



The Impact of Board Interlocking on the Market Value Added of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand: The Moderating Effect of Managerial Ownership

Warithorn Tuethong*

Suchada Jiamsagul**

Received: June 9, 2025, Revised: July 14, 2025, Accepted: July 22, 2025

Abstract

This study aims to examine the impact of board interlocking on market value added (MVA), with managerial ownership serving as a moderating variable. The sample consists of 1,350 firm-year observations from 450 listed companies on the Stock Exchange of Thailand from 2021 to 2023. Both descriptive and inferential statistics were used for data analysis. This study utilized a multiple regression model based on the Pooled Ordinary Least Squares (Pooled OLS) method.

The findings reveal that board interlocking is positively associated with market value added at the 5% significance level. This suggests that directors holding positions across multiple firms can significantly enhance firms' market value added, in line with the Resource Dependence Theory. Furthermore, the results indicate that managerial ownership negatively moderates the relationship between board interlocking and market value added, at the 5% significance level. In other words, as the proportion of managerial ownership increases, the value enhancing effect of board interlocking diminishes. This finding aligns with Agency Theory, which highlights the potential risk of managerial behavior that may diverge from shareholder interests. In addition, the study finds that firm size is negatively associated with market value added, whereas return on assets exhibits a positive relationship with market value added.

Keywords: Board Interlocking; Market Value Added; Managerial Ownership; The Stock Exchange of Thailand

* Master's Degree in Data and Analytics, Kasetsart Business School, Kasetsart University, E-mail: warithornt.t@live.ku.th

** Assistant Professor (D.B.A.), Kasetsart Business School, Kasetsart University, E-mail: fbussdj@ku.ac.th



ผลกระทบของคณะกรรมการทับซ้อนที่มีต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: การถือหุ้นของผู้บริหารในฐานะตัวแปรกำกับ

วริทธิ์ธร ถือทอง*

สุชาดา เจียมสกุล**

รับบทความ: 9 มิถุนายน 2568, แก้ไขบทความ: 14 กรกฎาคม 2568, ตอรับบทความ: 22 กรกฎาคม 2568

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มุ่งเน้นเพื่อทดสอบผลกระทบของกรรมการทับซ้อนที่มีต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด โดยมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเป็นตัวแปรกำกับ การศึกษานี้ใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2564-2566 จำนวนทั้งสิ้น 1,350 ตัวอย่าง จาก 450 บริษัท การวิเคราะห์ข้อมูลใช้ทั้งสถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมาน และจากการใช้แบบจำลองของสมการถดถอยเชิงพหุคูณแบบรวมภาคตัดขวาง (Pooled OLS Regression)

ผลการศึกษาพบว่า กรรมการทับซ้อนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% สะท้อนว่าการที่กรรมการดำรงตำแหน่งในหลายบริษัทช่วยเพิ่มมูลค่าทางการตลาดได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการพึ่งพิงทรัพยากร (Resource Dependence Theory) อีกทั้งผลการศึกษาข้างต้นยังชี้ให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ของกรรมการทับซ้อนกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% กล่าวได้ว่าเมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มขึ้น บทบาทของกรรมการทับซ้อนที่ช่วยเพิ่มมูลค่าทางการตลาดให้กับบริษัทจะลดลง ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนที่ชี้ให้เห็นถึงความเสี่ยงของพฤติกรรมของผู้บริหารที่ไม่สอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ยังพบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ในทางตรงข้าม ผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด

คำสำคัญ: กรรมการทับซ้อน; มูลค่าเพิ่มทางการตลาด; การถือหุ้นของผู้บริหาร; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

* นักศึกษาปริญญาโท สาขาข้อมูลและการวิเคราะห์ ภาควิชาบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์,
E-mail: warithornt.t@live.ku.th

** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ภาควิชาบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, E-mail: fbussdj@ku.ac.th



บทนำ (Introduction)

ในปัจจุบันภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทยเผชิญกับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ เช่น ความผันผวนของตลาดทุน ภายหลังการฟื้นตัวหลังวิกฤตโควิด-19 และปัญหานี้สาธิตให้เห็นว่า การเลือกลงทุนอย่างถูกต้องในตลาดหลักทรัพย์ย่อมส่งผลต่อกำไรและอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น หนึ่งในตัวชี้วัดสำคัญที่สะท้อนถึงความสำเร็จในการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นคือ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added: MVA) ซึ่งสามารถวัดจากความแตกต่างระหว่างมูลค่าตลาด ณ ปัจจุบันของบริษัท กับมูลค่าทุนตามบัญชีของบริษัท (Stewart, 1991) หากกิจการใดสามารถดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ และสร้างผลกำไรได้อย่างต่อเนื่อง จะเพิ่มความมั่นใจให้กับนักลงทุน และส่งผลให้ราคาหุ้นของกิจการสูงขึ้นตามกลไกของตลาดทุน และก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มทางการตลาดเป็นบวก เพิ่มความมั่งคั่งขึ้นให้แก่ผู้ถือหุ้น

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสนับสนุนให้บริษัทดำเนินงานตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าทางการตลาด (The Stock Exchange of Thailand, 2017) คณะกรรมการบริษัทจัดเป็นหนึ่งในกลไกที่ได้รับการสนับสนุน โดยจะทำหน้าที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการตรวจสอบการดำเนินงานของผู้บริหาร เพื่อลดความขัดแย้งในผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นตามทฤษฎีตัวแทน อันจะนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่ดีของกิจการทั้งด้านบัญชีและด้านการตลาด งานวิจัยฉบับนี้จึงมุ่งเน้นศึกษาเกี่ยวกับบทบาทของกรรมการที่ขับเคลื่อนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของกิจการ กรรมการที่ขับเคลื่อนอาจช่วยให้เกิดความเชื่อมโยงทรัพยากรภายในและภายนอกบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น อย่างไรก็ตาม กรรมการที่ขับเคลื่อนในหลายบริษัทอาจเกิดความขัดแย้งในผลประโยชน์ส่วนตัว หรือไม่มีเวลาเพียงพอในการปฏิบัติงาน การศึกษานี้วัดกรรมการที่ขับเคลื่อนจากสัดส่วนของกรรมการที่ดำรงตำแหน่งเพิ่มเติมของกรรมการทั้งหมดต่อจำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัท และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของกิจการวัดโดยคำนวณมูลค่าตลาดของหุ้นบริษัทหักมูลค่าทางบัญชีของส่วนผู้ถือหุ้น

งานวิจัยต่างประเทศจำนวนหนึ่งที่กล่าวถึงความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างกรรมการที่ขับเคลื่อนกับมูลค่ากิจการ เช่น Park (2025) ได้ศึกษากลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในประเทศสาธารณรัฐเกาหลี พบว่าการมีตำแหน่งขับเคลื่อนของกรรมการภายนอกสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการ เนื่องด้วยกรรมการที่ขับเคลื่อนช่วยสนับสนุนประสิทธิภาพในการตรวจสอบและติดตามผลการดำเนินงานของฝ่ายบริหาร เช่นเดียวกับ Venkatesh, Kshatriya, and Bansal (2024) ได้ศึกษาบทบาทกรรมการที่ขับเคลื่อนในประเทศสาธารณรัฐอินเดีย พบว่าการมีกรรมการที่ขับเคลื่อนในระดับที่เหมาะสมช่วยให้บริษัทเพิ่มมูลค่ากิจการ อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยหลายชิ้นพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างกรรมการที่ขับเคลื่อนกับมูลค่ากิจการหรือประสิทธิภาพการดำเนินงาน เช่น Farwis and Nazar (2019) ที่ศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในประเทศสาธารณรัฐสังคมนิยมประชาธิปไตยศรีลังกา พบว่ากรรมการที่ขับเคลื่อนสร้างภาระงานมากเกินไป ทำให้กรรมการไม่สามารถทำหน้าที่ตรวจสอบและควบคุมกิจการได้อย่างเต็มที่ เช่นเดียวกับ Tan et al. (2019) ที่ศึกษากลุ่มตัวอย่างในบริษัทจดทะเบียนใน 8 ประเทศของภูมิภาคเอเชีย-แปซิฟิก และพบว่ากรรมการที่มีตำแหน่งหลายแห่งมักมีเวลาจำกัดที่จะใช้ในการปฏิบัติหน้าที่ของตนอย่างเต็มที่ ทำให้การตรวจสอบและกำกับดูแลลดลง นอกจากนี้ มีงานวิจัยบางชิ้นที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการที่ขับเคลื่อนกับมูลค่ากิจการหรือประสิทธิภาพในการดำเนินงาน เช่น Biswas, Sarkar, and Selarka (2023) ที่ศึกษากลุ่มตัวอย่างในประเทศสาธารณรัฐอินเดีย และ Dal Vesco and Beuren (2016) ที่ศึกษากลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในประเทศบราซิล

งานวิจัยในประเทศไทยที่ศึกษาเกี่ยวกับกรรมการที่ขับเคลื่อนพบว่ามีจำนวนน้อยมาก ได้แก่ Srivardhana (2010) พบว่าเครือข่ายกรรมการที่ขับเคลื่อนแบบแน่นแฟ้นส่งผลช่วยเพิ่มผลการดำเนินงานทางการเงินได้ ในขณะที่เป็นเครือข่ายกรรมการแบบหลวมที่หนึ่งในหลายบริษัทมากเกินไปจนเกิดความสัมพันธ์ที่ห่างเหินจะส่งผลเสียให้บริษัททำผลการดำเนินงาน



ทางการเงินได้แย่ง และ Sukeechep et al. (2013) ศึกษาว่ากรรมการทับซ้อนมีผลต่อพฤติกรรมการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ากรรมการทับซ้อนมีส่วนช่วยลดการจัดการกำไรของบริษัท เพราะกรรมการที่นั่งหลายบอร์ดมักจะมีความรู้และประสบการณ์มากกว่า จึงสามารถทำหน้าที่ตรวจสอบและลดการจัดการกำไรได้อย่างมีประสิทธิภาพ ผลการศึกษาทั้ง 2 ชิ้นชี้ให้เห็นว่า การมีกรรมการทับซ้อนนั้นมีทั้งผลดีในแง่ของการสร้างความร่วมมือและการเข้าถึงทรัพยากรที่สำคัญ แต่จำเป็นต้องมีการควบคุมและกำกับดูแลเพื่อป้องกันผลกระทบทางลบที่อาจเกิดขึ้นกับความโปร่งใสและความเป็นธรรมในตลาดทุน

สำหรับการศึกษารุ่นนี้มุ่งทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดในบริษัทของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยควบคุมตัวแปร ได้แก่ ขนาดของบริษัท มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อีกทั้งเนื่องด้วยลักษณะข้อมูลเป็นแบบภาพรวมตัดขวาง (Pooled Cross Sectional Data) จึงเพิ่มตัวแปรควบคุมปีและควบคุมกลุ่มอุตสาหกรรม นอกจากนี้ได้เพิ่มการทดสอบปฏิสัมพันธ์ของบทบาทคณะกรรมการทับซ้อนและการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่มีต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจกล่าวได้ว่าการศึกษารุ่นนี้จะเป็นงานวิจัยชิ้นแรกที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดโดยมีการถือหุ้นของผู้บริหารในฐานะตัวแปรกำกับ โดยใช้กลุ่มบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปี พ.ศ. 2564-2566 จำนวน 1,350 ตัวอย่าง จาก 450 บริษัท และเลือกใช้โปรแกรมสถิติ STATA เป็นเครื่องมือช่วยวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยเชื่อว่างานวิจัยฉบับนี้จะมีส่วนช่วยเพิ่มขอบเขตงานวิจัยในประเทศไทยเพื่อเชื่อมโยงระหว่างบทบาทของคณะกรรมการบริษัท โดยเฉพาะในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับกรรมการทับซ้อนที่มีผลต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด งานวิจัยฉบับนี้จะเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ชิ้นหนึ่งให้กับหน่วยงานกำกับดูแลใช้ในการสนับสนุนให้บริษัท นักลงทุน นักวิเคราะห์ ได้เห็นถึงความสำคัญของบทบาทกรรมการทับซ้อนในคณะกรรมการบริษัทที่มีต่อการเพิ่มมูลค่าทางการตลาดของกิจการ และอาจจะเป็นหลักฐานที่ทำให้ทราบถึงผลกระทบของสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารในฐานะตัวแปรกำกับ (Moderator) ในความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการทับซ้อนกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด

วัตถุประสงค์ของการวิจัย (Research Objective)

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบทบาทกรรมการทับซ้อนกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างบทบาทกรรมการทับซ้อนกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขอบเขตของการวิจัย (Scope of the Research)

การศึกษานี้เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) ระหว่างปี พ.ศ. 2564-2566 โดยไม่รวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจากลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัทในกลุ่มนี้มีโครงสร้างทางการเงินและข้อกำกับดูแลเฉพาะที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หมดในกลุ่มฟintech บริษัทที่ไม่ส่งข้อมูลแบบรายการประจำปี (แบบ 56-1) บริษัทที่ข้อมูลไม่ครบถ้วน และบริษัทที่มี



ข้อมูลไม่ครบทั้ง 3 ปี จากการคัดกรองตามเกณฑ์ข้างต้น ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลครบถ้วนและเท่ากันทุกปี ซึ่งเป็นข้อมูลในลักษณะ Balanced Panel Data ที่จะนำไปวิเคราะห์ด้วยวิธีการในรูปแบบ Pooled Ordinary Least Squares (Pooled OLS) รวมทั้งสิ้น 1,350 ตัวอย่าง จาก 450 บริษัท

นิยามศัพท์ (Definition)

กรรมการทับซ้อน (Board Interlocking) หมายถึง กรรมการบริษัทที่ดำรงตำแหน่งกรรมการบริษัทมากกว่าหนึ่งบริษัทมาหาขึ้นไปในเวลาเดียวกัน ซึ่งคำนวณจากการสืบค้นรายชื่อกรรมการทั้งหมดของบริษัทจากฐานข้อมูลที่สร้างเพิ่มเติมเอง โดยนำข้อมูลมาจาก SETSMART ทั้งนี้ พิจารณาว่ากรรมการแต่ละคนนับเป็นกรรมการเพิ่มเติมกับบริษัท (ไม่รวมบริษัทที่กำลังพิจารณา) และนำผลรวมของบริษัททั้งหมดที่เพิ่มเติมมาหารด้วยจำนวนกรรมการทั้งหมด

มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added) หมายถึง มูลค่าที่ใช้วัดความสามารถของบริษัทในการสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยคำนวณจากส่วนต่างระหว่างมูลค่าตลาดของบริษัทกับมูลค่าทางบัญชีของทุนของผู้ถือหุ้น

การถือหุ้นของผู้บริหาร (Managerial Ownership) หมายถึง สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารในบริษัทต่อจำนวนหุ้นสามัญที่ชำระแล้วทั้งหมด ณ สิ้นปีของบริษัทนั้น ๆ โดยคิดเป็นร้อยละ เพื่อสะท้อนระดับของผลประโยชน์ร่วมระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง (Literature Review)

งานวิจัยฉบับนี้มุ่งเน้นศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการถือหุ้นโดยผู้บริหารในฐานะตัวแปรกำกับของความสัมพันธดังกล่าว ในส่วนนี้ได้กล่าวถึงแนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด กรรมการทับซ้อน รวมถึงทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร แนวคิด Alignment Effect และแนวคิด Entrenchment Effect รวมถึงเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

มูลค่าเพิ่มทางการตลาด เป็นเป้าหมายของการบริหารกิจการ กล่าวคือ การสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น ราคาหุ้นสูงขึ้นอย่างมีเสถียรภาพ และมั่งคั่งอย่างยั่งยืน (Young & O'Byrne, 2001) ทั้งนี้ มูลค่าเพิ่มทางการตลาดเป็นตัวชี้วัดที่ใช้วัดความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น จะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อมีการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการได้สูงกว่าเงินที่ลงทุนไป หมายถึง ผู้บริหารจะต้องบริหารการใช้เงินทุนในการลงทุนอย่างคุ้มค่าและมีประสิทธิภาพที่สุด เพื่อให้เกิดผลตอบแทนได้มากกว่าต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด ทั้งส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น หรือการที่ผู้บริหารสามารถสร้างมูลค่าให้เพิ่มขึ้นได้จากผลตอบแทนที่คาดหวังให้สูงกว่าที่นักลงทุนคาดหวัง (Stewart, 1991) ทั้งนี้ การสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นสามารถวัดจากราคาหุ้นหรือมูลค่ากิจการในตลาดที่สูงขึ้น ส่งผลให้มูลค่าเพิ่มทางการตลาดของกิจการมีค่ามากขึ้นและสามารถสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นสูงขึ้นไปด้วย หากมูลค่าเพิ่มทางการตลาดมีค่าเป็นบวก หมายถึง กิจการสามารถสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ แต่เมื่อมีค่าเป็นลบ จะส่งผลให้ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นลดลงด้วย (Young & O'Byrne, 2001) สำหรับงานวิจัยในประเทศไทยที่ศึกษาเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด มักพบเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางการตลาดกับผลประกอบการทางการเงินของบริษัท ได้แก่ Dee-Arsa and Sittipatna (2024) ศึกษาในกลุ่ม SETESG พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม มีความสัมพันธ์ต่อ



มูลค่าเพิ่มทางการตลาด ส่วน Adsakul (2015) ศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างในอุตสาหกรรมบริการ พบว่ากำไรสุทธิของบริษัทมีผลต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด เนื่องจากกำไรสุทธิแสดงผลการดำเนินงานแบบภาพรวมและเป็นข้อมูลที่นักลงทุนเข้าถึงง่าย จึงมีผลต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด

ทฤษฎีตัวแทนของ Jensen and Meckling (1976) กล่าวไว้ถึงความสัมพันธ์และความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้น (ตัวการ) และผู้บริหาร (ตัวแทน) สาเหตุของความขัดแย้งดังกล่าวเกิดจากการที่ผู้บริหารมักเน้นประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ดังนั้นเมื่อผู้บริหารไม่ได้ดำเนินการเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นอย่างแท้จริง จึงต้องมีคณะกรรมการบริษัทอื่นเป็นกลไกสำคัญในการกำกับดูแลและตรวจสอบการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร เพื่อจำกัดพฤติกรรมที่มุ่งหวังผลประโยชน์ส่วนตนและลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ในบริบทของกรรมการทับซ้อนหรือการมีกรรมกรส่วนหนึ่งดำรงตำแหน่งในหลายบริษัทพร้อมกัน นำมาซึ่งภาระหน้าที่มากเกินไปจนเกินระยะเวลาที่มี รวมถึงอาจเกิดความขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์ส่วนตนกับหน้าที่ของกรรมการที่ต้องปฏิบัติด้วยความรับผิดชอบ รับผิดชอบ และอย่างซื่อสัตย์สุจริต ปัญหานี้ย่อมนำไปสู่ความไม่มีประสิทธิภาพในการตรวจสอบและควบคุมฝ่ายบริหาร บริษัทไม่สามารถประกอบกำไรมีคุณค่าทางเศรษฐกิจได้อย่างเต็มที่ โดยสรุปคือ เมื่อคณะกรรมการที่ควรเฝ้าระวังในการสร้างความมั่นใจให้กับผู้ถือหุ้นไม่สามารถทำหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ย่อมส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน และอาจนำมาซึ่งความสัมพันธ์เชิงลบของบทบาทกรรมการทับซ้อนกับมูลค่ากิจการ งานวิจัยของ Tan et al. (2019) ศึกษากลุ่มตัวอย่างในบริษัทจดทะเบียนใน 8 ประเทศของภูมิภาคเอเชีย-แปซิฟิก พบว่ากรรมการที่มีตำแหน่งหลายแห่งมักมีเวลาจำกัดที่จะใช้ในการปฏิบัติหน้าที่ของตนอย่างเต็มที่ ทำให้การตรวจสอบและกำกับดูแลลดลง สอดคล้องกับ Edacherian, Richter, Karna, and Gopalakrishnan (2023) ศึกษากลุ่มตัวอย่างในประเทศสาธารณรัฐอินเดีย พบว่าคณะกรรมการตรวจสอบที่ต้องทำหน้าที่ตรวจสอบในหลายบริษัทพร้อมกัน อาจสูญเสียความเป็นอิสระและลดประสิทธิภาพในการตรวจสอบผู้บริหาร

ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากรของ Pfeffer and Salancik (1978) อธิบายไว้ว่าองค์กรต้องพึ่งพาสภาพแวดล้อมภายนอกในการจัดหาทรัพยากร เช่น ความรู้ประสบการณ์ เครือข่ายทางสังคมและธุรกิจ ความชอบธรรมในสังคม และข้อมูลที่สำคัญเพื่อกำหนดกลยุทธ์การดำเนินธุรกิจ เนื่องจากไม่สามารถสร้างทรัพยากรทั้งหมดขึ้นเองได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งความรู้ เป็นทรัพยากรที่สำคัญที่สุดและได้มาจากทั้งภายในและภายนอกองค์กร (Drucker, 1993) ดังนั้นในบทบาทกรรมการทับซ้อน ซึ่งกรรมการดำรงตำแหน่งในหลายบริษัทย่อมสามารถเชื่อมโยงกลยุทธ์เทคโนโลยีใหม่เข้าสู่บริษัทได้อย่างรวดเร็วที่สำคัญคือ สามารถสร้างเครือข่ายความสัมพันธ์กับพันธมิตร ซึ่งเป็นแหล่งทรัพยากรภายนอกองค์กร สามารถช่วยลดความไม่แน่นอนและเพิ่มประสิทธิภาพขององค์กร (Haunschild & Beckman, 1998)

งานวิจัยในอดีตที่พบว่า กรรมการทับซ้อนมีบทบาทต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ เช่น Hamdan (2018) ศึกษากรรมการทับซ้อนโดยวัดจำนวนกรรมการที่นั่งคณะกรรมการบริษัทอื่น/จำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัทนั้น ผลการศึกษารวมการทับซ้อนส่งผลบวกและมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เพราะทำหน้าที่เป็นสะพานเชื่อมระหว่างบริษัทกับทรัพยากรและข้อมูลภายนอก ที่สำคัญนำมาซึ่งการบริหารจัดการที่ดีขึ้นและผลตอบแทนที่สูงขึ้น สอดคล้องกับ Venkatesh et al. (2024) พบว่าตำแหน่งในเครือข่ายกรรมการเป็นกลไกที่ส่งเสริมให้บริษัทสามารถเข้าถึงทรัพยากรเชิงกลยุทธ์ที่จำเป็นสำหรับการเติบโตและการสร้างมูลค่าองค์กรได้ อย่างไรก็ตาม ผลบวกนี้จะหายไปและกลายเป็นผลลบ เมื่อกรรมการมีภาระมากเกินไปจนขาดเวลาและไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ



ตารางที่ 1 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัย	ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ/ ตัวแปรควบคุม (Sig/Sign)	ตัวอย่าง/ ปีที่ศึกษา	ทฤษฎี/ แนวคิด	ผลการศึกษา
Park (2025)	Tobin's Q	¹ BIT (*/+) ROA (**/-) FSIZE (**/-) FOR (**/+) LEV (x), CFO (**/-) OWN (**/+) BSIZE (x), BIG4 (x)	6,436 ตัวอย่าง/ ปี ค.ศ. 2018-2022/ สาธารณรัฐ เกาหลี	Resource Dependence Theory	Positive
Venkatesh et al. (2024)	Tobin's Q	² BIT (**/+) Firm Size (**/+) LEV (**/-) Growth (**/+) BSIZE (**/+)	1926 ตัวอย่าง/ ปี ค.ศ. 2011-2019/ สาธารณรัฐ อินเดีย	Resource Dependence Theory/ Agency Theory	Positive
Sany et al. (2024)	Tobin's Q	³ BIT (x)/ ROA (**/+) FSIZE (**/-) FAGE (x), BSIZE (x) COV (**/+)	140 ตัวอย่าง/ ปี ค.ศ. 2018-2022/ ไทย	Resource Dependence Theory/ Agency Theory	No Relation
Biswas et al. (2023)	Tobin's Q	¹ BIT ()/ FSIZE (**/-) FAGE (x) LEV (**/-) BSIZE (**/-)	2,058 ตัวอย่าง/ ปี ค.ศ. 2010-2020/ สาธารณรัฐ อินเดีย	Resource Dependence Theory/ Agency Theory	No Relation
Ifada, Fuad, K. & Kartikasari, (2021)	Tobin's Q	MOWN (**/+)	28 ตัวอย่าง/ ปี ค.ศ. 2017-2019/ สาธารณรัฐ อินโดนีเซีย	Agency Theory	Positive
Farwis & Nazar (2019)	Tobin's Q	¹ BIT (**/-), BSIZE (**/-)/ Firm Size (**, -) LEV (x)	156 ตัวอย่าง/ ปี ค.ศ. 2010- 2017/สาธารณรัฐ สังคมนิยม ประชาธิปไตย ศรีลังกา	Agency Theory/ Resource Dependence Theory	Negative



ตารางที่ 1 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (ต่อ)

ผู้วิจัย	ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ/ ตัวแปรควบคุม (Sig/Sign)	ตัวอย่าง/ ปีที่ศึกษา	ทฤษฎี/ แนวคิด	ผลการศึกษา
Tan et al. (2019)	Firm Efficiency	³ BIT (***/-)/ FSIZE (***/+) LNDEBTS (**/-) ROA (*/+) SALES (x), GDP (***/+) INFL (x)	5,320 ตัวอย่าง/ ปี ค.ศ. 2009-2015/ สาธารณรัฐจีน (ไต้หวัน)	Upper Echelons Theory/ Busyness Hypothesis	Negative
Hamdan (2018)	ROA, ROE	¹ BIT (**/+)/ ConcOwn (x) InstitOwn (x) BSIZE (x), Indep (x) FSIZE (x), FAGE (x) FinLev (x)	131 ตัวอย่าง/ ปี ค.ศ. 2016/ ราชอาณาจักร ซาอุดีอาระเบีย	Agency Theory/ Resource Dependence Theory	Positive
Ullah et al. (2017)	ROA	MOWN (***/-)/ FSIZE (***/-) LEV (***/+) Growth (x)	964 ตัวอย่าง/ ปี ค.ศ. 2004-2012/ สาธารณรัฐ อิสลามปากีสถาน	Agency Theory	Negative

หมายเหตุ: *, **, ***, **** X มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05, 0.01 และ 0.001 ตามลำดับ และไม่มีเครื่องหมาย

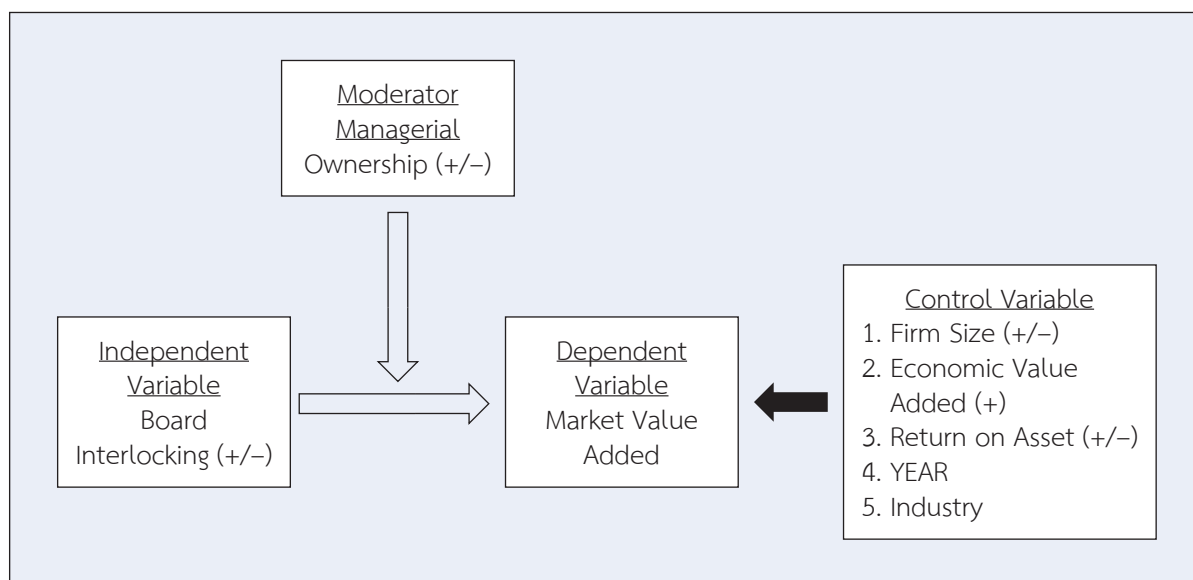
นิยามตัวแปรอิสระ/ตัวแปรควบคุม ¹BIT วัดค่าโดยจำนวนกรรมการที่นั่งคณะกรรมการบริษัทอื่น/จำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัทนั้น
²BIT วัดค่าโดยสัดส่วนของกรรมการในบอร์ดของบริษัทที่เป็นกรรมการในบริษัทอื่นมากกว่า 2 ตำแหน่งขึ้นไป; ³BIT วัดค่าโดยสัดส่วนของกรรมการในบอร์ดของบริษัทที่เป็นกรรมการในบริษัทอื่นมากกว่า 3 ตำแหน่งขึ้นไป; BIT หมายถึง กรรมการทับซ้อน; MOWN หมายถึง การถือหุ้นของผู้บริหาร ROA หมายถึง ผลตอบแทนจากสินทรัพย์; FSIZE หมายถึง ขนาดของบริษัท; FOR หมายถึง สัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติ; LEV หมายถึง อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์; OWN หมายถึง สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่; BSIZE หมายถึง ขนาดคณะกรรมการ; BIG4 หมายถึง ตรวจสอบบัญชีโดยบริษัท BIG4; Growth หมายถึง อัตราการเติบโตของรายได้; FAGE หมายถึง อายุของบริษัท; COV หมายถึง ช่วงเวลา COVID-19; LNDEBTS หมายถึง ความเสี่ยงของบริษัท; SALES หมายถึง การเติบโตของยอดขาย; GDP หมายถึง อัตราการเติบโตของ GDP ประเทศ; INFL หมายถึง อัตราเงินเฟ้อของประเทศ; ConcOwn หมายถึง สัดส่วนการถือหุ้นรวมของผู้ถือหุ้นใหญ่ 5 รายแรก; InstitOwn หมายถึง สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน; Indep หมายถึง สัดส่วนกรรมการอิสระ; FinLev หมายถึง หนี้สินรวม/สินทรัพย์รวม

นิยามตัวแปรตาม Tobin's Q หมายถึง มูลค่าบริษัท

ในการศึกษาครั้งนี้ได้เพิ่มตัวแปรควบคุมที่อาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ได้แก่ ขนาดของบริษัท มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และเนื่องด้วยลักษณะข้อมูลที่รวบรวมมาวิเคราะห์เป็นข้อมูลในลักษณะ Balance Panel Data ผู้วิจัยจึงเพิ่มตัวแปรควบคุมปีจำนวน 2 ตัว และตัวแปรควบคุมอุตสาหกรรมจำนวน 7 ตัว ในอดีตงานวิจัยส่วนหนึ่ง ได้แก่ Peng, Mutlu, Sauerwald, Au, and Wang (2015), Tan et al. (2019), Biswas et al. (2023) และ Venkatesh et al. (2024) พบความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างขนาดของบริษัทวัดด้วยสินทรัพย์รวมกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด โดยอธิบายได้ว่าบริษัทขนาดใหญ่มักมีความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนและทรัพยากร



มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก จึงมีแนวโน้มทำให้มูลค่าเพิ่มทางการตลาดมากขึ้น อย่างไรก็ตาม งานวิจัยในอดีตบางส่วน ได้แก่ Farwis and Nazar (2019) และ Park (2025) อธิบายไว้ว่าบริษัทขนาดใหญ่มีโครงสร้างองค์กรที่ซับซ้อนกว่า ต้องบริหารจัดการมากกว่า จึงอาจเกิดความล่าช้าในการตัดสินใจและขาดความคล่องตัว นอกจากนี้ Park (2025) อธิบายว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนจากสินทรัพย์สูงอาจมีลักษณะเป็นบริษัทที่เติบโตช้าหรือมีความเสี่ยงต่ำ ทำให้นักลงทุนคาดหวังการเติบโตของมูลค่าตลาดต่ำกว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนจากสินทรัพย์ต่ำแต่มีโอกาสเติบโตสูง ในทางตรงข้าม Sany et al. (2024) พบว่านักลงทุนมักให้คุณค่ากับบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนสูง ทำให้มูลค่ากิจการสูงตามไปด้วย สำหรับงานวิจัยของ Dee-Arsa and Sittipatna (2024) และ Jetiya, Kawewong, and Diskulnetivitya (2022) พบว่าการที่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีค่าสูงขึ้น แสดงให้เห็นว่าบริษัทสามารถบริหารจัดการทรัพยากรและเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น



รูปภาพที่ 1 กรอบแนวคิดของงานวิจัย

สมมติฐานการวิจัย (Hypothesis)

H1: สัดส่วนของกรรมการที่ซับซ้อนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H2: สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการที่ซับซ้อนกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ระเบียบวิธีวิจัย (Research Methods)

แบบจำลองของงานวิจัยผู้วิจัยใช้แบบจำลองการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Linear Regression) โดยใช้วิธีการวิเคราะห์แบบ Pooled Ordinary Least Squares (Pooled OLS) ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการที่ซับซ้อนกับ



มูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัท โดยมีการถือหุ้นของผู้บริหารทำหน้าที่เป็นตัวแปรกำกับ (Moderator) ผ่านการสร้างตัวแปรปฏิสัมพันธ์ (Interaction Term) ระหว่างกรรมการทับซ้อนและการถือหุ้นของผู้บริหาร เพื่อวิเคราะห์บทบาทของการถือหุ้นของผู้บริหารในฐานะตัวแปรกำกับที่มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนและมูลค่าเพิ่มทางการตลาด สมการของแบบจำลองมีลักษณะดังนี้

$$MVA_lg_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BIT_{i,t} + \beta_2 MOWN_{i,t} + \beta_3 TA_lg_{i,t} + \beta_4 EVA_ta_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_{6-7} YEAR_{i,t} + \beta_{8-13} INDUS_{i,t} + \beta_{i,t} \quad (1)$$

$$MVA_lg_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BIT_{i,t} + \beta_2 MOWN_{i,t} + \beta_3 BIT \times MOWN_{i,t} + \beta_4 TA_lg_{i,t} + \beta_5 EVA_ta_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_{7-8} YEAR_{i,t} + \beta_{8-13} INDUS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

โดย $MVA_lg_{i,t}$ = ลอการิทึมของมูลค่าเพิ่มทางการตลาดต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t
 $BIT_{i,t}$ = สัดส่วนกรรมการทับซ้อนของบริษัท i ปีที่ t
 $MOWN_{i,t}$ = สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัท i ปีที่ t
 $BIT \times MOWN_{i,t}$ = ปฏิสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนและการถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัท i ปีที่ t
 $TA_lg_{i,t}$ = ลอการิทึมของสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t
 $ROA_{i,t}$ = ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัท i ปีที่ t
 $EVA_ta_{i,t}$ = มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t
 $YEAR_{i,t}$ = กำหนดให้ปี พ.ศ. 2564 เป็นปีฐาน (ระยะเวลา 3 ปี พ.ศ. 2564-2566)
 $INDUS_{i,t}$ = กลุ่มอุตสาหกรรม (ทั้งหมด 7 อุตสาหกรรม)
 $\varepsilon_{i,t}$ = ค่าความคลาดเคลื่อนของบริษัท i ในปีที่ t

ตารางที่ 2 การวัดค่าตัวแปร

ชื่อเต็ม	ชื่อย่อ	วิธีการวัดค่า
ตัวแปรตาม		
มูลค่าเพิ่มทางการตลาด	MVA_lg	ลอการิทึมของมูลค่าเพิ่มทางการตลาดต่อสินทรัพย์รวม โดยที่ $MVA = \text{มูลค่าตลาดของหุ้น} - \text{มูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น}$
ตัวแปรอิสระ		
กรรมการทับซ้อน	BIT	$\frac{\text{จำนวนบริษัทที่กรรมการมีตำแหน่งเพิ่มเติม}}{\text{จำนวนกรรมการในบริษัท}}$
กรรมการทับซ้อน x สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร	BIT*MOWN	ปฏิสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร



ตารางที่ 2 การวัดค่าตัวแปร (ต่อ)

ชื่อเต็ม	ชื่อย่อ	วิธีการวัดค่า
ตัวแปรควบคุม		
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร	MOWN	$\frac{\text{จำนวนหุ้นของผู้บริหาร}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมด}}$
ขนาดของบริษัท	TA_lg	ค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	ROA	$\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	EVA	มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) ต่อสินทรัพย์รวม โดย $EVA = (NOPAT - (WACC \times IC))$

หมายเหตุ: NOPAT = กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี หรือกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี x (1-อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล); WACC = ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน (ฐานข้อมูล Refinitiv Eikon); Invested Capital (IC) = ส่วนของผู้ถือหุ้น +หนี้สินทั้งหมดที่มีดอกเบี้ย

ผลการศึกษา (Results)

ในส่วนนี้จะแสดงผลการศึกษาโดยเริ่มที่การวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนาและค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน รวมถึงการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ ตามลำดับต่อไปนี้

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

Variables	Observations	Mean	Std. Dev.	Min	Max
MVA	1,350	10,087.39	47,225.20	-115,303.80	602,321.20
BIT	1,350	0.51	0.38	0	2
MOWN	1,350	20.45	20.95	0	98.07
TA	1,350	41,252.70	187,442.10	335.63	3,460,462
ROA	1,350	6.01	9.28	-49.52	63.25
EVA	1,350	548.03	11,881.20	-188,884.50	184,005.50

หมายเหตุ: *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ
ข้อมูลทั้งหมดในตารางคำนวณจากกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2564-2566 (ไม่นับรวมกลุ่มธุรกิจการเงิน) กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หมวดในกลุ่มพื้นที่พักการ บริษัทที่ไม่ส่งข้อมูลแบบรายการประจำปี (แบบ 56-1) ซึ่งเป็นข้อมูลในลักษณะ Balanced Panel Data วิเคราะห์ด้วยวิธีการในรูปแบบ Pooled Ordinary Least Squares (Pooled OLS) รวมทั้งสิ้น 1,350 ตัวอย่าง จาก 450 บริษัท



จากผลการศึกษาตารางที่ 3 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่าง พบว่าตัวแปรมูลค่าเพิ่มทางการตลาดมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 10,087.39 ล้านบาท โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 47,225.20 ล้านบาท และมีค่าต่ำสุดถึง -115,303.80 ล้านบาท ขณะที่ค่าสูงสุดอยู่ที่ 602,321.20 ล้านบาท แสดงให้เห็นถึงมูลค่าเพิ่มทางการตลาดมีความแปรปรวนในระดับที่สูงในกลุ่มตัวอย่าง สะท้อนถึงความแตกต่างของศักยภาพในการสร้างมูลค่าทางการตลาดของแต่ละบริษัท โดยบางบริษัทอาจประสบภาวะขาดทุนหรือมีมูลค่าตลาดลดลง ขณะที่บางบริษัทสามารถสร้างมูลค่าได้อย่างโดดเด่น ในส่วนของตัวแปรกรรมการทับซ้อนมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.51 เท่า ซึ่งหมายความว่าสัดส่วนของกรรมการที่ดำรงตำแหน่งเพิ่มเติมคิดเป็น 51% ของจำนวนกรรมการทั้งหมด โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0 และค่าสูงสุดเท่ากับ 2 เท่า บ่งชี้ว่าบริษัทส่วนใหญ่มีกรรมการที่ดำรงตำแหน่งในหลายบริษัท ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อโครงสร้างการกำกับดูแลและกลไกการบริหารความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทต่าง ๆ

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient)

Variables	MVA_lg	BIT	MOWN	TA_lg	ROA	EVA
MVA_lg	1.00					
BIT	0.05**	1.00				
MOWN	0.24***	-0.18***	1.00***			
TA_lg	-0.05**	0.36***	-0.23***	1.00		
Variables	MVA_lg	BIT	MOWN	TA_lg	ROA	EVA
ROA	0.43***	0.02	0.15***	0.07**	1.00	
EVA	0.17***	-0.01	0.08***	0.08***	0.42***	1.00

หมายเหตุ: *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ข้อมูลทั้งหมดในตารางคำนวณจากกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2564-2566 (ไม่นับรวมกลุ่มธุรกิจการเงิน) กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หมวดในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ บริษัทที่ไม่ส่งข้อมูลแบบรายการประจำปี (แบบ 56-1) ซึ่งเป็นข้อมูลในลักษณะ Balanced Panel Data วิเคราะห์ด้วยวิธีการในรูปแบบ Pooled Ordinary Least Squares (Pooled OLS) รวมทั้งสิ้น 1,350 ตัวอย่าง จาก 450 บริษัท

จากผลการศึกษาตารางที่ 4 พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ทุกคู่อยู่ในช่วงระหว่าง -0.23 ถึง 0.43 และไม่มีคู่ตัวแปรใดที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เกิน 0.8 จึงสามารถสรุปได้ว่า ไม่มีสัญญาณของปัญหา (Multicollinearity) ระหว่างตัวแปรในแบบจำลองในการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Gujarati & Porter, 2009)



ตารางที่ 5 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณแบบรวมภาคตัดขวาง ตามแบบจำลองที่ 1

Independent Variables	VIF	Coefficient	Robust Std. Err.
BIT	1.22	0.026**	0.014
MOWN	1.12	0.187***	0.025
TA_lg	1.40	-0.011***	0.003
ROA	1.30	0.776***	0.082
EVA	1.24	0.008	0.037
YEAR	Control	Control	Control
INDUS	Control	Control	Control
Adj. R-squared		0.367	
Durbin-Watson		1.932	

หมายเหตุ: *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ข้อมูลทั้งหมดในตารางคำนวณจากกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2564-2566 (ไม่นับรวมกลุ่มธุรกิจการเงิน) กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หมวดในกลุ่มพื้นที่พักอาศัย บริษัทที่ไม่ส่งข้อมูลแบบรายการประจำปี (แบบ 56-1) ซึ่งเป็นข้อมูลในลักษณะ Balanced Panel Data วิเคราะห์ด้วยวิธีการในรูปแบบ Pooled Ordinary Least Squares (Pooled OLS) รวมทั้งสิ้น 1,350 ตัวอย่าง จาก 450 บริษัท

จากผลการศึกษาตารางที่ 5 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณแบบรวมภาคตัดขวาง (Pooled OLS Regression) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปี พ.ศ. 2564-2566

ผลการศึกษาพบว่า กรรมการทับซ้อนมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 5% โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ที่ 0.026 ซึ่งบ่งชี้ว่าการที่มีกรรมการดำรงตำแหน่งในหลายบริษัทส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐาน H1 ที่สะท้อนให้เห็นว่าบทบาทของกรรมการที่ดำรงตำแหน่งในหลายบริษัทจะช่วยเพิ่มเครือข่ายทรัพยากร ความรู้ และประสบการณ์ สอดคล้องกับแนวคิดตามทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory)

ผลการศึกษาพบว่า การถือหุ้นของผู้บริหารและอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 1% แสดงให้เห็นว่าเมื่อผู้บริหารมีส่วนได้เสียในบริษัทช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ส่งผลให้การบริหารจัดการและการตัดสินใจของผู้บริหารเป็นไปในทิศทางที่เพิ่มคุณค่าให้กิจการ สอดคล้องกับแนวคิด Alignment Effect ส่วนบริษัทที่ใช้สินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ หรือมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์สูง จะเพิ่มมูลค่าทางการตลาดให้กับบริษัท สำหรับขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 1% ชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่อาจส่งผลกระทบให้บริษัทเผชิญกับความยุ่งยากในการบริหารจัดการ เช่น โครงสร้างองค์กรที่ซับซ้อน การสื่อสารภายในมีปัญหา หรือปัญหาในการปรับตัวให้ทันตลาด จึงทำให้มูลค่าเพิ่มทางการตลาดลดลง โดยภาพรวมค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.367 แสดงว่าค่าเฉลี่ยของตัวแปรในแบบ



จำลองนี้สามารถอธิบายมูลค่าเพิ่มทางการตลาดร่วมกันได้ประมาณร้อยละ 36.7 ค่า Durbin-Watson เท่ากับ 1.932 ซึ่งอยู่ใกล้ค่า 2 แสดงว่าไม่พบปัญหาอัตสหสัมพันธ์ของค่าคงเหลือ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรทั้งหมดอยู่ในช่วงระหว่าง 1.12-1.40 บ่งชี้ว่าไม่มีปัญหาการมีความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)

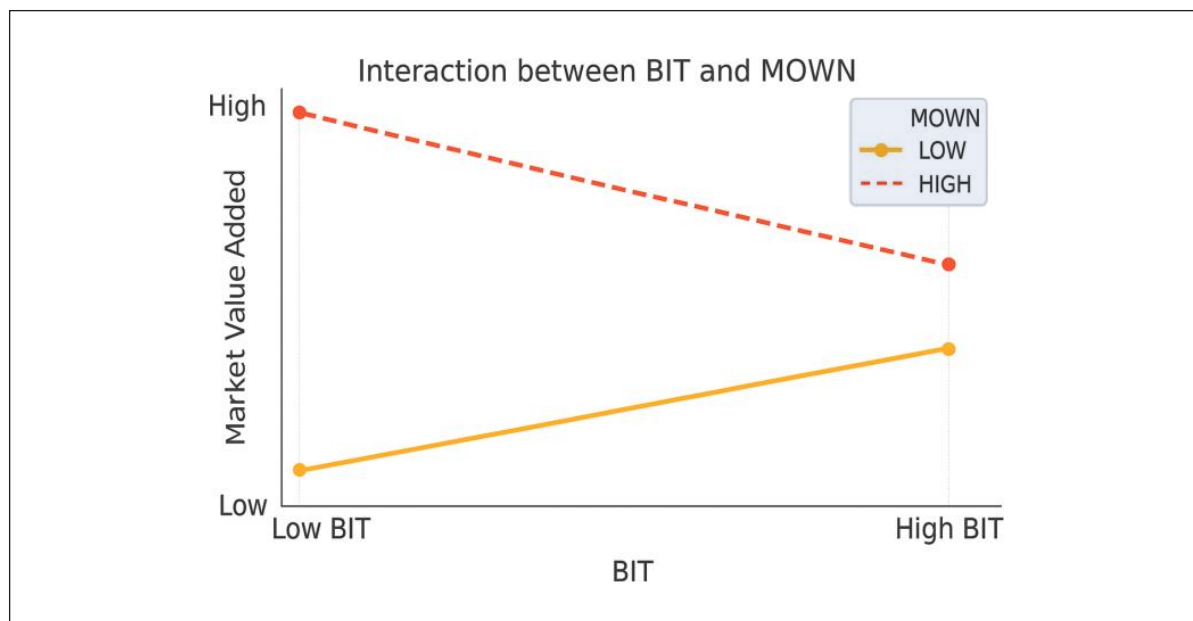
ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณแบบรวมภาคตัดขวางโดยรวมตัวแปรปฏิสัมพันธ์ ตามแบบจำลองที่ 2

Independent Variables	VIF	Coefficient	Robust Std. Err.
BIT	1.97	0.053***	0.018
MOWN	3.04	0.265***	0.041
BIT*MOWN	3.24	-0.155**	0.068
TA_lg	1.40	-0.010***	0.003
ROA	1.30	0.767***	0.082
EVA	1.24	0.008	0.037
YEAR	Control	Control	Control
INDUS	Control	Control	Control
Adj. R-squared		0.370	
Durbin-Watson		1.934	

หมายเหตุ: *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ข้อมูลทั้งหมดในตารางคำนวณจากกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2564-2566 (ไม่นับรวมกลุ่มธุรกิจการเงิน) กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หมวดในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ บริษัทที่ไม่ส่งข้อมูลแบบรายการประจำปี (แบบ 56-1) ซึ่งเป็นข้อมูลในลักษณะ Balanced Panel Data วิเคราะห์ด้วยวิธีการในรูปแบบ Pooled Ordinary Least Squares (Pooled OLS) รวมทั้งสิ้น 1,350 ตัวอย่าง จาก 450 บริษัท

จากผลการศึกษาในตารางที่ 6 แสดงรายงานผลกระทบของการถือหุ้นโดยผู้บริหารในฐานะตัวแปรกำกับ (Moderator) ที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด จากการวิเคราะห์โดยเพิ่มตัวแปรปฏิสัมพันธ์ (Interaction Term) ระหว่างกรรมการทับซ้อนและการถือหุ้นของผู้บริหารในสมการถดถอยเชิงพหุคูณแบบรวมภาคตัดขวาง ผลศึกษาชี้ให้เห็นว่าตัวแปรปฏิสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนและการถือหุ้นของผู้บริหารส่งผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญในระดับ 5% โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบที่ -0.155 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐาน H2 และสรุปได้ว่าการถือหุ้นโดยผู้บริหารมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดในเชิงลบ นอกจากนี้ ค่า Adjusted R² ในตารางที่ 6 เท่ากับ 0.370 จึงสรุปได้ว่าแบบจำลองที่ 2 ที่มีตัวแปรปฏิสัมพันธ์เพิ่มจากแบบจำลองที่ 1 สามารถอธิบายมูลค่าเพิ่มทางการตลาดได้ร้อยละ 37.00 เพิ่มจากแบบจำลองที่ 1 เพียงเล็กน้อย ค่า Durbin-Watson เท่ากับ 1.934 ซึ่งอยู่ใกล้ค่า 2 แสดงว่าไม่พบปัญหาอัตสหสัมพันธ์ของค่าคงเหลือ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรทั้งหมดอยู่ในช่วงระหว่าง 1.24-3.24 บ่งชี้ว่าไม่มีปัญหาการมีความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)



รูปภาพที่ 2 แสดงกราฟปฏิสัมพันธ์ของตัวแปรกำกับหรือสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร
ต่อความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนและมูลค่าเพิ่มทางการตลาด

จากรูปภาพที่ 2 ข้างต้น แสดงผลกระทบของตัวแปรกำกับหรือสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดใน 2 ระดับ และเห็นได้ว่าความชันของเส้นแต่ละเส้นมีความแตกต่างกัน และทราบทิศทางของความสัมพันธ์อย่างชัดเจน จึงน่าจะเพียงพอในการอธิบายความสำคัญของตัวแปรกำกับของงานวิจัยนี้ (Dawson, 2013) โดยสรุปผลการศึกษาในรูปภาพที่ 2 แสดงให้เห็นว่าเมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่ในระดับต่ำ กรรมการทับซ้อนจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด แต่เมื่อระดับการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่ในระดับที่สูงขึ้น ความสัมพันธ์ของกรรมการทับซ้อนและมูลค่าเพิ่มทางการตลาดจะมีแนวโน้มเป็นเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนว่าบริษัทมีกรรมการทับซ้อนรวมกับการถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงขึ้นอาจเกิดปัญหาความขัดแย้งผลประโยชน์ Entrenchment Effect หรือการครอบงำการตัดสินใจของกลุ่มผู้บริหารและกรรมการทับซ้อนจนอาจลดประสิทธิภาพในการกำกับดูแล และการตัดสินใจที่สร้างมูลค่าให้กับบริษัทได้ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่ชี้ให้เห็นถึงความเสี่ยงของพฤติกรรมที่ไม่สอดคล้องกับผู้ถือหุ้นเมื่ออำนาจรวมศูนย์มากเกินไป สรุปได้ว่าการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสำคัญในฐานะตัวแปรกำกับที่ส่งผลกระทบต่อทิศทางและขนาดของความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัท

การอภิปรายและสรุปผล (Conclusion and Discussion)

การศึกษาในครั้งนี้มุ่งเน้นเพื่อตอบคำถามงานวิจัยว่ากรรมการทับซ้อนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดหรือไม่ รวมถึงการถือหุ้นโดยผู้บริหารมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดหรือไม่ ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2564-2566 จำนวนรวม 1,350 ตัวอย่าง จาก 450 บริษัท ซึ่งลักษณะข้อมูลเป็นแบบ Balanced Panel Data และใช้แบบ



จำลองการถดถอยเชิงพหุแบบ Pooled Ordinary Least Squares: Pooled OLS โดยมีตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ร่วมกับการควบคุมตัวแปรปี และตัวแปรอุตสาหกรรม และมีการถือหุ้นของผู้บริหารเป็นตัวแปรกำกับ

ผลการศึกษาพบว่า กรรมการทับซ้อนมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 5% สะท้อนว่ากรรมการที่ดำรงตำแหน่งในหลายบริษัทจะทำหน้าที่เป็นสะพานเชื่อมโยงทรัพยากรภายนอกและเครือข่ายที่สำคัญเข้าสู่บริษัท ซึ่งทรัพยากรเหล่านี้อาจรวมถึงข้อมูลข่าวสาร โอกาสทางธุรกิจ ความร่วมมือ และการสนับสนุนทางการเงิน โดยกรรมการทับซ้อนสามารถช่วยลดความไม่แน่นอนจากสิ่งแวดล้อมภายนอกและช่วยเสริมสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันให้กับบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพ ตามทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory) ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Peng et al. (2015); Venkatesh et al. (2024); Park (2025); Hamdan (2018) ที่สนับสนุนว่าการมีกรรมการทับซ้อนมีผลต่อการเพิ่มประสิทธิภาพและมูลค่ากิจการ

นอกจากนี้ จากการขยายแบบจำลองที่เพิ่มตัวแปรปฏิสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนและการถือหุ้นของผู้บริหารพบว่าตัวแปรปฏิสัมพันธ์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 5% หมายความว่า การถือหุ้นของผู้บริหารในระดับสูงขึ้น จะลดทอนบทบาทของกรรมการทับซ้อนที่มีต่อการเพิ่มมูลค่าทางการตลาด หรือกล่าวได้ว่า สำหรับบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารสูง บทบาทของกรรมการทับซ้อนที่จะช่วยเพิ่มมูลค่าทางการตลาดของบริษัทจะลดลง อาจเนื่องจากเมื่อผู้บริหารถือหุ้นสูงจนเกิดการรวมศูนย์อำนาจ กลไกการตรวจสอบถ่วงดุลจะไม่เกิดประสิทธิภาพ บทบาทของคณะกรรมการในการกำกับดูแลลดลง และนำไปสู่พฤติกรรมแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตน สอดคล้องกับแนวคิด Entrenchment Effect และจากวิเคราะห์รูปแบบในรูปภาพที่ 2 ที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดใน 2 ระดับ คือ ในระดับที่สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารต่ำมาก ความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดจะเป็นเชิงบวก ในทางตรงกันข้าม ในระดับที่สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารสูงมาก ความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการทับซ้อนกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดจะเป็นเชิงลบ

โดยสรุปผลการวิจัยฉบับนี้ตอบคำถามงานวิจัยในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยว่า บทบาทกรรมการทับซ้อนช่วยเพิ่มมูลค่าทางการตลาดของบริษัทผ่านเครือข่ายและทรัพยากรที่เชื่อมโยง ขณะเดียวกัน การถือหุ้นของผู้บริหารส่งผลต่อบทบาทของกรรมการทับซ้อนที่จะช่วยเพิ่มมูลค่าทางการตลาดของบริษัท หากบริษัทใดมีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารอยู่ในระดับต่ำ กรรมการทับซ้อนมีบทบาทช่วยเพิ่มมูลค่าทางการตลาด แต่ในทางตรงกันข้าม เมื่อบริษัทใดผู้บริหารถือหุ้นอยู่ในระดับสูง บทบาทของกรรมการทับซ้อนอาจจะลดมูลค่าทางการตลาดได้ อาจเนื่องด้วยเมื่อผู้บริหารมีอำนาจสูงขึ้นจากหุ้นที่ถือครอง ทำให้ยากต่อการตรวจสอบและถ่วงดุล ประกอบกับด้วยกรรมการทับซ้อนมีภาระหน้าที่มากเกินไป หรืออาจกลายเป็นกรรมการที่ขาดอิสระ จึงเป็นกลไกในการตรวจสอบที่ไม่ประสิทธิภาพ ลดความเชื่อมั่นของนักลงทุน มูลค่าเพิ่มทางการตลาดจึงลดลง

ข้อเสนอแนะ (Recommendation)

1. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

เนื่องด้วยกรรมการทับซ้อนมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ผู้วิจัยจึงมีข้อเสนอแนะแก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่า ควรส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีการสรรหากรรมการจากหลากหลายเครือข่ายทั้งภาคธุรกิจ ภาครัฐ และภาคการศึกษา เพื่อให้เกิดการเชื่อมโยงที่เอื้อต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของธุรกิจ กรรมการที่มี



ประสบการณ์จากหลากหลายภาคส่วนสามารถนำความรู้ ทักษะ และเครือข่ายที่หลากหลายมาใช้ในการบริหารเชิงกลยุทธ์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ แต่เมื่อการถือหุ้นของผู้บริหารมีมากเกินไป ส่งผลให้บทบาทของคณะกรรมการในการกำกับดูแลลดลง และขัดขวางอิทธิพลเชิงบวกของกรรมการทับซ้อนในการเสริมสร้างมูลค่าเพิ่มทางการตลาด หน่วยงานกำกับดูแลจึงควรกำหนดขอบเขตหรือเงื่อนไขการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการถือหุ้นของผู้บริหารเพื่อป้องกันผลกระทบเชิงลบที่อาจเกิดขึ้นจากความเสี่ยงในการใช้อำนาจที่ไม่สอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น หรือการดำเนินนโยบายที่มุ่งตอบสนองผลประโยชน์ส่วนตัวของผู้บริหารที่มากเกินไป

นอกจากนี้ เสนอแนะให้บริษัทจดทะเบียนควรกำหนดโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทให้มีสัดส่วนกรรมการทับซ้อนที่เหมาะสม เพื่อประโยชน์ในการสร้างเครือข่ายทางธุรกิจ การแลกเปลี่ยนข้อมูลเชิงกลยุทธ์ อันส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด อย่างไรก็ตาม กรรมการทับซ้อนไม่ควรนั่งในหลายตำแหน่งหลายบริษัทจนเกินไป เนื่องจากส่งผลให้กรรมการไม่สามารถทุ่มเทเวลาและความสามารถในการตรวจสอบการดำเนินงานของผู้บริหารได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ อีกทั้งอาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้ ควรมีมาตรการควบคุมสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเพื่อป้องกันการใช้อำนาจที่มีในการลดบทบาทของกรรมการในการกำกับดูแลกิจการ

2. ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

การศึกษานี้ได้ให้ข้อมูลเกี่ยวกับบทบาทของคณะกรรมการทับซ้อนต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด รวมถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในฐานะตัวแปรกำกับ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ยังมีข้อจำกัด อาทิเช่น การมุ่งเน้นเฉพาะเครือข่ายกรรมการทับซ้อน (Board Interlocking) ในทางธุรกิจ โดยไม่ครอบคลุมถึงเครือข่ายความสัมพันธ์ส่วนบุคคลประเภทอื่นของกรรมการทับซ้อน เช่น ความสัมพันธ์เกี่ยวกับภูมิภาคหรือการศึกษา อีกทั้งการศึกษานี้ยังใช้ข้อมูลเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลา 3 ปี จึงมีจำนวนตัวอย่างกรรมการทับซ้อนค่อนข้างจำกัด

ดังนั้นเพื่อให้งานวิจัยในอนาคตมีความสมบูรณ์มากขึ้น ผู้วิจัยจึงขอเสนอแนะให้ศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับผลกระทบของกรรมการทับซ้อนที่มีความสัมพันธ์กับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือผลกระทบของกรรมการทับซ้อนที่เป็นกรรมการอิสระ รวมถึงอาจเพิ่มเติมตัวแปรควบคุมที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด เช่น สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ ตามงานวิจัยของ Park (2025) และสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่สุด ตามงานวิจัยของ Morck, Shleifer, and Vishny (1988) เพื่อสนับสนุนผลการศึกษาในครั้งนี้ รวมถึงสามารถขยายผลเพื่อให้มั่นใจว่าความสัมพันธ์ที่สังเกตได้นั้นไม่ได้ถูกขับเคลื่อนโดยปัจจัยอื่น ๆ ที่ไม่ได้สังเกต

นักวิจัยในอนาคตอาจศึกษาเกี่ยวกับบทบาทกรรมการทับซ้อนให้ครอบคลุมถึงเครือข่ายส่วนบุคคลประเภทอื่น เช่น เครือข่ายความสัมพันธ์เกี่ยวกับภูมิภาคและการศึกษาของกรรมการ รวมถึงสามารถขยายช่วงระยะเวลาการเก็บข้อมูลให้ยาวขึ้น เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบในระยะยาวและความเปลี่ยนแปลงของตลาดทุนในบริบทที่หลากหลายมากขึ้น นอกจากนี้ อาจศึกษาในเชิงวิเคราะห์เปรียบเทียบความสัมพันธ์ในระดับอุตสาหกรรม เพื่อสะท้อนบริบทเฉพาะของแต่ละกลุ่ม หรือขยายการศึกษาในเชิงเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์อื่น



References

- Adsakul, N. (2015). *Performance measures affecting economic value added and market value added of company in services industry group in the Stock Exchange of Thailand* [Master's thesis, Sripatum University].
- Biswas, S., Sarkar, J., & Selarka, E. (2023). Women director interlocks and firm performance: Evidence from India (Working Paper No. WP-2023-016). Indira Gandhi Institute of Development Research. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4653412>
- Dal Vesco, D. G., & Beuren, I. M. (2016). Do the board of directors composition and the board interlocking influence on performance? *BAR-Brazilian Administration Review*, 13(2), Article 1, e160007. <http://dx.doi.org/10.1590/1807-7692bar2016160007>
- Dawson, J. F. (2013). Moderation in management Research: What, why, when, and how. *Journal of Business and Psychology*, 29(1), 1-19. <https://doi.org/10.1007/s10869-013-9308-7>
- Dee-Arsa, P., & Sittipatna, P. (2024). The relevance of economic value added and financial performance measures on the market value added of companies in the sustainable stock price movement index group list in the Stock Exchange of Thailand. *Western University Research Journal of Humanities and Social Science*, 10(1), 113-126.
- Drucker, P. (1993). *Post-Capitalist Society*. Butterworth-Heinemann.
- Edacherian, S., Richter, A., Karna, A., & Gopalakrishnan, B. (2023). Connecting the right knots: The impact of board committee interlocks on the performance of Indian firms. *Corporate Governance an International Review*, 32(1), 135-155. <https://doi.org/10.1111/corg.12523>
- Farwis, M., & Nazar, M. C. A. (2019). Interlocking directorate and firm performance of listed companies in Sri Lanka. *Asian Journal of Research in Banking and Finance*, 9(3), 1-15. <https://doi.org/10.5958/2249-7323.2019.00003.8>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill Education.
- Hamdan, A. (2018). Board interlocking and firm performance: The role of foreign ownership in Saudi Arabia. *International Journal of Managerial Finance*, 14(3), 266-281. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2017-0192>
- Haunschild, P., & Beckman, C. (1998). When do interlocks matter? Alternate sources of information and interlock influence. *Administrative Science Quarterly*, 43(4), 815-845. <https://doi.org/10.2307/2393617>
- Ifada, L. M., Fuad, K., & Kartikasari, L. (2021). Managerial ownership and firm value: The role of corporate social responsibility. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 25(2), 162-171. <https://doi.org/10.20885/jaai.vol25.iss2.art6>
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)



- Jetiya, A., Kawewong, N., & Diskulnetivitya, P. (2022). Impact of economic value added and financial ratios towards market value added of listed companies in SET100 Index. *Journal of Administrative and Management Innovation*, 10(1), 24-33.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- Park, J. H. (2025). The impact of interlocking directorates on firm value: Empirical evidence from KOSDAQ companies in Korea. *Global Business & Finance Review*, 30(1), 100-115. <https://doi.org/10.17549/gbfr.2025.30.1.100>
- Peng, M. W., Mutlu, C. C., Sauerwald, S., Au, K. Y., & Wang, D. Y. L. (2015). Board interlocks and corporate performance among firms listed abroad. *Journal of Management History*, 21(2), 257-282. <https://doi.org/10.1108/JMH-08-2014-0132>
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence approach*. Harper and Row Publishers.
- Sany, C., Novica, C., & Valentina, C. (2024). Do board multiple directorships and ESG score drive firm value? Study of non-financial companies in Thailand. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 26(1), 67-76. <https://doi.org/10.9744/jak.26.1.67-76>
- Srivardhana, T. (2010). *The effects of board interlocking networks: A case study of listed companies in the Stock Exchange of Thailand* [Master's thesis, National Institute of Development Administration].
- Stewart, G. B. (1991). *The Quest for Value*. Harper Business.
- Sukeecheep, S., Yarram, S. R., & Al Farooque, O. (2013, March 20-23). Earnings management and board characteristics in Thai listed companies. *The 2013 IBEA International Conference on Business, Economics, and Accounting*, Bangkok, Thailand.
- Tan, K. M., Bany-Arifin, A. N., Kamarudin, F., & Abdul Rahim, N. (2019). Does directors' experience positively moderate the impact of board busyness on firm efficiency? Evidence from Asia-Pacific. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 11(3), 232-250. <https://doi.org/10.1108/APJBA-01-2019-0008>
- The Stock Exchange of Thailand. (2017). *Corporate Governance Code for Listed Companies*. The Stock Exchange of Thailand.
- Ullah, W., Ali, S., & Mehmood, S. (2017). Impact of excess control, ownership structure and corporate governance on firm performance of diversified group firms in Pakistan. *Business & Economic Review*, 9(2), 49-72. <https://doi.org/10.22547/BER/9.2.3>
- Venkatesh, G., Kshatriya, S., & Bansal, S. (2024). Board busyness and firm performance: An emerging market perspective. *Corporate Governance: An International Review*, 33(2), 231-245. <https://doi.org/10.1111/corg.12600>
- Young, S. D., & O'Byrne, S. F. (2001). *EVA and Value Based Management*. McGraw Hill.