยังเป็นประเด็นที่ถกเถียง กล่าวคือ ผู้บริหารระดับสูงจะคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าบริษัทและผู้ถือหุ้น โดย CEO duality จะลดบทบาทของคณะกรรมการบริหารลง ทำให้กลไกของการกำกับดูแลกิจการที่ดีอ่อนแอ ในขณะเดียวกัน CEO มีบทบาทในการ

จัดการผลประโยชน์ส่วนได้จากองค์กรได้มากขึ้น จึงส่งผลเชิงลบต่อบริษัทและผู้ถือหุ้นด้วยการใช้ทรัพยากรของบริษัทอย่างไม่เหมาะสม (Yu, 2023) ผู้บริหารมักจะลดแรงจูงใจในการลงทุนในกิจกรรมด้าน R&D เมื่อพิจารณาถึงความเสี่ยงที่มากขึ้น และผลตอบแทนที่ตนเองจะได้รับลดลง (Hsieh et al., 2024) และวรรณกรรมยังชี้ให้เห็นว่า CEO duality มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของกิจการ (Mubeen et al., 2021; Naseem et al., 2020)

ในทางตรงกันข้าม CEO duality ถูกมองว่าเป็นผู้ดูแลผลประโยชน์ของบริษัทมากกว่าผลประโยชน์ของตนเองตามมุมมองทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ โครงสร้างความเป็นผู้นำแบบ CEO duality ช่วยขจัดความคลุมเครือในกระบวนการตัดสินใจและอาจช่วยปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานของบริษัทได้ และเป็นลักษณะของผู้นำที่ส่งเสริมวิสัยทัศน์เชิงกลยุทธ์ที่เป็นหนึ่งเดียว ซึ่งช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน (Bukari, Agyemang, & Bawuah, 2024) ดังนั้น เมื่อมีความคาดหวังที่จะสร้างกำไรได้มากขึ้น ผู้บริหารจะมีความมุ่งมั่นในการดำเนินโครงการด้าน R&D ให้ประสบความสำเร็จเพื่อรักษาผลประโยชน์สูงสุดขององค์กร ดังนั้น อิทธิพลของผู้บริหารต่อการลงทุนใน R&D ของกิจการให้สำเร็จ จากวรรณกรรมที่ผ่านมา Hsieh et al. (2024) ผู้บริหารที่เป็น CEO duality สามารถเพิ่มจำนวนสิทธิบัตรของบริษัทได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าผู้บริหารที่เป็น CEO duality มีความมุ่งมั่นในการวิจัยและพัฒนาให้เกิดผลสำเร็จได้มากกว่า Zhou and Sadeghi (2019) จำนวนของสิทธิบัตรและค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนา เป็นตัวบ่งชี้ความสามารถในการสร้างสรรค์นวัตกรรมขององค์กร ดังนั้น จากวรรณกรรมและทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ สามารถกำหนดข้อสมมติฐานได้ ดังนี้

H2: การควมตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหาร มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อความสัมพันธ์ของค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนา กับมูลค่าของบริษัท

จากทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง สามารถนำมากำหนดเป็นกรอบในการศึกษาได้ ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการศึกษา

4. วิธีดำเนินการวิจัย

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2567 จำนวน 701 บริษัท โดยยกเว้นบริษัท ดังนี้ บริษัทที่อยู่ในกลุ่มการเงินและธนาคาร จำนวน 72 บริษัท กองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ จำนวน 36 บริษัท ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 29 บริษัท และบริษัทที่อยู่ในแผนฟื้นฟูกิจการ จำนวน 1 บริษัท คงเหลือ 563 บริษัท

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยพิจารณาจากบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนา มีจำนวน 384 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2564 – 2566 (3 ปี) เป็นช่วงภายหลังการระบาดของ COVID-19 เนื่องจากบางบริษัทอาจได้รับผลกระทบทางเศรษฐกิจ อาจส่งผลต่อกิจกรรมการลงทุนด้าน R&D และมูลค่าของกิจการ

2. การเก็บและรวบรวมข้อมูล

การศึกษานี้เป็นการเก็บข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ คือ ฐานข้อมูล SETSMART ในด้านการวัดค่าของตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษานี้ สอดคล้องกับวรรณกรรมในอดีต โดยแบ่งออกเป็น 4 กลุ่ม ได้แก่

1) ตัวแปรตาม คือ การวัดมูลค่าของกิจการ ด้วยค่า Tobin's Q (Coluccia et al., 2020; Hutauruk, 2024; Kyaw, Khatri, & Treepongkaruna, 2025) เป็นการวัดที่สำคัญสำหรับบริษัท เนื่องจากเกี่ยวข้องกับมูลค่าทางการเงินปัจจุบันของบริษัทกับสินทรัพย์พื้นฐาน Tobin's Q เป็นตัวแทนในการประเมินมูลค่าตลาดของบริษัท คำนวณได้จาก (มูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น + หนี้สิน)/(สินทรัพย์รวม)

2) ตัวแปรอิสระ คือ ค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนา (Coluccia et al., 2020; Kim et al., 2021; Suttipun, 2021)

3) ตัวแปรกำกับ คือ การควบสองตำแหน่งของประธานกรรมการบริษัทและประธานบริหาร เรียกว่า CEO duality เป็นตัวแปรหุ่น (dummy) โดยกำหนดค่าเท่ากับ 1 หากบริษัทมีประธานกรรมการบริษัทและประธานบริหารเป็นบุคคลเดียวกัน และมีค่าเท่ากับ 0 หากบริษัทไม่มีประธานกรรมการบริษัทและประธานบริหารเป็นบุคคลเดียวกัน (Bansal & Thenmozhi, 2021; Oussii & Klibi, 2023)

4) ตัวแปรควบคุม โดยใช้ลักษณะของกิจการ ได้แก่ ขนาดของบริษัท วัดจากลอการิทึมของสินทรัพย์รวม (Suttipun, 2021; Xu, Liu, & Shang, 2021) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น คำนวณได้จากหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Hsieh et al., 2024; Hutauruk, 2024) อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Hutauruk, 2024; Xu, Liu, & Shang, 2021) และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน วัดความสามารถในการทำกำไรของกิจการ บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงมักได้รับความสนใจจากนักลงทุนในตลาด และบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรมักมีทรัพยากรในการลงทุนด้าน R&D (Coluccia et al., 2020) และจำนวนคณะกรรมการบริษัท (Board) เป็นผลรวมของจำนวนคณะกรรมการของบริษัท (Agyemang Badu & Nyarko Assabil, 2024; Sarker & Hossain, 2024)

3. การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วย 2 ส่วน ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics Analysis) พิจารณาค่าเฉลี่ย สูงสุด ต่ำสุด ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และค่าร้อยละ และสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics Analysis) ประกอบด้วย การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) และการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ด้วยวิธีการประมาณค่าสมการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares Method: OLS) การทดสอบข้อสมมติฐานที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่าง R&D กับมูลค่าของกิจการใช้สมการดังนี้

$$FV = \beta_0 + \beta_1 R\&D_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 D/E_{it} + \beta_4 ROAs_{it} + \beta_5 ROI_{it} + \beta_6 Board_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

และการทดสอบข้อสมมติฐานที่ 2 อิทธิพลของ CEO duality ในความสัมพันธ์ระหว่าง R&D กับมูลค่าของกิจการใช้สมการดังนี้

$$FV = \beta_0 + \beta_1 R\&D_{it} + \beta_2 Duality_{it} + \beta_3 R\&D_{it} * Duality_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 DE_{it} + \beta_6 ROAs_{it} + \beta_7 ROI_{it} + \beta_8 Board_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

โดยที่	FV	คือ มูลค่าของกิจการ
	R&D	คือ ค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนา
	Duality	คือ ประสิทธิภาพการและผู้บริหารเป็นบุคคลเดียวกัน
	R&D* Duality	คือ ปฏิสัมพันธ์ระหว่างค่าใช้จ่ายด้านวิจัยและพัฒนากับประสิทธิภาพการและผู้บริหารเป็นบุคคลเดียวกัน
	Size	คือ ขนาดของกิจการ
	D/E	คือ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
	ROA	คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม
	ROI	คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน
	Board	คือ จำนวนของคณะกรรมการบริษัท
	β	คือ ค่าสัมประสิทธิ์
	ε	คือ ค่าความคาดเคลื่อน
	i	คือ บริษัทที่สังเกต
	t	คือ ช่วงเวลา (ปี)

5. ผลการวิจัย

1. ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

จากตารางที่ 1 มูลค่าของกิจการ วัดค่าโดย Tobins'Q มีค่าสูงสุดเท่ากับ 11.64 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.39 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.54 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.21 ค่าใช้จ่ายด้าน R&D มีค่าสูงสุดเท่ากับ 8.79 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.20 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.32 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.44 ขนาดของกิจการ (Size) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 5.97 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 2.68 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.05 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.76 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 12.40 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.08 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.02 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.10 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 54.98 ค่าต่ำสุดเท่ากับ -24.27 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 7.68 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 7.73 อัตราส่วนผลตอบแทนจากการลงทุน (ROI) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 253.28 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.20 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 27.40 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 29.23 และจำนวนของคณะกรรมการบริษัท (Board) มีค่าสูงสุดเท่ากับ 20 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 6.00 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 10.64 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.56

ตารางที่ 1 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
1. Tobins'Q	384	1.5383	1.2092	0.3922	11.6405
2. R&D	384	4.3169	1.4372	0.2007	8.7940
3. Size	384	4.0456	0.7562	2.6780	5.9694
4. D/E	384	1.0206	1.1046	0.0800	12.4000
5. ROA	384	7.6793	7.7277	-24.2700	54.9800
6. ROI	384	27.3985	29.2280	0.2000	253.2800
7. Board	384	10.6400	2.5590	6.0000	20.0000

Duality (Dummy variable) number of observations=30 (7.81%)

2. ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ด้วยวิธีการประมาณค่าสมการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares Method: OLS) มีข้อสมมติที่สำคัญ ดังนี้

1) การแจกแจงแบบปกติ (Normal Distribution) ทดสอบข้อสมมติการแจกแจงแบบปกติด้วยค่า Kolmogorov-Smirnov และ Shapiro-Wilk test พบว่ามีค่า Sig. = 0.000 < ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 กล่าวคือ ข้อมูลไม่มีการแจกแจงแบบปกติแต่ไม่ส่งผลต่อข้อสรุปของการวิจัย

2) ค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนของแบบจำลองเท่ากับศูนย์ ผู้วิจัยใช้ค่าคงเหลือ (Residual หรือ Error term) จากแบบจำลองในการวิเคราะห์ไปคำนวณหาค่าเฉลี่ย และพบว่าค่าเฉลี่ยของ Residual เท่ากับ 0.000

3) ตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเองอย่างมีนัยสำคัญ (Multicollinearity) โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson's Correlation) พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันของตัวแปรอิสระมีค่าระหว่าง -0.251 ถึง 0.533 หมายถึง ไม่เกิดปัญหา Multicollinearity นอกจากนี้ การวิเคราะห์ปัจจัยการขยายตัวของความแปรปรวน (Variance Inflation Factor: VIF) พบว่ามีค่าต่ำกว่า 10 (Kleinbaum et al., 1988) ไม่พบปัญหา Multicollinearity แสดงดังตารางที่ 2

4) ความไม่คงที่ของตัวแปรสุ่มคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity) จากการทดสอบโดยใช้ The Breusch and Pagan test ผลทดสอบพบค่า P-value = 0.106 > ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 หมายความว่าไม่มีปัญหา Heteroscedasticity

5) ความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรสุ่มคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) โดยพิจารณาจาก Durbin-Watson พบว่ามีค่าเท่ากับ 1.876 มีค่าระหว่าง 1.5 – 2.5 แสดงว่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระต่อกัน ไม่มีปัญหาความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรสุ่มคลาดเคลื่อน (Singh & Singh, 2022)

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson's Correlation)

	1	2	3	4	5	6	7	8
1. Tobin's Q	1	.283**	.014	.009	-.079	.428**	.015**	-.123*
2. R&D		1	-.051	.258**	.099	.103*	.055	.116*
3. Duality			1	-.052	-.032	-.008	-.018	-.233**
4. Size				1	.379**	.021	-.057	.533**
5. D/E					1	-.251**	.025	.118*
6. ROA						1	.028	-0.04
7. ROI							1	-.106*
8. Board								1
VIF	-	1.091	1.072	1.761	1.296	1.109	1.021	1.531

** Correlation is significant at the 0.01 level * Correlation is significant at the 0.05 level

จากตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์ด้วยวิธีการประมาณค่าสมการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดสมการที่ 1 พบว่า ค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนาของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($\beta = 0.209$, p-value 0.000) ซึ่งยืนยันการมีอยู่ของความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนา และมูลค่าของกิจการดังที่ระบุไว้ในสมมติฐานที่ 1

การศึกษานี้ตรวจสอบบทบาทการกำกับของ CEO duality ต่ออิทธิพลของค่าใช้จ่าย R&D กับมูลค่าของกิจการนำเสนอในสมการที่ 2 พบว่า CEO duality มีอิทธิพลเชิงบวกในการสนับสนุนให้องค์กรลงทุนใน R&D เพื่อมูลค่าเพิ่มของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($\beta = 0.156$, p-value 0.028) สนับสนุนสมมติฐานที่ 2 การควมตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารมีบทบาทสำคัญช่วยกระตุ้นและส่งเสริมให้กับองค์กรมีการลงทุนในนวัตกรรมที่สะท้อนผ่านทางค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนาในการสร้างมูลค่าเพิ่มขององค์กร

นอกจากนี้ ตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ ได้แก่ ROA ($\beta = 0.062$, p-value 0.000, $\beta = 0.060$, p-value 0.000 ในสมการที่ 1 และ 2 ตามลำดับ) และ ROI ($\beta = 0.005$, p-value 0.013, $\beta = 0.004$, p-value 0.016 ในสมการที่ 1 และ 2 ตามลำดับ) ในขณะที่ จำนวนของคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าของกิจการ ($\beta = -0.062$, p-value 0.013, $\beta = 0.065$, p-value 0.012 ในสมการที่ 1 และ 2 ตามลำดับ) อย่างไรก็ตาม ขนาดของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ ($\beta = 0.019$, p-value 0.839, $\beta = 0.047$, p-value 0.614 ในสมการที่ 1 และ 2 ตามลำดับ) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ ($\beta = 0.004$, p-value 0.945, $\beta = 0.009$, p-value 0.863 ในสมการที่ 1 และ 2 ตามลำดับ)

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์บทบาท CEO duality ของการเป็นตัวแปรกำกับในความสัมพันธ์ระหว่างค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา กับมูลค่าของกิจการ

ตัวแปร	สมการที่ 1	สมการที่ 2
R&D	0.209*** (0.039)	0.151** (0.047)
Duality		0.084 (0.207)
R&D x Duality		0.156** (0.071)
Size	0.019 (0.093)	0.047 (0.094)
D/E	0.004 (0.055)	0.009 (0.055)
ROA	0.062*** (0.007)	0.060*** (0.007)
ROI	0.005** (0.002)	0.004** (0.002)
Board	-0.062** (0.025)	-0.065** (0.026)
Constant	0.618 (0.328)	0.787 (0.340)
R Square	0.271	0.281
F Value (sig.)	23.415	18.307
n	384	384

***p < 0.01, **p < 0.05

6. สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

การศึกษาในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนา กับมูลค่าของบริษัท และเพื่อศึกษาบทบาทตัวกำกับของประธานกรรมการและผู้บริหารเป็นบุคคลเดียวกันต่อความสัมพันธ์ของการลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนา กับมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนใน SET โดยศึกษาจากข้อมูลทฤษฎีภูมิมีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดจำนวน 384 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2564 – 2566 โดยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาและเชิงอนุมานด้วยวิธีการประมาณค่าสมการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ผลการศึกษพบว่า ค่าใช้จ่ายด้าน R&D มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ ผลลัพธ์เหล่านี้สอดคล้องกับการศึกษาที่ผ่านมา (Alam et al., 2020; Arneja & Sharma, 2024; Hutauruk, 2024; Sierra-Morán, Cabeza-García, & González-Álvarez, 2024) โดยเฉพาะบริษัทผู้ผลิต ถือเป็นการลงทุนที่สำคัญในการสร้างนวัตกรรมทางด้านสินค้า บริการ และกระบวนการผลิต บริษัทจึงควรจัดสรรเงินทุนเพื่อการวิจัยและพัฒนาสำหรับการพัฒนานวัตกรรมเพื่อตอบสนองความต้องการของผู้บริโภค และเทคโนโลยีที่ตอบสนองต่อความต้องการของผู้บริโภคมากขึ้น สอดคล้องกับมุมมองฐานทรัพยากรในการเพิ่มความสามารถในการแข่งขันโดยการเพิ่มค่าใช้จ่ายด้าน R&D ซึ่งเป็นการแสดงวิสัยทัศน์ขององค์กรในการสร้างโอกาสการแข่งขันทางธุรกิจในอนาคต ซึ่งนักลงทุนที่คาดหวังผลตอบแทนในอนาคตอาจพิจารณาการลงทุนในบริษัท ดังนั้น จึงส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มของกิจการ (Hutauruk, 2024)

ผลการศึกษายังพบว่า CEO duality มีอิทธิพลทำให้บริษัทเกิดการลงทุนด้าน R&D กับมูลค่าของกิจการที่เพิ่มขึ้น มุมมองทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์และมุมมองฐานทรัพยากรยืนยันว่า CEO duality มีโอกาสมากขึ้นที่จะสร้างเครือข่ายทั้งจากภายในและภายนอกองค์กรในการเข้าถึงทรัพยากรที่จำเป็นในการพัฒนาขีดความสามารถด้านการวิจัยและพัฒนาขององค์กรให้สำเร็จ ดังนั้น จึงทำให้เกิดมูลค่าเพิ่มของบริษัท (Wijethilake & Ekanayake, 2020) นอกจากนี้ CEO duality มีความมุ่งมั่นที่จะทำให้การกำหนดวิสัยทัศน์และกลยุทธ์มีทิศทางที่ชัดเจน จึงเพิ่มความเชื่อมั่นให้กับผู้ปฏิบัติงานและนักลงทุน (Bukari, Agyemang, & Bawuah, 2024; Wangweang, 2019) ดังนั้น บริษัทที่มีโครงสร้างความเป็นผู้นำแบบ CEO duality จะช่วยทำหน้าที่ส่งเสริมการเพิ่มมูลค่าขององค์กร เช่น การสนับสนุนให้เกิดการลงทุนด้าน R&D สำหรับการสร้างนวัตกรรมด้านสินค้าและบริการในการตอบสนองความต้องการของผู้บริโภคเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับองค์กร

นอกจากนี้ พบว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มของกิจการ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม สอดคล้องกับการศึกษาที่ผ่านมา (Hutauruk, 2024; Kyaw, Khatri, & Treepongkaruna, 2025; Rangkuti et al., 2020) ความสามารถในการสร้างผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ขององค์กรสะท้อนถึงความสามารถในการสร้างรายได้ให้กับองค์กรและผู้ถือหุ้น ด้วยอัตราส่วนที่สูงจะดึงดูดนักลงทุนให้ลงทุนในบริษัทดังกล่าว ความสนใจที่สูงของนักลงทุนนี้จะส่งผลให้ราคาหุ้นและมูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน สอดคล้องกับการศึกษาที่ผ่านมา (Coluccia et al., 2020; Masidonda et al., 2018) บริษัทที่มีความสามารถในการสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนสูง จะมีโอกาสในการจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นสูง ตลอดจนโอกาสในการสร้างความเติบโตเชิงเศรษฐกิจของกิจการ จึงเป็นที่น่าสนใจของนักลงทุนสำหรับการลงทุน ดังนั้น จึงส่งผลทำให้ราคาหุ้นและมูลค่าเพิ่มของบริษัทสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม จำนวนของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มของกิจการ สอดคล้องกับผลการศึกษาที่ผ่านมา (Agyemang Badu & Nyarko Assabil, 2024) บริษัทที่มีกรรมการจำนวนน้อยมีผลงานดีกว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการจำนวนมาก คณะกรรมการจำนวนมากมักมีต้นทุนการประสานงานและความสับสน การกำหนดนโยบายที่สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับองค์กรเกิดความล่าช้าในการตัดสินใจโดยไม่จำเป็น อีกทั้ง กรรมการบริษัทให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าผู้ถือหุ้น จึงเป็นอุปสรรคต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ

7. ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะจากผลการศึกษา

1) บริษัทควรพิจารณาการลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนามากขึ้น เพื่อสร้างนวัตกรรมในการตอบสนองความต้องการใหม่ ๆ ของมีส่วนได้ส่วนเสียขององค์กร โดยเฉพาะบริษัทที่ต้องการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ

2) นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในบริษัทที่มีแนวโน้มมีมูลค่าเพิ่ม โดยพิจารณาจากบริษัทที่มีการลงทุนในการวิจัยและพัฒนา และการมีประจักษ์ผลการบริหารและผู้บริหารเป็นบุคคลเดียวกัน

3) หน่วยงานกำกับดูแล ควรมีนโยบายกระตุ้นในบริษัทเปิดเผยข้อมูลการลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนาในรายงาน One Report มากขึ้น และมีนโยบายสนับสนุนให้กิจการสร้างนวัตกรรมใหม่ ๆ ด้วยการลงทุนในการวิจัยและพัฒนา ตลอดจนการมีกลไกการกำกับดูแลบริษัทที่มีประจักษ์ผลการบริหารและผู้บริหารเป็นบุคคลเดียวกัน

2. ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในอนาคต

1) การศึกษาครั้งนี้ใช้ช่วงระยะเวลา 3 ปีหลังจากช่วงการแพร่ระบาดของ Covid-19 ในการอธิบายบทบาทตัวกำกับของการควบตำแหน่งประจักษ์ผลการบริหารต่อความสัมพันธ์ของค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนา กับมูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาครั้งต่อไปควรศึกษาเปรียบเทียบผลลัพธ์ของทั้งสองช่วงเวลา

2) การศึกษาครั้งนี้ไม่ได้คำนึงถึงผลกระทบความแตกต่างของกลุ่มอุตสาหกรรมของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาดังนั้น ข้อเสนอแนะในการศึกษาอนาคตคือการแยกศึกษาในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม เนื่องจากแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมให้ความสำคัญกับการลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนาแตกต่างกัน

3) การศึกษาครั้งนี้ศึกษาบทบาทตัวกำกับของการควบตำแหน่งประจักษ์ผลการบริหารต่อความสัมพันธ์ของค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนา กับมูลค่าของบริษัทเพียงปัจจัยเดียว ดังนั้น การศึกษาต่อไปในอนาคตควรพิจารณาปัจจัยเชิงลึกอื่นที่มีผลต่ออิทธิพลของการลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนา กับมูลค่าของกิจการ เช่น ความเชี่ยวชาญทางด้านการเงินและบัญชีของ CEO เป็นต้น

8. เอกสารอ้างอิง

- Agyemang Badu, E., & Nyarko Assabil, E. (2024). Where does internal governance mechanism matter in emerging markets? Insight from financial and non-financial firms. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 40(5), 1081-1104. <https://doi.org/10.1108/JEAS-05-2021-0087>
- Alam, A., Uddin, M., Yazdifar, H., Shafique, S., & Lartey, T. (2020). R&D investment, firm performance and moderating role of system and safeguard: Evidence from emerging markets. *Journal of Business Research*, 106, 94-105. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.09.018>
- Arneja, N., & Sharma, C. (2024). Dissecting performance gains from export-induced marketing and technological investments: Revisiting learning by exporting in Indian manufacturing. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 97, 101886. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2024.101886>
- Bangkokbiznews. (2024). *The survey results of the 2022 research and development expenditure are 200 billion baht*. Retrieved 9 January 2025, from <https://www.bangkokbiznews.com/tech/innovation/1133770>

- Bansal, S., & Thenmozhi, M. (2021). Does CEO duality affect board independence? The moderating impact of founder ownership and family blockholding. *IIMB Management Review*, 33(3), 225-238. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2021.09.004>
- Barney, J. B. (2001). Resource-based theories of competitive advantage: A ten-year retrospective on the resource-based view. *Journal of management*, 27(6), 643-650. <https://doi.org/10.1177/014920630102700602>
- Bukari, A., Agyemang, A. O., & Bawuah, B. (2024). Assessing the moderating role of ESG performance on corporate governance and firm value in developing countries. *Cogent Business & Management*, 11(1), 2333941. <https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2333941>
- Bunyaminu, A., Yakubu, I. N., & Oumarou, S. (2025). The impact of board attributes and ownership concentration on firm market value: empirical evidence from an emerging market. *Cogent Business and Management*, 12(1), 2437147. <https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2437147>
- Coluccia, D., Dabić, M., Del Giudice, M., Fontana, S., & Solimene, S. (2020). R&D innovation indicator and its effects on the market. An empirical assessment from a financial perspective. *Journal of Business Research*, 119, 259-271. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.04.015>
- Dávila-Velásquez, J. P., & Lagos-Cortés, D. (2020). CEO Duality and Firm Value: Evidence from Mexico. *Entramado*, 16(2), 12-23. <https://doi.org/10.18041/1900-3803/entramado.2.6435>
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49-64. <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>
- Griffin, D., Li, K., & Xu, T. (2020). Board gender diversity and corporate innovation: International evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(1), 123-154. <https://doi.org/10.1017/S002210901900098X>
- Hassan, M. K., Houston, R., Karim, M. S., & Sabit, A. (2023). CEO duality and firm performance during the 2020 coronavirus outbreak. *The Journal of Economic Asymmetries*, 27, e00278. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2022.e00278>
- Hsieh, T. Y., Lin, T. Y., Li, F., & Kuo, J. N. (2024). CEO Duality and Corporation Innovation. *SAGE Open*, 14(1), 1-9. <https://doi.org/10.1177/21582440231226019>
- Hutauruk, M. R. (2024). The effect of R&D expenditures on firm value with firm size moderation in an Indonesia palm oil company. *Cogent Business & Management*, 11(1), 2317448. <https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2317448>
- Kalantonis, P., Schoina, S., Missiakoulis, S., & Zopounidis, C. (2020). The impact of the disclosed R & D expenditure on the value relevance of the accounting information: Evidence from Greek listed firms. *Mathematics*, 8(5), 730. <https://doi.org/10.3390/math8050730>

- Kaur, N., & Singh, B. (2025). Exploring asymmetric dynamics of R&D spending and firm value nexus: Insights from panel autoregressive distributed lag analysis. *Managerial and Decision Economics*, 46(1), 100-114. <https://doi.org/10.1002/mde.4362>
- Kim, J., Yang, I., Yang, T., & Koveos, P. (2021). The impact of R&D intensity, financial constraints, and dividend payout policy on firm value. *Finance research letters*, 40, 101802. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101802>
- Kim, W. S., Park, K., Lee, S. H., & Kim, H. (2018). R & D investments and firm value: Evidence from China. *Sustainability*, 10(11), 4133. <https://doi.org/10.3390/su10114133>
- Kleinbaum, D. G., Kupper, L. L., Muller, K. E., & Nizam, A. (1988). *Applied regression analysis and other multivariable methods* (Vol. 601). Belmont, CA: Duxbury press.
- Kyaw, K., Khatri, I., & Treepongkaruna, S. (2025). When R&D investment improves firm value: the role of board gender diversity. *Corporate Governance*, 25(3), 471-495. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2023-0410>
- Liu, F., Kim, B. C., & Park, K. (2022). Supplier-base concentration as a moderating variable in the non-linear relationship between R&D and firm value. *Asian Journal of Technology Innovation*, 30(2), 342-363. <https://doi.org/10.1080/19761597.2020.1853576>
- Lo, K. L., Liu, H., Xia, F., & Mi, J. J. (2023). The Impact of Interfirm Cooperative R&D on Firm Performance: Evidence from Chinese Publicly Listed Companies. *Emerging Markets Finance and Trade*, 59(2), 391-403. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2022.2103402>
- Masidonda, J. L., Hariyanti, D., Asrida, W., Musaid, S. A., & Hehanussa, S. J. (2018). Effect of CEO ability, CEO ownership and profitability on corporate value mediated by capital structure. *International Journal of Mechanical Engineering and Technology*, 9(6), 1056-1066.
- Mubeen, R., Han, D., Abbas, J., Álvarez-Otero, S., & Sial, M. S. (2021). The relationship between CEO duality and business firms' performance: the moderating role of firm size and corporate social responsibility. *Frontiers in Psychology*, 12, 669715. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2021.669715>
- Naseem, M. A., Lin, J., Rehman, R. U., Ahmad, M. I., & Ali, R. (2020). Does capital structure mediate the link between CEO characteristics and firm performance?. *Management Decision*, 58(1), 164-181. <https://doi.org/10.1108/MD-05-2018-0594>
- Oussii, A. A., & Klibi, M. F. (2023). Do CEO duality and expertise affect earnings management behavior? The moderating effect of family ownership. *Journal of Family Business Management*, 13(4), 1392-1409. <https://doi.org/10.1108/JFBM-03-2023-0030>
- Rahman, M. M., & Howlader, M. S. (2022). The impact of research and development expenditure on firm performance and firm value: Evidence from a South Asian emerging economy. *Journal of Applied Accounting Research*, 23(4), 825-845. <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2021-0196>

- Rangkuti, M. M., Bukit, R., & Daulay, M. (2020). The Effect of Intellectual Capital and Financial Performance on Firm Value with Return on Investment as a Modeling Variable in the Mining Industry Listed on Indonesia Stock Exchange. *Int. J. Public Budg. Account. Financ*, 2, 1–11.
- Safitri, V. A., Sari, L., & Gamayuni, R. R. (2020). Research and Development (R&D), environmental investments, to eco-efficiency, and firm value. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 22(3). 337-396. <https://doi.org/10.33312/ijar.446>
- Sarker, N., & Hossain, S. M. K. (2024). Corporate governance and firm value: Bangladeshi manufacturing industry perspective. *PSU Research Review*, 8(3), 872-897. <https://doi.org/10.1108/PRR-04-2023-0060>
- Sierra-Morán, J., Cabeza-García, L., & González-Álvarez, N. (2024). The moderating effect of interlocking directors on the relationship between R&D investments and firm value. *The Journal of Technology Transfer*, 49(3), 1016-1042. <https://doi.org/10.1007/s10961-023-10012-2>
- Singh, P., & Singh, S. (2022). Autocorrelation of an Econometric Model. In *Smart Trends in Computing and Communications* (p. 289-297). Springer.
- Siripong, W., Phramhan, N., Pimpakarn, P., Panyaying, R., Saengsri, S., Malawaichan, I., & Suttipun, M. (2019). The relationship between research and development disclosure and financial performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand (SET). *MUT Journal of Business Administration*, 16(2), 173-190. <https://so04.tci-thaijo.org/index.php/journalmbsmut/article/view/231223>
- Suttipun, M. (2021). R&D Spending and share price of listed companies in the stock exchange of Thailand. *Journal of Management Science Chiangrai Rajabhat University*, 16(1), 109-123. <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/jmscrru/article/view/243260>
- The Securities and Exchange Commission. (2024). *SEC adjusts criteria for separating positions of “Chairman – Chief Executive Officer” to increase flexibility for listed companies that sell additional shares*. Retrieved 10 January 2025, from https://www.sec.or.th/TH/Pages/News_Detail.aspx?SECID=8961
- Tsegaye, M. (2023). Impacts of internal R&D on firms’ performance and energy consumption: Evidence from Ethiopian firms [Article]. *International Journal of Innovation Studies*, 7(1), 47-67. <https://doi.org/10.1016/j.ijis.2022.09.001>
- Wangweang, P. (2019). The Relationship between Board Characteristics and Tax Management of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Liberal Arts and Management Science Kasetsart University*, 6(1), 46-64. <https://so14.tci-thaijo.org/index.php/jlams/article/view/42>
- Wijethilake, C., & Ekanayake, A. (2020). CEO duality and firm performance: the moderating roles of CEO informal power and board involvements. *Social Responsibility Journal*, 16(8), 1453-1474. <https://doi.org/10.1108/SRJ-12-2018-0321>

- Xu, J., Liu, F., & Shang, Y. (2021). R&D investment, ESG performance and green innovation performance: evidence from China. *Kybernetes*, 50(3), 737-756. <https://doi.org/10.1108/K-12-2019-0793>
- Yang, L., Lin, Z., Quan, R., Cunningham, J., & Huang, W. (2024). Internal R&D or external asset growth? A closer look at CEO narcissism and entrepreneurial orientation. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research*, 30(1), 110-127. <https://doi.org/10.1108/IJEBR-09-2022-0797>
- Yu, M. (2023). CEO duality and firm performance: A systematic review and research agenda. *European Management Review*, 20(2), 346-358. <https://doi.org/10.1111/emre.12522>
- Zhou, L., & Sadeghi, M. (2019). The impact of innovation on IPO short-term performance – Evidence from the Chinese markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 53, 208-235. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.10.010>