

อิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q
ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ณัฐพัชร นวลมนิฐิตี

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต
สาขาวิชาการบัญชี วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี
มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

พ.ศ. 2563

**The Influence of Enterprise Risk Management on Firm Value Measured by
Tobin's Q of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand**

Nattapat Nuanmaneethiti

**A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Doctor of Philosophy in Accountancy**

College of Innovative Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University

2020



ใบรับรองวิทยานิพนธ์

วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

ปริญญา ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต (การบัญชี)

หัวข้อวิทยานิพนธ์ อธิพจน์ของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q
ของบริษัที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เสนอโดย นางสาวณัฐพัชร์ นวลมนิธิติ

หลักสูตร ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ผศ.ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู

ได้พิจารณาเห็นชอบโดยคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์แล้ว

Wanwan Niams
.....ประธานกรรมการ

(รศ.ดร.พนารัตน์ ปานมณี)

Dr. Pan
.....กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์

(ผศ.ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู)

Dr. Niams
..... กรรมการ

(ผศ.ดร.ศิริเดช คำสุพรหม)

Dr. Niams
..... กรรมการ

(ผศ.ดร.ดารณี เอื้อชนะจิต)

วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชีรับรองแล้ว

Dr. Niams
..... คณบดีวิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี

(ผศ.ดร.ศิริเดช คำสุพรหม)

วันที่ 26 เดือน ก.ค. พ.ศ. 2563

หัวข้อวิทยานิพนธ์	อิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	ณัฐพัชร นวลมณีจิติ
อาจารย์ที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู
สาขาวิชา	ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต (การบัญชี)
ปีการศึกษา	2562

บทคัดย่อ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความสำคัญกับการกำกับกิจการที่ดีของบริษัท และกลุ่มธุรกิจต่าง ๆ เป็นอย่างมาก โดยเฉพาะนโยบายการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่ระบุให้ทุกบริษัทและกลุ่มธุรกิจต่าง ๆ ต้องสามารถบริหารความเสี่ยงภายในองค์กรให้อยู่ในระดับยอมรับได้ เพื่อสามารถแก้ไขปัญหาหรือจัดการความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้อย่างทันท่วงที งานวิจัยครั้งนี้จึงมีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ เพื่อศึกษาอิทธิพลของปัจจัยภายในองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ และเพื่อศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการโดยผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มูลค่ากิจการวัดโดยใช้ Tobin's Q ประชากรในการศึกษาคั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มดัชนี SET100 โดยเก็บข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี (แบบ 56-2) ระหว่างปี พ.ศ. 2558 – 2561 จำนวน 61 บริษัท สถิติที่ใช้ ได้แก่ ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง โดยการวิเคราะห์สมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) หลักการวิเคราะห์เส้นทาง (Path analysis) ด้วยเทคนิคการใช้ค่าประมาณความควรจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood: ML)

ผลการศึกษา พบว่า 1) การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านกลยุทธ์มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 2) การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงานมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงิน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 3) การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงานมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 4) การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบและข้อบังคับมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

เสี่ยงทางการเงินของกิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แต่การบริหารความเสี่ยงองค์กร
ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ

คำสำคัญ : การบริหารความเสี่ยงองค์กร, มูลค่ากิจการ, โมเดลสมการโครงสร้าง



Thesis Title	The Influence of Enterprise Risk Management on Firm Value Measured by Tobin's Q of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand
Author	Nattapat Nuanmaneethiti
Thesis Advisor	Assistant Professor Dr.Pattanant Petchchedchoo
Department	Accountancy
Academic Year	2019

ABSTRACT

The Stock Exchange of Thailand attaches great importance to good corporate governance of companies and business groups, especially the Enterprise Risk Management (ERM) policy, which requires all companies and business groups to be able to manage. Risk at all levels in order to be able to solve problems or manage potential risks in a timely manner, this will not have an impact on the public who have jointly invested with registered companies and business groups. This research aims to study the influence Enterprise Risk Management on firm value, to examine the influence of internal factors on firm value and to investigate the Enterprise Risk Management with firm value on internal factors of listed companies in the stock exchange of Thailand which firm value was measured by Tobin's Q. The population in this study was listed companies on the stock exchange of Thailand in the SET100 Index groups, collecting data from financial reports and annual report during the years 2015 - 2018 of 61 companies. The statistics used are percentage, Mean, standard deviation (Std.) and Structural Equation Modeling (SEM) with the path analysis Principle by using the Maximum Likelihood (ML) technique.

The results showed that The Influence of Enterprise Risk Management consist with strategic risk, operational risk, financial and reporting risk, and compliance risk are influencing (correlated with) on firm value measured by Tobin's Q with leverage factor but not influencing with slack factor of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand. This outcome is in line with theory of Enterprise Risk Management which states that business includes the methods and

processes used by organizations to manage risks and seize opportunities related to the achievement of their objectives.

Keywords: Enterprise Risk management, Firm Value, Structural Equation Modeling



กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ สำเร็จลุล่วงได้อย่างสมบูรณ์ด้วยความอนุเคราะห์และความกรุณาอย่างยิ่งจากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ได้กรุณาช่วยเหลือให้ความรู้ คำปรึกษา ตลอดจนตรวจแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ และเอื้ออาทรแก่ผู้วิจัยด้วยดีตลอดมา ขอกราบขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.พนารัตน์ ปานมณี ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิริเดช คำสุพรหม กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ได้ให้คำแนะนำและข้อเสนอแนะเพิ่มเติม เพื่อให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความถูกต้องสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น จึงขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอกราบขอบพระคุณ คุณป้าพวงเพชร (ป้าแอ๊ด) คุณลุงประกิต (ลุงตุ่น) พี่ภาพและครอบครัวกันยายนยาบาลทุกคน ที่คอยสนับสนุนดูแลและให้กำลังใจแก่ผู้วิจัยในทุกเรื่อง เรียกได้ว่าผู้วิจัยใช้ชีวิตอยู่กับครอบครัวที่น่ารักแห่งนี้ ตั้งแต่เริ่มต้นศึกษาจนสำเร็จปริญญาเลยก็ว่าได้ ครอบครัวแห่งนี้เปรียบเสมือนบ้านหลังที่สองอันแสนอบอุ่นของผู้วิจัย ผู้วิจัยสำนึกในความกรุณาและซาบซึ้งใจในครอบครัวนี้เป็นอย่างสูง จึงขอกราบขอบพระคุณคุณป้าแอ๊ด คุณลุงตุ่น พี่ภาพและครอบครัวกันยายนยาบาลมา ณ โอกาสนี้

ขอกราบขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย ปราการเจริญ และรองศาสตราจารย์ ธวัชชัย งามสันติวงศ์ ที่ได้สละเวลาอันมีค่าในการให้ความรู้ และให้คำปรึกษาเกี่ยวกับ โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติที่ควรใช้ รวมทั้งการมอบหนังสือที่ท่านรักยิ่งและเก็บรักษามายาวนานยิ่ง แก่ผู้วิจัยในการศึกษาค้นคว้า ซึ่งเป็นประโยชน์อย่างยิ่งกับงานวิจัยของข้าพเจ้า จึงขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์ทั้งสองเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอขอบคุณอาจารย์ณัฐพงศ์ เหลืองนฤดม เพื่อนสนิทคนสำคัญที่คอยให้กำลังใจและคอยถามไถ่ความเป็นไปของการทำวิทยานิพนธ์ ตลอดจนมีขนมอร่อย ๆ มาให้เสมอ แม้ในบางวันที่ผู้วิจัยเกิดความเหนื่อยหรือท้อแท้บ้างบางเวลา ผู้วิจัยรู้สึกซาบซึ้งใจเป็นอย่างยิ่ง จึงขอขอบคุณมา ณ โอกาสนี้

ประการสุดท้าย ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณคุณพ่อคุณแม่ ที่คอยเป็นกำลังใจ ห่วงใยอบรมสั่งสอนตลอดจนให้กำลังใจ และให้ความช่วยเหลือแก่ผู้วิจัยให้มีความอดทนและมานะพยายาม จนผู้วิจัยประสบความสำเร็จในการศึกษา ผู้วิจัยสำนึกในความกรุณาและซาบซึ้งใจท่านเป็นอย่างสูง เพราะในโลกนี้หาใครเทียบท่านทั้งคู่ไม่ได้อีกแล้ว จึงขอมอบคุณค่าประโยชน์และความดีที่ได้รับจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้แก่ท่านทั้งคู่ และขอกราบขอบพระคุณท่านไว้ ณ โอกาสนี้ด้วย

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	๗
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	๖
กิตติกรรมประกาศ.....	๗
สารบัญตาราง.....	๘
สารบัญภาพ.....	๙
บทที่	
1. บทนำ.....	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 คำถามในการวิจัย.....	4
1.3 วัตถุประสงค์ของการทำวิจัย.....	5
1.4 ประโยชน์ที่ได้จากงานวิจัย.....	5
1.5 ขอบเขตของงานวิจัย.....	6
1.6 นิยามศัพท์ที่ใช้ในการศึกษา.....	7
2. แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	9
2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ การบริหารความเสี่ยง และการควบคุมภายใน.....	9
2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงองค์กร.....	26
2.3 แนวคิดมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q.....	44
2.4 แนวคิดเกี่ยวกับปัจจัยภายในองค์กรที่มีอิทธิพลต่อการบริหารความเสี่ยงองค์กร และมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q.....	51
2.5 การพัฒนารอบแนวคิดในงานวิจัย.....	56
3. ระเบียบวิธีวิจัย.....	57
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	57
3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล.....	58
3.3 การสร้างเครื่องมือในการรวบรวมข้อมูล.....	60
3.4 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล.....	67

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
3.5 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้.....	68
3.6 ตัวแบบที่ใช้ในงานวิจัย.....	71
4. ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	74
4.1 การวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐาน.....	75
4.2 การวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ.....	84
4.3 การทดสอบสมมติฐาน.....	98
4.4 บทสรุป.....	116
5. บทสรุปและข้อเสนอแนะ.....	117
5.1 สรุปผลการวิจัย.....	117
5.2 อภิปรายผลการวิจัย.....	119
5.3 ข้อจำกัด.....	131
5.4 ข้อเสนอแนะ.....	131
บรรณานุกรม.....	133
ประวัติผู้เขียน.....	147

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 เปรียบเทียบแนวคิดเดิมของ COSO 1992 กับแนวคิดใหม่ COSO-ERM 2013 ที่เน้นการบริหารความเสี่ยงแบบทั่วทั้งองค์กร.....	21
2.2 ตารางสรุปการคำนวณหาปัจจัยภายในองค์กร (Internal Factors) หรือตัวแปรแฝงภายใน (Endogenous Variables).....	55
3.1 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา.....	58
3.2 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม.....	58
3.3 สรุปเกณฑ์ที่ใช้ในการตรวจสอบความสอดคล้องของตัวแบบกับข้อมูลเชิงประจักษ์.....	70
4.1 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา.....	75
4.2 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม.....	76
4.3 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของข้อมูลกลุ่มตัวอย่าง ทั้งหมด 61 บริษัท (244 ตัวอย่าง) จำแนกตามแต่ละตัวแปรอิสระ.....	77
4.4 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา.....	78
4.5 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	80
4.6 สรุปทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระกับมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	82
4.7 ผลการวิเคราะห์คุณภาพของแบบจำลองสมการ โครงสร้าง.....	90
4.8 แสดงผลการประมาณค่า Standardized Regression Weights เพื่อวิเคราะห์เส้นทางเส้นทาง (Path Analysis) ในแบบจำลองสมการ โครงสร้าง.....	91
4.9 แสดงผลการประมาณค่า Standardized Regression Weights หลังปรับโมเดล.....	94
4.10 เกณฑ์และผลการตรวจสอบความสอดคล้องของตัวแบบทางทฤษฎีกับข้อมูลเชิงประจักษ์.....	96
4.11 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าผลรวมอิทธิพลของตัวแปร (Standardized Total Effects)	97
4.12 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าอิทธิพลทางอ้อมของตัวแปร (Standardized Indirect Effects).....	97

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.13 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าอิทธิพลทางตรงของตัวแปร (Standardized Direct Effects).....	97
4.14 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	114



สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 ลำดับการพัฒนากรอบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายใน (COSO ERM).....	19
2.2 แสดงกรอบการบริหารความเสี่ยง (COSO ERM) ด้วยภาพที่เหลื่อมลูกบาศก์ 3 มิติ..	22
2.3 หลักแนวทางการป้องกัน 3 ชั้น (Three Lines of Defense Model).....	42
2.4 สรุกระบวนการตรวจสอบตามหลักแนวทางการป้องกัน 3 ชั้น.....	42
2.5 กรอบแนวคิดการวิจัย.....	56
3.1 แบบจำลองการวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์ (Path Analysis) ของตัวแปรที่ ศึกษา.....	69
4.1 จำนวนบริษัทจำแนกตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม.....	76
4.2 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	85
4.3 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างผลการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่า กิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย ตามเทคนิคแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM).....	89
4.4 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผ่านการวิเคราะห์คุณภาพของแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Model Fit) ตาม เทคนิคแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM).....	91
4.5 แสดงเส้นทางความสัมพันธ์ของโมเดลที่มีนัยสำคัญและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ.....	93
4.6 แสดงโมเดลรูปแบบเส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่ผ่านการปรับโมเดล.....	95
4.7 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) ที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จ ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่H1a.....	99

สารบัญภาพ (ต่อ)

ภาพที่	หน้า
4.8 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) ที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ H1b.....	100
4.9 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) ที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ H1C.....	101
4.10 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) ที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ H1d.....	102
4.11 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ H2a.....	103
4.12 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามสมมติฐานที่ H2b	104
4.13 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ H3a.....	105
4.14 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ H3b.....	106

สารบัญภาพ (ต่อ)

ภาพที่	หน้า
4.15 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามสมมติฐานที่H3c.....	107
4.16 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่H3d.....	108
4.17 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามสมมติฐานที่H3e.....	109
4.18 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่H3f.....	110
4.19 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่H3g.....	111
4.20 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามสมมติฐานที่H3h.....	112

สารบัญภาพ (ต่อ)

ภาพที่	หน้า
4.21 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้โมเดลสมการ โครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ตามตัวแบบที่ 3.....	113



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ในปัจจุบันบริษัทและกลุ่มธุรกิจต่าง ๆ ที่ดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจภายในประเทศไทย ได้ทำการขึ้นทะเบียนบริษัทไว้กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นจำนวนมาก ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand : SET) จัดตั้งขึ้นครั้งแรกโดยพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) โดยอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เปิดทำการซื้อขายขึ้นอย่างเป็นทางการครั้งแรก เมื่อวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 โดยทำหน้าที่เป็นตลาดรองเพื่อแลกเปลี่ยนซื้อขายตราสารทุนของบริษัทและกลุ่มธุรกิจต่าง ๆ ที่ขึ้นทะเบียนไว้เพื่อให้บริษัทและกลุ่มธุรกิจที่ขึ้นทะเบียนไว้สามารถระดมเงินทุนเพิ่มเติมจากสาธารณะได้โดยสะดวก เช่น การทำหน้าที่เป็นสำนักหักบัญชี (Clearing House) ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ นายทะเบียนหลักทรัพย์ หรือ กิจกรรมอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องโดยพันธกิจหลักของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ มุ่งมั่นพัฒนา กลไกการทำงานที่เป็นเลิศอย่างต่อเนื่อง เพื่อเป็นแหล่งลงทุนและระดมทุนที่ทันสมัยและเข้าถึงได้ทั้งในประเทศ ภูมิภาค และทั่วโลก โดยจัดให้มีการสร้างสรรค์สินค้าและบริการที่มีประสิทธิภาพตรงตามความต้องการของลูกค้า เพื่อรองรับการเติบโตอย่างยั่งยืนในอนาคต รวมทั้งยังจัดให้มีการบ่มเพาะบุคลากรให้มีศักยภาพ พร้อมปลูกฝังการปฏิบัติงานด้วยความโปร่งใสในทุกกระบวนการทำงาน ตลอดจนปลูกฝังแนวคิดการดำเนินธุรกิจโดยยึดมั่นประโยชน์ให้เกิดแก่ทุกภาคส่วน เพื่อเป็นพันธมิตรทางธุรกิจที่ดีพร้อมทำหน้าที่ดูแลสังคมอย่างยั่งยืน โดยได้กำหนดนโยบายสำคัญ 2 ประการไว้ เพื่อให้เกิดการกำกับกิจการที่ดีของบริษัทและกลุ่มธุรกิจต่าง ๆ ที่ได้ขึ้นทะเบียนไว้กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ นโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่ทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้กำหนดให้ทุกบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ต้องนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีขององค์การเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organization for Economic Co-operation and Development : OECD) มาใช้เป็นแนวทางที่ดีในการดำเนินงานเพื่อการเป็นองค์กรที่มีความน่าเชื่อถือ มีความโปร่งใสในการปฏิบัติงาน เพิ่มขีดความสามารถใน

การแข่งขันของกิจการ และเป็นตัวอย่างที่ดีให้แก่องค์กรอื่นในตลาดทุนไทย และอีกหนึ่งนโยบายที่สำคัญคือ นโยบายการบริหารความเสี่ยงองค์กร (Enterprise Risk Management : ERM) ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดให้มีการบริหารความเสี่ยงองค์กร โดยครอบคลุมการระบุความเสี่ยง การประเมินความเสี่ยง การกำหนดแผนการบริหารความเสี่ยง ตลอดจนการติดตามและจัดการความเสี่ยงที่สำคัญในภาพรวม เพื่อก่อให้เกิดความมั่นใจอย่างสมเหตุสมผลว่าบริษัทและกลุ่มธุรกิจต่าง ๆ ที่ได้ขึ้นทะเบียนไว้ สามารถบริหารความเสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยครอบคลุมทุกระบวนการบริหารความเสี่ยง ซึ่งกรอบการบริหารความเสี่ยงนั้นจะครอบคลุมความเสี่ยงที่สำคัญใน 3 มิติ ได้แก่ การบริหารความเสี่ยงในระดับกลยุทธ์ (Strategic Risk) การบริหารความเสี่ยงในระดับธุรกิจ (Business Risk) และการบริหารความเสี่ยงในระดับกระบวนการปฏิบัติงาน (Process Risk) โดยการบริหารความเสี่ยงดังกล่าว จะทำให้นักลงทุนเกิดความเชื่อมั่นต่อบริษัทและกลุ่มธุรกิจต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมั่นคงและยั่งยืน (ธรรมรงค์ สุวรรณนิกรกุล, 2552)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความสำคัญกับการกำกับกิจการที่ดีของบริษัทและกลุ่มธุรกิจต่าง ๆ เป็นอย่างมาก โดยเฉพาะนโยบายการบริหารความเสี่ยงองค์กร (Enterprise Risk Management : ERM) ที่ระบุให้ทุกบริษัทและกลุ่มธุรกิจต่าง ๆ ต้องสามารถบริหารความเสี่ยงได้ในทุกระดับ เพื่อสามารถแก้ไขปัญหาหรือจัดการความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้อย่างทันท่วงที มิให้เกิดผลกระทบแก่สาธารณชนที่ร่วมลงทุนกับบริษัทและกลุ่มธุรกิจต่าง ๆ ที่ขึ้นทะเบียนไว้ ดังนั้นการบริหารความเสี่ยงองค์กร จึงเป็นสิ่งที่ผู้บริหารองค์กรต้องพินิจและพิจารณาอย่างถี่ถ้วน รอบคอบ และรัดกุม แนวทางการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่นิยมใช้ในองค์กรของภาคธุรกิจในประเทศไทย คือ การบริหารความเสี่ยงองค์กรเชิงบูรณาการ ที่มีจะยึดตามมาตรฐานการบริหารความเสี่ยงต่าง ๆ ที่เป็นที่ยอมรับในสากล ซึ่งในงานวิจัยนี้ให้ความสำคัญกับกรอบการบริหารความเสี่ยงตามแนวทางของ COSO-ERM (COSO Enterprise Risk Management : COSO ERM) และพิจารณาเฉพาะบริษัทและกลุ่มธุรกิจต่าง ๆ ที่ได้ขึ้นทะเบียนไว้กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ที่มีการดำเนินการบริหารความเสี่ยงองค์กรตามแนวทางของ COSO – ERM 2013 (Ballantyne, 2013) ซึ่งประกอบด้วยการบริหารความเสี่ยงเชิงกลยุทธ์ (Strategic Risk) การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) และการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) เป็นต้น เหตุผลสำคัญที่ทำให้ COSO-ERM เป็นกรอบการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่ได้รับความนิยม คือ การแสดงความชัดเจนของวัตถุประสงค์ในการบริหารความเสี่ยงที่เชื่อมโยงกับวัตถุประสงค์ขององค์กร 4 ด้าน ได้แก่ ด้านกลยุทธ์ ด้านการปฏิบัติงาน ด้านการรายงาน

และด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ซึ่งช่วยให้องค์กรสามารถพิจารณาวิเคราะห์และระบุความเสี่ยงได้อย่างรอบด้าน และนำไปสู่การสร้างผลการดำเนินงานที่ดีในระยะยาวต่อองค์กรได้อีกด้วย

การวัดผลการดำเนินงานที่ดีขององค์กรจึงเป็นสิ่งจำเป็นอย่างยิ่ง ที่แต่ละองค์กรพึงมี และควรค่าแห่งการปฏิบัติ ดังนั้นผู้บริหารควรมีความพร้อมของข้อมูลเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานที่ดี ซึ่งจะช่วยให้ผู้บริหารสามารถวางแผน ควบคุมและตัดสินใจได้อย่างรวดเร็ว ถูกต้อง และทันต่อเวลา ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับการวัดวัดผลการดำเนินงานที่ดี พบว่าการใช้ Tobin's Q ที่ผ่านเป็นการวัดผลการดำเนินงานที่สะท้อนให้เห็นมูลค่ากิจการ ทั้งมูลค่าทางบัญชี (Accounting-based Measure) เช่น การวัด โดยใช้ ROA, ROE, ROI, Gross Profit Margin, Operating Profit Margin, Net Profit Margin (Ballantyne, 2013) และมูลค่าทางตลาด (Market-based Measure) ซึ่งการวัดมูลค่ากิจการด้านมูลค่าทางตลาดยังมีน้อย ทั้งยังมีขั้นตอนการวัดที่มีความยุ่งยาก ซับซ้อน เพราะเป็นการผสมผสานกันระหว่างตัวเลขทางบัญชีและตัวเลขที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าทางการตลาดที่องค์กรนั้น ๆ มีในมุมมองของนักลงทุนอีกด้วย เพราะการใช้ตัววัดผลด้านบัญชีเพียงอย่างเดียว อาจไม่เพียงพอในการวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กรได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Santana and Amitava, 2009) อย่างไรก็ตามแนวคิดนี้ได้ถูกนำเสนอมาแล้วนานกว่า 30 ปี และยังคงถือว่าเป็นแนวคิดที่ยังไม่ล้าสมัย (มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548) ซึ่งการคำนวณมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ตามทฤษฎีของ Tobin's Q (1977) นั้น สามารถสรุปได้ 4 แนวทาง ได้แก่ การวัด Tobin's Q ตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross (1981) การคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ NBER (1988) การคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung และ Pruitt (1994) และการคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Lewellen และ Badrinath (1997) ซึ่งงานวิจัยเรื่องนี้จะเน้นการวัดมูลค่ากิจการ โดยใช้ Tobin's Q ตามการปรับปรุงของ Chung and Pruitt (1994) มาประยุกต์ใช้เพื่อทดสอบอิทธิพลระหว่างการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผ่านตัวแปรปัจจัยภายในองค์กร ได้แก่ ความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) และสภาพคล่องของกิจการของกิจการ (Slack) (Gordon, 2009) ว่าส่งผลต่อมูลค่าองค์กรหรือไม่อย่างไร

ด้วยเหตุผลดังกล่าว ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่าการบริหารความเสี่ยงขององค์กรองค์กรดังกล่าวมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการหรือไม่ อย่างไร และการบริหารความเสี่ยงขององค์กรองค์กรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างไร เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) และสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผู้บริหารและนักลงทุน สามารถนำผล

การศึกษาที่ได้ในครั้งนี้นำไปใช้ประกอบการพิจารณาเพื่อวางแผนกลยุทธ์ในด้านต่าง ๆ ให้ทันต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วในยุคสถานการณ์ไทยแลนด์ 4.0 พร้อมพัฒนาตนเองให้เหนือกว่าคู่แข่ง และนักลงทุนยังสามารถนำความรู้ที่ได้จากการศึกษานี้ไปพิจารณาหรือตัดสินใจลงทุนได้อย่างสมเหตุสมผลอีกด้วย

1.2 คำถามในการวิจัย

จากที่มาและความสำคัญของปัญหาในการศึกษา เรื่องอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปเป็นคำถามในการวิจัยได้ดังต่อไปนี้

1.2.1 การบริหารความเสี่ยงองค์กรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่อย่างไร

การศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยต้องการศึกษาว่า การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านกลยุทธ์ด้านการปฏิบัติงาน ด้านการเงินและการรายงานทางการเงิน และด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบข้อบังคับ มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างไร

1.2.2 ปัจจัยภายในองค์กร มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่อย่างไร

การศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยต้องการศึกษาว่า ปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ และด้านสภาพคล่องของกิจการ มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างไร

1.2.3 การบริหารความเสี่ยงองค์กรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่อย่างไร

การศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยต้องการศึกษาว่า การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านกลยุทธ์ด้านการปฏิบัติงาน ด้านการเงินและการรายงานทางการเงิน และด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบข้อบังคับ มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงิน และด้านสภาพคล่องของกิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างไร

1.3 วัตถุประสงค์ของการทำวิจัย

ในการศึกษา เรื่องความสัมพันธ์อิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์ในการวิจัย ดังต่อไปนี้

1. เพื่อศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลของปัจจัยภายในองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.4 ประโยชน์ที่ได้จากงานวิจัย

1. ผู้บริหารสามารถนำผลการศึกษาที่ได้ไปใช้ประกอบการพิจารณา วางแผนและแก้ไขปัญหา เพื่อให้ทันต่อการเปลี่ยนแปลงของสถานการณ์ในปัจจุบัน ตลอดจนปรับปรุงพัฒนาประสิทธิภาพการบริหารความเสี่ยงขององค์กรให้เกิดประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น
2. ผู้บริหาร นักวิชาการและผู้ที่สนใจ ทราบถึงอิทธิพลและความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงิน และด้านสภาพคล่องของกิจการ ว่าตัวแปรใดมีอิทธิพลต่อการบริหารความเสี่ยงภายในองค์กร และนำข้อมูลที่ได้ไปปรับปรุงกระบวนการบริหารงานให้ดี มีประสิทธิผล และสร้างมูลค่าองค์กรที่ดีต่อไปได้ในอนาคต
3. ผู้บริหารและผู้ประกอบการ สามารถนำรูปแบบความสัมพันธ์ของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้จากงานวิจัยเรื่องนี้ มาพิจารณาการจัดระบบโครงสร้างการบริหารจัดการความเสี่ยงองค์กรด้านต่าง ๆ ได้อย่างเหมาะสม
4. นักลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องสามารถนำองค์ความรู้ที่ได้จากงานวิจัยเรื่องนี้ เพื่อการพิจารณาลงทุน และตัดสินใจได้อย่างสมเหตุสมผล

1.5 ขอบเขตของงานวิจัย

ในการศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้กำหนดขอบเขตของงานวิจัยไว้ดังนี้

1.5.1 ขอบเขตด้านประชากร

ในการศึกษานี้ เป็นการศึกษาข้อมูลจากบริษัทในกลุ่ม SET 100 ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีรอบระยะเวลาบัญชี สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม ในช่วงปี พ.ศ. 2559 – 2561 จำนวนทั้งสิ้น 100 บริษัท สาเหตุที่เลือกศึกษาเฉพาะบริษัทในกลุ่ม SET 100 เพราะบริษัทในกลุ่ม SET 100 นั้น มีความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เฉลี่ย ที่มีมูลค่าซื้อขายสูงสุด 100 อันดับแรก โดยเป็นหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ มีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ และมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) ผ่านเกณฑ์อย่างเหมาะสม และยังสามารถเป็นตัวแทนการเคลื่อนไหวของตลาดหลักทรัพย์ ได้ค่อนข้างมากและน่าเชื่อถือ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562)

1.5.2 ขอบเขตด้านเนื้อหา

ในการศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในบริษัทกลุ่มดัชนี SET 100 โดยเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูลออนไลน์ SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนทั้งสิ้น 100 บริษัท ซึ่งเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประกอบด้วย รายงานประจำปี (แบบ 56-2) แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) หมายเหตุประกอบงบการเงิน เพื่อนำไปสู่การสร้างตัวแปรที่ใช้ศึกษาในงานวิจัย โดยมีรายละเอียด ดังต่อไปนี้

ตัวแปรตาม (Dependence Variables)

ตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ มูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung และ Pruitt (1994) เพื่อวัดมูลค่ากิจการ (Firm Value) และสะท้อนให้เห็นถึงผลดำเนินงานด้านมูลค่าตลาดที่เกิดขึ้นขององค์กร ตัวแปรตามนี้เป็นแนวคิดการผสมผสานระหว่างข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด เพื่อใช้ในการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือมูลค่าขององค์กร (Value) และเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าขององค์กรที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงในช่วงเวลาที่ต้องการศึกษาได้คืออีกด้วย

ตัวแปรอิสระ (Independence Variables)

ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ การบริหารความเสี่ยงองค์กร โดยพิจารณาจาก การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน การบริหารความเสี่ยง

ด้านการเงินและรายงานทางการเงิน และการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติให้สอดคล้องกับ กฎหมาย กฎระเบียบ และข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง

ตัวแปรแฝงภายใน (Endogenous Variables)

ตัวแปรแฝงภายในที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ ปัจจัยภายในองค์กร (Internal Factors) เพื่อใช้ศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เกิดขึ้น ว่ามีอิทธิพลและความสัมพันธ์ระหว่างกันหรือไม่อย่างไร โดยพิจารณาจากปัจจัยภายในองค์กรด้าน ความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) และด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)

1.6 นิยามศัพท์ที่ใช้ในการศึกษา

การบริหารความเสี่ยงองค์กร (Enterprise Risk Management : ERM) หมายถึง ความสามารถขององค์กรในการบริหารจัดการความเสี่ยงภายในองค์กร ให้อยู่ในระดับที่ยอมรับได้ โดยนำแนวทางการบริหารความเสี่ยงตามกรอบ COSO ERM 2013 มาประยุกต์ใช้ในการดำเนินงาน ประกอบด้วย การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงานทางการเงิน (Financial and Reporting Risk) และการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎหมาย กฎระเบียบ และข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง (Compliance Risk)

ความเสี่ยง (Risk) หมายถึง ความน่าจะเป็นที่จะเกิดเหตุการณ์บางอย่าง ซึ่งมีผลกระทบ ทำให้การดำเนินงานไม่ประสบความสำเร็จตามวัตถุประสงค์และเป้าหมายที่องค์กรกำหนดไว้

ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติตามกฎหมาย กฎระเบียบ และข้อบังคับที่กำหนด (Compliance Fees) หมายถึง ค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียม ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อติดตามตรวจสอบการปฏิบัติงานให้เป็นไปตามกฎหมาย กฎ ระเบียบข้อบังคับและมาตรการต่าง ๆ (Compliance Control) ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด พิจารณาจาก 3 ส่วน ได้แก่ ค่าบริการสอบบัญชี (Audit fees) ค่าบริการอื่นที่ไม่ใช่การสอบบัญชี (Non-Audit Fees) และ ค่าตอบแทนกรรมการ ได้แก่ ค่าตอบแทนคณะกรรมการบริษัท (Bord of Directors) ค่าตอบแทนคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committees) และค่าตอบแทนคณะกรรมการสรรหากำหนด ค่าตอบแทน (Nomination and Remuneration Committee) โดยคำนวณจากผลรวมของ ค่าบริการสอบบัญชี, ค่าบริการอื่นที่ไม่ใช่การสอบบัญชี และค่าตอบแทนกรรมการ หาดด้วยสินทรัพย์รวม (Total Assets)

ปัจจัยภายในองค์กร (Internal Factors) หมายถึง ปัจจัยที่มีอิทธิพลหรือความสัมพันธ์ต่อการบริหารความเสี่ยงองค์กรและมูลค่ากิจการ ประกอบด้วย 2 ส่วนสำคัญ ได้แก่ ความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) และสภาพคล่องของกิจการ (Slack)

ความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) หมายถึง ปัจจัยภายในองค์กรที่เกี่ยวข้องกับความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ เป็นความเสี่ยงทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนของบริษัทที่มาจากการก่อหนี้ โดยพิจารณาจากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม เพื่อดูโครงสร้างทางการเงินและเปรียบเทียบสัดส่วนระหว่างสินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการเทียบกับเงินที่กิจการกู้มา ว่าโครงสร้างทางการเงินดังกล่าว มีอิทธิพลต่อการบริหารความเสี่ยงองค์กรและมูลค่ากิจการหรือไม่

สภาพคล่องของกิจการ (Slack) หมายถึง ปัจจัยภายในองค์กรที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดที่ใช้ในการดำเนินงาน (Free Cash Flow) หารด้วยสินทรัพย์รวม เพื่อดูสภาพคล่องภายในกิจการว่ามีอิทธิพลต่อการบริหารความเสี่ยงองค์กรและมูลค่ากิจการหรือไม่

Tobin's Q หมายถึง มูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่สะท้อนให้เห็นถึงผลดำเนินงานด้านมูลค่าตลาดที่เกิดขึ้น วัดได้จากผลรวมของมูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นสามัญ (MVE) มูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (MVP) และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน (DEBT) หารด้วยและมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (Total Asset) ตามแนวทางของ Chung และ Pruitt (1994)

มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) หมายถึง มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์จดทะเบียน ได้แก่ มูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นสามัญ (MVE) และมูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (MVP) คำนวณจากราคาปิดของหลักทรัพย์ คูณจำนวนหุ้นจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) (The Stock Exchange of Thailand : SET) หมายถึง ตลาดรองที่ทำหน้าที่แลกเปลี่ยนซื้อขายตราสารทุนของบริษัทต่าง ๆ ที่ขึ้นทะเบียนไว้ เพื่อให้บริษัทต่าง ๆ สามารถระดมเงินทุนเพิ่มเติมจากสาธารณะได้โดยสะดวก ซึ่งการดำเนินงานดังกล่าวจะทำงานภายใต้พระราชบัญญัติ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษาเรื่องอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อเป็นกรอบแนวคิดในการศึกษา โดยได้ทำการทบทวนวรรณกรรม ทั้งด้านแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ซึ่งสามารถสรุปเป็นประเด็นหลักที่สำคัญ ดังต่อไปนี้

- 2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ การบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายใน
- 2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงขององค์กร
- 2.3 แนวคิดการมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q
- 2.4 แนวคิดเกี่ยวกับปัจจัยภายในองค์กรที่มีอิทธิพลต่อการบริหารความเสี่ยงขององค์กรและมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q
- 2.5 การพัฒนากรอบแนวคิดในงานวิจัย

2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ การบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายใน

เมื่อปี พ.ศ. 2540 ประเทศไทยประสบปัญหาวิกฤติทางเศรษฐกิจ นักเศรษฐศาสตร์ให้เหตุผลว่าเป็นปัญหาที่มาจากกลไกและการบริหารงานซึ่งเป็นปัจจัยภายในประเทศ และเนื่องมาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวนมากขาดการควบคุม และขาดการเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานอย่างเพียงพอ ผู้บริหารไม่มีความโปร่งใส ทุจริตน้อย โกง เอาเปรียบผู้ถือหุ้น เป็นเหตุทำให้นักลงทุนเกิดความไม่แน่ใจว่าผลประโยชน์ของตนที่ได้รับนั้น จะมีความสัมพันธ์กับการลงทุนหรือไม่ และนักลงทุนทั้งหลายเกิดความไม่เชื่อถือในงบการเงิน และขาดความเชื่อมั่นในการบริหารงานของผู้บริหาร เนื่องจากความจำเป็นที่ต้องปรับตัวตามกระแสโลกาภิวัตน์ และเป็นเงื่อนไขที่ระบุไว้ในสัญญาการกู้เงิน ที่รัฐบาลไทยทำกับกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund : IMF) จึงเป็นเหตุให้บริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยต้องเร่งพัฒนาให้มีการกำกับดูแลที่ดี โดยประเด็นที่กล่าวมาข้างต้นเป็นประเด็นที่กล่าวกันอย่างกว้างขวาง

ภายหลังวิกฤติเศรษฐกิจการเงินของประเทศไทยในปี พ.ศ. 2540 คือ ประเด็นเกี่ยวกับความบกพร่องในเรื่องระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี อันเป็นมูลเหตุสำคัญที่ชักนำมาสู่วิกฤติเศรษฐกิจ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง จึงได้มีความตื่นตัวในการมุ่งพัฒนาการกำกับดูแลกิจการอย่างจริงจัง เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพให้แก่การกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย ซึ่งจะเป็นการสร้างเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนในตลาดหุ้นไทย หรือแม้แต่หน่วยราชการต่าง ๆ ก็ได้นำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีไปพัฒนาและปฏิบัติเช่นกัน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Epps and Cereola (2008) ที่มองว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะสามารถช่วยป้องกันและแก้ไขปัญหาความขัดแย้งที่เกิดขึ้นระหว่างตัวการ (Principle) และตัวแทน (Agent) ได้ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการจะทำให้กิจการมีโครงสร้างและระบบการจัดการภายในที่ดี มีการถ่วงดุลอำนาจซึ่งกันและกัน ฝ่ายตัวการสามารถควบคุมและตรวจสอบการทำงานของฝ่ายตัวแทนได้อย่างตรงไปตรงมา ซึ่งจะช่วยผลักดันให้ทุกคนในองค์กรมีความรับผิดชอบในหน้าที่ของตนเอง เมื่อคนในองค์กรทำงานอย่างเต็มประสิทธิภาพ กิจการมีระบบการจัดการภายในที่ดี จากการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยส่งผลให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ซึ่งมีผลการวิจัยหลายงานวิจัยที่สนับสนุนแนวคิดนี้ ดังเช่น Brown and Caylor (2004), Mashayekhi and Bazaz (2008) และ Sami et al. (2011)

งานวิจัยมากมายกล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในได้ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการ คือ ระบบภายในและภายนอกที่นำมาใช้ตรวจสอบกิจการ เพื่อสร้างความมั่นใจว่า กิจการมีความรับผิดชอบและดำเนินการเพื่อผลประโยชน์ และเพื่อผู้ถือหุ้นทุกคน (Solomon อ้างในงานวิจัยของ Brennan & Solomon, 2008) ในขณะที่ OECD (2004) ได้ให้คำจำกัดความใน Principle of Corporate Governance ไว้ว่า การกำกับดูแลกิจการเป็นระบบที่เกี่ยวข้องกับผู้บริหารกิจการ คณะกรรมการบริษัท ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียต่าง ๆ การกำกับดูแลกิจการ สามารถทำให้กิจการบรรลุวัตถุประสงค์ที่ตั้งไว้ รวมทั้งยังมีการติดตามผลการดำเนินงานของกิจการอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ในประเทศไทย คณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติให้คำจำกัดความของการกำกับดูแลกิจการไว้ว่า การกำกับดูแลกิจการเป็นระบบที่ก่อให้เกิดโครงสร้างของกระบวนการบริหารบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายใน พร้อมสร้างความโปร่งใสในธุรกิจและสร้างความยั่งยืนของกิจการ เพื่อเพิ่มผู้ถือหุ้นและมูลค่ากิจการในระยะยาว โดยคำนึงถึงความมีจริยธรรมทางธุรกิจ ผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียต่าง ๆ รวมทั้งสังคม (National Corporate Governance Committee, 2013) อีกทั้ง การกำกับดูแลกิจการที่ดียังสามารถสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารและคณะกรรมการกิจการบริหารงานแทนผู้ถือหุ้นและปฏิบัติงานเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นหลัก นักวิชาการ และนักวิจัยมากมายกล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการสามารถสร้างประสิทธิภาพในการควบคุมภายในและการบริการความเสี่ยง ทั้งยังช่วย

ส่งเสริมคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน สร้างความน่าเชื่อถือให้กับข้อมูลทางการเงิน และลดพฤติกรรมในการตกแต่งงบการเงินของผู้บริหารได้ (Abed et al., 2012; Becker, Defond, Jiambalvo, & Subramanyam, 1998; Bedard, Chtourou, & Courteau, 2004; Davidson et al., 2005; Ebrahim, 2007; Klein, 2002; Park & Shin, 2004)

คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตระหนักถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี อันเป็นปัจจัยหลักในการเสริมสร้างให้องค์กรมีระบบที่มีประสิทธิภาพ มีความน่าเชื่อถือ โปร่งใส และเป็นพื้นฐานของการเติบโตอย่างยั่งยืน เพื่อให้ผู้ลงทุนมีความเชื่อมั่นต่อองค์กรว่ามีการกำกับดูแลกิจการที่ดี และสร้างความเข้าใจในหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างถ่องแท้ ปลูกฝังให้เกิดจิตสำนึกในองค์กร เพื่อให้ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องได้ตระหนักและนำไปปฏิบัติเป็นประจำ ดังความหมายของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ศิลปพร ศรีจันทเพชร์ (2548) ได้นิยามว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี หมายถึง ระบบที่จัดให้มีกระบวนการและโครงสร้างที่จะช่วยให้กิจการมีการจัดการภายในที่ดี มีการแบ่งแยกหน้าที่ ควบคุมและตรวจสอบ ประเมินผลกันได้อย่างตรงไปตรงมา ระหว่างฝ่ายจัดการและคณะกรรมการบริษัท ซึ่งทำหน้าที่ในการสอดส่องให้ทุกคนในองค์กรมีความรับผิดชอบต่อน้ำที่ของตนเองด้วยความ โปร่งใส เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียกับกิจการทุกฝ่าย สร้างความสามารถในการแข่งขันและเพิ่มคุณค่าให้กับกิจการในระยะยาว

การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสำคัญต่อบริษัทจดทะเบียน โดยแสดงให้เห็นถึงการมีระบบบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส และตรวจสอบได้ ซึ่งช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นใจต่อผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย และผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Drobetz, Schillhofer, & Zimmermann (2004) ที่ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าของกิจการ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เยอรมัน ตั้งแต่เดือนมกราคม ค.ศ. 1998 – กุมภาพันธ์ ค.ศ. 2002 รวมระยะเวลา 50 เดือน ผลการศึกษา พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Rating : CGR) กับมูลค่าของกิจการ (Firm Value) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ กิจการใดที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ดีขึ้นมักจะมีแนวโน้มที่มูลค่าของกิจการจะเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน

การจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของประเทศสหรัฐอเมริกาจัดทำโดย Institutional Shareholder Services (ISS) กับผลการดำเนินงาน พบว่า บริษัทที่ได้รับการจัดอันดับการกำกับดูแลที่ดีจะมีผลการดำเนินงาน ความสามารถในการทำกำไรและผลตอบแทนจากเงินปันผลดีกว่าบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับที่ต่ำกว่า (Brown and Caylor, 2004) และงานวิจัยของ Sami et al. (2011) ซึ่งได้ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของกิจการในตลาดทุน

ของประเทศจีน โดยใช้อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราส่วนผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ Tobin's Q เป็นตัววัดผลการดำเนินงาน ผลการศึกษาพบตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับตัววัดผลการดำเนินงานทั้ง 3 ตัวแปร แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีผลการดำเนินงานที่ดีด้วย ซึ่งเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพราะการกำกับดูแลกิจการถูกกำหนดขึ้นมา เพื่อให้กิจการสามารถเพิ่มมูลค่าให้ตนเองในระยะยาวได้

เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสามารถลดปัญหาความขัดแย้งของตัวแทน (Shiri, Vaghfi, Soltani, & Esmaeli, 2012) ซึ่งเป็นผลมาจากการมีผลประโยชน์ทับซ้อนกันระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ผลจากการศึกษา พบว่า สมมติฐานนั้นเป็นจริง กล่าวคือ กิจการที่มีแนวโน้มในการกำกับดูแลกิจการดีขึ้น จะพบรายการคงค้างในกำไรของกิจการลดลง นอกจากนี้ตัวแปรควบคุมเรื่องขนาดกิจการ ยังมีความสัมพันธ์กับคุณภาพของกำไรอย่างมีนัยสำคัญ โดยพบว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี และส่งผลให้มีรายการคงค้างที่น้อย ทำให้คุณภาพของกำไรดี จึงกล่าวได้ว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นเครื่องมือเพื่อเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้สังเกตเห็นถึงการมี “ระบบที่น่าเชื่อถือและเข้าถึงได้ง่าย” ด้วยกระบวนการดำเนินงานที่ตอบสนองต่อความต้องการของลูกค้า ผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง และสังคม อย่างโปร่งใส เป็นธรรม จึงเห็นความสำคัญและได้ดำเนินงานโดยยึดถือหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นแนวทางมาโดยตลอด (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2562)

ตลาดหลักทรัพย์ได้รณรงค์และส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญ และประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยเสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ในปี พ.ศ. 2545 ให้แก่บริษัทจดทะเบียน เพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติในขั้นเริ่มแรก ต่อมาในปีพ.ศ. 2549 ได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ The Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD Principles of Corporate Governance ปี ค.ศ. 2004) และข้อเสนอแนะของธนาคารโลกจากการเข้าร่วมโครงการ Corporate Governance - Reports on the Observance of Standards and Codes (CG-ROSC) ต่อมาในปี พ.ศ. 2555 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ทำการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนอีกครั้ง โดยเป็นการปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมในส่วนของแนวปฏิบัติที่ดีของทั้ง 5 หมวด ให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ASEAN CG Scorecard) ซึ่งเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ใช้วัดระดับ “การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน” โดยหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ประกอบด้วย หลักการและแนวปฏิบัติ

ที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ แต่ไม่รวมถึงเรื่องที่ถูกกฎหมายกำหนดให้ปฏิบัติไว้ชัดเจนแล้ว ซึ่งเนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555, น. 5-49) ได้แก่

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น คือ ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของ โดยการควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตน และมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท บริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน โดยสิทธิขั้นพื้นฐานของผู้ถือหุ้น ได้แก่ การซื้อขาย โอนหุ้นการมีส่วนแบ่งในกำไรของกิจการ การได้รับข่าวสาร การเข้าร่วมในการประชุม และรวมถึงสิทธิในการออกเสียง

2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน คือ ผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นผู้บริหาร รวมทั้งผู้ถือหุ้นต่างชาติ ควรได้รับการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรมีโอกาสได้รับการชดเชย

3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย คือ ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความมั่นคง ความมั่นคงทางการเงินและความยั่งยืนของกิจการ

4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส คือ คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ การกำกับดูแลกิจการ ควรให้ความมั่นใจว่ามีการเปิดเผยอย่างทันกาลและถูกต้องในทุกเรื่องของกิจการ รวมทั้งสถานภาพทางการเงิน ผลการดำเนินงาน ความเป็นเจ้าของและการกำกับดูแลกิจการ

5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ คือ คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการ เพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ การกำกับดูแลกิจการควรให้ความมั่นใจว่าแนวทางเชิงกลยุทธ์ของกิจการ ช่วยให้เกิดการติดตามดูแลอย่างมีประสิทธิภาพของฝ่ายบริหาร โดยคณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติตามหน้าที่ของคณะกรรมการต่อกิจการและผู้ถือหุ้น

เนื้อหาในแต่ละหมวดแบ่งเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนของหลักการ ซึ่งเป็นเรื่องสำคัญเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่บริษัทจดทะเบียนควรปฏิบัติ และส่วนที่สอง คือ แนวปฏิบัติที่ดี ซึ่งเป็นการให้รายละเอียดหรือวิธีการดำเนินการเพิ่มเติม เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนสามารถปฏิบัติตามหลักการในส่วนแรกได้ หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ประกอบด้วย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545, น.2-10) ได้แก่

1. นโยบายเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ
2. ผู้ถือหุ้น สิทธิ และความเท่าเทียมกัน
3. สิทธิของผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มต่าง ๆ
4. การประชุมผู้ถือหุ้น
5. ภาวะผู้นำและวิสัยทัศน์
6. ความขัดแย้งของผลประโยชน์
7. จริยธรรมธุรกิจ
8. การถ่วงดุลของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร
9. การรวมหรือแยกตำแหน่งของประธานกรรมการกับผู้จัดการใหญ่
10. ค่าตอบแทนของกรรมการและผู้บริหาร
11. การประชุมคณะกรรมการ
12. คณะอนุกรรมการ
13. ระบบการควบคุมและการตรวจสอบภายใน
14. รายงานของคณะกรรมการ
15. ความสัมพันธ์กับผู้ลงทุน

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่กล่าวมานี้ ได้กล่าวถึงข้อกำหนดให้คณะกรรมการบริษัท จะต้องจัดให้มีนโยบายการบริหารความเสี่ยงดังในข้อ 1 และข้อ 13 ระบบการควบคุมและการตรวจสอบภายใน ตามลำดับ ซึ่งหลักการบริหารความเสี่ยงที่แพร่หลายเป็นที่ยอมรับและถูกหยิบมาใช้ในการบริหารจัดการความเสี่ยงในปัจจุบัน คือ กรอบการบริหารความเสี่ยงตามแนวคิดและหลักการของ COSO สอดคล้องกับงานวิจัย ของ Kline (2014) ที่นำเสนอประโยชน์ในการนำแนวทางการบริหารความเสี่ยง (ERM) มาใช้ภายในหน่วยงาน เช่น ช่วยเป็นข้อมูลการตัดสินใจของผู้บริหาร เพิ่มประสิทธิภาพการติดต่อสื่อสารในหน่วยงาน และการบรรลุเป้าหมายของหน่วยงาน

การกำกับดูแลกิจการ การบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายใน มีความสอดคล้องและสัมพันธ์กัน การจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการ การบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่ดี สามารถช่วยส่งเสริมคุณภาพ ประสิทธิภาพ และความน่าเชื่อถือของรายงานทางการเงิน (Daniela & Attila, 2013; Clinton et al., 2014) ซึ่งหากพิจารณามาตรฐานการรายงานทางการเงินของประเทศ ไทย (Thai Financial Reporting Standards : TFRS) จะเห็นว่ามีการกำหนดของผู้ตรวจสอบบัญชี เกี่ยวกับการแสดงความเห็นต่องบการเงินว่ามีความถูกต้องตามควร (Reasonable but not Absolute Assurance) รวมถึงการกำหนดให้ผู้ตรวจสอบบัญชี ต้องมีความรับผิดชอบในการวางแผนการ

ตรวจสอบ เพื่อให้ครอบคลุมการประเมินความเสี่ยงที่มีสาระสำคัญ (Material Misstatement) โดยมีเป้าหมายหลักเพื่อแจ้งงบการเงินสะท้อนข้อมูลที่ถูกต้องเชื่อถือได้ (สุวิมล กุลเลิศ, 2552; นิพันธ์ เห็น โชคชัยชนะ และ คณะ, 2554) ซึ่งความ โปร่งใส (Transparency) จึงเป็นหลักการที่สำคัญประการหนึ่งของธรรมาภิบาล (Corporate Governance) อันเป็นพื้นฐานสำคัญของการรายงานทางการเงิน ซึ่งองค์กรจำเป็นต้องจัดให้มีการบริหารความเสี่ยงและระบบการควบคุมภายในที่ดี เพื่อสร้างความน่าเชื่อถือต่อคุณภาพของงบการเงิน (Habib & Hossain, 2013; Rittenberg, 2013; Wright, 2013) ประเด็นด้านธรรมาภิบาลเห็นได้จากข้อกำหนดที่ระบุความรับผิดชอบของผู้ตรวจสอบบัญชีว่าจะต้องมีการวางแผนและตรวจสอบ เพื่อให้ได้ความเชื่อมั่นอย่างสมเหตุสมผล ว่างบการเงินปราศจากการแสดงข้อมูลที่ขัดต่อข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญ หากพิจารณารายงานของผู้สอบบัญชีบางส่วนดังแสดงต่อไปนี้จะเห็นข้อกำหนดดังกล่าว แสดงอยู่ในวรรคที่กล่าวถึงความรับผิดชอบของผู้สอบบัญชี ที่กล่าวว่าข้าพเจ้าเป็นผู้รับผิดชอบในการแสดงความเห็นต่องบการเงินดังกล่าว จากผลการตรวจสอบของข้าพเจ้า ข้าพเจ้าได้ปฏิบัติตามตรวจสอบตามมาตรฐานการสอบบัญชี ซึ่งกำหนดให้ข้าพเจ้าปฏิบัติตามข้อกำหนดด้านจรรยาบรรณรวมถึงวางแผนและปฏิบัติตามตรวจสอบ เพื่อให้ได้ความเชื่อมั่นอย่างสมเหตุสมผล ว่างบการเงินปราศจากการแสดงข้อมูลที่ขัดต่อข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญหรือไม่ เป็นต้น การตรวจสอบรวมถึงการใช้วิธีการตรวจสอบ เพื่อให้ได้มาซึ่งหลักฐานการสอบบัญชีเกี่ยวกับจำนวนเงินและการเปิดเผยข้อมูลในงบการเงิน วิธีการตรวจสอบที่เลือกใช้ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้สอบบัญชีซึ่งรวมถึง การประเมินความเสี่ยงจากการแสดงข้อมูลที่ขัดต่อข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญของงบการเงินไม่ว่าจะเกิดจากการทุจริตหรือข้อผิดพลาด ในการประเมินความเสี่ยงดังกล่าว ผู้สอบบัญชีพิจารณาการควบคุมภายในที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำและการนำเสนองบการเงินโดยถูกต้องตามที่ควรของกิจการ เพื่อออกแบบวิธีการตรวจสอบที่เหมาะสมกับสถานการณ์ แต่ไม่ใช่เพื่อวัตถุประสงค์ในการแสดงความเห็นต่อประสิทธิภาพของการควบคุมภายในและการบริหารความเสี่ยง การตรวจสอบรวมถึงการประเมินความเหมาะสมของนโยบายการบัญชีที่ผู้บริหารใช้ และความสามเหตุสมผลของประมาณการทางบัญชีที่จัดทำขึ้น โดยผู้บริหาร รวมทั้งการประเมินการนำเสนองบการเงินโดยรวม” (สภาวิชาชีพบัญชี, 2553)

ข้อกำหนดที่แสดงในรายงานของผู้สอบบัญชีข้างต้น สะท้อนให้เห็นความสำคัญของการจัดให้มีระบบการควบคุมภายในและการบริหารความเสี่ยงที่ดี รวมถึงการจัดทำรายงานทางการเงินที่ปราศจากข้อผิดพลาดและการทุจริต เพื่อมิให้เกิดความเสียหายต่อระบบการเงิน (Financial Scandals) อันอาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศ ดังนั้นการบริหารความเสี่ยงจึงถือเป็นองค์ประกอบสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี สอดคล้องกับงานวิจัยของ Mikes (2009) ที่

กล่าวว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นภาพรวมของการให้ความเชื่อมั่นว่า กิจการจะมีการบริหารงานที่ดี ซึ่งตามความหมายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (เว็บไซด์, 2562) การกำกับดูแลกิจการที่ดี หมายถึง ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการฝ่ายจัดการและผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขันนำไปสู่การเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่นประกอบ ซึ่งการบริหารความเสี่ยงในองค์กรเป็นวิธีการหนึ่ง เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าว การบริหารความเสี่ยงองค์กรเกี่ยวข้องกับหลักการควบคุมภายใน เนื่องจากการควบคุมภายใน เป็นกระบวนการในการรับประกันว่า องค์กรจะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ได้ โดยการควบคุมภายใน จะช่วยให้องค์กรสามารถระบุ วิเคราะห์ และหาวิธีจัดการความเสี่ยง รวมถึงยังทำให้ผู้บริหารให้ความสำคัญกับการดำเนินงานขององค์กร เพื่อบรรลุเป้าหมาย แต่ยังคงปฏิบัติตามกฎหมายและระเบียบที่เกี่ยวข้อง อย่างไรก็ตาม วัตถุประสงค์ที่เกี่ยวกับ การบริหารความเสี่ยงองค์กรได้ออกนอกเหนือขอบเขตของหลักการควบคุมภายใน เช่น หลักการเกี่ยวกับการเชื่อมโยงการบริหารความเสี่ยงองค์กรเข้ากับการวางแผนเชิงกลยุทธ์ ความเสี่ยงที่ยอมรับได้และค่าความเบี่ยงเบนของความเสี่ยง

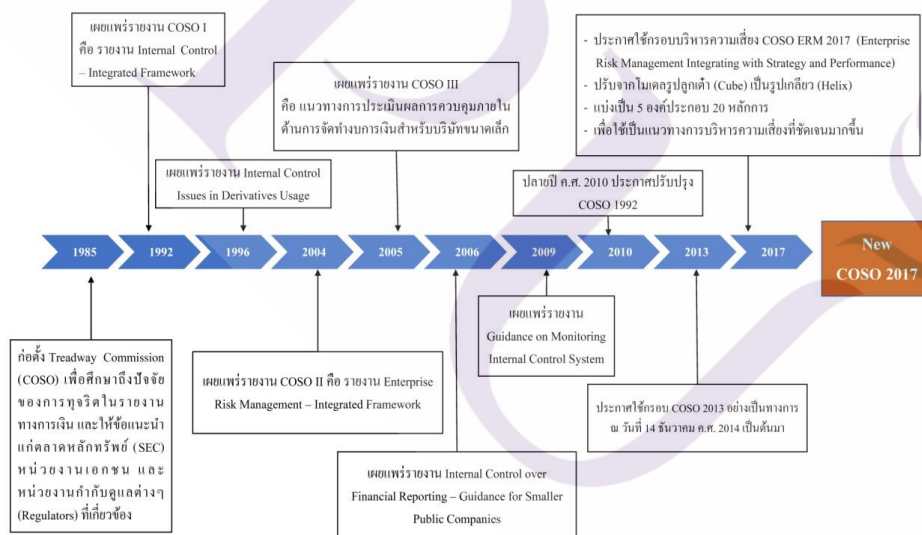
ในองค์กรต่าง ๆ ความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นได้นั้นมีอยู่หลายประเภท ไม่ว่าจะเป็นความเสี่ยงทางการเงิน ความเสี่ยงทางธุรกิจ ความเสี่ยงทางการตลาด ความเสี่ยงในการดำเนินงาน ฯลฯ ซึ่งวิธีการในการประเมินความเสี่ยงและแนวทางในการป้องกันความเสี่ยงต่าง ๆ เหล่านี้อาจแตกต่างกันออกไป ดังนั้น การบริหารความเสี่ยงขององค์กรต่าง ๆ ในปัจจุบัน จึงแตกต่างจากการบริหารความเสี่ยงในอดีต เพราะการบริหารความเสี่ยงในอดีต จะมุ่งเพียงบริหารจัดการความเสี่ยงเฉพาะด้านของธุรกิจเท่านั้น แต่การบริหารความเสี่ยงในปัจจุบัน จะเน้นการบูรณาการความเสี่ยงทุกด้านเข้าด้วยกัน ภายใต้แนวคิด Value-Based Enterprise Risk Management (กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ, 2554) เพื่อช่วยลดเหตุการณ์หรือความไม่แน่นอนที่อาจจะเกิดขึ้นกับองค์กร ตลอดจนเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มแก่องค์กรให้เกิดขึ้นไปพร้อมกัน หลักการบริหารความเสี่ยงมีพื้นฐานมาจากแนวคิดที่ว่า องค์กรดำรงอยู่เพื่อสร้างมูลค่าให้กับผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งทุกองค์กรย่อมต้องเผชิญกับความไม่แน่นอน ซึ่งอาจเป็นความท้าทายให้กับผู้บริหารในการพิจารณาและกำหนดระดับความไม่แน่นอนที่ผู้บริหารยอมรับได้ ความไม่แน่นอน คือ การไม่สามารถคาดการณ์ล่วงหน้าได้อย่างแม่นยำถึงโอกาสการเกิดขึ้นของเหตุการณ์ในอนาคตและผลกระทบ ซึ่งอาจอยู่ในรูปของ “ความเสี่ยง” และ “โอกาส” ความเสี่ยง คือ เหตุการณ์ในเชิงลบ หากเกิดขึ้นแล้วสร้างความเสียหายให้กับองค์กร เช่น สินค้าที่จัดหาไม่ได้คุณภาพ ประชาชนไม่พอใจในบริการ การก่อความไม่สงบ เป็นต้น โอกาส คือ เหตุการณ์ที่จะมีผลในเชิงบวก ซึ่งผู้บริหารควรได้นำไปพิจารณาในการกำหนดกลยุทธ์ เพื่อนำไปสู่การปฏิบัติให้เกิดเหตุการณ์ที่ต้องการ เช่น การได้สินค้าที่ดีกว่าข้อตกลง ชุมชนมีความสามัคคีมั่นคง

เป็นต้น ทั้งความเสี่ยงและโอกาสจะส่งผลกระทบต่อการเพิ่มหรือลดมูลค่าให้กับผู้มีส่วนได้เสีย การบริหารความเสี่ยงจะเป็นเครื่องมือที่ช่วยให้ผู้บริหารจัดการกับความไม่แน่นอน ตลอดจนความเสี่ยงและโอกาสที่เกี่ยวข้องได้อย่างมีประสิทธิภาพ อันจะเป็นการเพิ่มความสามารถขององค์กรในการเพิ่มมูลค่าให้กับผู้มีส่วนได้เสียได้ ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า ผู้บริหารสามารถสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับผู้มีส่วนได้เสีย โดยการกำหนดกลยุทธ์และจุดมุ่งหมายขององค์กรให้เหมาะสมกับการเติบโตของผลตอบแทน และความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องอย่างมีประสิทธิภาพและมีประสิทธิผล สอดคล้องกับจุดมุ่งหมายขององค์กรโดยรวม ซึ่งการ์นิ พลกุล (2549, น.8-9) พบว่า การบริหารความเสี่ยงจะต้องครอบคลุมถึง การพิจารณาความเสี่ยงขององค์กรในการประเมินกลยุทธ์ การกำหนดจุดมุ่งหมาย และการพัฒนาเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยง การส่งเสริมการตัดสินใจในการตอบสนองต่อความเสี่ยง โดยการระบุและเลือกวิธีการตอบสนองต่อความเสี่ยงอย่างสม่ำเสมอ การเพิ่มความสามารถในการระบุเหตุการณ์ที่อาจเกิดขึ้นและตอบสนองต่อเหตุการณ์นั้น เพื่อลดการเกิดเหตุการณ์ที่ไม่คาดหวังและผลเสียหาย การกำหนดและการจัดการความเสี่ยงประเภทต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นความเสี่ยงในระดับใดขององค์กร การยึดเอาโอกาส ผู้บริหารควรพิจารณาเหตุการณ์ที่อาจจะเกิดขึ้นทั้งหมด ระบุโอกาสที่อาจจะเกิดขึ้น และทำให้โอกาสนั้นเป็นจริงเพื่อให้เกิดประโยชน์ต่อองค์กร โดยรวบรวมข้อมูลความเสี่ยงสำหรับผู้บริหาร เพื่อใช้ประเมินปัจจัยทุนที่จำเป็นและการกระจายปัจจัยทุนให้เกิดขึ้นอย่างเป็นระบบ

การบริหารความเสี่ยงนั้น ก่อนข้างเป็นเรื่องใหม่สำหรับการดำเนินธุรกิจในประเทศไทย ถึงแม้จะมีบางองค์กรหรือบางธุรกิจได้นำการบริหารความเสี่ยงเข้ามาใช้ แต่ก็ยังเป็นการบริหารความเสี่ยงแบบเดิมหรือแบบเฉพาะด้าน และเน้นเฉพาะการป้องกันความเสียหายมากกว่าการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ ดังนั้นการบริหารความเสี่ยงแบบเดิมหรือแบบเฉพาะด้านที่มีอยู่จึงไม่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการดำเนินธุรกิจขององค์กร ที่ต้องการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการเป็นสำคัญ จึงทำให้มีการประเมินค่าต่าง ๆ ของความเสี่ยงที่เกิดขึ้นภายในองค์กรมีความคลาดเคลื่อน ผิดพลาดและไม่ถูกต้องเท่าที่ควร ด้วยเหตุนี้ในปี พ.ศ. 2528 (ค.ศ. 1985) สถาบันวิชาชีพ 5 แห่ง จึงได้ร่วมมือกันก่อตั้ง The National Commission on Fraudulent Financial Reporting ซึ่งเป็นที่รู้จักกันในชื่อ Treadway Commission โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อระบุปัจจัยการเกิดการทุจริตของรายงานทางการเงิน และเสนอแนะแนวทางแก้ไขเพื่อลดปัญหาดังกล่าว สถาบันวิชาชีพ 5 แห่งนี้ ประกอบด้วย สถาบันผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งสหรัฐอเมริกา (American Institute of Certified Public Accountants : AICPA) สถาบันผู้ตรวจสอบภายในสากล (Institute of Internal Auditors : IIA) สมาคมนักบัญชีแห่งสหรัฐอเมริกา (American Accounting Association : AAA) สถาบันผู้บริหารการเงิน (Financial Executives Institute : FEI) และสถาบันนักบัญชีเพื่อการ

บริหาร (Institute of Management Accountants : IMA) รวมตัวกันเพื่อก่อตั้งองค์กร และต่อมาในปี พ.ศ. 2530 (ค.ศ. 1987) Treadway Commission ได้เสนอรายงานข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการควบคุมภายในแก่ผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนสภาวิชาชีพบัญชี ตลาดหลักทรัพย์ หน่วยงานที่บังคับใช้กฎหมาย รวมถึงสถานศึกษาต่าง ๆ และได้ตั้งคณะกรรมการจากทั้ง 5 สถาบัน เพื่อศึกษารูปแบบการควบคุมภายในที่เหมาะสมกับสถานการณ์สมัยใหม่ คณะทำงานชุดนี้เรียกว่า The Committee of Sponsoring of the Treadway Commission (COSO) โดยในปี พ.ศ. 2535 (ค.ศ.1992) คณะทำงาน COSO ได้เสนอรายงานกรอบการควบคุมภายใน (Internal Control – An Integrated Framework : COSO I) ให้เหมาะสมกับโลกธุรกิจยุคใหม่ และได้ปรับปรุงเกี่ยวกับความหมาย วัตถุประสงค์ องค์ประกอบการควบคุมภายในที่สมบูรณ์ กรอบดังกล่าวเป็นหลักการควบคุมภายในที่เป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไป จนกระทั่งในเดือนกันยายน พ.ศ. 2547 (ค.ศ.2004) คณะทำงาน COSO ได้เสนอรายงานกรอบการบริหารความเสี่ยง (Enterprise Risk Management-Integrated Framework : COSO II) เพื่อให้ประเมินความเสี่ยงระดับองค์กรให้มีความชัดเจนมากขึ้น ประกอบด้วยองค์ประกอบ 8 ด้านที่สัมพันธ์กัน ซึ่งพัฒนาจากกรอบงานการควบคุมภายในที่มีองค์ประกอบ 5 ด้าน และอีก 1 ปี ต่อมา คือ ในปี พ.ศ. 2548 (ค.ศ.2005) คณะทำงาน COSO ได้ประกาศแนวทางการควบคุมภายในด้านการจัดทำงบการเงิน ประกอบด้วย 5 องค์ประกอบและ 20 หลักการ เพิ่มเติม โดยได้ตัดแปลงจากกรอบงานการควบคุมภายในเดิม (COSO I) เพื่อลดต้นทุนในการควบคุมภายในด้านการจัดทำงบการเงินตามกฎหมาย US. Sarbanes – Oxley Act (2002) สำหรับบริษัทหรือกิจการขนาดเล็ก เนื่องจากเกิดเหตุการณ์ตักแตงงบการเงินโดยผู้บริหารระดับสูง ในเหตุการณ์ธุรกิจบริษัท Enron และบริษัท Worldcom เรียกว่า Internal Control over Financial Report - Guidance for Small Public Companies (COSO III) ปี พ.ศ. 2552 (ค.ศ. 2009) มีการเผยแพร่รายงานแนวทางด้านการกำกับติดตาม Guidance on Monitoring of Internal Control System จนกระทั่งในปี พ.ศ. 2556 (ค.ศ. 2013) คณะทำงาน COSO ได้ประกาศแนวทางการควบคุมภายในด้านการจัดทำรายงานทางการเงินและรายงานที่ไม่ใช่งบการเงิน ซึ่งยังคงยึดกรอบแนวคิดเดิมของ COSO ปี ค.ศ.1992 (Internal Control – Integrated Framework) ที่กำหนดให้การควบคุมภายในมีองค์ประกอบหลัก 5 องค์ประกอบ แต่เพิ่มเติมในส่วนอื่น ๆ ให้ชัดเจนขึ้น เรียกกันว่า “COSO 2013” และถูกประกาศใช้อย่างเป็นทางการ เมื่อวันที่ 14 ธันวาคม พ.ศ. 2557 (ค.ศ. 2014) เป็นต้นมา จนกระทั่งในปี พ.ศ. 2560 (ค.ศ. 2017) COSO 2013 ได้มีการปรับปรุงครั้งใหญ่ เพื่อให้ทันกับสภาพแวดล้อมทางธุรกิจหรือสถานการณ์โลกที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็วและรุนแรง เกิดเป็น Enterprise Risk Management-Integrating with Strategy and Performance : COSO - ERM 2017) ขึ้น โดยการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของ COSO-ERM 2017 ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงองค์ประกอบของ

กระบวนการใหม่ ให้มีความละเอียดชัดเจนขึ้น โดยแก้ไขปรับปรุงจากรูปลูกเต๋า (Cube) กลายมาเป็นรูปเกลียว (Helix) ซึ่งแบ่งออกเป็น 5 องค์ประกอบ 20 หลักการ (The Committee of Sponsoring of the Treadway Commission : COSO, 2017, p.6-7) (จากเดิมมีเฉพาะ 8 องค์ประกอบ) คือ การกำกับดูแลกิจการและวัฒนธรรมองค์กร(Governance and Culture) กลยุทธ์และวัตถุประสงค์องค์กร (Strategy & Objective Setting) เป้าหมายผลการดำเนินงาน (Performance) การทบทวนและปรับปรุง (Review & Revision) และสารสนเทศ การสื่อสาร และการรายงาน (Information, Communication & Reporting) โดยประเด็นที่คณะกรรมการ COSO พยายามมุ่งเน้นนำเสนอในการปรับปรุง COSO-ERM 2017 นี้ คือ การแสดงให้เห็นว่าการบริหารความเสี่ยงขององค์กรนั้น เกี่ยวข้องเชื่อมโยงกับการสร้างคุณค่าผ่านกลยุทธ์และตัวแบบธุรกิจขององค์กร โดยมีได้ยกเลิก COSO 2013 หากแต่ COSO-ERM 2017 นี้ จะช่วยขยายความหลักการบริหารความเสี่ยงตามกรอบ COSO 2013 เดิม ให้มีความเข้าใจพื้นฐานของความคิดและแนวทางในการบริหารความเสี่ยงในรูปแบบที่ชัดเจนและเป็นรูปธรรมมากยิ่งขึ้น เพื่อให้องค์กรต่าง ๆ สามารถจัดการความเสี่ยงที่อาจส่งผลกระทบต่อองค์กรในการบรรลุวัตถุประสงค์ที่องค์กรกำหนดไว้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งสามารถสรุปลำดับการพัฒนารอบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายใน (COSO ERM) ได้ ดังรูปที่ 2.1



ภาพที่ 2.1 ลำดับการพัฒนารอบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายใน (COSO ERM)

ที่มา: ญัฐพัชร นวลมณีจิติ (2562) ปรับปรุงเพิ่มเติมจาก [http://tanya-](http://tanya-nps.blogspot.com/2014/09/coso.html)

[nps.blogspot.com/2014/09/coso.html](http://tanya-nps.blogspot.com/2014/09/coso.html)

The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission: COSO (2017) ได้ให้ความหมายของการบริหารความเสี่ยงไว้ว่า การบริหารความเสี่ยงเป็นกระบวนการที่ คณะกรรมการบริษัท ฝ่ายบริหาร และบุคลากรของบริษัท ได้กำหนดขึ้น เพื่อนำไปประยุกต์ใช้ในการ กำหนดกลยุทธ์และการวางแผนขององค์กรในทุกระดับ โดยได้รับการออกแบบให้สามารถระบุ เหตุการณ์ที่มีความเป็นไปได้ที่จะมีผลกระทบต่อองค์กร และการจัดการความเสี่ยงให้อยู่ในระดับที่ องค์กรยอมรับได้ เพื่อให้เกิดความมั่นใจอย่างสมเหตุสมผลว่าองค์กรสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ ขององค์กรในเรื่องต่าง ๆ ดังนี้ กลยุทธ์ขององค์กรเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับเป้าหมายระดับ องค์กร (Strategic) การปฏิบัติงานอย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล (Operations) รายงานทาง การเงินมีความถูกต้องน่าเชื่อถือ (Reporting) และการปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง (Compliance) สอดคล้องกับ ศิลปพร ศรีจันเพชร (2560) ที่นิยามความเสี่ยงไว้ว่า ความเสี่ยง คือ โอกาสที่ผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นจริงแตกต่างไปจากผลลัพธ์ที่คาดการณ์ไว้ มีโอกาสเกิดขึ้นได้ 2 ลักษณะ ได้แก่ ผลกระทบเชิงลบ (Negative Effect) เป็นเหตุการณ์อาจทำให้องค์กรไม่บรรลุวัตถุประสงค์ และสร้างความเสียหายให้กับองค์กร และผลกระทบเชิงบวก (Positive Effect) เป็นเหตุการณ์ที่ ก่อให้เกิดประโยชน์ต่อองค์กร ทำให้มูลค่าขององค์กรมีระดับเพิ่มมากขึ้น และสอดคล้องกับ Pricewater houseCoopers (2560) ได้อธิบายรายละเอียดของความเสี่ยงทุกประเภทที่เกิดขึ้นโดยมี เหตุแห่งความเสี่ยง (Risk Driver) ซึ่งอาจเป็นเหตุที่เกิดจากภายในองค์กร เช่น วัฒนธรรม โครงสร้าง องค์กร บุคลากร หรือเหตุที่เกิดจากปัจจัยภายนอก เช่น การเมือง คู่แข่งทางธุรกิจ สภาพเศรษฐกิจ เป็นต้นเหตุแห่งความเสี่ยง มีหลายลักษณะต่าง ๆ กัน สอดคล้องกับงานวิจัยของ ปราชญา กล้าผจญ (2551, น.21) ได้ให้ความหมายของความเสี่ยงไว้ว่า ความเสี่ยงเกิดขึ้นจากความไม่แน่นอน ที่เป็น ผลลัพธ์ที่เป็นอันตรายต่อองค์กร ซึ่งสามารถวัดความน่าจะเป็นของสิ่งที่เกิดขึ้นหรือผลลัพธ์ที่เกิดขึ้น ได้ ซึ่งจากความหมายของการบริหารความเสี่ยงดังกล่าว สะท้อนให้เห็นแนวคิดที่ว่า การบริหาร ความเสี่ยงเป็นกระบวนการที่ต้องกระทำอย่างต่อเนื่องและทั่วทั้งองค์กร เป็นสิ่งที่บุคลากรทุกระดับ ในองค์กรต้องร่วมมือกันทำ เพื่อประยุกต์ใช้ในการกำหนดกลยุทธ์ขององค์กร และกระทำในทุก ระดับและหน่วยงานภายในองค์กร รวมถึงระดับองค์กรโดยรวม เพราะกระบวนการบริหารความ เสี่ยงถูกออกแบบมา เพื่อระบุเหตุการณ์ที่อาจมีผลกระทบกับองค์กร และจัดการความเสี่ยงให้อยู่ใน ระดับที่องค์กรยอมรับได้ เพื่อสร้างความเชื่อมั่นอย่างสมเหตุสมผลว่า การบริหารความเสี่ยงดังกล่าว นำมาซึ่งการบรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กรได้อย่างมีประสิทธิภาพ

กรอบการควบคุมภายในเป็นองค์ประกอบที่สำคัญของกรอบการบริหารความเสี่ยง เนื่องจากองค์ประกอบของกรอบการบริหารความเสี่ยงตามแนวคิดของ Internal Control -

Integrated Framework (COSO-ICIF) ถูกพัฒนามาจากองค์ประกอบของการควบคุมภายในตามรายงานของ COSO ในปี พ.ศ. 2535 (ค.ศ. 1992) ที่มีทั้งหมด 5 องค์ประกอบ ดังนี้

1. สภาพแวดล้อมการควบคุม (Control Environment)
2. การประเมินความเสี่ยง (Risk Assessment)
3. กิจกรรมการควบคุม (Control Activities)
4. สารสนเทศและการสื่อสาร (Information and Communication)
5. การติดตามประเมินผล (Monitoring)

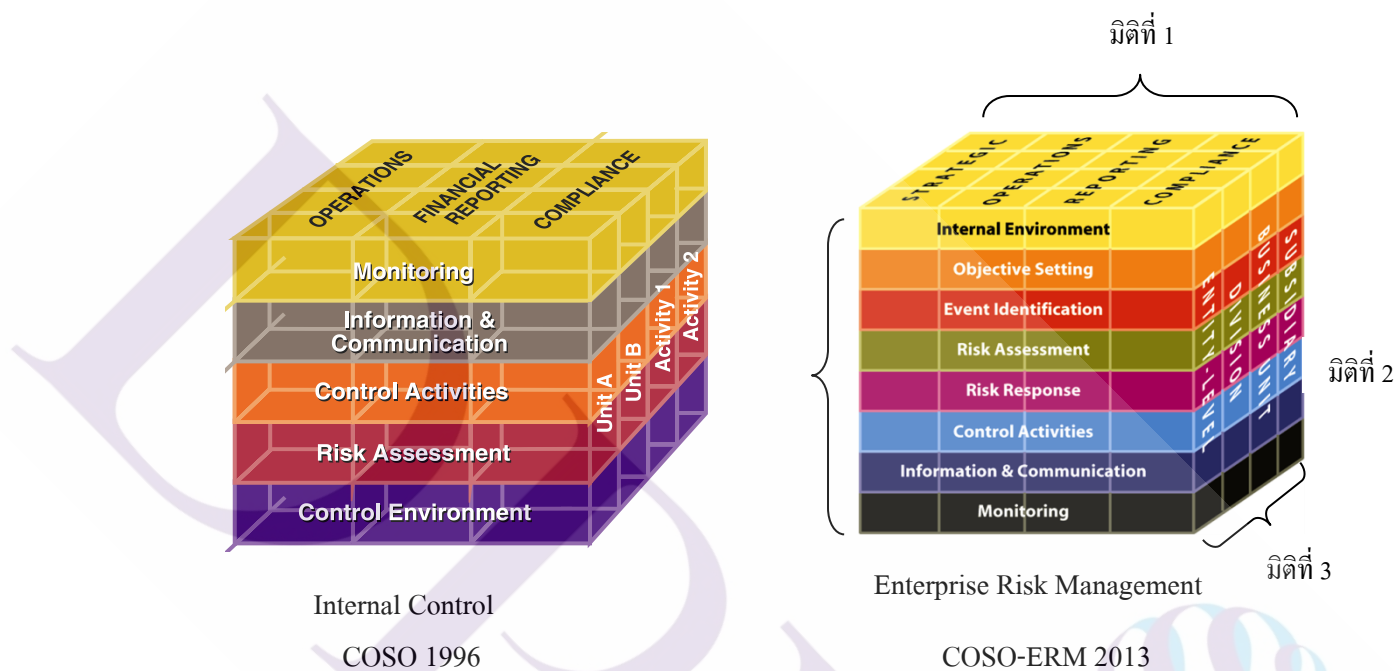
จากองค์ประกอบของการควบคุมภายในเดิม ซึ่งประกอบด้วย 5 องค์ประกอบ COSO 1996 ได้ขยายจาก สภาพแวดล้อมการควบคุม (Control Environment) เป็นสภาพแวดล้อมภายในองค์กร (Internal Environment) และได้เพิ่มองค์ประกอบด้านการบริหารความเสี่ยงเข้าไป 3 องค์ประกอบ รวมเป็น 8 องค์ประกอบ เพื่อเน้นการบริหารความเสี่ยงแบบทั่วทั้งองค์กร ตามกรอบแนวคิด Enterprise Risk Management - Integrated Framework (COSO-ERM2013) ซึ่ง 3 องค์ประกอบดังกล่าว ได้แก่

6. การกำหนดวัตถุประสงค์ (Objective Setting)
7. การระบุเหตุการณ์ (Event Identification)
8. การตอบสนองความเสี่ยง (Risk Response)

ตารางที่ 2.1 เปรียบเทียบแนวคิดเดิมของ COSO 1992 กับแนวคิดใหม่ COSO-ERM 2013 ที่เน้นการบริหารความเสี่ยงแบบทั่วทั้งองค์กร

ลำดับ	แนวคิดเดิมของ COSO 1992	แนวคิดใหม่ COSO-ERM 2013
1.	สภาพแวดล้อมการควบคุม	สภาพแวดล้อมภายในองค์กร
2.		การกำหนดวัตถุประสงค์
3.		การระบุเหตุการณ์
4.	การประเมินความเสี่ยง	การประเมินความเสี่ยง
5.		การตอบสนองความเสี่ยง
6.	กิจกรรมการควบคุม	กิจกรรมการควบคุม
7.	สารสนเทศและการสื่อสาร	สารสนเทศและการสื่อสาร
8.	การติดตามประเมินผล	การติดตามประเมินผล

โดย COSO มิได้มีเจตนาจะใช้กรอบการบริหารความเสี่ยงแทนกรอบการควบคุมภายในเดิม แต่ยังให้กรอบการควบคุมภายในเป็นแกนสำคัญ เพื่อให้องค์กรสามารถขยายจากการควบคุมภายในเดิม มาเป็นกรอบการบริหารความเสี่ยงได้ง่าย ชัดเจนและเป็นรูปธรรมมากขึ้น (จันทนา สาขากร นิพันธ์ เห็นโชคชัยชนะ และศิลปะพร ศรีจันทเพชร, 2554)



ภาพที่ 2.2 COSO Framework

ที่มา: <http://www.coso.org/ERM-IntegratedFramework.htm>

จากภาพที่ 2.2 แสดงกรอบการบริหารความเสี่ยง (COSO ERM) ด้วยภาพสี่เหลี่ยมลูกบาศก์ 3 มิติ ซึ่งเป็นสิ่งที่ผู้บริหารต้องพิจารณา ได้แก่

มิติที่ 1 วัตถุประสงค์ขององค์กร เป็นมิติที่พิจารณาถึงการควบคุมภายใน 4 ด้าน ประกอบด้วย การสร้างกลยุทธ์ที่เหมาะสม (Strategic) การปฏิบัติงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและมีประสิทธิภาพ (Operation) พร้อมทั้งมีการความถูกต้อง เชื่อถือได้ของรายงานทางการเงิน (Reporting) และมีการปฏิบัติตามกฎหมาย กฎเกณฑ์และระเบียบต่าง ๆ (Compliance) อย่างถูกต้อง

มิติที่ 2 องค์ประกอบของการบริหารความเสี่ยง ทั้ง 8 ประการ เพื่อการบรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กร ได้แก่ สภาพแวดล้อมภายในองค์กร จัดตั้งวัตถุประสงค์ให้ชัดเจน ระบุเหตุการณ์ที่อาจเกี่ยวข้องกับจุดประสงค์ ประเมินความเสี่ยงของเหตุการณ์ พิจารณาการตอบสนอง

ความเสี่ยง สร้างหรือปรับปรุงกิจกรรมการควบคุม สร้างหรือพัฒนาระบบข้อมูลการสื่อสาร และการทบทวนสอบทานเพื่อแก้ไขปรับปรุง

มิติที่ 3 ผู้รับผิดชอบ/โครงสร้างองค์กร เป็นมิติที่เกี่ยวข้องกับหน่วยงานต่าง ๆ ขององค์กร ประกอบด้วย บริษัทย่อย (Subsidiary) ส่วนงาน/หน่วยธุรกิจ (Business Unit) สายงาน/หน่วยงานต่าง ๆ ในองค์กร (Division) และบริษัทใหญ่/ระดับองค์กรโดยรวม (Entity Level)

การบริหารความเสี่ยง (Risk Management) เป็นการกำหนดแนวทางที่จะจัดการกับความเสียหายที่มีสาระสำคัญ ซึ่งมีโอกาสเกิดสูงอย่างเหมาะสม โดยทั่วไปกรณีที่เป็นความเสี่ยงจากปัจจัยภายใน จะใช้วิธีบริหารจัดการความเสี่ยงด้วยการจัดให้มีระบบการควบคุมภายใน แต่ถ้าเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายนอก จะใช้การบริหารความเสี่ยงด้วยวิธีการระบุปัจจัยเสี่ยง (Risk Identification) การระบุปัจจัยเสี่ยงของหน่วยงาน สามารถเกิดขึ้นได้ทั้งจากปัจจัยภายในและปัจจัยภายนอก ซึ่งปัจจัยเหล่านี้จะส่งผลกระทบต่อวัตถุประสงค์ เป้าหมาย หรือผลการดำเนินงานในหน่วยงาน เช่น การเปลี่ยนตัวผู้บริหารและผู้บริหารปฏิบัติงานใหม่ในตำแหน่งสำคัญบ่อย ๆ การเปลี่ยนแปลงกฎหมายใหม่ของรัฐบาลที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติงาน สอดคล้องกับศิลปพร ศรีจันเพชร (2550) ที่อธิบายว่า COSO ERM เป็นกระบวนการซึ่งเป็นผลมาจากผู้บริหารและบุคลากรทุกคนในองค์กรทุกระดับร่วมกันกำหนดขึ้น เพื่อประยุกต์ใช้เป็นกลยุทธ์และวางแผนเป้าหมายขององค์กร เพื่อบรรลุเป้าหมายตามวัตถุประสงค์ขององค์กร โดยมองความเสี่ยงอยู่เสมอ เพื่อให้ความเสี่ยงอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Neil Amato (2019) พบว่าการจัดการความเสี่ยงให้บรรลุเป้าหมาย ต้องอาศัยแนวปฏิบัติในการบริหารจัดการความเสี่ยงร่วมกันของส่วนงานต่างๆ ในองค์กร เพื่อให้การบริหารความเสี่ยงมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล พร้อมสร้างคุณค่าให้เกิดขึ้นแก่องค์กร และบรรลุซึ่งเป้าหมายที่องค์กรกำหนดไว้

นอกจากนี้ การบริหารความเสี่ยง ยังเป็นกระบวนการที่สามารถให้ความเชื่อมั่นอย่างสมเหตุสมผลในการบริหารงานให้บรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กรได้ ซึ่งอูยญา ภัทรมนตรี (2552) ได้อธิบายเพิ่มเติมในปีพ.ศ. 2552 ว่า กระบวนการบริหารความเสี่ยง (Risk Management Process) เป็นกระบวนการที่เกี่ยวข้องกับ กระบวนการในการระบุ (Identify) เหตุการณ์ ประเมินความเสี่ยง (Assess) และวิธีการตอบสนองความเสี่ยง (Risk Responses) ต่อเหตุการณ์ความไม่แน่นอนที่อาจจะเกิดขึ้น ด้วยวิธี 4T's Strategy ได้แก่ วิธียอมรับความเสี่ยง (Take Risk) วิธีลดความเสี่ยงหรือการควบคุมความเสี่ยง (Treat Risk) วิธีกระจายความเสี่ยงหรือถ่ายโอนความเสี่ยง (Transfer Risk) และวิธีหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Terminate Risk) เป็นต้น การใช้วิธี 4T's Strategy ดังกล่าว ควรศึกษาความเป็นไปได้เกี่ยวกับประเด็นค่าใช้จ่าย และผลดีผลเสียของแต่ละทางเลือก กล่าวคือ ผลดี คือ ผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นเมื่อนำมาตรการตอบสนองความเสี่ยงนั้นมาใช้ลดความเสี่ยง อาจเกิดขึ้นในทันที หรือใน

ระยะยาว และผลเสียที่ควรพิจารณา คือ ต้นทุน เวลา หรือความสะดวกที่เสียไป รวมถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้ในอนาคต ซึ่งผู้รับผิดชอบต้องดำเนินการตามแผนจัดการความเสี่ยงที่องค์กรได้วางไว้ พร้อมรายงานต่อผู้บริหารและคณะกรรมการบริหารความเสี่ยงอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้ความเสี่ยงที่กำลังดำเนินการจัดการ อยู่ในระดับความเสี่ยงที่องค์กรยอมรับได้ เพื่อเพิ่มโอกาสการบรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กรให้มีมากขึ้น ดังนั้นกระบวนการบริหารความเสี่ยงจะมีประสิทธิภาพและประสิทธิผลสูงสุด หากองค์กรออกแบบให้การบริหารความเสี่ยงดังกล่าวแทรกหรือฝัง (Embedded) อยู่ในกิจกรรมการปฏิบัติงานด้วย เป็นต้น

การวิเคราะห์ความเสี่ยง (Risk Analysis) ควรวิเคราะห์ถึงผลกระทบของปัจจัยเสี่ยงที่มีต่อหน่วยงาน ซึ่งโดยปกติปัจจัยเสี่ยงแต่ละปัจจัยจะมีผลกระทบต่อหน่วยงานมากน้อยไม่เท่ากัน การวิเคราะห์ปัจจัยเสี่ยงมีหลายวิธีแตกต่างกัน ผู้บริหารควรให้ความสำคัญกับความเสี่ยงที่มีนัยสำคัญและมีโอกาสเกิดขึ้นบ่อย จึงควรพิจารณาเลือกใช้วิธีการหรือเทคนิคที่ใช้วิเคราะห์ให้เหมาะสมกับขนาดลักษณะการดำเนินงาน เพื่อให้สามารถประเมินระดับความสำคัญของความเสี่ยงได้ ทั้งในเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพ รวมทั้งผลเสียหายที่อาจเกิดจากความเสี่ยงนั้นได้อย่างสมเหตุสมผล

ชนิดพงศ์ ไตรพัฒน์พัชร (2552) พบว่า ปัจจัยความเสี่ยง สามารถแบ่งได้ 2 ลักษณะ ได้แก่ (1) ปัจจัยความเสี่ยงภายนอก คือ ความเสี่ยงที่องค์กรไม่สามารถควบคุมการเกิดได้ เช่น เศรษฐกิจ สังคม การเมือง กฎหมาย คู่แข่ง เทคโนโลยี ภัยธรรมชาติ สิ่งแวดล้อม พฤติกรรมความเชื่อมั่นในภาพลักษณ์ขององค์กร (2) ปัจจัยความเสี่ยงภายใน คือ ความเสี่ยงที่องค์กรสามารถควบคุมการเกิดได้ เช่น บุคลากร วัฒนธรรม นโยบายการบริหารและการจัดการ ความรู้ความสามารถ ทักษะของกระบวนการทำงาน ข้อมูลหรือระบบสารสนเทศ เครื่องมืออุปกรณ์ เป็นต้น

การบริหารจัดการความเสี่ยงที่องค์กรสามารถดำเนินการได้ คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายในองค์กร โดยองค์กรต้องสามารถจัดการความเสี่ยงดังกล่าวให้อยู่ในระดับความเสี่ยงที่องค์กรยอมรับได้ เช่นเดียวกับจิรพร สุเมธิประสิทธิ์ (2554) ที่กล่าวว่า ความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายในองค์กร ประกอบด้วย 4 ประการ ได้แก่

(1) ความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการกำหนดแผนกลยุทธ์ แผนดำเนินงานที่นำไปปฏิบัติไม่เหมาะสมหรือไม่สอดคล้องกับปัจจัยภายในและสภาพแวดล้อมภายนอก อันส่งผลกระทบต่อการบรรลุวิสัยทัศน์ พันธกิจ หรือสถานะขององค์กร แหล่งที่มาของความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ สามารถจำแนกได้ 2 ประเภท คือ ปัจจัยความเสี่ยงภายนอก ได้แก่ ภาวะการณ์การแข่งขัน การเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาล กระแสสังคม การเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยี ปัจจัยทางเศรษฐกิจ ปัจจัยทางการเมือง ส่วนปัจจัยความเสี่ยงภายใน ได้แก่ ปัจจัย

ภายในที่องค์กรสามารถควบคุมได้ แต่ส่งผลกระทบต่อหรือเป็นอุปสรรคต่อการดำเนินการตามแผนกลยุทธ์เพื่อให้บรรลุเป้าหมาย ได้แก่ โครงสร้างองค์กร กระบวนการและวิธีปฏิบัติงาน ความเพียงพอของข้อมูลและเทคโนโลยีสำหรับการให้บริการ เป็นต้น

(2) ความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operation Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการกำหนดการดำเนินการในการปฏิบัติงานของบุคลากร ซึ่งส่งผลกระทบต่อปฏิบัติงานต่าง ๆ ขององค์กร ทำให้ไม่บรรลุวัตถุประสงค์และเป้าหมายที่กำหนด เช่น บุคลากรในหน่วยงานขาดทักษะ ความชำนาญ และความรู้เฉพาะทาง ด้านความปลอดภัยมีการเกิดอุบัติเหตุหรือได้รับอันตรายจากการปฏิบัติงาน ด้านเทคโนโลยีหรือนวัตกรรม เทคโนโลยีที่ล้าสมัย ถูกละเมิดลิขสิทธิ์ ด้านสิ่งแวดล้อม สร้างมลพิษแก่ชุมชน สร้างความเดือดร้อนแก่ประชาชน

(3) ความเสี่ยงด้านการเงิน (Financial Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการที่การเบิกจ่ายงบประมาณไม่เป็นไปตามแผน งบประมาณถูกตัด งบประมาณที่ได้รับ ไม่สอดคล้องกับสถานการณ์ของภารกิจที่เปลี่ยนแปลงไปทำให้การจัดสรรไม่พอเพียง

(4) ความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ (Compliance Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการไม่สามารถปฏิบัติตามนโยบาย กฎหมาย ระเบียบ ข้อบังคับที่เกี่ยวข้องได้ หรือนโยบาย กฎหมาย ระเบียบ ข้อบังคับที่มีอยู่ไม่เหมาะสมเป็นอุปสรรคต่อการปฏิบัติงาน และสัมพันธ์กับทฤษฎีการตัดสินใจตามสถานการณ์ (Contingency theory) ที่เป็นการรวบรวมแนวคิดที่เหมาะสมระหว่างกลยุทธ์และพฤติกรรมองค์กรในการตัดสินใจ เพื่อนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่ดีขององค์กร สอดคล้องกับ (Chandler, 1962) ที่พบว่า การกำหนดแนวทางพัฒนาความสามารถการบริหารจัดการให้ประสบความสำเร็จได้นั้น จะต้องใช้วิธีที่แตกต่างกันไป เพื่อให้สอดคล้องกับสถานการณ์ของสภาพแวดล้อมที่ส่งผลกระทบต่อการทำงานองค์กร โดยหลักคิดทฤษฎีนี้ คือ สถานการณ์เป็นตัวกำหนดการตัดสินใจและรูปแบบการบริหารที่เหมาะสม ไม่มีวิธีที่ดีที่สุดในการบริหารจัดการ (Schermerhorn, Hunt and Osborn, 2011: 6) พบว่า การใช้ทฤษฎีการตัดสินใจตามสถานการณ์สามารถช่วยอธิบายการวิเคราะห์สถานการณ์และสภาพแวดล้อมที่ส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของธุรกิจเกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างองค์กร กลยุทธ์การดำเนินงาน และกระบวนการดำเนินงานของธุรกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพ

สรุปได้ว่า อิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่ได้นั้น จะพิจารณาจากวัตถุประสงค์ของการบริหารความเสี่ยงตามกรอบ COSO ERM (ในมิติที่ 1) ที่ประกอบด้วยวัตถุประสงค์การบริหารความเสี่ยง 4 ด้าน ได้แก่ ความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) ความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operation Risk) ความเสี่ยงด้านการเงิน (Financial Risk) และความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ (Compliance Risk) ที่ทำหน้าที่ได้อย่างเชื่อมโยงกันได้อย่างเหมาะสมไม่มีจุดอ่อนที่

เป็นสาระสำคัญ และอยู่ในระดับความเสี่ยงที่องค์กรยอมรับได้ ประกอบด้วย (1) การเข้าใจถึงระดับความสำเร็จของวัตถุประสงค์ด้านกลยุทธ์ขององค์กรที่กำลังเป็นอยู่ (2) การเข้าใจถึงระดับความสำเร็จของวัตถุประสงค์ด้านการดำเนินงานขององค์กรที่กำลังเป็นอยู่ (3) รายงานองค์กรเชื่อถือได้ และ (4) องค์กรปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง ซึ่งรูปแบบวัตถุประสงค์การบริหารความเสี่ยงทั้ง 4 ด้าน ไม่จำเป็นต้องเหมือนกันในทุกองค์กร เช่น องค์กรขนาดเล็กหรือขนาดกลาง อาจมีรูปแบบที่เป็นทางการน้อยกว่าและมีโครงสร้างของแต่ละองค์ประกอบน้อยกว่าองค์กรขนาดใหญ่ อย่างไรก็ตาม องค์กรขนาดเล็กก็สามารถบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิผลได้ หากมีวัตถุประสงค์การบริหารความเสี่ยงที่ทำหน้าที่ได้อย่างลงตัวและเหมาะสม

2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงองค์กร

ในปัจจุบัน ประเทศไทยได้นำกรอบการบริหารความเสี่ยงองค์กรของโคโซ ปี ค.ศ. 2004 หรือ COSO ERM 2004 ฉบับเดิม มาใช้อย่างแพร่หลาย และนำไปใช้เป็นแนวทางในการบริหารความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเรียกว่า แนวทางในการบริหารความเสี่ยงโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2547 ซึ่งเป็นแนวทางการบริหารความเสี่ยงสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และองค์กรอื่น ๆ ที่สนใจพัฒนาระบบบริหารความเสี่ยง ซึ่งไม่ได้กำหนดไว้เป็นกฎหมายหรือข้อบังคับของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2558 พบว่า มีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เปิดเผยการใช้การบริหารความเสี่ยงตามแนวทางของโคโซ ประมาณ 25 เปอร์เซ็นต์ (ข้อมูล ณ วันที่ 15 ส.ค. 2559 จาก 513 บริษัท จดทะเบียนในตลาด. ไม่รวมกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์ เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน) ในส่วนของการบริหารความเสี่ยงภาครัฐ ได้ถือปฏิบัติ เพื่อให้การบริหารงานเป็นไปตามพระราชบัญญัติระเบียบบริหารราชการแผ่นดิน พ.ศ. 2545 เป็นการบริหารความเสี่ยงในมุมมองของการดำเนินงานให้เกิดประโยชน์สุขต่อประชาชน นอกจากนี้ ส่วนราชการต่าง ๆ ได้ถูกกำหนดให้การปฏิบัติงานเป็นไปตามกรอบแนวคิดของเกณฑ์คุณภาพการบริหารจัดการภาครัฐ (PMQA) ตั้งแต่ปีงบประมาณ พ.ศ. 2557 เป็นต้นมา ได้ระบุหลักเกณฑ์เกี่ยวข้องกับการบริหารความเสี่ยงเชิงยุทธศาสตร์ไว้ โดยจะต้องวิเคราะห์ความเสี่ยงของแผนงานหรือโครงการตามมาตรฐานโคโซเพื่อนำเสนอแก่ผู้บริหารองค์กร

สำหรับองค์กรส่วนใหญ่ การบริหารความเสี่ยงเป็นเรื่องที่ต้องใช้ความพยายามอย่างต่อเนื่อง โดยปัจจัยที่มีผลต่อการนำการบริหารความเสี่ยงมาใช้ ได้แก่ ขนาดขององค์กร

ความซับซ้อน วัฒนธรรมองค์กร ระยะเวลาในการส่งเสริมความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับความเสี่ยงในองค์กร และการให้การสนับสนุนจากคณะกรรมการและผู้บริหารระดับสูง (Top Tone Management) ให้เกิดการบริหารความเสี่ยงขึ้นในองค์กร (Cendrowski & Mair, 2009) องค์กรขนาดใหญ่มักจะมีระบบการบริหารความเสี่ยงที่ดีกว่าองค์กรขนาดเล็ก (Pagach & Warr, 2011) องค์กรขนาดใหญ่จะปฏิบัติและมีโครงสร้างที่เป็นระบบ มีวัฒนธรรมองค์กรที่คำนึงถึงความเสี่ยงเป็นอย่างดี และมีการบูรณาการความเสี่ยงเข้ากับการดำเนินงานอย่างสม่ำเสมอ ทำให้องค์กรสามารถตัดสินใจได้ดีขึ้นภายใต้ความเสี่ยงและการแสวงหาโอกาสใหม่ๆ ที่อาจเกิดขึ้นในระยะเวลาอันสั้น ในขณะที่องค์กรขนาดเล็กหรือองค์กรที่เพิ่งเริ่มพัฒนาการบริหารความเสี่ยง มักไม่มีหน่วยงานด้านการบริหารความเสี่ยงโดยเฉพาะ มีแนวทางการปฏิบัติและทรัพยากรที่ค่อนข้างจำกัด องค์กรเหล่านี้ควรเริ่มสร้างความตระหนักเกี่ยวกับความเสี่ยง และใช้การบริหารความเสี่ยง โดยเน้นเรื่องการรายงานผลการดำเนินงาน และเมื่อองค์กรเติบโตขึ้นก็ควรมีการบูรณาการการบริหารความเสี่ยงเข้ากับกิจกรรมและขั้นตอนทางธุรกิจอื่น ๆ อย่างไรก็ตาม องค์กรต่าง ๆ ควรมีวิธีสร้างความเชื่อมั่นให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างเหมาะสมเกี่ยวกับการจัดการความเสี่ยงให้อยู่ในระดับที่ยอมรับได้ โดยกำหนดแนวปฏิบัติ เพื่อให้มีการบริหารความเสี่ยงให้เหมาะสม เช่น การระบุประเมินและตอบสนองต่อความเสี่ยง และเข้าใจถึงผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อโปรไฟล์ความเสี่ยง ดังนั้นการบริหารความเสี่ยงไม่ได้เป็นเพียงหน้าที่หรือแผนภายในองค์กรเท่านั้น แต่เป็นสิ่งที่ต้องให้ความสำคัญโดยการปลูกฝังและสร้างความตระหนักถึงความเสี่ยงว่าเป็นความรับผิดชอบของทุกคนในองค์กร หรือถือว่า “ทุกคน คือ ผู้จัดการความเสี่ยง” (Moeller, 2007) มีการแบ่งปันความรู้ด้านการบริหารความเสี่ยงในองค์กร เพื่อส่งเสริมการบูรณาการการบริหารความเสี่ยงทั่วทั้งองค์กรอย่างเต็มรูปแบบ เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยงภายในองค์กรภายใต้วัฒนธรรมองค์กรความสามารถ และแนวปฏิบัติขององค์กรที่แตกต่างกัน

COSO (2017) ได้ปรับปรุงแนวคิดการบริหารความเสี่ยง โดยได้เปลี่ยนแปลงความหมายของการบริหารความเสี่ยงองค์กร ปรับหลักการและองค์ประกอบของการบริหารความเสี่ยง โดยเน้นถึงความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับคุณค่า ให้ความสำคัญถึงการวางแผนเชิงกลยุทธ์ การบริหารความเสี่ยงแบบบูรณาการ บทบาทวัฒนธรรมองค์กร และเชื่อมโยงการบริหารความเสี่ยงเพื่อประกอบการตัดสินใจ โดยปรับความเสี่ยงที่ยอมรับได้และระดับความเบี่ยงเบนจากเกณฑ์ของความเสี่ยงที่ยอมรับได้ให้เหมาะสม เพื่อเพิ่มความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงและมูลค่าขององค์กร นอกจากนี้ ยังมีการอธิบายถึงความแตกต่างของแผนการจัดการความเสี่ยงในองค์กรและระบบควบคุมภายใน เรื่องสำคัญของการบริหารความเสี่ยงให้ประสบความสำเร็จ คือ การจัดให้มีโครงสร้างที่เอื้ออำนวยต่อการดำเนินงานขององค์กร รวมถึง

มีความเป็นอิสระ และมีการถ่วงดุลอำนาจอย่างเหมาะสม โครงสร้างการบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิผลขององค์กรจะช่วยในการประเมินควบคุม และติดตามความเสี่ยงของแต่ละหน่วยงาน และทำให้เกิดความมั่นใจว่าการปฏิบัติงานในการบริหารความเสี่ยง ทุกคนมีความรับผิดชอบต่อความเสี่ยงในองค์กรภายใต้กรอบเดียวกัน การบริหารจัดการความเสี่ยงอย่างมีประสิทธิภาพ ต้องการความมุ่งมั่นและการสนับสนุนจากผู้บริหารระดับสูงขององค์กร โดยผู้บริหารระดับสูงจะเป็นผู้กำหนดนโยบายให้มีการปฏิบัติ รวมถึงกำหนดให้ผู้บริหารระดับต่าง ๆ ใช้ข้อมูลเกี่ยวกับความเสี่ยงในการตัดสินใจและบริหารงาน เมื่อมีนโยบายที่ชัดเจนจากผู้บริหารระดับสูงแล้วก็สามารถกำหนดกรอบนโยบายของการบริหารความเสี่ยงที่สำคัญ รวมทั้งออกแบบระบบกลไกในการดำเนินการของระบบบริหารความเสี่ยงองค์กรที่ชัดเจน เพื่อให้เกิดการปฏิบัติที่ถูกต้องสอดคล้องกับวัตถุประสงค์และเป้าหมาย ทั้งนี้ ในขณะที่มีการปฏิบัติตามกลไกของระบบบริหารความเสี่ยงองค์กรดังกล่าวจะมีการติดตามข้อมูลต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง เพื่อปรับปรุงทั้งในระดับของกลไกและกรอบการบริหารความเสี่ยงให้มีประสิทธิภาพสูงขึ้น เพิ่มมูลค่าองค์กรให้พัฒนาอย่างยั่งยืนและเจริญเติบโตต่อไปได้ในระยะยาว

การบริหารความเสี่ยงเป็นกระบวนการที่บุคลากรทั่วทั้งองค์กร ได้มีส่วนร่วมในการคิดวิเคราะห์ และคาดการณ์ถึงเหตุการณ์หรือความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้น รวมทั้งการระบุแนวทางในการจัดการความเสี่ยงดังกล่าว ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมหรือยอมรับได้ เพื่อช่วยให้องค์กรบรรลุวัตถุประสงค์ที่ต้องการ ตามกรอบวิสัยทัศน์และพันธกิจขององค์กร กรอบการบริหารความเสี่ยงนั้นสามารถสะท้อนให้เห็นถึงนโยบายการบริหารจัดการและการกำกับดูแลกิจการ โดยหากองค์กรมีการบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพ จะส่งผลให้สามารถบรรลุวัตถุประสงค์ทั้งในเชิงประสิทธิภาพและประสิทธิผลของงาน (COSO, 2015) จากคำนิยามดังกล่าว การบริหารความเสี่ยงขององค์กรในยุคสมัยใหม่ มีการเปลี่ยนแปลงไปสู่การบริหารความเสี่ยงเชิงบูรณาการ เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ ซึ่งมาจากการมองในมุมสูง หรือแบบ Bird-Eye view (ธงชัย ทองมา และธีระวัฒน์ จันทิก, 2558) ที่ผู้บริหารระดับสูงขององค์กร นิยมนำมาใช้ในการบริหารงาน เพื่อประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยง ความสำเร็จและการเติบโตอย่างยั่งยืนขององค์กร โดยได้มีการนำเอาเทคนิคการบริหารความเสี่ยงไปใช้เป็นเครื่องมือบริหารงานในองค์กรต่าง ๆ อย่างแพร่หลาย เนื่องจากผู้บริหารได้ตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการบริหารความเสี่ยง มีงานวิจัยหลายเรื่องที่กล่าวถึงการรับเอาแนวทางการบริหารความเสี่ยงมาใช้ในองค์กรที่หลากหลาย ไม่ว่าจะเป็นองค์กรของรัฐและเอกชน ได้แก่ Miller, Dobbins, Pritchett, Boehlje & Ehmke (2004) ได้นำเสนอการบริหารความเสี่ยงในภาคเกษตรกรรม โดยชี้ให้เห็นถึงที่มาของความเสี่ยงของเกษตรกรรม โดยจำแนกความเสี่ยงออกเป็น 2 ประเภท คือ ความเสี่ยงด้านปฏิบัติงาน

และความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ รวมถึงนำเสนอแผนการจัดการความเสี่ยงเหล่านั้น และ Svatá & Fleischmann (2011) ได้กล่าวถึง การบริหารความเสี่ยงในด้านเทคโนโลยีสารสนเทศในธนาคาร และสถาบันการเงิน ได้มีการนำเสนอมาตรฐานการบริหารความเสี่ยงที่หลากหลาย เช่น COSO ERM, AS/NZS4360, ISO31000 อธิบายรายละเอียดของแต่ละแบบ เพื่อเป็นแนวทางให้ผู้อ่านในการเลือกมาตรฐานที่เหมาะสม ไปปฏิบัติใช้ให้เหมาะกับองค์กรของตนเอง และในปีต่อมา Bayer (2012) ได้ศึกษา การจัดทำแผนการบริหารความเสี่ยงของบริษัท Coca-Cola Enterprise Sweden โดยดำเนินการตาม 3 ขั้นตอนหลัก คือ การค้นหาความเสี่ยง การทำแผนจัดการความเสี่ยง และการลงมือปฏิบัติตามแผน ซึ่งผลที่ได้คือแผนจัดการความเสี่ยงที่ดีเป็นแบบอย่างในการปฏิบัติต่อไป สอดคล้องกับงานวิจัยของ Miller (2013) ที่ศึกษากรอบแนวทางบูรณาการการบริหารความเสี่ยงในองค์กรธุรกิจ ที่ได้ให้แนวคิดในการจำแนกและระบุความเสี่ยงออกเป็นประเภทต่าง ๆ ไว้ จากนั้นจึงประเมินความเสี่ยงรวมไปถึงการจัดการความเสี่ยงเหล่านั้น และงานวิจัยของ Frigo & Anderson (2011) ที่กล่าวถึง วิวัฒนาการของการบริหารความเสี่ยง จนกลายมาเป็นแนวทางการบริหารความเสี่ยง (ERM) ตามมาตรฐานของ COSO ที่ให้ความสำคัญกับการเชื่อมโยง ERM เข้ากับกลยุทธ์ขององค์กร ซึ่งจะเป็นเครื่องมือบริหารงานที่มีประสิทธิภาพ รวมไปถึงการกระตุ้นให้มีการพัฒนาระบบการทำ ERM อย่างต่อเนื่อง ถึงแม้ว่าจะมีการปฏิบัติที่คิอยู่แล้ว ก็ต้องเปลี่ยนเป้าหมายการดำเนินงานให้มีความท้าทายมากยิ่งขึ้น ซึ่ง Kline (2014) ได้นำเสนอประโยชน์ในการนำ ERM มาใช้ในหน่วยงาน เช่น ช่วยเป็นข้อมูลการตัดสินใจของผู้บริหาร เพิ่มประสิทธิภาพด้านการติดต่อสื่อสารในหน่วยงาน และการบรรลุเป้าหมายของหน่วยงาน สอดคล้องกับงานวิจัยของธารชฎา อมรเพชรกุล (2546) การพัฒนาระบบบริหารความเสี่ยงในส่วนการพัสดุสำนักบริหารแผนและการคลัง จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย มีวัตถุประสงค์เพื่อ พัฒนาระบบบริหารความเสี่ยงภายในสายงานทะเบียน และตรวจสอบพัสดุ โดยจะเริ่มจากการกำหนดวัตถุประสงค์ของสายงาน แล้วจึงทำการค้นหาความเสี่ยงต่าง ๆ อันเป็นอุปสรรคขัดขวางไม่ให้บรรลุวัตถุประสงค์ที่ตั้งไว้ นั้น จากนั้นจึงประเมินความเสี่ยงผ่านแบบสอบถามโดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์สาเหตุของข้อบกพร่องและผลกระทบ (FMEA) เพื่อเรียงลำดับความจำเป็นเร่งด่วน ในการจัดการขั้นตอนต่อมา คือ การสร้างแผนบริหารความเสี่ยงซึ่งได้อาศัยหลักของการวิเคราะห์แขนงความบกพร่อง (FTA) ในการวิเคราะห์สาเหตุของความเสี่ยงเพื่อวางแผนจัดการเสร็จแล้วจึงทำการสร้างระบบสำหรับติดตามสอบทานเป็นขั้นตอนสุดท้าย ต่อมา จรสวรรณ โภยานิช (2550) ศึกษาการพัฒนากระบวนการบริหารความเสี่ยงในศูนย์บำบัดสุขภาพน้ำแร่ โรงพยาบาลระนอง เป็นตัวอย่างหนึ่งของการประยุกต์ใช้กับอุตสาหกรรมบริการ โดยยึดกรอบแนวทางการบริหารความเสี่ยงของออสเตรเลีย/นิวซีแลนด์ (AS/NZS4360) ผลที่ได้ คือ สามารถพัฒนาปรับปรุงระบบการบริหารจัดการในหน่วยงานให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น

และมีแผนการจัดการความเสี่ยงเพื่อใช้ปฏิบัติภายในองค์กร ซึ่งสอดคล้องกับสุนทรีย์ วิพัฒนเศรษฐ
 ปรีชา หงส์ไกรเลิศ และไชยนันท์ ปัญญาศิริ (2558) ที่ได้ศึกษาระดับการดำเนินงานการบริหาร
 ความเสี่ยงของมหาวิทยาลัยราชภัฏในประเทศไทย และปัจจัยแห่งความสำเร็จในการบริหาร
 ความเสี่ยง พบว่า ระดับการดำเนินงานอยู่ในระดับมาก แสดงให้เห็นว่าได้เล็งเห็นความสำคัญ
 ของการนำระบบการบริหารความเสี่ยงมาปฏิบัติใช้ ส่วนปัจจัยแห่งความสำเร็จมี 4 ข้อ คือ ปัจจัย
 ด้านนโยบายและกลยุทธ์ในการบริหารความเสี่ยง ปัจจัยด้านวัฒนธรรมองค์กร ปัจจัยด้านภาวะผู้นำ
 และปัจจัยด้านระบบสารสนเทศและการสื่อสาร เป็นต้น

โดยสรุป การบริหารความเสี่ยงจะเป็นเครื่องมือที่ทำให้ทุกส่วนงานมีส่วนร่วมและ
 ปฏิบัติร่วมกัน ไม่ใช่เพียงความรับผิดชอบของผู้บริหารระดับสูงเท่านั้น แต่การบริหารความเสี่ยงจะ
 เข้ามาเกี่ยวข้องกับการทำงานของทุกฝ่ายในองค์กร เพื่อการจัดการความเสี่ยงอย่างเป็นระบบ
 (Tufano, 1996; Hoyt and Liebenberg, 2009; Nocco and Stulz, 2006) นำมาซึ่งการบรรลุเป้าหมาย
 และพันธกิจที่องค์กรตั้งไว้ และทำให้เกิดความได้เปรียบในการแข่งขัน ดังนั้นงานวิจัยเรื่องอิทธิพล
 ของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียน
 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงศึกษาการบริหารจัดการความเสี่ยงภายในองค์กรองค์กร
 ตามกรอบแนวทางของ COSO ERM ที่ได้รับการยอมรับและนำไปใช้อย่างแพร่หลาย ซึ่งผู้วิจัยได้
 ทำการศึกษาและทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง เพื่อศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กร
 ที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนใน
 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรเป็นตัวแปรต้น
 หรือตัวแปรอิสระ (Independent Variables) โดยพัฒนาและประยุกต์จากวัตถุประสงค์ในการบริหาร
 ความเสี่ยงตามกรอบ COSO ERM (Objectives of COSO ERM) เพื่อใช้วัดการบริหารจัดการความ
 เสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่สัมพันธ์กับการบรรลุวัตถุประสงค์ที่องค์กรกำหนดขึ้น ในบริบท
 ของวิสัยทัศน์และพันธกิจ ซึ่งจะเน้นศึกษาอิทธิพลของการบริหารจัดการความเสี่ยงองค์กรใน
 4 ด้าน ได้แก่

1. การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) เป็นการบริหารความเสี่ยงที่เกิด
 จากการกำหนดแผนกลยุทธ์ แผนดำเนินงานและนำไปปฏิบัติไม่เหมาะสมหรือไม่สอดคล้องกับ
 ปัจจัยต่าง ๆ ซึ่งสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท คือ ความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอก และความ
 เสี่ยงจากปัจจัยภายใน การบริหารความเสี่ยงกรณีเป็นความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอก (External Factor
 Risks) เช่น การเมือง เศรษฐกิจ เจ็อนไซตลาดโลก ความต้องการลูกค้า ผู้รับบริการที่เปลี่ยนไป ความ
 เสี่ยงด้านชื่อเสียง (Reputation Risk) ความเสี่ยงด้านการบริหารต้นทุนให้มีประสิทธิภาพ (Cost
 Leadership Risk) ความเสี่ยงด้านจัดการและการสื่อสารแบรนด์ (Brand Risk) สอดคล้องกับงานวิจัย

ของเจียรไน ภัทราคม (2552) ศึกษาการปรับตัวของผู้ประกอบการธุรกิจนำเที่ยวในอำเภอเมือง จังหวัดเชียงใหม่ อันเนื่องมาจากวิกฤติเศรษฐกิจและการเมืองไทย นับแต่ปีพ.ศ. 2550 จนถึงปัจจุบัน ที่มีผลต่อการดำเนินธุรกิจนำเที่ยวในอำเภอเมือง ทำให้จังหวัดเชียงใหม่ ต้องมีการปรับตัวเพื่อการดำรงอยู่ของธุรกิจ สอดคล้องกับวรรณพร ผิวดี (2555) พบว่า ธุรกิจโรงแรมและรีสอร์ทจังหวัด กระบี่ สาเหตุสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักท่องเที่ยวต่างชาติ ได้แก่ ด้านการเมืองในประเทศ และความผันผวนของปัจจัยในตลาดโลก สอดคล้องกับรัตพร อรรถพันธ์ (2557) พบว่า ผลการวิเคราะห์ปัจจัยเสี่ยงทั้ง โอกาสการเกิดและความรุนแรงที่มีความเสี่ยงสูงสุด คือ ปัจจัยเสี่ยงภายนอกจากความไม่แน่นอนทางการเมือง เป็นต้น การบริหารความเสี่ยงกรณีเป็นความเสี่ยงจากปัจจัยภายใน (Internal Factor Risks) เป็นปัจจัยที่องค์กรสามารถควบคุมได้ แต่ส่งผลกระทบหรือเป็นอุปสรรคต่อการดำเนินการตามแผนกลยุทธ์ขององค์กร เช่น โครงสร้างองค์กร กระบวนการ และวิธีปฏิบัติงาน ความเพียงพอของข้อมูล และเทคโนโลยีสำหรับการให้บริการ เป็นต้น ซึ่งการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ องค์กรสามารถทำได้ โดยการมุ่งเน้นดำเนินการตามแผนกลยุทธ์ให้เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับพันธกิจและแผนธุรกิจขององค์กร เพื่อให้มั่นใจได้ว่าการกำหนดกลยุทธ์และวัตถุประสงค์ขององค์กรสอดคล้องกับความเสี่ยงที่องค์กรยอมรับได้ ซึ่ง Lawrence et al. (2009) กล่าวว่า ประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยงเชิงกลยุทธ์ (Strategy) หมายถึง วิธีที่บริษัทวางตำแหน่งตัวเองในตลาดเมื่อเทียบกับคู่แข่งทางการค้า ซึ่งเมื่อองค์กรดำเนินกลยุทธ์ องค์กรต้องพยายามพัฒนาความได้เปรียบในการแข่งขันของธุรกิจตนให้เหนือกว่าคู่แข่งในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน (Porter, 2008) โดยข้อได้เปรียบดังกล่าวในการแข่งขันนี้ สอดคล้องกับงานวิจัยของศักดิ์เกษม ปานะลาด (2557) ที่ได้ศึกษาผลกระทบของแรงกดดันจากลูกค้า ความหลากหลายของการแข่งขัน และความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีที่ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการดำเนินงาน พบว่า ผู้บริหารของกิจการต้องให้ความสำคัญกับการตระหนักถึงสภาพแวดล้อมทางการแข่งขัน ซึ่งประกอบด้วยแรงกดดันจากลูกค้า ความหลากหลายในการแข่งขัน และความก้าวหน้าทางเทคโนโลยี ซึ่งจะเป็นตัวผลักดันและเป็นปัจจัยที่ทำให้องค์กรมีศักยภาพในการแข่งขันที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งองค์กรจะต้องบริหารจัดการความเสี่ยงให้อยู่ในระดับยอมรับได้ เช่น การนำวิธีลดความเสี่ยง (Reduce Risk) มาใช้เพื่อลดความเสี่ยงโดยรวมขององค์กรให้เกิดน้อยที่สุด หรืออยู่ในระดับที่องค์กรยอมรับได้ เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและคุณค่าขององค์กรให้ได้มากที่สุด

ดังนั้น การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) ตามแนวคิดของ Lawrence et al. (2009) จึงพิจารณาได้จากยอดขายของกิจการในปีปัจจุบัน (Sales of Firm) หักด้วยยอดขายอุตสาหกรรมเฉลี่ยของปีปัจจุบัน (Average industry sales)หารด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ

ยอดขายทุกบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกัน (Standard Deviation of Sales of all Firms in the Same Industry) ดังสมการต่อไปนี้

$$\text{Strategy}_1 = \frac{\text{Sales}_i - \mu_{\text{Sales}}}{\sigma_{\text{sales}}}$$

โดยที่ :

Sales_i = ยอดขายของกิจการในปีปัจจุบัน (Sale of the Firm i)

μ_{Sales} = ยอดขายอุตสาหกรรมเฉลี่ยของปีปัจจุบัน (Average industry sales)

σ_{sales} = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของยอดขายทุกบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกัน
(Standard deviation of sales of all firms in the same industry)

จากเกณฑ์การการบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ข้างต้น องค์กรจะต้องมองในประเด็นเพิ่มเติมอีกว่า บริษัทมีการวางตำแหน่งกลยุทธ์หรือใช้กลยุทธ์ในการดำเนินงานได้ถูกจุดหรือตรงประเด็นหรือยัง กลยุทธ์ที่ใช้ประสบความสำเร็จหรือไม่ สามารถรับมือกับความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นกับองค์กรได้หรือยัง (Thompson, 1984) และองค์กรมีการจัดการกับความเสี่ยงเป็นระบบแล้วหรือยัง จากเหตุผลดังกล่าว สามารถวัดการบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ได้จากสมการดังต่อไปนี้

$$\text{Strategy}_2 = \frac{\Delta\beta_i - \mu_{\Delta\beta}}{\sigma_{\Delta\beta}}$$

โดยที่ :

$\Delta\beta_i$ = $-(\beta_i \text{ ปีปัจจุบัน} - \beta_i \text{ ปีอดีต})$

β_i = Firm i's beta (data from Compustat)

$\mu_{\Delta\beta}$ = Average industry $\Delta\beta$ ปีปัจจุบัน

$\sigma_{\Delta\beta}$ = Standard deviation of $\Delta\beta$'s of all firms in the same industry

2. การบริหารความเสี่ยงด้านการดำเนินงาน (Operational Risk) เป็นการบริหารความเสี่ยงที่มุ่งเน้นให้องค์กรมีการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ ประสิทธิภาพ และเกิดความคุ้มค่ามากที่สุด นำมาซึ่งการบรรลุเป้าหมายที่องค์กรกำหนดไว้ เป็นความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่ทุกธุรกิจจะต้องเผชิญอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เพราะเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในการดำเนินงานตามปกติของธุรกิจ โดยธุรกิจต้องหาวิธีการในการจัดการป้องกันไม่ให้ความเสี่ยงดังกล่าวเกิดขึ้น หากปล่อยให้ความเสี่ยงดังกล่าวเกิดขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อการทำงานภายในองค์กร ทำให้การดำเนินงานหรือการบริหารงานองค์กรไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้ ซึ่งจะส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลงด้วย เช่น

ความเสี่ยงที่เกิดจากบุคลากร (People Risk) ได้แก่ ความด้อยศักยภาพของพนักงาน การทุจริต ความผิดพลาดของพนักงาน (Human Error) การบริหารและการจัดการบุคลากร การบริหารทรัพยากรขององค์กร ความเสี่ยงที่เกิดจากกระบวนการหรือขั้นตอนการปฏิบัติงาน (Process Risk) ได้แก่ ความบกพร่องของการบริหารองค์กรที่ไร้คุณภาพ (Model / Methodology Error) หรือระบบงานขาดมาตรฐานและการควบคุมที่ดี ความเสี่ยงที่เกิดจากการใช้เทคโนโลยี (Technology Risk) ได้แก่ สารสนเทศที่ใช้ในการบริหารและปฏิบัติงานไม่น่าเชื่อถือ และความเสี่ยงที่เกิดจากเหตุการณ์ภายนอก (External Risk) ได้แก่ ความไม่แน่นอนของนโยบายของรัฐ และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง การเกิดเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิด เช่น ไฟไหม้ น้ำท่วม แผ่นดินไหว ความเสียหายจากการที่ลูกค้าหรือคู่สัญญาขององค์กรไม่สามารถปฏิบัติตามข้อตกลงหรือปฏิบัติตามสัญญาที่ให้ไว้กับองค์กร การขาดแผนรองรับเหตุการณ์ฉุกเฉินต่าง ๆ และการไม่ทำประกันภัยในธุรกรรมต่าง ๆ ที่มีความเสี่ยง สอดคล้องกับงานวิจัยของพรณนุช ชัยปิ่นชนะ และณัฐฐ์ปาลิตา ศรีคาหน้อย (2561) ที่พบว่าปัจจัยความเสี่ยงด้านบุคลากรขาดทักษะหรือความรู้ในการปฏิบัติงาน บุคลากรขาดความรับผิดชอบ บุคลากรในองค์กรทุจริต บุคลากรจงใจฝ่าฝืนกฎระเบียบ ข้อบังคับ ข้อกฎหมายด้านการท่องเที่ยวของภาครัฐ และหัวหน้างานขาดทักษะในการจัดการ ปัจจัยเหล่านี้ล้วนส่งผลต่อประสิทธิภาพการบริหารความเสี่ยงด้านการดำเนินงานทั้งสิ้น สอดคล้องกับ รัตพร อรรถพันธ์ (2557) พบว่า ผลจากการวิเคราะห์ปัจจัยเสี่ยงทั้งโอกาสการเกิดและความรุนแรงที่มีความเสี่ยงสูงสุด คือ ปัจจัยเสี่ยงภายในด้านประสิทธิภาพการปฏิบัติงาน

ดังนั้น การบริหารความเสี่ยงด้านการดำเนินงาน (Operational Risk) ตามแนวคิดของ Lawrence et al. (2009) พิจารณาได้จากยอดขายของกิจการ (Sales) ซึ่งยอดขายของกิจการแสดงให้เห็นว่าพนักงานในองค์กร (Numbers of Employees) ทำงานได้เหมาะสม (Balance) กับค่าจ้างหรือไม่ และหากองค์กรต้องจ้างพนักงานเยอะขึ้น ก็จะมีการก่อหนี้ (กู้ยืม) (Leverage) เพื่อมาจ่ายค่าจ้างพนักงาน Kiyamaz (2006) เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงการบริหารความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่คุ้มค่านั้นสามารถวัดการบริหารความเสี่ยงดังกล่าวได้ ดังสมการต่อไปนี้

$$\text{Operation}_1 = \text{ยอดขายของกิจการ (Sales) / สินทรัพย์รวม (Total Assets)}$$

$$\text{Operation}_2 = \text{ยอดขายของกิจการ (Sales) / จำนวนพนักงานในองค์กร (Numbers of Employees)}$$

3. การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงานทางการเงิน (Financial & Reporting Risk) หมายถึง ความไม่แน่นอนของผลลัพธ์ในอนาคต อันเนื่องมาจากการดำเนินกิจกรรมทางการเงินของฝ่ายที่เกี่ยวข้องในองค์กร ที่จะส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ มักเกี่ยวข้องกับความเสี่ยง

ใน 3 เรื่อง ได้แก่ ความเสี่ยงด้านภาวะตลาด (market risk) ซึ่งหมายถึงความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากความผันผวนของตลาดเงิน ทำให้ผู้ลงทุนไม่สามารถเชื่อได้อย่างแน่นอนว่าผลตอบแทนที่จะได้รับจะเป็นเท่าใด ณ สิ้นสุดการลงทุน ความเสี่ยงด้านเครดิต (credit risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการไม่กระทำตามสัญญาของคู่สัญญาอีกฝั่ง เช่น การผิดนัดชำระหนี้ การผิดนัดการแลกเปลี่ยนสินค้า การได้ผลตอบแทนไม่ครบตามที่สัญญาไว้ในหุ้นกู้ เป็นต้น และความเสี่ยงด้านการเงินที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติงาน ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นได้ตลอดเวลา เนื่องมาจากการปฏิบัติงานที่ผิดพลาดหรือไม่เหมาะสมที่มาจากทั้งคนหรือองค์กร หรือจากเหตุการณ์ภายนอก เช่น การทำสัญญาทางการเงินที่ผิดพลาด การทำผิดกฎหมายโดยไม่ตั้งใจ การตกแต่งงบการเงิน เป็นต้น

จากที่กล่าวข้างต้นการบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงานทางการเงิน ยังมีประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการบริหารความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการบริหารทางการเงินและงบการเงิน เช่น ความเสี่ยงที่เกิดจากการจัดสรรงบประมาณไม่เหมาะสม การตั้งงบประมาณผิดพลาด การใช้งบประมาณเกินกว่าที่ตั้งไว้ สอดคล้องกับ COSO (2017) ในมิติที่ 1 ด้านวัตถุประสงค์ของการบริหารความเสี่ยงและความควบคุมภายใน ตรงแนวคิดที่ว่ารายงานทางการเงินที่ดี ควรมีการรายงานที่ถูกต้อง ครบถ้วน และมีความเชื่อถือได้ของรายงานทางการเงิน (Reporting and Reliability) เพื่อให้ผู้ใช้รายงานทางการเงินทั้งบุคคลภายในและบุคคลภายนอก ได้ข้อมูลที่ต้องการ เหมาะสม ทันเวลา และมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจ ซึ่งโดยส่วนใหญ่ความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงานทางการเงิน จะเกี่ยวข้องกับประเด็นต่อไปนี้ ได้แก่ ความเสี่ยงเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ย สภาพคล่อง อัตรารายได้ ความเสี่ยงในการบริหารเงิน (Treasury Risks) ความเสี่ยงเกี่ยวกับนโยบายด้านการเงิน และแนวทางของธนาคารกลาง ความเสี่ยงเกี่ยวกับธุรกรรมและการเคลื่อนไหวของตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศ ความเสี่ยงเกี่ยวกับสถานะและภาระหนี้สินระหว่างประเทศ ความเสี่ยงเกี่ยวกับการบริหารตัวเลขให้ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสูง (Credit Risks) ความเสี่ยงในการซื้อขายตราสารการเงิน (Trading Risks) ความเสี่ยงที่เกี่ยวกับสารสนเทศหรือข้อมูลทางบัญชี งบการเงิน การรายงานต่าง ๆ ทางการเงิน ความเสี่ยงด้านภาษี รวมไปถึงความเสี่ยงในด้านเทคโนโลยีอื่น ๆ และความเสี่ยงด้านเสถียรภาพทางการเงินและการเมือง เป็นต้น

การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงานทางการเงินนั้น จะเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อมีการพิจารณาและตัดสินใจผ่านการประเมิน ว่าความเสี่ยงทางการเงินนั้นอยู่ในเกณฑ์ที่ยอมรับได้ โดยการบริหารความเสี่ยงทางการเงิน จำเป็นต้องอาศัยกลยุทธ์สนับสนุนที่เหมาะสม อันจะช่วยลดหรือบรรเทาความเสี่ยงลง จากระดับที่เป็นอยู่ก่อนการบริหารจัดการ จิรพร สุเมธีประสิทธิ์และคณะ (2556) ดังนั้น กิจการจึงต้องแสวงหาความรู้และความเข้าใจอย่างเพียงพอเกี่ยวกับข้อดีข้อเสียของกลยุทธ์ป้องกันความเสี่ยงแต่ละประเภท เพื่อที่จะได้มีแนวทางว่าควรจะเลือกกลยุทธ์ป้องกัน

ความเสี่ยงใด เพราะการบริหารความเสี่ยงทางการเงินเป็นกระบวนการที่ต่อเนื่อง กลยุทธ์ในการบริหารความเสี่ยงจึงจะต้องปรับเปลี่ยนตามสถานการณ์ทางการตลาดและความจำเป็นเชิงนโยบาย เพื่อมิให้เกิดผลกระทบต่อการดำเนินงาน จนเกินกว่าเกณฑ์ที่ยอมรับได้ โดยกิจการควรจะระบุและเรียงลำดับความสำคัญของความเสี่ยงทางการเงินหลักที่ควรได้รับการพิจารณา กำหนดระดับและเกณฑ์ความเสี่ยงที่ยอมรับได้ จัดวางกลยุทธ์การบริหารความเสี่ยงที่สอดคล้องกับนโยบาย ประเมินผลรายงาน กำกับติดตามและปรับปรุงเพิ่มเติมวิธีการ และเครื่องมือการบริหารความเสี่ยงตามความจำเป็น การบริหารความเสี่ยงทางการเงิน ควรจะพิจารณาทั้งความเสี่ยงของสินทรัพย์ที่เกิดจากความผันผวนของผลตอบแทนในสินทรัพย์ การกระจุกตัวของสินทรัพย์ ตลอดจนความเสี่ยงในองค์รวมของพอร์ตสินทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงทุกครั้งที่มีการซื้อขายสินทรัพย์เข้าหรือออกจากพอร์ต โดยการใช้วิธีการกระจายรูปแบบของสินทรัพย์และคู่ค้า หรือลูกหนี้ (Diversification) เป็นเครื่องมือสำคัญในการบริหารความเสี่ยงทางการเงิน การกระจายตัวด้านสินทรัพย์เป็นแนวทางที่ใช้ในการลดขนาดของความสูญเสียจากสินทรัพย์รูปแบบใดรูปแบบหนึ่ง ขณะที่การกระจายตัวด้านคู่ค้า ลูกหนี้ และแหล่งเงินทุนดำเนินการ เป็นการลดโอกาสที่จะเกิดความสูญเสียที่มาจากความเสี่ยงด้านคู่ค้า ลูกหนี้ แหล่งเงินเพียงแหล่งเดียวมากเกินไป เพราะตัวขับเคลื่อนความเสี่ยงดังกล่าวเป็นปัจจัยจากภายนอกที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของผู้บริหารทั้งสิ้น กิจการจึงต้องพยายามลดโอกาสที่จะเกิดความสูญเสียครั้งเดียวในวงเงินสูง จนส่งผลกระทบต่อสถานะโดยรวมขององค์กร

กระบวนการบริหารความเสี่ยงด้านการเงิน ประกอบด้วย การกำหนดกลยุทธ์ที่ใช้เป็นแนวทางของกิจการในการบริหารความเสี่ยงสำคัญที่เกี่ยวข้องกับตลาดเงิน เครดิต และการปฏิบัติทางการเงิน การวางกรอบแนวทางให้กระบวนการและกิจกรรมในการบริหารความเสี่ยงทางการเงินมีความยืดหยุ่น คล่องตัว สามารถปรับได้สอดคล้องกับสถานการณ์ การใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงในรูปแบบของ “Hedging” หรือการพิจารณาจัดหาสินทรัพย์หรือเงินกู้ที่มาจากแหล่งที่หลากหลาย ทำให้เกิดการหักลบกับสถานะของความเสี่ยงทางการเงินที่มีอยู่ก่อน เกิดการใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยง การวิเคราะห์และประเมินความเสี่ยงทางการเงิน ควรจะเกี่ยวข้องกับสถานการณ์ทั้งที่เป็นสถานการณ์ภายในองค์กรและภายนอกองค์กร โดยสถานการณ์ภายในองค์กร ได้แก่ โครงสร้างของการดำเนินธุรกิจ ตั้งแต่ลักษณะของผลิตภัณฑ์ คู่ค้า คู่แข่ง แนวโน้มของอุตสาหกรรม โครงสร้างรายการในงบการเงิน และสถานะและตำแหน่งทางการตลาดของกิจการในอุตสาหกรรม ผลการวิเคราะห์และประเมินข้อมูลจากระบบรายงานถือว่ามีส่วนสำคัญ ในการใช้เป็นข้อมูลพิจารณาประกอบการตัดสินใจบริหารกับความเสี่ยงทางการเงิน และปรับปรุงกลยุทธ์ที่เกี่ยวข้องให้เกิดประสิทธิภาพมากขึ้น

ระบบรายงานหรือการจัดทำรายงานทางการเงิน เป็นอีกเรื่องสำคัญที่องค์กรต้องให้ความสำคัญ (Cohen et al., 2004) ในการจัดทำรายงานทางการเงินดังกล่าวให้มีความน่าเชื่อถือ (Reporting Reliability) สอดคล้องกับคณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีการเงิน FASB (1980) ที่กล่าวว่า การจัดทำรายงานทางการเงินให้มีความน่าเชื่อถือนั้น ต้องประกอบด้วยลักษณะเชิงคุณภาพของข้อมูล 2 ส่วน ได้แก่ ลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐาน อันได้แก่ ความเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรม (ครบถ้วน เป็นกลาง และปราศจากข้อผิดพลาด) และลักษณะเชิงคุณภาพเสริม อันได้แก่ ความสามารถในการเปรียบเทียบกันได้ พิสูจน์ยืนยันได้ ความเข้าใจได้ และความทันเวลา สอดคล้องกับงานวิจัยของ Biddle, Hilary, and Verdi (2009) ที่กล่าวไว้ว่า ความน่าเชื่อถือหรือคุณภาพของรายงานทางการเงินที่สูง จะช่วยลดอันตรายจากศีลธรรม (Moral Hazard) และการตัดสินใจในการลงทุนผิดพลาด ในทางกลับกันงานวิจัยของ Lawrence et al. (2009) พบว่า หากองค์กรมีความไม่น่าเชื่อถือเกี่ยวกับการจัดทำรายงานทางการเงิน สามารถสังเกตได้จาก 3 องค์ประกอบ ต่อไปนี้ ได้แก่ จุดอ่อนของการควบคุมภายใน (Material Weakness) การแสดงความเห็นของผู้สอบบัญชี (Auditor Opinion) และการปรับปรุงแก้ไขข้อผิดพลาดทางบัญชีย้อนหลัง (Restatement) โดยการปรับปรุงแก้ไขข้อผิดพลาดทางบัญชีย้อนหลัง หรือการปรับงบการเงินย้อนหลัง (Financial Restatement) คือ การแก้ไขข้อมูลที่รายงานไว้ผิดพลาด หรือข้อมูลซึ่งทำให้ผู้ใช้งบการเงินหลงผิด การปรับงบการเงินย้อนหลัง ไม่เพียงแต่ปรับปรุงคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนเพื่อปกป้องผลประโยชน์ของนักลงทุนเท่านั้น แต่เพื่อปรับปรุงการกำกับดูแลให้ข้อมูลของตลาดทุนมีคุณภาพมากขึ้น (Zhihua, 2008) อย่างไรก็ตาม การปรับย้อนหลังดังกล่าวอาจทำให้กำไรที่รายงานไว้ก่อนหน้าลดลง ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน และทำลายความน่าเชื่อถือการเปิดเผยข้อมูลขององค์กร (Albring, Huang, Pereira and Xu, 2013) แม้ว่าการปรับงบการเงินย้อนหลัง ซึ่งมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 8 เรื่อง นโยบายบัญชีการเปลี่ยนแปลงประมาณการทางการเงินบัญชีและข้อผิดพลาด กำหนดให้ต้องมีการแก้ไขงบการเงินย้อนหลัง ถ้าหากพบว่ามีมีการปรับใช้มาตรฐานใหม่ การเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินบัญชีและการแก้ไขข้อผิดพลาดที่มีสาระสำคัญ (สภาวิชาชีพบัญชี, 2558) อย่างไรก็ตาม ความผิดพลาดที่เกิดขึ้น อาจเกิดจากความไม่ตั้งใจ หรืออาจเกิดจากความตั้งใจ (เจตนาทุจริต) ซึ่งถ้าหากเกิดจากการทุจริต จะก่อให้เกิดความเสียหายต่อผู้ใช้งบการเงินซึ่ง Scholz (2014) พบว่า การปรับงบการเงินย้อนหลัง ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงระหว่างปี ค.ศ. 2003-2012 เกี่ยวข้องกับการทุจริตประมาณ 2% ซึ่งการปรับงบย้อนหลังทั้งหมดตลอดช่วงระยะเวลา 10 ปี บริษัทที่ปรับงบการเงินย้อนหลังส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดเล็กและไม่มีความสามารถในการทำกำไร ยิ่งกว่านั้น ประมาณ 50% ของบริษัทที่ปรับงบการเงินย้อนหลัง มีผลการดำเนินงานขาดทุนสุทธิค่อนข้างมาก สอดคล้องกับAnderson and Yohn

(2002) ซึ่งพบว่า การปรับงบการเงินย้อนหลังเป็นสัญญาณที่ชัดเจน ว่างบการเงินปีก่อนของบริษัทไม่มีความน่าเชื่อถือและมีคุณภาพต่ำ นอกจากนี้ Albring, Huang, Pereira and Xu (2013) พบว่า องค์กรกระทำการปรับงบการเงินย้อนหลังเพื่อทุจริตในการรายงานมากกว่าเพื่อการแก้ไขรายการให้ถูกต้อง และสอดคล้องกับ Carrol (2016) ที่พบว่า การจ่ายโบนัสของ CEO มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการปรับงบการเงินย้อนหลัง เป็นต้น

ในขณะเดียวกัน เนื่องจากประเทศไทยมีการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานการบัญชีโดยปรับปรุงมาตรฐานการบัญชีที่อ้างอิงจากมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ และมีการกำหนดคุณภาพของข้อมูลบัญชีเกี่ยวกับความน่าเชื่อถือของตัวเลขทางบัญชีไว้อย่างชัดเจน ดังนั้น จากประเด็นดังกล่าว ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาเพิ่มเกี่ยวกับประเด็นความน่าเชื่อถือของข้อมูลบัญชีในประเทศไทย หลังจากที่มีการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานการบัญชี โดยผ่านการวิเคราะห์โดยเปรียบเทียบค่าของ Discretionary Accruals (DA) และ Nondiscretionary Accruals (NDA) ตามแบบจำลองของ Modified Jones Model (1995) ซึ่งเป็นวิธีที่ได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวาง ในการทำวิจัยเกี่ยวกับเรื่องความน่าเชื่อถือได้ของข้อมูลบัญชี (Reliability of Accounting Information) ดังสมการต่อไปนี้

$$\text{Reporting} = \frac{|\text{Normal Accruals}|}{|\text{Normal Accruals}| + |\text{Abnormal Accruals}|}$$

โดยที่ :

Normal Accruals = รายการคงค้างที่ไม่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-discretionary accruals: NDA) หรือรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals)

Abnormal Accruals = รายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals: DA) หรือรายการคงค้างที่ผิดปกติ (Abnormal Accruals)

ค่าสัมบูรณ์ (Absolute values) ถูกนำมาใช้เนื่องจาก DA และ NDA เมื่อคำนวณอาจมีค่าติดลบ ทำให้ผู้วิจัยต้องนำค่าสัมบูรณ์มาใช้ เพื่อให้การคำนวณเป็นบวก โดยไม่สนใจเครื่องหมายว่า การคำนวณ DA และ NDA จะเป็นบวกหรือลบ เพื่อดูความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้น เป็นต้น

การประมาณค่ารายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals : DA) หรือรายการคงค้างที่ผิดปกติ (Abnormal Accruals) สามารถใช้วัดหรือพิจารณาความไม่มีคุณภาพหรือไม่น่าเชื่อในรายงานทางการเงิน (Poor Financial Reporting Quality) (Johnson et al., 2002) ได้ ดังนั้นการประมาณค่ารายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals : DA) หรือรายการคงค้างที่ผิดปกติ (Abnormal Accruals) จะเริ่มจากการประมาณรายการคงค้างรวม (ToAcc) ซึ่งสามารถทำการประมาณได้ด้วย 2 วิธี คือ การใช้วิธีการประมาณจากข้อมูล

ในงบแสดงฐานะทางการเงิน (Balance sheet approach) และวิธีการประมาณจากข้อมูลในงบกระแสเงินสด (Cash flow approach) ซึ่งการประมาณรายการคงค้างรวม (ToAcc) โดยใช้ “วิธีการประมาณจากข้อมูลในงบแสดงฐานะทางการเงิน (Balance sheet approach)” สามารถคำนวณได้ ดังสมการต่อไปนี้

$$\text{ToAcc}_{i,t} = \Delta\text{CA}_{i,t} - \Delta\text{CL}_{i,t} - \Delta\text{CASH}_{i,t} + \Delta\text{STD}_{i,t} - \Delta\text{DEP}_{i,t}$$

โดยที่ :

$\text{ToAcc}_{i,t}$ = รายการคงค้างรวมของบริษัท i ปี t

$\Delta\text{CA}_{i,t}$ = การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียนของกิจการ i ปี t

$\Delta\text{CL}_{i,t}$ = การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียนของกิจการ i ปี t

$\Delta\text{CASH}_{i,t}$ = การเปลี่ยนแปลงของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดของกิจการ i ปี t

$\Delta\text{STD}_{i,t}$ = การเปลี่ยนแปลงของเงินกู้ระยะยาวและระยะสั้นของกิจการ i ปี t

$\Delta\text{DEP}_{i,t}$ = การเปลี่ยนแปลงในค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจำหน่ายสินทรัพย์ i ปี t และ

ส่วนการประมาณรายการคงค้างรวม (ToAcc) โดยใช้ “วิธีการประมาณจากข้อมูลในงบกระแสเงินสด (Cash flow approach)” สามารถคำนวณได้จากข้อมูลในงบกระแสเงินสด โดยการนำกำไรก่อนหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและรายการพิเศษ ($\text{EBXI}_{i,t}$) ลบด้วยเงินสดสุทธิจากกิจกรรมการดำเนินงาน ($\text{CFO}_{i,t}$) ซึ่งผู้วิจัยเลือกใช้การประมาณรายการคงค้างรวม (ToAcc) ด้วยวิธีการประมาณจากข้อมูลในงบกระแสเงินสด (Cash flow approach) ดังสมการต่อไปนี้

$$\text{ToAcc}_{i,t} = \text{EBXI}_{i,t} - \text{CFO}_{i,t}$$

โดยที่ :

$\text{EBXI}_{i,t}$ = กำไรก่อนหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและรายการพิเศษของกิจการ i ปี t

$\text{CFO}_{i,t}$ = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมการดำเนินงานของกิจการ i ปี t

i = บริษัทที่ทำการศึกษา

t = ปีที่ทำการศึกษา

เนื่องจากมีข้อจำกัดด้านข้อมูลที่เก็บจากงบแสดงฐานะทางการเงินของกิจการ เช่น ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจำหน่ายสินทรัพย์ไม่สามารถเก็บได้ เพราะข้อมูลที่มีแสดงตัวเลขเฉพาะสินทรัพย์สุทธิ อีกทั้ง Hribar and Collins (2002) เสนอว่าการประมาณค่ารายการคงค้างรวมจากงบกระแสเงินสด มีความน่าเชื่อถือกว่างบแสดงฐานะทางการเงิน และงานวิจัยของ Cornett, Marcus, and Tehranian (2008) ไม่พบความแตกต่างของการประเมินรายการคงค้างรวมจาก 2 วิธีนี้

ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้ ผู้วิจัยจึงใช้การประเมินรายการคงค้างรวมจากงบกระแสเงินสด จากนั้นจะทำการประเมินรายการคงค้างที่ไม่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-discretionary accruals : NDA) หรือรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals) โดยใช้โมเดลที่พัฒนาจาก Modified Jones model (1995) คือ Performance Matched Discretionary Accruals model (2005) ซึ่งพัฒนาจาก Kothari, Leone, and Wasley (2005) โดย Kothari, Leone และ Wasley (2005) สรุปว่าในการวิเคราะห์ DA และ NDA โดยใช้ Jones และ The Modified Jones Model ควรจะต้องใส่ตัวแปร Return on Assets (ROA) เป็นตัวแปรควบคุมเพิ่มเข้าไป ซึ่งจะทำให้ตัวแบบจำลองสามารถวัดค่าออกมาได้อย่างน่าเชื่อถือมากขึ้นดังสมการต่อไปนี้

$$NDA_{i,t} = \alpha 1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha 2 \left(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha 3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha 4 (ROA_{i,t})$$

โดยที่ :

$NDA_{i,t}$ = รายการคงค้างที่ไม่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจ หรือรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals) ของผู้บริหารของบริษัท i, ปี t

$A_{i,t-1}$ = สินทรัพย์รวม 1 ปีก่อนหน้าของบริษัท i, ปี t

$\Delta REV_{i,t}$ = การเปลี่ยนแปลงในรายได้ของบริษัท i, ปี t

$\Delta AR_{i,t}$ = การเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้าของบริษัท i, ปี t

$PPE_{i,t}$ = ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ของบริษัท i, ปี t

$ROA_{i,t}$ = ผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ของบริษัท i, ปี t

$\alpha 1, \alpha 2, \alpha 3, \alpha 4$ = firm-specific parameters จากการประมาณค่าในสมการ ----(**) ด้านล่าง

$$ToACC_{i,t} = \alpha 1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha 2 \left(\frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha 3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha 4 (ROA_{i,t}) ----(**)$$

โดยที่ :

$ToACC_{i,t}$ = รายการคงค้างรวมของบริษัท i, ปี t

$A_{i,t-1}$ = สินทรัพย์รวม 1 ปีก่อนหน้าของบริษัท i, ปี t

$\Delta REV_{i,t}$ = การเปลี่ยนแปลงในรายได้ของบริษัท i, ปี t

$PPE_{i,t}$ = ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ของบริษัท i, ปี t

$ROA_{i,t}$ = ผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ของบริษัท i, ปี t

ดังนั้น รายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals : DA) หรือรายการคงค้างที่ผิดปกติ (Abnormal Accruals) จะคำนวณได้จากสมการต่อไปนี้

$$DA_{i,t} = \frac{ToACC_{i,t}}{A_{i,t-1}} - NDA_{i,t}$$

โดยที่ :

$DA_{i,t}$ = รายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร หรือรายการคงค้างที่ผิดปกติ
ของบริษัท i , ปี t

$ToACC_{i,t}$ = รายการคงค้างรวมของบริษัท i , ปี t

$A_{i,t-1}$ = สินทรัพย์รวม 1 ปีก่อนหน้าของบริษัท i , ปี t

$NDA_{i,t-1}$ = รายการคงค้างที่ไม่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจ หรือรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals)
ของผู้บริหารของบริษัท i , ปี t

การนำตัวแปรอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (Return on Assets : ROA) มาเป็นตัวแปรควบคุมเพิ่มเข้าไปในการหาสมการ NDA นั้น เพราะ ROA นั้น ประกอบด้วย ส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนของหนี้สิน ที่ใช้แสดงประสิทธิภาพของบริษัทจากการนำสินทรัพย์ไปลงทุนเกิดเป็นผลตอบแทนประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถในการทำกำไร โดยไม่สนใจที่มาของเงินทุนในการจัดหาสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์จะสนับสนุนความสามารถการดำเนินงาน เพื่อสร้างผลกำไรให้แก่กิจการได้โดยตรง และนอกจากนี้ หากอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์มีการเติบโตอย่างสม่ำเสมอ แสดงว่าโครงการที่กิจการลงทุนไปนั้นให้ผลตอบแทนกลับมาคุ้มค่า นักลงทุนจึงมักเลือกลงทุนในกิจการที่มีอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์สูง เนื่องจากเชื่อว่ากิจการจะมีความสามารถที่จะสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นได้ และจากการศึกษาของ Rountree et al. (2008) และ Allayannis et al. (2003) พบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์นั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Subramanyam (1996) กล่าวว่า การที่ผู้บริหารตกแต่งงบการเงินผ่านรายการเกณฑ์คงค้าง เพราะว่า รายการคงค้างเหล่านี้ มีความสัมพันธ์กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของกิจการ ในทางเดียวกัน Healy and Wahlen (1999) พบว่า ผู้บริหารเลือกรายการคงค้าง เพื่อสะท้อนตัวเลขที่รายงานในงบการเงิน เนื่องจากตัวเลขทางการเงินเป็นสัญญาณ แสดงถึงมูลค่าของกิจการ และตัวเลขทางการเงินเป็นเหมือนภาษาที่จะบอกกับผู้ถือหุ้นว่ากิจการมีผลการดำเนินงานดีเพียงใด การที่ผู้บริหารใช้เกณฑ์คงค้างภายใต้ดุลยพินิจของตน ในการประมาณการตัวเลขทางการเงินบัญชีนั้น มีผลร้ายอย่างมาก สำหรับการคาดการณ์ผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการในอนาคต (Kao, Wu, & Yang, 2009; Stehle, Ehrhardt, & Przyborowsky, 2000; Teoh, Welch, & Wong, 1998) อีกทั้ง

ผู้ถือหุ้นยังอาจจะได้รับข้อมูลเท็จ เกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งเป็นสาเหตุให้ผู้ถือหุ้นตัดสินใจลงทุนผิดพลาด เลือกลงทุนผิด และ เรียกร้องผลตอบแทนสูง เพื่อชดเชยความเสี่ยงในการลงทุน (N. Bhattacharya, Desai, & Venkataraman, 2013; Bhattacharya et al., 2003; Chen, Chen, Lobo, & Wang, 2011)

4. การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงานให้เป็นไปตามระเบียบ ข้อบังคับ และมาตรการต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง (Compliance Risk) หมายถึง การตรวจสอบ การกำกับติดตาม การปฏิบัติตามข้อกำหนด (Compliance Audit) ของการปฏิบัติงานในองค์กร ให้เป็นไปตามกฎหมาย กฎ ระเบียบ ข้อบังคับ และมาตรการต่าง ๆ ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดเกี่ยวข้อง ซึ่งกระบวนการตรวจสอบการปฏิบัติงานดังกล่าว เกี่ยวข้องกับ 2 ระดับที่สำคัญ ได้แก่ ระดับองค์กร ซึ่งกำหนดโดยคณะกรรมการหรือคณะกรรมการชดเชย จัดให้มีหน่วยงานและระบบการกำกับดูแลให้มีการดำเนินงานให้ครบถ้วนและเป็นไปตามวัตถุประสงค์ขององค์กร เช่น การรายงานผลของหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับ และระดับปฏิบัติการ กำหนดโดยหน่วยงานกำกับ จัดให้มีระบบการควบคุม (Compliance Control) การติดตามผลการปฏิบัติตามข้อกำหนดและรายงานผลต่อคณะกรรมการ เป็นต้น ดังนั้น การตรวจสอบและกำกับติดตามการปฏิบัติตามข้อกำหนดต่าง ๆ ดังกล่าว ควรตรวจสอบอยู่บนพื้นฐานของปฏิบัติงานตามหลักการประเมินความเสี่ยง (Risk Based Audit: RBA) ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีหลักแนวทางการป้องกัน 3 ชั้น (Three Lines of Defense Model) ซึ่งเป็นแนวคิดการบริหารความเสี่ยงและตรวจสอบสมัยใหม่ ที่เชื่อมโยงการทำงานของหน่วยงานต่าง ๆ เข้าด้วยกันในลักษณะของ “ชั้น 3 ชั้น” โดยหน่วยงานในชั้นแรก (First line of defense) คือ หน่วยงานที่เป็นผู้เผชิญกับความเสี่ยงโดยตรง (Risk Owner) หน่วยงานชั้นที่สอง (Second line of defense) ประกอบด้วย หน่วยงานบริหารความเสี่ยงและกำกับการปฏิบัติงาน มีบทบาทในการช่วยเหลือหน่วยงานชั้นแรกในการบริหารจัดการความเสี่ยงที่เผชิญ และเป็นผู้มีส่วนในการจัดให้มีการกำหนดนโยบาย และกระบวนการบริหารจัดการความเสี่ยงอีกด้วย และหน่วยงานชั้นที่สาม (Third line of defense) คือ ผู้ตรวจสอบภายใน ทำหน้าที่ในการประเมินความเพียงพอของมาตรการต่าง ๆ และเป็นผู้ติดตามการดำเนินงาน และผลของกระบวนการบริหารความเสี่ยงต่าง ๆ ที่เกิดขึ้น โดยอยู่ภายใต้การดูแลของผู้ตรวจสอบภายนอก (External Audit) และหน่วยงานทางการ (Regulator) ต่าง ๆ ที่ทำหน้าที่กำกับดูแล เช่น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กรมสรรพากร ดังภาพที่ 2.3

The Three Lines of Defense Model

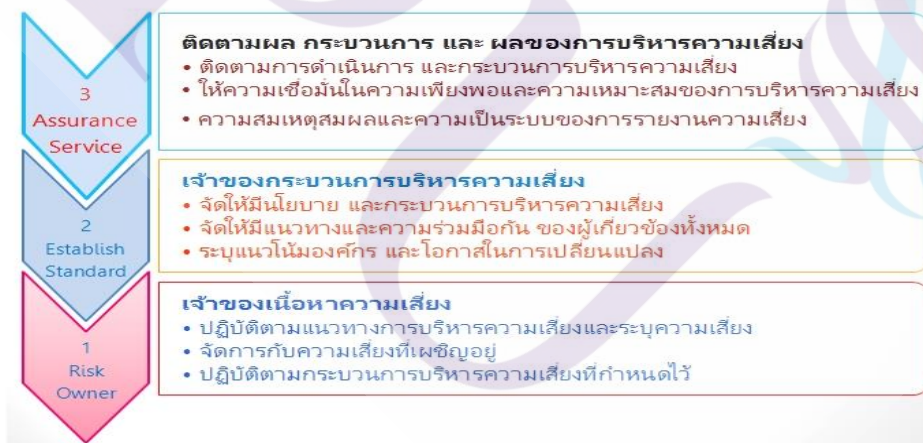


ภาพที่ 2.3 หลักแนวทางการป้องกัน 3 ชั้น (Three Lines of Defense Model)

ที่มา: The Three Lines of Defense in Effective Risk Management and Control, The Institutes of Internal Auditors, January 2013

จากข้อมูลข้างต้น สามารถสรุปกระบวนการตรวจสอบ Compliance Audit ที่เกี่ยวข้องกับ Three Lines of Defense Model ได้ดังภาพที่ 2.4

Three lines of Defense Model



ภาพที่ 2.4 สรุปกระบวนการตรวจสอบตามหลักแนวทางการป้องกัน 3 ชั้น

ที่มา: การตรวจสอบการปฏิบัติตามข้อกำหนด Compliance Audit, 22 กันยายน 2559, <https://risklessolutions.com/compliance-audit/>

จะเห็นได้ว่าทฤษฎีหลักแนวทางการป้องกัน 3 ชั้น (Three Lines of Defense Model) นั้น จะเกี่ยวข้องกับกลุ่มคน 3 กลุ่ม ได้แก่ คณะกรรมการบริษัท (Board of Director) คณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) และผู้ตรวจสอบภายนอก (External Audit) ได้แก่ ผู้สอบบัญชีรับอนุญาต (CPA) หรือผู้สอบบัญชี (Auditor) ซึ่งมีประเด็นค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่บรรดาคณะกรรมการต่าง ๆ เช่น ค่าตอบแทนที่เกี่ยวข้องกับคณะกรรมการสรรหา และกำหนดค่าตอบแทน ค่าบริการจากการสอบบัญชี (Audit Fees) และค่าบริการอื่นที่ไม่ใช่การสอบบัญชี (Non-Audit Fees) เป็นต้น ในส่วนของค่าบริการจากการสอบบัญชี ไม่ว่าจะเป็นการให้บริการการตรวจสอบ หรือการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับการสอบบัญชี สำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ถูกบังคับให้เปิดเผยค่าตอบแทนของ Board of Director, Audit Committee และ External Audit ไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ที่กำหนดให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องเปิดเผยค่าตอบแทนที่ชำระให้กับผู้สอบบัญชี โดยมีการแยกแสดงออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่

(1) ค่าธรรมเนียมการสอบบัญชี (Audit Fees) ประกอบไปด้วย ค่าธรรมเนียมในการตรวจสอบสอบทานและรับรองงบการเงินตามช่วงเวลาการตรวจสอบที่ผู้สอบบัญชีรับอนุญาตได้รับมอบหมาย โดยช่วงระยะเวลาการตรวจสอบและสอบทาน จะเป็นไปตามกฎหมาย กฏระเบียบ ข้อบังคับที่มีหน่วยงานกำกับดูแลของแต่ละประเทศเป็นผู้กำหนด สอดคล้องกับงานวิจัยของ O'keefe et al. (1994) ที่พบว่า เมื่อองค์กรมีการปฏิบัติงานตามมาตรฐานการสอบบัญชีที่รับรองทั่วไป (Generally Accepted Auditing Standards: GAAS) มักมีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการสอบบัญชี เช่น ค่าธรรมเนียมผู้สอบบัญชี เกิดขึ้นตามมา ซึ่งค่าธรรมเนียมผู้สอบบัญชีดังกล่าว เป็นค่าใช้จ่ายจำเป็นที่องค์กร จะต้องจ่ายให้แก่ผู้สอบบัญชีรับอนุญาต เพื่อให้ผู้สอบบัญชีตรวจสอบและรับรองงบการเงินตามที่กฎหมายกำหนด

(2) ค่าบริการอื่น (Non-Audit Fees) ประกอบไปด้วย ค่าธรรมเนียมการตรวจสอบตามที่ตกลงร่วมกันระหว่างผู้สอบบัญชีรับอนุญาตและหน่วยรับตรวจ เช่น การให้บริการวางแผนภาษีอากร การให้คำปรึกษาทางการเงิน การให้คำปรึกษาด้านกฎหมาย การให้บริการจัดอบรมความรู้ด้านการบัญชีสำหรับบุคลากรของบริษัท และการวางระบบบัญชีแก่หน่วยรับตรวจ เป็นต้น

ดังนั้น การบริหารความเสี่ยงด้านการตรวจสอบการปฏิบัติงานให้เป็นไปตามข้อกำหนดที่เกี่ยวข้อง (Compliance Risk) เป็นค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมหรือในการตรวจสอบและสอบทานงบการเงินที่ตกลงร่วมกันระหว่างกิจการกับผู้สอบบัญชีรับอนุญาต รวมถึงค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติงานในองค์กร ให้เป็นไปตามกฎหมาย กฏระเบียบ ข้อบังคับ และมาตรการต่าง ๆ ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด ซึ่งค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมดังกล่าวจะ

เกี่ยวข้องกับการจัดให้องค์กรมีระบบการควบคุม การติดตามผลการปฏิบัติงาน (Compliance Control) จากหน่วยงานภายในที่กำกับดูแล ได้แก่ คณะกรรมการบริษัท (Board of Director) คณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) และคณะกรรมการสรรหากำหนดค่าตอบแทน เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพการบริหารความเสี่ยงด้าน Compliance Risk ที่รัดกุมมากยิ่งขึ้น ซึ่งค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมดังกล่าว เรียกว่า “ Compliance Fees ” คำนวณได้จากผลรวมของค่าบริการสอบบัญชี (Audit Fees) ค่าบริการอื่นที่ไม่ใช่การสอบบัญชี (Non-Audit Fees) และค่าตอบแทนกรรมการ ได้แก่ ค่าตอบแทนคณะกรรมการบริษัท (Bord of Directors) ค่าตอบแทนคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committees) และค่าตอบแทนคณะกรรมการสรรหากำหนดค่าตอบแทน (Nomination and Remuneration Committee) หารด้วยสินทรัพย์รวม (Total Assets) ดังสมการดังต่อไปนี้

$$\text{Compliance Risk} = \text{Compliance Fees} / \text{Total Assets}$$

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น สามารถสรุปได้ว่า ประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยงองค์กร (ERMI) สามารถคำนวณได้จาก ผลรวมของตัวชี้วัด (Indicators) 4 ตัว ได้แก่ การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk : SR) การบริหารความเสี่ยงด้านการดำเนินงาน (Operational Risk : OR) การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงานทางการเงิน (Financial & Reporting Risk : FR) และการบริหารความเสี่ยงด้านการตรวจสอบการปฏิบัติงานให้เป็นไปตามข้อกำหนดที่เกี่ยวข้อง (Compliance Risk: CR) ดังสมการ ERMI ต่อไปนี้

$$\text{ERMI} = \sum_{k=1}^2 \text{Strategy}_k + \sum_{k=1}^2 \text{Operation}_k + \text{Reporting} + \text{Compliance}$$

2.3 แนวคิดมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q

Tobin's Q ถูกคิดค้นเกิดขึ้นเมื่อปี ค.ศ. 1977 เป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์จากมหาวิทยาลัยเยล (Yale University) ซึ่งได้รับรางวัลโนเบล สาขาเศรษฐศาสตร์ในปี ค.ศ. 1981 Tobin's Q หรือ Tobin's Quotient หมายถึง ผลลัพธ์ของการหารเป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด ซึ่งคำนวณโดยการหารราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ขององค์กรด้วยราคาเปลี่ยนแปลง (Replacement Costs) ของสินทรัพย์นั้น ซึ่งราคาตลาดของสินทรัพย์จะวัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้นและหนี้สิน Professor T. Tobin เชื่อว่า Tobin's Q เป็นตัววัดที่ดีที่สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าขององค์กร เพราะอัตราส่วนนี้สามารถใช้ในการคาดการณ์ตัดสินใจจ่ายลงทุนในอนาคต ในทางปฏิบัติตัววัดนี้ไม่ได้ถูกนำมาใช้อย่างแพร่หลายเมื่อเทียบกับตัววัดอื่น เช่น อัตรา

ผลตอบแทนจากการลงทุน (ROI) เนื่องจากความยากในการได้มาซึ่งมูลค่าทางการตลาดและราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ อย่างไรก็ตามแม้ว่าแนวคิดนี้ได้ถูกนำเสนอมาเกือบ 30 ปีแล้ว ตัววัดดังกล่าวก็ไม่ได้มีความล้าสมัยลงไป เห็นได้จากกรณีที่ Smithers & CO ซึ่งเป็นบริษัทให้คำปรึกษาเกี่ยวกับการจัดสรรทรัพยากรทางเศรษฐกิจให้กับสถาบันลงทุนขนาดใหญ่ 100 กว่าแห่งในประเทศอังกฤษ สหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่น ได้ใช้ Tobin's Q ในการประเมินตลาดหุ้น Wall Street ของประเทศสหรัฐอเมริกา โดยคำนวณ Tobin's Q จากหารมูลค่าของหลักทรัพย์ (Value of Equities) ด้วยต้นทุนที่ใช้ในการเปลี่ยนแทนหลักทรัพย์ Smithers & CO (2006) สรุปผลการวิเคราะห์ที่ว่าค่าของ Tobin's Q ในอดีตสามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของ Wall Street ในแต่ละช่วงเวลาได้ดีกว่าอัตราส่วน Price/Earning (P/E Ratio) สำหรับประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ Tobin's Q ในการวิเคราะห์วัฏจักรและแนวโน้มการลงทุนภาคเอกชน นอกจากนี้ ยังมีการใช้ Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดผลการปฏิบัติงานหรือเป็นตัวที่แสดงถึงมูลค่าของกิจการในงานวิจัยทางด้านบัญชีและการเงิน เช่น งานวิจัยของ Landsman และ Shapiro (1995), Harney และ Tower (2003) , Limpaphayom และ Connelly (2004), Nam และ Nam (2004), Villalonga (2004) และปทุมวดี โปงเหลืออม (2560) พบว่า มูลค่ากิจการที่วัดจากค่า Tobin's Q มีค่ามากกว่า 1 แสดงให้เห็นว่ากิจการสามารถบริหารสินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลต่อมูลค่าทางการตลาดของกิจการ มากกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่ใช้ไป

การประเมินหรือวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กรเป็นสิ่งจำเป็นอย่างยิ่งที่แต่ละองค์กรพึงมีและควรค่าแห่งการปฏิบัติ ผู้บริหารมีหน้าที่ในการสร้างมูลค่ากิจการให้สูงขึ้นให้กับผู้มีส่วนได้เสียขององค์กร ศิลปพร (2555) กล่าวว่า หากบริษัทต้องการเงินทุนจากนักลงทุนภายนอกเพื่อนำมาลงทุนในโครงการใหม่หรือขยายกิจการออกไป ดังนั้นการมีมูลค่ากิจการที่สูงจึงเป็นการดึงดูดนักลงทุน และจะเป็นการเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวอีกด้วย เพื่อวัดประสิทธิภาพการดำเนินงานขององค์กร ดังนั้นผู้บริหารควรมีความพร้อมของข้อมูลเกี่ยวกับการวัดและประเมินผลการดำเนินงานภายในองค์กร จะช่วยให้ผู้บริหารสามารถวางแผนควบคุมและตัดสินใจได้อย่างรวดเร็ว ถูกต้อง และทันต่อเวลา ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานที่ผ่านมา ผู้วิจัยได้พบการวัดผลการดำเนินงานทั้งในด้านการวัดผลการดำเนินงานทางด้านบัญชี (Accounting-based Measure) เช่น การวัดโดยใช้ ROA, ROE, ROI, Gross Profit Margin, Operating Profit Margin, Net Profit Margin (Ballantyne, 2013) และการวัดผลการดำเนินงานทางด้านมูลค่าทางการตลาด (Market-based Measure) เป็นต้น แต่การวัดผลการดำเนินงานทางด้านมูลค่าทางการตลาดยังมีน้อย ขั้นตอนการวัดมีความยุ่งยากซับซ้อนและมีหลากหลายวิธี อย่างไรก็ตามแนวคิดนี้ได้ถูกเสนอมาแล้วนานกว่า 30 ปี และก็ยังไม่ล้าสมัย (มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548) การคำนวณค่าผลการ

ดำเนินงานทางด้านมูลค่าทางตลาด ตามทฤษฎีของ Tobin's Q (1977) สามารถสรุปได้ 4 แนวทาง ดังนี้

1. Tobin's Q ตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross (1981)

ในการประมาณมูลค่าทางการตลาดขององค์กร Lindenberg และ Ross (1981) ได้จัดประเภทหลักทรัพย์ขององค์กรออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิและหนี้สิน โดยราคาของหุ้นสามัญในวันสิ้นปีจะนำมาคำนวณมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิคำนวณจากการหารเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิด้วยดัชนีผลตอบแทนของหุ้นบุริมสิทธิที่จัดทำโดย Standard & Poors ส่วนหนี้สินจะแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มที่ครบกำหนดภายในปีถัดจากปีที่คำนวณ จะมีราคาตลาดเท่ากับมูลค่าตามบัญชี และราคาตลาดของหนี้สินกลุ่มที่เหลือจะใช้มูลค่าปัจจุบัน โดยจะขึ้นอยู่กับการอายุหนี้สิน อัตราดอกเบี้ยและอัตราผลตอบแทนเมื่อครบกำหนด ซึ่งผลรวมมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และหนี้สิน จะเท่ากับมูลค่าทางการตลาดขององค์กร ในการคำนวณราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ Lindenberg และ Ross (1981) ได้แบ่งสินทรัพย์ออกเป็น 3 กลุ่ม คือ อาคารและอุปกรณ์สำนักงาน สินค้าคงเหลือ และสินทรัพย์อื่น โดยตั้งสมมติฐานว่า สินทรัพย์อื่นมีราคาเปลี่ยนแปลงเท่ากับมูลค่าตามบัญชี ส่วนราคาเปลี่ยนแปลงของอาคารและอุปกรณ์สุทธิจะเปลี่ยนแปลงไปตามกาลเวลา ขึ้นอยู่กับการเปลี่ยนแปลงในระดับราคา การเปลี่ยนแปลงความก้าวหน้าทางเทคโนโลยี อัตราค่าเสื่อมราคาทางเศรษฐศาสตร์และการลงทุนใหม่ สำหรับสินค้าคงเหลือจะต้องปรับสินค้าคงเหลือในแต่ละปี ด้วยดัชนีราคาที่เหมาะสม ในกรณีที่องค์กรใช้การคำนวณต้นทุนสินค้าคงเหลือด้วยวิธี LIFO (Last-in, First-out) แต่ถ้าองค์กรคำนวณต้นทุนด้วยวิธี FIFO (First-in, First-out) ราคาเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือจะเท่ากับมูลค่าตามบัญชี และสำหรับยอดสินค้าคงเหลือที่คำนวณต้นทุนด้วยวิธีต้นทุนถ่วงเฉลี่ยนั้น จะถูกปรับปรุงด้วยการเปลี่ยนแปลงในระดับราคาของปีนั้น [23] (นภคธ รมโพธิ์ และมนนิกา ผดุงสิทธิ์, 2552)

ปัญหาที่เกิดขึ้นในการคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross (1981) คือ การใช้อัตราค่าเสื่อมราคาเพียงอัตราเดียวสำหรับสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องทุกประเภท และไม่ได้คำนึงว่าสินทรัพย์แต่ละประเภทนั้น ได้มาในเวลาที่แตกต่างกัน ไม่มีการกำหนดอายุครบกำหนดของสินทรัพย์ นอกจากนี้ราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์จะเป็นเท่าใดขึ้น ยังขึ้นอยู่กับปีที่เลือกมาเป็นปีฐาน ในการคำนวณปัญหาเหล่านี้ทำให้ค่าเสื่อมราคาที่ได้จากการคำนวณ มีค่าค่อนข้างสูง ส่งผลให้ค่า Tobin's Q ที่คำนวณตามแนวทางนี้ มีค่าสูง เมื่อเปรียบเทียบกับแนวทางอื่น

2. Tobin's Q ตามแนวทางของ NBER (1988)

National Bureau of Economic Research โดย Hall และคณะ (1988) ได้จัดทำแฟ้มข้อมูลหลักของค่าใช้จ่ายในการทำวิจัยและพัฒนา ของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา และได้

คำนวณค่า Tobin's Q โดยการแบ่งสินทรัพย์ออกเป็นส่วน 3 กลุ่ม เช่นเดียวกับแนวทางของ Lindenberg และ Ross (1981) ซึ่งมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญจะคำนวณโดยใช้ราคาตลาดของหุ้นสามัญ มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบริมสิทธิ์ ได้มาจากการหารเงินปันผลของหุ้นบริมสิทธิ์ด้วยอัตราเงินปันผลที่ออกโดย Moody's ของบริษัทที่มีอัตราความเสี่ยงเท่ากับค่ากลาง มูลค่าทางการตลาดของหนี้สินระยะสั้นเท่ากับมูลค่าตามบัญชีสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียน ในการประมาณมูลค่าทางการตลาดของหนี้สินระยะยาว จะสมมติหนี้สินนั้นเป็นหุ้นกู้ อายุ 20 ปี และคำนวณราคาหุ้นกุนั้น เป็นมูลค่าทางการตลาดของหนี้สินระยะยาว มูลค่าทางการตลาดขององค์กรจะเท่ากับผลรวมมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ หุ้นบริมสิทธิ์ หนี้สินระยะสั้น และหนี้สินระยะยาว สำหรับราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์นั้น ได้มาจากการรวมของอาคารและอุปกรณ์สุทธิ ปรับด้วยอัตราเงินเฟ้อ สินค้าคงเหลือที่ปรับระดับเงินเฟ้อแล้ว เงินลงทุนในกิจการอื่น สินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน และเงินลงทุนอื่นๆ ที่ปรับด้วยอัตราเงินเฟ้อแล้ว วิธีการประมาณราคาเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือนี้ จะคล้ายกับวิธีของ Lindenberg และ Ross (1981) กล่าวคือ ถ้ากิจการคำนวณต้นทุนสินค้าคงเหลือโดยใช้ FIFO ราคาเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือจะเท่ากับมูลค่าตามบัญชี แต่ถ้ากิจการใช้วิธี LIFO มูลค่าของสินค้าคงเหลือจะถูกปรับด้วยระดับดัชนีราคาของสินค้า ส่วนราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ถาวร จะได้มาจากการปรับมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ถาวร ด้วยผลิตภัณฑ์ผลรวมประชาชาติ (Gross National Product : GNP) คือ มูลค่าสินค้าและบริการขั้นสุดท้ายทั้งหมดที่ผลิตขึ้นในระยะเวลาหนึ่ง โดยใช้ทรัพยากรที่ประเทศนั้นๆ เป็นเจ้าของ อย่างไรก็ตาม อายุโดยเฉลี่ยของสินทรัพย์ค่อนข้างจะสูงเกินไป เนื่องจากแนวทางนี้ไม่ได้กำหนดอายุครบกักหนาคงของสินทรัพย์

3. Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung และ Pruitt (1994)

Chung และ Pruitt (1994) ได้ปรับปรุงวิธีการคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross (1981) ให้ง่ายขึ้น เนื่องจากการคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross (1981) นั้น เป็นวิธีการคำนวณที่ยุ่งยากซับซ้อน ต้องใช้เวลาในการเก็บข้อมูล และประมาณการข้อมูลเป็นจำนวนมาก และการเก็บข้อมูลใช้ต้นทุนการลงทุนค่อนข้างสูง ทำให้ Chung และ Pruitt (1994) มีการปรับปรุงวิธีการคำนวณ Tobin's Q ให้ง่ายและเข้าใจมากขึ้น โดยคำนวณ มูลค่ากิจการทางการตลาดของกิจการ จากผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ ซึ่งได้จากผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญหรือราคาปิดของหุ้นสามัญ คูณด้วยจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบริมสิทธิ์ คำนวณจากมูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบริมสิทธิ์ และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน ที่คำนวณจากมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียน และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว โดยหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม แทนราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ เป็นต้น เนื่องจากการคำนวณค่า Tobin's Q ตามแนวทางของ

Lindenberg และ Ross (1981) นั้น ได้รับการยอมรับว่ามีความถูกต้องตามหลักทฤษฎี Chung และ Pruitt (1994) จึงทำการวิจัยเพื่อทดสอบว่า ค่า Tobin's Q ที่คำนวณได้จะมีค่าใกล้เคียงกับค่า Tobin's Q ที่คำนวณตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross (1981) หรือไม่ ผลการวิจัยเปิดเผยว่าทั้งสองค่า มีความใกล้เคียงกันมาก (มีความคล้อยคลึงกันอย่างน้อย 96%) ดังนั้น การใช้ค่า Tobin's Q ที่ได้จากการปรับสูตรของ Chung และ Pruitt (1994) จึงมีความมั่นใจในระดับที่เชื่อถือได้พอสมควร โดยสรุปการคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung และ Pruitt (1994) ได้ ดังนี้

$$\text{Tobin's Q หรือ Approximate } q = (\text{MVE} + \text{MVP} + \text{DEBT}) / \text{TA}$$

โดยที่

Tobin's Q = มูลค่ากิจการ (Approximate q)

MVE = มูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นสามัญ (คำนวณจากราคาปิดของหุ้นสามัญ คูณด้วยจำนวนหุ้นจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์)

MVP = มูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ

DEBT = มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน จำนวนจาก (AVCL – AVCA + AVLTL)

โดยที่

AVCL = มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียน จำนวนจาก (หนี้สินระยะสั้น + ภาษีเงินได้ค้างรับ)

AVCA = มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์หมุนเวียน จำนวนจาก (เงินสด+สินค้างเหลือ+ลูกหนี้การค้า

AVLTL = มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว

TA = มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม

ซึ่งหากองค์กรมีการคำนวณ Tobin's Q ได้ค่ามากกว่า 1 (Tobin's Q > 1) หมายความว่า องค์กรหรือกิจการเหล่านั้น สามารถใช้สินทรัพย์ในการดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ควรค่าต่อการลงทุน หรือเรียกว่าได้้องค์กรเหล่านั้นสามารถเพิ่มมูลค่าทางการตลาดของกิจการตนเองได้ หรือหากองค์กรมีการคำนวณ Tobin's Q ได้ค่าน้อยกว่า 1 (Tobin's Q < 1) หมายความว่า องค์กรหรือกิจการเหล่านั้น ไม่สามารถใช้สินทรัพย์ในการดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ สื่อให้เห็นว่า หากลงทุนอาจไม่คุ้มค่า แต่หากองค์กรมีการคำนวณ Tobin's Q ได้ค่าเท่ากับ 1 (Tobin's Q = 1) อาจสื่อให้เห็นว่านักลงทุนผู้สนใจลงทุนในบริษัทหรือกิจการนั้น ๆ ควรหยุดการลงทุน หรือหากยังต้องการลงทุนควรพิจารณาการลงทุนให้รอบคอบกว่าที่ควร เป็นต้น

4. Tobin's Q ตามแนวทางของ Lewellen และ Badrinath (1997)

ในปี 1997 Lewellen และ Badrinath ได้ศึกษาวิธีการคำนวณค่า Tobin's Q โดยใช้ข้อมูลที่สามารถหาได้จากฐานข้อมูล Compustat และ CRSP (The Center of Research in Security Prices) มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญจะคำนวณโดยคูณราคาตลาดของหุ้นสามัญกับจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิจะได้จากอัตราส่วนระหว่างเงินปันผลประจำปีและผลตอบแทนของหุ้นบุริมสิทธิที่มีระดับความเสี่ยงปานกลาง (ซึ่งเป็นวิธีการคำนวณที่คล้ายกับแนวทางของ NBER) มูลค่าทางการตลาดของหนี้สินระยะสั้น จะถือว่าเท่ากับมูลค่าตามบัญชี ส่วนมูลค่าทางการตลาดของหนี้สินระยะยาวนั้น คำนวณโดยสมมติฐานว่าหนี้สินที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาเดียวกัน จะมีโครงสร้างการครบกำหนดเหมือนกัน ณ วันที่เริ่มคำนวณและหนี้สินนั้น ได้ออกในราคามูลค่า มีอายุครบกำหนด 20 ปี อัตราดอกเบี้ยเท่ากับผลตอบแทนของหุ้นกู้ที่ออกใหม่และมีระดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ที่จัดโดย Moody's เท่ากับ Baa และใช้อัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้นั้น ในการคำนวณมูลค่าทางการตลาดของหนี้สินระยะยาว

สำหรับราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์นั้น จะรวมถึงราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ถาวร และเงินทุนหมุนเวียนสุทธิ ถ้ากิจการคำนวณสินค้าคงเหลือโดยใช้ FIFO ราคาเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือจะเท่ากับมูลค่าตามบัญชีโดยประมาณ แต่ถ้ากิจการคำนวณสินค้าคงเหลือโดยใช้ LIFO ราคาเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือจะได้อาจมาจากการปรับมูลค่าตามบัญชีของสินค้าด้วยวิธี LIFO Reserve ในการคำนวณราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ถาวรนั้น ขั้นแรกจะต้องคำนวณเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้นในแต่ละปี โดยจะเริ่มจากปีที่ต้องการประมาณค่าแล้วคำนวณย้อนกลับ ซึ่งจะเท่ากับการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์ถาวรสุทธิบวกด้วยค่าเสื่อมราคาประจำปี เมื่อใดก็ตามที่ผลรวมของการลงทุนในแต่ละปีมีค่าเท่ากับมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ถาวรในวันที่มีการคำนวณราคาเปลี่ยนแปลง ก็จะปรับการลงทุนในแต่ละปีด้วยอัตราเงินเฟ้อและประมาณการค่าเสื่อมราคา จากนั้นให้รวมการลงทุนสุทธิทั้งสิ้น เป็นประมาณของราคาเปลี่ยนแปลง

การคำนวณตามแนวทางของ Lewellen และ Badrinath (1997) จะมีปัญหาเนื่องจากข้อมูลอาจไม่ครอบคลุมระยะเวลานานเพียงพอที่จะใช้ในการคำนวณราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ถาวร [23] Lee และ Tompkins (1999) จึงได้ปรับสูตรในการคำนวณ โดยการใช้ค่าเฉลี่ยของเงินลงทุนแทนการใช้เงินลงทุนที่เพิ่มขึ้นในแต่ละปี และผลการวิจัย Tobin's Q ที่ปรับสูตรการคำนวณแล้ว พบว่า มีค่าไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญจากค่าที่คำนวณตามแนวทางของ Lewellen และ Badrinath

การคำนวณ Marginal Q และ Average Q Tobin's Q ที่คำนวณตามแนวทางดังกล่าวข้างต้น เป็นค่าเฉลี่ย (Average Q) แต่พบการศึกษาของ Blose and Shieh (1997) และ Hayashi

(1982) ที่แสดงให้เห็นว่าการใช้อัตราส่วน Tobin's Q ส่วนเพิ่ม (Marginal Q) จะให้ข้อมูลเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนในอนาคตได้ดีกว่าอัตราส่วน Tobin's Q ถัวเฉลี่ย (Average Q) เพราะ Tobin's Q ส่วนเพิ่มจะแสดงถึงมูลค่าทางการตลาดของกิจการ “ส่วนที่เพิ่มขึ้น” เปรียบเทียบกับราคาเปลี่ยนแปลงของเงินลงทุน ดังนั้น ในระบบตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) ถ้าองค์กรมี Tobin's Q ส่วนเพิ่มสูงกว่า 1 แสดงว่าองค์กรนั้นสามารถเพิ่มมูลค่าทางการตลาดของตนได้ โดยการเพิ่มการลงทุน เช่น การลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ หรือ NPV เป็นบวก จากแนวคิดนี้ กิจการที่ต้องการเพิ่มมูลค่าให้สูงสุด จะลงทุนเพิ่มก็ต่อเมื่อ Q มากกว่า 1 ควรหยุดการลงทุนในโครงการใหม่เมื่อ Q เท่ากับ 1 และควรขายสินทรัพย์ลงทุนออกไปเมื่อ Q น้อยกว่า 1 อย่างไรก็ตาม ด้วยข้อมูลที่มีอยู่ มีความเป็นไปได้เล็กน้อยที่จะคำนวณ Tobin's Q ส่วนเพิ่ม ดังนั้นข้อมูลที่สามารถนำมาคำนวณได้จะเป็น Tobin's Q ถัวเฉลี่ย เช่น อัตรามูลค่าทางการตลาดของเงินลงทุนที่มีอยู่ไม่สามารถแยกได้ว่าเป็นมูลค่าทางการตลาดที่มีอยู่เดิมจะเป็นส่วนที่เพิ่มขึ้นจากเดิมเท่าใด เปรียบเทียบกับราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ Tobin and Brainard (1977) ได้ทำการวิจัยและพบว่า Marginal Q มีค่าไม่เท่ากับ Average Q องค์กรที่มีอำนาจผูกขาดค่อนข้างมากหรือมีข้อได้เปรียบ จะมีค่า Average Q สูงกว่า Marginal Q ซึ่งผลต่างจะเกิดจากมูลค่าทางการตลาดของกำไร ค่าความนิยมหรืออำนาจผูกขาดในทางตรงกันข้าม Average Q จะมีค่าต่ำกว่า Marginal Q ในกรณีที่ระดับความเสี่ยงของการลงทุนใหม่และการลงทุนเดิมแตกต่างกัน หรือในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงทางด้านนวัตกรรมอย่างรวดเร็ว งานวิจัยส่วนใหญ่ทั้งทางด้านบัญชีและการเงินใช้ Average Q เป็นตัวแทนของ Marginal Q ในการประเมินโอกาสในการลงทุน เนื่องจากการคำนวณค่า Marginal Q เป็นไปได้ค่อนข้างยาก (นภคสรณ์โพธิ์ และมนวิกา ผดุงสิทธิ์, 2552)

กล่าวโดยสรุป ในการวัดผลการดำเนินงานมีหลายแนวคิด โดยนักวิจัยหลายท่านได้เสนอวิธีการคำนวณในรูปแบบต่าง ๆ มนวิกา ผดุงสิทธิ์ (2548) กล่าวว่า ยังไม่มีแนวทางการคำนวณใดที่ได้รับการยอมรับอย่างเป็นทางการเป็นเอกฉันท์ว่าเป็นวิธีที่ได้ค่า Tobin's Q ที่สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าหรือผลการดำเนินงานขององค์กรด้านมูลค่าทางการตลาดได้อย่างถูกต้องแม่นยำที่สุด แต่สำหรับงานวิจัยเรื่องนี้ ผู้วิจัยใช้การคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung และ Pruitt (1994) มาประยุกต์ใช้เนื่องจากมีหลักฐานเชิงประจักษ์ว่า ข้อมูลที่นักวิจัยส่วนใหญ่เป็นข้อมูลที่ต้องเปิดเผยต่อบุคคลภายนอก และเป็นการคำนวณเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานด้านมูลค่าทางการตลาดขององค์กรในรูปแบบที่มีการปรับสูตรการคำนวณให้ง่ายและสะดวกต่อการคำนวณมากขึ้น โดยใช้มูลค่าทางบัญชีเป็นตัวแทนของมูลค่าทางการตลาด ซึ่งเป็นอัตราส่วนแบบ Tobin's Q ถัวเฉลี่ย (Average Q) โดยองค์กรที่มีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 จัดว่าเป็นองค์กรที่สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพที่จะทำให้องค์กรได้รับผลตอบแทนของเงินลงทุนในอัตราที่สูงกว่าต้นทุนของเงินทุน

ซึ่งส่งผลให้มูลค่าทางการตลาดขององค์กรมีค่ามากกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่ใช้ไปเพื่อก่อให้เกิดมูลค่านั้น ในทางตรงกันข้ามองค์กรที่มีค่า Tobin's Q น้อยกว่า 1 แสดงถึงองค์กรไม่สามารถใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์อย่างเต็มที่ ดังนั้น ค่า Tobin's Q จึงจะสะท้อนให้เห็นถึงคุณภาพของการตัดสินใจในการลงทุนที่ผ่านมา ว่าสามารถตัดสินใจในโครงการที่ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนคุ้มค่าหรือไม่ ซึ่งจะสะท้อนถึงโอกาสในการเติบโตได้อย่างยั่งยืนขององค์กรในอนาคต

2.4 แนวคิดเกี่ยวกับปัจจัยภายในองค์กรที่มีอิทธิพลต่อการบริหารความเสี่ยงองค์กรและมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q

จากการทบทวนวรรณกรรม เรื่องอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์การวิจัย ข้อที่ 2 ในประเด็นเกี่ยวกับการศึกษาอิทธิพลของปัจจัยภายในองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นั้น ผู้วิจัยได้สังเกตเห็นว่านอกเหนือจากการศึกษาตัวแปรต้นหรือตัวแปรอิสระ (Independent Variables) คือ การบริหารความเสี่ยงทั้ง 4 ด้าน ที่ประกอบด้วย การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) และการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) ที่ควรศึกษาแล้วนั้น ประเด็นเกี่ยวกับปัจจัยภายในองค์กร (Internal Factors) เป็นอีกปัจจัยสำคัญที่ควรศึกษา เพราะปัจจัยภายในองค์กร (Internal Factors) ถือได้ว่าเป็น “ตัวแปรแฝงภายใน (Endogenous Variables)” ที่ผู้วิจัยควรนำมาศึกษาและพิจารณาเพิ่มเติม เพื่ออธิบายความสัมพันธ์เชิงเหตุผล (causal relationships) หรือเพื่ออธิบายความเป็นเหตุและผล (cause and effect) และความสัมพันธ์หรืออิทธิพลระหว่างตัวแปรต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในงานวิจัยเรื่องนี้ ปัจจัยภายในองค์กร (Internal Factors) ประกอบด้วย 2 ส่วนสำคัญที่ควรพิจารณา ได้แก่ ปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) และปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) (Pagach and Warr (2010), Soileau (2010), and McShane, Nair, and Rustambekov (2011))

1. ปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) เป็นความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการก่อหนี้ที่กิจการไม่สามารถชำระหนี้สินหรือภาระผูกพันเมื่อถึงกำหนดได้หรือไม่สามารถจัดหาเงินทุนได้เพียงพอ หรือสามารถหาเงินมาชำระได้แต่ด้วยต้นทุนที่สูงเกินกว่าระดับที่ยอมรับได้ เป็นโครงสร้างทางการเงินที่นิยมนำมาวิเคราะห์ความเสี่ยงด้านการเงินของกิจการ ซึ่ง Leverage Ratio โดยเป็นอัตราส่วนทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนของบริษัทที่มาจากการก่อ

หนี้ ประกอบด้วย 3 อัตราส่วน ที่ใช้ในการพิจารณา ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) พิจารณาจาก หนี้สินรวมหารด้วย ส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt Ratio) พิจารณาจากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) พิจารณาจากกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี หารด้วยดอกเบี้ยจ่าย เป็นต้น

1.1 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) คือ การวัดว่ามีหนี้สินเป็นกี่เท่าเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น ผลลัพธ์ที่ได้พบว่า หาก Debt to Equity Ratio มากกว่า 1 หมายความว่า มีหนี้มากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น และหาก Debt to Equity Ratio น้อยกว่า 1 หมายความว่า มีหนี้น้อยกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น และสุดท้ายหากพบว่า Debt to Equity Ratio เท่ากับ 1 หมายความว่า มีหนี้เท่ากับส่วนของผู้ถือหุ้น สรุปได้ว่า หาก Debt to Equity Ratio มากกว่า 1 มีโอกาสที่กิจการจะไม่สามารถจ่ายหนี้ได้ และโอกาสที่ธนาคารจะยอมให้กู้ก็จะน้อยลงด้วย ดังนั้น ผลลัพธ์ที่ได้ควรจะออกมาน้อย ดังนั้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) = $\frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$

1.2 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt Ratio) คือ การเปรียบเทียบสัดส่วนระหว่างสินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการเทียบกับเงินที่กิจการกู้มา ผลลัพธ์ที่ได้พบว่า หาก Debt Ratio มีค่ามาก หมายความว่า สินทรัพย์ส่วนใหญ่เกิดจากการกู้ยืมมา แต่หากพบว่า Debt Ratio มีค่าน้อย หมายความว่า สินทรัพย์ส่วนใหญ่มาจากเจ้าของ ดังนั้น อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt Ratio) = $\frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$

1.3 อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) คือ ความสามารถของกิจการในการจ่ายดอกเบี้ยแก่ผู้ให้กู้ (ธนาคาร) เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นว่ากิจการมีกำไรเป็นกี่เท่าของดอกเบี้ยที่จะต้องจ่าย ผลลัพธ์ที่ได้พบว่า Interest Coverage Ratio มีค่ามากกว่า 1 หมายความว่า กิจการมีกำไรมากพอที่จะจ่ายดอกเบี้ย แต่หากพบว่า Interest Coverage Ratio มีค่าน้อยกว่า 1 หมายความว่า ดอกเบี้ยที่กิจการต้องจ่ายมีมากกว่ารายได้ (กำไรที่ได้ไม่เพียงพอที่จะจ่ายดอกเบี้ย) ดังนั้น อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) = $\frac{\text{กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี}}{\text{ดอกเบี้ยจ่าย}}$ สอดคล้องกับการศึกษาของ Christie Zimmerman (1994) พบว่า Leverage มีความสัมพันธ์กับการเพิ่มขึ้นของรายได้ จึงถือเป็นแรงจูงใจในการตกแต่งกำไรของผู้บริหารตามแนวคิดกระแสเงินสด สอดคล้องกับทฤษฎี เอื้อทรัพย์สกุล (2552) ที่ศึกษาการเพิ่มขึ้นของเงินทุน โดยการก่อหนี้กับการตกแต่งกำไร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และพบว่า มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวก เนื่องจากต้องการหลีกเลี่ยงการผิดเงื่อนไขในสัญญากู้เงิน สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling

Theory) ของ Spence, M. (1973) ที่อธิบายว่า ผู้บริหารย่อม มีข้อมูลข่าวสารมากกว่าผู้ลงทุน การตัดสินใจเรื่องโครงสร้างเงินทุนจึงเป็นการส่งสัญญาณให้ผู้ลงทุนรู้ว่า ผู้บริหารมีความเห็นอย่างไรต่อทิศทางของบริษัท ในอนาคต เช่นการเลือกวิธีก่อนนี้ ในกรณีที่ผู้บริหารคาดว่ากิจการจะขาดทุน กิจการจะเลือกใช้วิธีการเพิ่มหุ้นสามัญ เพื่อดึงผู้ลงทุนรายใหม่เข้าร่วมรับผลขาดทุน แต่ถ้าเป็นการก่อนนี้แบบการระดมทุนที่มีต้นทุนที่ต้องจ่ายแน่นอน (คือ ดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งเป็นภาระผูกพันของบริษัท) และกิจการไม่สามารถจ่ายเงินจำนวนดังกล่าวได้ บริษัทจะเข้าสู่ภาวะล้มละลาย ผู้ลงทุนจึงเชื่อว่าการที่บริษัทก่อนนี้เพิ่มหรือมีการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนในสัดส่วนที่สูง บริษัทย่อมมีความ มั่นใจในผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทว่าน่าจะเป็นไปในทิศทางที่ดี การส่งสัญญาณด้วยการก่อนนี้จึงเป็นสัญญาณที่มีความน่าเชื่อถือ สอดคล้องกับงานวิจัยของงานวิจัยของ Ross (1977) ที่พบว่า กลไกในตลาดที่ผู้บริหารใช้ในการส่งสัญญาณให้นักลงทุน ประกอบด้วย การชำระหนี้ (Undertaking of Debt) การจ่ายปันผล (Dividends) การกู้ยืมเงิน/การก่อนนี้ (Leverage) การซื้อหุ้นคืน (Stock repurchase) การประกาศควรวรวมหรือซื้อธุรกิจ (Announcement of Merger or Acquisition) การประกาศซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นทั่วไป (Announcement of Tender Offer) การประกาศแยกตัวของบริษัทร่วมหรือบริษัทย่อย (Announcement of a Spin Off) หรือแม้แต่งานวิจัยของ Heijnen และ Van der made (2012) ยังพบว่า การที่บริษัทถูกผู้บริโภคว่าบาตร (Consumer Boycotts) เป็นอีกกลไกทางการตลาดหนึ่งที่ส่งสัญญาณให้นักลงทุนได้ทราบถึงความสามารถในการดำเนินงาน และโอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัทในอนาคตได้ เป็นต้น

สอดคล้องกับงานวิจัยของ Trueman and Titman (1988) ที่พบว่า บริษัทที่มีความผันผวนของผลประกอบการต่ำ จะมีโครงสร้างทางการเงินจากการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกต่ำ จึงทำให้บริษัทดังกล่าวมีมูลค่ากิจการสูง นอกจากนี้ Minton and Schrand (1999) พบว่าความผันผวนของกระแสเงินสดนั้น มีผลกระทบโดยตรงต้นทุนทางการเงินซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของนโยบายการลงทุนของบริษัท และตลาดนั้นชอบที่จะให้แต่ละบริษัทมีความผันผวนของกระแสเงินสดที่ต่ำ แม้ว่าบริษัทนั้นจะมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกที่ต่ำหรือไม่ก็ตาม Kaplan and Zingales (1997) ได้ทำการทดสอบความต้องการแหล่งเงินทุนภายนอกบริษัท พบว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดส่งผลในเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทที่ต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอกเป็นจำนวนมาก นอกจากนี้ Graham et al. (2005) ได้ทำการสำรวจและสัมภาษณ์ผู้บริหารมากกว่า 400 คน พบว่า ผู้บริหารจำนวน 78% ยอมที่จะไม่นำเงินมาลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันเป็นบวก (Positive Net Present Value) เพื่อต้องการรักษาผลประกอบการของบริษัทให้มีความสม่ำเสมอ เนื่องจากผู้บริหารของบริษัทเหล่านี้ทราบว่านักลงทุนจะเลือกลงทุนกับบริษัทที่มีความผันผวนของผลประกอบการต่ำ

ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) ผู้วิจัยจึงเลือกใช้ “อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt Ratio)” ซึ่งพิจารณาจาก หนี้สินรวม (Total Liabilities)หารด้วย สินทรัพย์รวม (Total Assets) ในการศึกษาวิจัย

2. ปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) เป็นการวิเคราะห์สภาพคล่องของกิจการ โดยศึกษาเกี่ยวกับเงินสดหรือกระแสเงินสดเกินที่กิจการมี (Surplus Cash) สามารถวัดได้กระแสเงินสดที่กิจการใช้ในการดำเนินงาน (Free Cash Flow) ภายในองค์กร เพราะหากกิจการมีเงินสดมาก กิจการจะสามารถนำกระแสเงินสดดังกล่าว มาพิจารณาตัดสินใจลงทุนได้ โดยหากกิจการมีกระแสเงินสดเกิน หรือกระแสเงินสดมาก (Cash surplus) กิจการก็ควรจะ “ลงทุน (Invest)” แต่หากกิจการมีกระแสเงินสดขาด (Cash deficit) กิจการก็ควรจะ “หาเงินเพิ่ม (Finance)” (Beasley, Pagach, & Warr, 2008) เพื่อใช้ดำเนินงานภายในองค์กรให้มีสภาพคล่อง และกิจการต้องมีการจัดทำงบกระแสเงินสด เพื่อตรวจเช็คสภาพคล่องภายในองค์กรของตนเป็นประจำสม่ำเสมอ โดยงบกระแสเงินสดดังกล่าว กิจการควรจัดทำเป็นประจำทุกเดือน จนครบปีที่กิจการมีรอบการดำเนินงาน (ครบ 12 เดือน) ซึ่งหากกิจการขาด Financial Slack มาก ๆ อาจเป็นสาเหตุให้กิจการเกิดความตึงเครียดทางการเงิน (Financial Distress) ดังที่ Smith & Stulz, 1985 กล่าว เป็นต้น ทั้งนี้ Badrinath, Gay and Kale (1989) พบว่า นักลงทุน บริษัทจัดอันดับเรตติ้ง และนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ชอบกิจการที่มีกระแสเงินสดสม่ำเสมอ เพราะกิจการนั้นจะมีความผันผวนต่ำ จึงมีโอกาในการเกิดความเสียหายต่ำ และจากทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) Froot et al. (1993) พบว่า บริษัทที่มีกระแสเงินสดสม่ำเสมอ นั้น จะสามารถพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายในกิจการ หากต้องการลงทุนหรือขยายกิจการในอนาคต ซึ่งจะเป็นการช่วยลดต้นทุนทางการเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกได้ นอกจากนี้การที่กิจการมีกระแสเงินสดสม่ำเสมอ ยังเป็นการช่วยลดโอกาสในการเกิดความตึงเครียดทางการเงิน และลดโอกาสในการเกิดความเสียหายจากการล้มละลาย (Risk of Bankruptcy) ซึ่งนักลงทุนมักจะเลือกลงทุนในกิจการที่มีความสามารถในการจ่ายหนี้สม่ำเสมอ

แต่อย่างไรก็ตามยังมีข้อถกเถียงที่ว่า ความผันผวนนั้นก่อให้เกิดการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการหรือไม่ จาก Merton (1974) ที่มีการพัฒนา Merton Model ขึ้น โดยใน Model นั้นผู้ถือหุ้นจะเปรียบ Call Option เป็นเสมือนสินทรัพย์ของบริษัท และความผันผวนของราคาของสินทรัพย์อ้างอิงของ Option นั้นจะสะท้อนถึง ศักยภาพในการเติบโตของสินทรัพย์ (Potential Growth) ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่า ความผันผวนก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มแก่กิจการ นอกจากนี้ Pastor and Stambaugh (2003) ยังพบว่าความผันผวนนั้น ยังสะท้อนถึงโอกาสในการเติบโตของกิจการในอนาคต ยิ่งกิจการมีความผันผวนมากยิ่งมีโอกาในการเติบโตสูง จากการศึกษาที่ผ่านมาเกี่ยวกับ

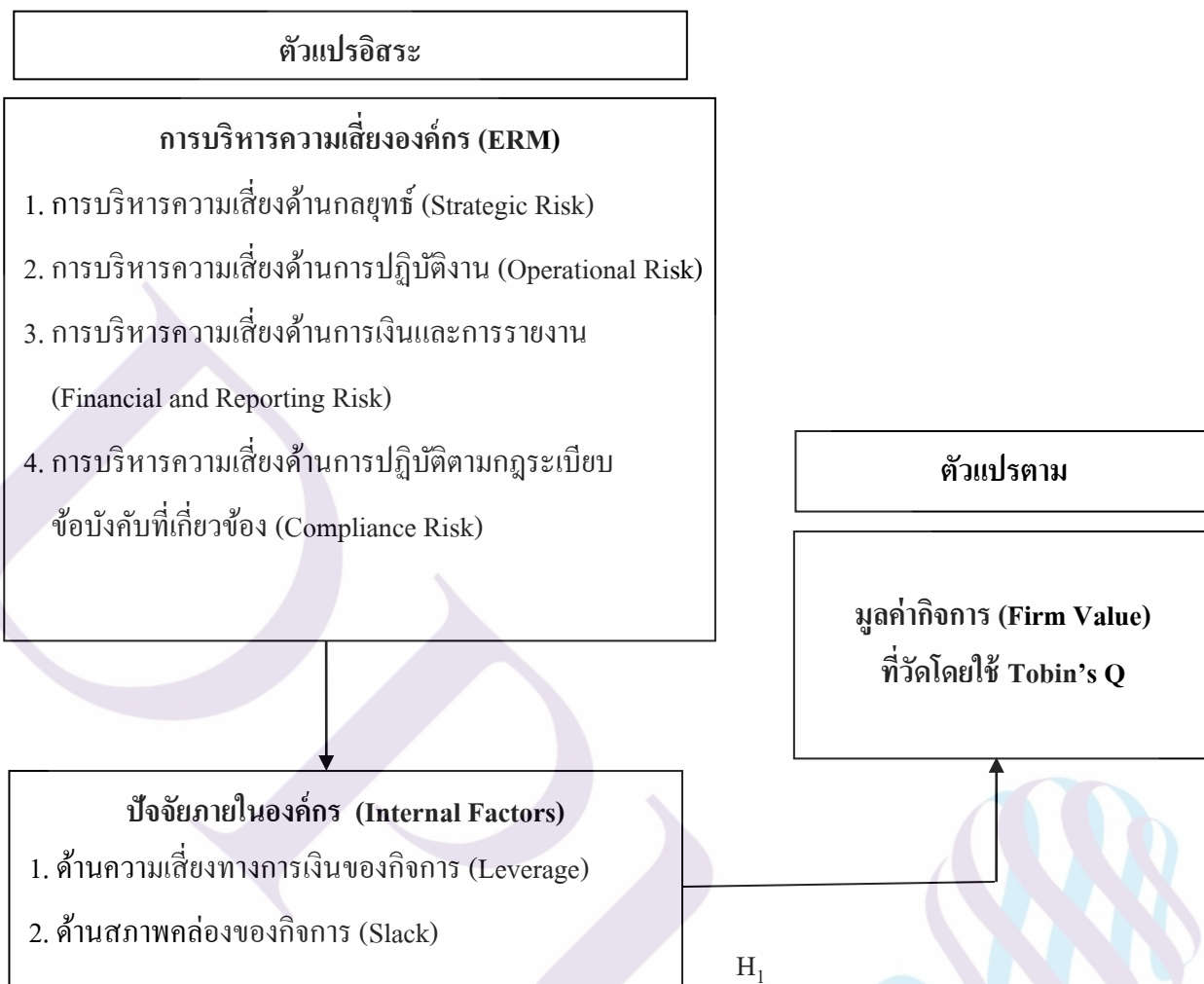
ความผันผวนหรือความไม่สม่ำเสมอของกระแสเงินสดต่อมูลค่ากิจการนั้น มักจะเป็นการศึกษาโดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในต่างประเทศ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นประเทศที่พัฒนาแล้ว ทำให้ข้อมูลที่น่ามาศึกษานั้นเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งมีอัตราในการเติบโตต่ำหรือค่อนข้างคงที่ จึงอาจทำให้ผลการศึกษเกี่ยวกับความสัมพันธ์ดังกล่าว อาจจะทำให้ผลลัพธ์ที่แตกต่างจากการศึกษาโดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย ในกลุ่มดัชนี SET100

นอกจากนี้จากงานวิจัยเชิงประจักษ์ที่ผ่านมาที่ศึกษาเกี่ยวกับความเสี่ยงนั้น พบว่า Idiosyncratic Risk ที่เป็ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น หรือราคาสินทรัพย์ตัวใดตัวหนึ่ง โดยที่ไม่เกี่ยวข้องกัตลาดในภาพรวม ถือเป็นส่วนหนึ่งของ Systematic Risk และ Shin and Stulz (2000) พบความสัมพันธ์ระหว่าง Systematic Risk และมูลค่ากิจการ ซึ่งในงานวิจัยนี้จะมุ่งเน้นไปที่ความไม่สม่ำเสมอหรือความผันผวนของกระแสเงินสด ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงประเภทอื่น ๆ นอกเหนือจาก Systematic Risk เป็นต้น ดังนั้น สภาพคล่องของกิจการ (Slack) ในงานวิจัยนี้จึงพิจารณาได้จาก กระแสเงินสดที่ใช้ในการดำเนินงาน (Free Cash Flow) หารด้วย สินทรัพย์รวม (Total assets)

ตารางที่ 2.2 ตารางสรุปการคำนวณหาปัจจัยภายในองค์กร (Internal Factors) หรือตัวแปรแฝงภายใน (Endogenous Variables)

ปัจจัยภายในองค์กร	คำนวณได้จาก (Variable Definition)
ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage)	หนี้สินรวม (Total liabilities) / สินทรัพย์รวม (Total assets)
ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)	กระแสเงินสดที่ใช้ในการดำเนินงาน (Free Cash Flow) / สินทรัพย์รวม (Total assets)

2.5 การพัฒนากรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 2.5 กรอบแนวคิดการวิจัย

ที่มา: ฐัฐพัชร นวลมนิธิฐิติ (2562)

บทที่ 3

ระเบียบวิธีวิจัย

บทนี้จะกล่าวถึงการศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้กำหนดประชากร กลุ่มตัวอย่าง เครื่องมือ วิธีการรวบรวมข้อมูลและสถิติในการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนี้

- 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
- 3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.3 การสร้างเครื่องมือในการรวบรวมข้อมูล
- 3.4 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.5 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้
- 3.6 ตัวแบบที่ใช้ในงานวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.1.1 ประชากร

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand : SET)

3.1.2 กลุ่มตัวอย่าง

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างใช้วิธีการคัดเลือกแบบเฉพาะเจาะจง (Purposive Sampling) โดยคัดเลือกบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มดัชนี SET100 ซึ่งมีรอบระยะเวลาบัญชี สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม โดยทำการเก็บข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2558 – 2561 รวมจำนวน 4 ปี สาเหตุที่เลือกเพราะบริษัทในกลุ่ม SET100 นั้น มีความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เฉลี่ยที่มีมูลค่าซื้อขายสูงสุด 100 อันดับแรก โดยเป็นหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ มีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ และมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) ผ่านเกณฑ์อย่างเหมาะสม และยังสามารถเป็นตัวแทนการเคลื่อนไหวของตลาดหลักทรัพย์ได้ค่อนข้างมาก (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2561)

ตารางที่ 3.1 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา

กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา ปี พ.ศ. 2558 - 2561	จำนวนบริษัท
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100	100
หัก บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน*	11
หัก บริษัทที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน**	28
รวม	61

หมายเหตุ. * หมายถึง บริษัทที่อยู่ในหมวดธุรกิจธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต ซึ่งผู้วิจัยไม่เก็บข้อมูลเนื่องจากธุรกิจในกลุ่มเหล่านี้ มีโครงสร้างทางการเงินและแนวปฏิบัติทางการบัญชี กฎเกณฑ์และระเบียบข้อบังคับที่ต่างจากธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป

ตารางที่ 3.2 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	5	8.20
กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	2	3.28
กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	18	29.50
กลุ่มทรัพยากร	12	19.67
กลุ่มบริการ	18	29.51
กลุ่มเทคโนโลยี	6	9.84
รวม	61	100.00

หมายเหตุ. *กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค ไม่มีอยู่ในกลุ่มดัชนี SET 100

3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล

แหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ลักษณะของข้อมูลที่ต้องการ คือ ข้อมูลเชิงปริมาณ ซึ่งเป็นข้อมูลที่สอดคล้องกับตัวชี้วัดของตัวแปรต่าง ๆ ที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ โดยแหล่งข้อมูลที่ใช้ศึกษามีรายละเอียด ดังต่อไปนี้

1. ข้อมูลเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) ได้แก่ ยอดขายของกิจการ (Sales) ยอดขายอุตสาหกรรมเฉลี่ย (Average industry sales) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของยอดขายทุกบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกัน (Standard Deviation of Sales of all Firms in the Same Industry) การเปลี่ยนแปลงของค่าเบต้า ($\Delta\beta_i$) ซึ่งข้อมูลดังกล่าวเหล่านี้ สามารถเก็บได้จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี (แบบ 56-2) ฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ฐานข้อมูล SETSMART (www.setsmart.com) ฐานข้อมูลธนาคารแห่งประเทศไทย (www.bot.or.th) และการคำนวณโดยใช้สถิติขั้นสูง (Data from Compustat)

2. ข้อมูลเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงด้านการดำเนินงาน (Operational Risk) ได้แก่ ยอดขายของกิจการ (Sales) สินทรัพย์รวม (Total Assets) จำนวนพนักงานในองค์กร (Numbers of Employees) หาได้จาก แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี (แบบ 56-2) และฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. ข้อมูลเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงานทางการเงิน (Financial and Reporting Risk) ได้แก่ รายการคงค้างที่ไม่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-discretionary accruals : NDA) หรือรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals) และรายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals : DA) หรือรายการคงค้างที่ผิดปกติ (Abnormal Accruals) ที่ได้จากเก็บข้อมูลเกี่ยวกับรายได้ของกิจการ ลูกหนี้การค้า ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ (ROA) กำไรก่อนหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและรายการพิเศษของกิจการ (EBXI) และกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมการดำเนินงานของกิจการ (CFO) หาได้จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี (แบบ 56-2) และฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. ข้อมูลเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงานให้สอดคล้องกับกฎหมายกฎระเบียบ และข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง (Compliance Risk) ได้แก่ ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับ Compliance Fees เก็บจาก 3 ส่วน ได้แก่ ค่าบริการสอบบัญชี (Audit fees) ค่าบริการอื่นที่ไม่ใช่การสอบบัญชี (Non-Audit Fees) และค่าตอบแทนกรรมการ โดยค่าตอบแทนกรรมการดังกล่าว เก็บเพิ่มอีก 3 ส่วน ได้แก่ ค่าตอบแทนคณะกรรมการบริษัท (Bord of Directors) ค่าตอบแทนคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committees) และค่าตอบแทนคณะกรรมการสรรหาคำหนดค่าตอบแทน เป็นต้น ซึ่งข้อมูลดังกล่าวเหล่านี้ สามารถหาได้จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี (แบบ 56-2) และฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5. ข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ได้แก่ มูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (MVP) (คำนวณจากราคาปิดของหุ้นสามัญ คูณด้วยจำนวนหุ้นจัด

ทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์) มูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นสามัญ (MVE) มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน (DEBT) คำนวณจาก (AVCL – AVCA + AVLTL) โดยที่ AVCL คือ มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียน คำนวณจาก (หนี้สินระยะสั้น + ภาษีเงินได้ค้างรับ) AVCA คือ มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์หมุนเวียน คำนวณจาก (เงินสด + สินค้าคงเหลือ + ลูกหนี้การค้า) AVLTL คือ มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว และ TA คือ มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม ซึ่งข้อมูลดังกล่าวเหล่านี้ สามารถหาได้จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี (แบบ 56-2) และฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

6. ความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ได้แก่ หนี้สินรวม และสินทรัพย์รวม หาได้จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี (แบบ 56-2) และฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

7. สภาพคล่องของกิจการ (Slack) ได้แก่ กระแสเงินสดในการดำเนินงาน (Free Cash Flow) และสินทรัพย์รวม หาได้จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี (แบบ 56-2) และฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.3 การสร้างเครื่องมือในการรวบรวมข้อมูล

การสร้างข้อมูลในการรวบรวมข้อมูลในการศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ ผู้วิจัยได้มีการทบทวนวรรณกรรมและสร้างสมมติฐาน เพื่อนำไปสู่การสร้างตัวแปรที่ใช้ศึกษาในงานวิจัย รายละเอียดของตัวแปรมีดังต่อไปนี้

3.3.1 ตัวแปรตาม (Dependence Variables)

ตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ มูลค่ากิจการ (Firm Value) วัดโดยใช้ทฤษฎีของ Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung และ Pruitt (1994) ได้แก่ ผลรวมมูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นสามัญ (MVE) บวกด้วยมูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (MVP) บวกด้วยมูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน (DEBT) และหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ โดย Chung และ Pruitt (1994) ได้ปรับสูตรการคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross (1981) เนื่องจากการคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross (1981) นั้น ต้องใช้เวลาและการลงทุนค่อนข้างสูง เนื่องจากต้องมีการเก็บและประมวลการข้อมูลเป็นจำนวนมาก และวิธีการคำนวณมีความซับซ้อน ดังนั้น Chung และ Pruitt (1994) จึงได้ปรับสูตรการคำนวณ Tobin's Q ให้ง่ายขึ้น โดยการคำนวณมูลค่าทางการตลาดขององค์กร (Firm Value) จากผลรวมของมูลค่าทาง

การตลาดของหุ้นสามัญ (MVE) ซึ่งได้จากผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญหรือราคาปิดของหุ้นสามัญ คูณด้วยจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (MVP) คำนวณจากมูลค่าได้ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน (DEBT) ที่คำนวณจากมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียน และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว โดยหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม แทนราคาเปลี่ยนแปลงแทนของสินทรัพย์ โดยค่า Tobin's Q ที่คำนวณได้ ตามแนวทางของ Chung และ Pruitt (1994) จะมีค่าใกล้เคียงกับค่า Tobin's Q ที่คำนวณตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross (1981) ถึงร้อยละ 96 โดยสรุปสมการได้ ดังนี้

$$\text{Tobin's Q หรือ Approximate } q = (\text{MVE} + \text{MVP} + \text{DEBT}) / \text{TA}$$

โดยที่

$$\text{Tobin's Q} = \text{มูลค่ากิจการ (Approximate } q)$$

$$\text{MVE} = \text{มูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นสามัญ (คำนวณจากราคาปิดของหุ้นสามัญ คูณด้วยจำนวนหุ้นจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์)}$$

$$\text{MVP} = \text{มูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ}$$

$$\text{DEBT} = \text{มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน คำนวณจาก (AVCL - AVCA + AVLTL)}$$

โดยที่

$$\text{AVCL} = \text{มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียน คำนวณจาก (หนี้สินระยะสั้น + ภาษีเงินได้ค้างรับ)}$$

$$\text{AVCA} = \text{มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์หมุนเวียน คำนวณจาก (เงินสด + สินค้าคงเหลือ + ลูกหนี้การค้า)}$$

$$\text{AVLTL} = \text{มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว}$$

$$\text{TA} = \text{มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม}$$

3.3.2 ตัวแปรอิสระ (Independence Variables)

ตัวแปรอิสระในการวิจัยครั้งนี้ คือ การบริหารความเสี่ยงองค์กร (ERM) ได้แก่ การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) และการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk)

1. การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk)

การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) หมายถึง การบริหารความเสี่ยงที่เกิดจากการกำหนดแผนกลยุทธ์ หรือแผนดำเนินงาน เพื่อจะนำไปสู่การปฏิบัติภายในองค์กร ไม่เหมาะสม หรือไม่สอดคล้องกับปัจจัยต่าง ๆ ซึ่งสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท คือ

การบริหารความเสี่ยงกรณีเป็นความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอก (External Factor Risks) เช่น การเมือง เศรษฐกิจ ราคาน้ำมันตลาดโลก และการบริหารความเสี่ยงกรณีเป็นความเสี่ยงจากปัจจัยภายใน (Internal Factor Risks) ซึ่งเป็นปัจจัยภายในที่องค์กรสามารถควบคุมได้ แต่ส่งผลกระทบต่อหรือเป็นอุปสรรคต่อการดำเนินการตามแผนกลยุทธ์ขององค์กร เช่น โครงสร้างองค์กร กระบวนการ และวิธีปฏิบัติงาน ความเพียงพอของข้อมูล และเทคโนโลยีสำหรับการให้บริการ เป็นต้น โดยการคัดเลือกตัวแปรที่เหมือนกันและสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lawrence A. Gordon , Martin P. Loeb and Chih Yang Tseng. (2009) ; Tufano (1996); Hoyt and Liebenberg (2009); Nocco and Stulz, (2006) ซึ่งพิจารณาได้จากยอดขายของกิจการในปีปัจจุบัน (Sales of Firm) หักด้วย ยอดขายอุตสาหกรรมเฉลี่ยของปีปัจจุบัน (Average industry sales)หารด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของยอดขายทุกบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกัน (Standard Deviation of Sales of all Firms in the Same Industry) ดังสมการต่อไปนี้

$$\text{Strategy}_1 = \frac{\text{Sales}_i - \mu_{\text{Sales}}}{\sigma_{\text{sales}}}$$

โดยที่ :

Sales_i = ยอดขายของกิจการในปีปัจจุบัน (Sale of the Firm i)

μ_{Sales} = ยอดขายอุตสาหกรรมเฉลี่ยของปีปัจจุบัน (Average industry sales)

σ_{sales} = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของยอดขายทุกบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกัน (Standard deviation of sales of all firms in the same industry)

จากเกณฑ์การพิจารณาประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยงเชิงกลยุทธ์ข้างต้น องค์กรต้องมองในประเด็นเพิ่มอีกว่า บริษัทมีการใช้กลยุทธ์ที่ประสบความสำเร็จหรือไม่ กลยุทธ์สามารถลดความเสี่ยงได้หรือไม่ (Thompson, 1984) และการจัดการความเสี่ยงเป็นระบบแล้วหรือยัง ซึ่งสามารถวัดความสำเร็จเชิงกลยุทธ์ได้ จากสมการดังต่อไปนี้

$$\text{Strategy}_2 = \frac{\Delta\beta_i - \mu_{\Delta\beta}}{\sigma_{\Delta\beta}}$$

โดยที่ :

$\Delta\beta_i$ = - (β_i ปีปัจจุบัน - β_i ปีอดีต)

β_i = Firm i's beta (data from Compustat)

$\mu_{\Delta\beta}$ = Average industry $\Delta\beta$ ปีปัจจุบัน

$\sigma_{\Delta\beta}$ = Standard deviation of $\Delta\beta$'s of all firms in the same industry

2. การบริหารความเสี่ยงด้านการดำเนินงาน (Operational Risk)

การบริหารความเสี่ยงด้านการดำเนินงาน (Operational Risk) หมายถึง การบริหารความเสี่ยงที่มุ่งเน้นให้มีการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ ประสิทธิภาพ และเกิดความคุ้มค่ามากที่สุด เพื่อนำมาซึ่งการบรรลุเป้าหมายที่องค์กรกำหนดไว้ โดยการคัดเลือกตัวแปรที่เหมือนกันและสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lawrence A. Gordon , Martin P. Loeb and Chih Yang Tseng. (2009) ; Kiyamaz (2006) ซึ่งพิจารณาได้จากยอดขายของกิจการ (Sales) โดยยอดขายของกิจการ แสดงถึง การหมุนเวียนของสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงาน Kiyamaz (2006) ทหารด้วยสินทรัพย์รวม (Total Assets) หรือจำนวนพนักงานในองค์กร (Numbers of Employees) เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพและความคุ้มค่าในการดำเนินงานขององค์กร ดังสมการต่อไปนี้

$$\text{Operation}_1 = \text{ยอดขายของกิจการ (Sales) / สินทรัพย์รวม (Total Assets)}$$

$$\text{Operation}_2 = \text{ยอดขายของกิจการ (Sales) / จำนวนพนักงานในองค์กร (Numbers of Employees)}$$

3. การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงานทางการเงิน (Financial & Reporting Risk)

เป็นการบริหารความเสี่ยงที่เกี่ยวกับสภาพคล่องทางการเงิน การบริหารทางการเงิน และงบการเงิน เช่น ความเสี่ยงจากการจัดสรรงบประมาณไม่เหมาะสม การตั้งงบประมาณผิดพลาด การใช้งบประมาณเกินกว่าที่ตั้งไว้ รวมทั้งความเสี่ยงจากความผันผวนของปัจจัยทางการตลาด (Market Risk) และความเสี่ยงจากการที่คู่สัญญาไม่ปฏิบัติตามภาระผูกพัน (Credit Risk) เพื่อให้ผู้ใช้รายงานทางการเงินทั้งบุคคลภายในและบุคคลภายนอกได้ข้อมูลที่ถูกต้อง เหมาะสม ทันเวลา และมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจ เป็นต้น ในขณะที่เดียวกันประเทศไทยมีการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานการบัญชีโดยปรับปรุงมาตรฐานการบัญชีที่อ้างอิงจากมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ และมีการกำหนดคุณภาพของข้อมูลบัญชีเอาไว้อย่างชัดเจน เช่น ความน่าเชื่อถือได้ของข้อมูลบัญชี ดังนั้นจากประเด็นดังกล่าว ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาเพิ่มเกี่ยวกับประเด็นความน่าเชื่อถือของข้อมูลบัญชีในประเทศไทยหลังจากที่มีการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานการบัญชี โดยผ่านการวิเคราะห์โดยเปรียบเทียบค่าของ Discretionary Accruals (DA) และ Nondiscretionary Accruals (NDA) ตามแบบจำลองของ Modified Jones Model (1995) ซึ่งเป็นวิธีที่ได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวาง ในการทำวิจัยเกี่ยวกับเรื่องความน่าเชื่อถือได้ของข้อมูลบัญชี (Reliability of Accounting Information) ดังสมการต่อไปนี้

$$\text{Reporting} = \frac{|\text{Normal Accruals}|}{|\text{Normal Accruals}| + |\text{Abnormal Accruals}|}$$

โดยที่ :

Normal Accruals = รายการคงค้างที่ไม่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-discretionary accruals : NDA) หรือรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals)

Abnormal Accruals = รายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals:DA) หรือรายการคงค้างที่ผิดปกติ (Abnormal Accruals)

การวัดรายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals : DA) หรือรายการคงค้างที่ผิดปกติ (Abnormal Accruals) ตามแนวคิดของ The Modified Jones 's Model (1995) ที่กล่าวว่า รายการคงค้างรวม สามารถคำนวณได้จากข้อมูลในงบกระแสเงินสด โดยการนำกำไรก่อนหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและรายการพิเศษ ($EBXI_{i,t}$) ลบด้วยเงินสดสุทธิจากกิจกรรมการดำเนินงาน ($CFO_{i,t}$) ดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 คำนวณรายการคงค้างรวม

$$ToAcc_{i,t} = EBXI_{i,t} - CFO_{i,t}$$

โดยที่ :

$EBXI_{i,t}$ = กำไรก่อนหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและรายการพิเศษของกิจการ i ปี t

$CFO_{i,t}$ = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมการดำเนินงานของกิจการ i ปี t

i = บริษัทที่ทำการศึกษา

t = ปีที่ทำการศึกษา

ซึ่งรายการคงค้างรวมนั้น สามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่ รายการคงค้างที่ไม่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non - discretionary accruals : NDA) หรือรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals) และรายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals : DA) หรือรายการคงค้างที่ผิดปกติ (Abnormal Accruals)

ขั้นตอนที่ 2 คำนวณรายการคงค้างทางบัญชีส่วนที่ไม่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non - discretionary accruals : NDA) หรือรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals)

โดยใช้โมเดลที่พัฒนาจาก Modified Jones model (1995) คือ Performance Matched Discretionary Accruals model (2005) ซึ่งพัฒนาจาก Kothari, Leone, and Wasley (2005) โดย Kothari, Leone และ Wasley (2005) สรุปว่าในการวิเคราะห์ DA และ NDA โดยใช้ Jones และ The

Modified Jones Model ควรจะต้องใส่ตัวแปร Return on Assets (ROA) เป็นตัวแปรควบคุมเพิ่มเข้าไป ซึ่งจะทำให้ตัวแบบจำลองสามารถวัดค่าออกมาได้อย่างน่าเชื่อถือมากขึ้น ดังสมการต่อไปนี้

$$NDA_{i,t} = \alpha 1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha 2 \left(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha 3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha 4 (ROA_{i,t})$$

โดยที่ :

$NDA_{i,t}$ = รายการคงค้างที่ไม่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจหรือรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals) ของผู้บริหารของบริษัท i ปี t

$A_{i,t-1}$ = สินทรัพย์รวม 1 ปีก่อนหน้าของบริษัท i ปี t

$\Delta REV_{i,t}$ = การเปลี่ยนแปลงในรายได้ของบริษัท i ปี t

$\Delta AR_{i,t}$ = การเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้าของบริษัท i ปี t

$PPE_{i,t}$ = ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ของบริษัท i ปี t

$ROA_{i,t}$ = ผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ของบริษัท i ปี t

$\alpha 1, \alpha 2, \alpha 3, \alpha 4$ = firm-specific parameters จากการประมาณค่าในสมการด้านล่าง ดังนี้

$$ToACC_{i,t} = \alpha 1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha 2 \left(\frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha 3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha 4 (ROA_{i,t})$$

โดยที่ :

$ToACC_{i,t}$ = รายการคงค้างรวมของบริษัท i ปี t

$A_{i,t-1}$ = สินทรัพย์รวม 1 ปีก่อนหน้าของบริษัท i ปี t

$\Delta REV_{i,t}$ = การเปลี่ยนแปลงในรายได้ของบริษัท i ปี t

$PPE_{i,t}$ = ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ของบริษัท i ปี t

$ROA_{i,t}$ = ผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ของบริษัท i ปี t

ขั้นตอนที่ 3 คำนวณรายการคงค้างทางบัญชีส่วนที่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals : DA) หรือรายการคงค้างที่ผิดปกติ (Abnormal Accruals) ต่อไปนี้

$$DA_{i,t} = \frac{ToACC_{i,t}}{A_{i,t-1}} - NDA_{i,t}$$

โดยที่ :

$DA_{i,t}$ = รายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร หรือรายการคงค้างที่ผิดปกติ ของบริษัท i ปี t

$ToACC_{i,t}$ = รายการคงค้างรวมของบริษัท i ปี t

$A_{i,t-1}$ = สินทรัพย์รวม 1 ปีก่อนหน้าของบริษัท i ปี t

$NDA_{i,t-1}$ = รายการคงค้างที่ไม่ได้อยู่ภายใต้ดุลยพินิจหรือรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals) ของผู้บริหารของบริษัท i ปี t

ขั้นตอนที่ 4 นำค่าที่ได้ในแต่ละขั้นตอน ไปแทนค่าในสมการ Reporting₂ เพื่อวัดประสิทธิภาพการบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงานทางการเงิน (Financial & Reporting Risk) ดังนี้

$$\text{Reporting} = \frac{|\text{Normal Accruals}|}{|\text{Normal Accruals}| + |\text{Abnormal Accruals}|}$$

ค่าสัมบูรณ์ (Absolute values) ถูกนำมาใช้เนื่องจาก DA และ NDA เมื่อคำนวณอาจมีค่าติดลบ ทำให้ผู้วิจัยต้องนำค่าสัมบูรณ์มาใช้ เพื่อให้การคำนวณเป็นบวก โดยไม่สนใจเครื่องหมายว่าการคำนวณ DA และ NDA จะเป็นบวกหรือลบ เพื่อความสัมพัทธ์ที่เกิดขึ้น

4. การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติให้สอดคล้องกับกฎหมาย กฎระเบียบ และข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง (Compliance Risk)

การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติให้สอดคล้องกับกฎหมาย กฎระเบียบ และข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง (Compliance Risk) หมายถึง การบริหารความเสี่ยงที่เกิดจากการไม่สามารถปฏิบัติตามกฎระเบียบหรือกฎหมายที่เกี่ยวข้อง หรือกฎหมายที่มีอยู่ไม่เหมาะสม หรือเป็นอุปสรรคต่อการปฏิบัติงาน สามารถแบ่งเป็น 2 ประเด็นที่สำคัญ ได้แก่ ความเสี่ยงเกี่ยวข้องกับการละเมิดสัญญา และความเสี่ยงเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงกฎหมาย กฎระเบียบ และข้อบังคับ โดยการคัดเลือกตัวแปรที่เหมือนกันและสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lawrence A. Gordon , Martin P. Loeb and Chih Yang Tseng. (2009) ; O'keefe et al. (1994) โดยพิจารณาได้จากการไม่สามารถปฏิบัติตามกฎระเบียบหรือกฎหมายที่เกี่ยวข้องได้ (O'keefe et al. , 1994) ที่พบว่า เมื่อองค์กรมีการปฏิบัติงานตามมาตรฐานการสอบบัญชีที่รับรองทั่วไป (Generally Accepted Auditing Standards: GAAS) มักมีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการสอบบัญชี ซึ่งค่าธรรมเนียมผู้สอบบัญชีดังกล่าวเป็นค่าใช้จ่ายจำเป็นที่องค์กรจะต้องจ่ายให้แก่ผู้สอบบัญชีรับอนุญาต เพื่อให้ผู้สอบบัญชีตรวจสอบและรับรองการเงินตามที่กฎหมายกำหนด ดังนั้น ประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติให้สอดคล้องกับกฎหมาย กฎระเบียบ และข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง (Compliance Risk) ซึ่งวัดดังสมการต่อไปนี้

$$\text{Compliance Risk} = \text{Compliance Fees} / \text{Total Assets}$$

จากการทบทวนวรรณกรรม เกี่ยวกับการสร้างเครื่องมือในการรวบรวมข้อมูลข้างต้น สามารถสรุปได้ว่า การบริหารความเสี่ยงองค์กร (ERMI) สามารถคำนวณได้จาก ผลรวมของตัวชี้วัด (Indicators) ทั้ง 4 ตัว ได้แก่ การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) การบริหารความเสี่ยงด้านการดำเนินงาน (Operational Risk) การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงานทางการเงิน (Financial & Reporting Risk) และการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติให้สอดคล้องกับกฎหมาย กฎระเบียบ และข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง (Compliance Risk) ดังสมการ ERMI ต่อไปนี้

$$\text{ERMI} = \sum_{k=1}^2 \text{Strategy}_k + \sum_{k=1}^2 \text{Operation}_k + \text{Reporting} + \text{Compliance}$$

3.3.3 ตัวแปรแฝงภายใน (Endogenous Variables)

ตัวแปรแฝงภายในที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ ปัจจัยภายในองค์กร (Internal Factors) เพื่อใช้ศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กร ที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เกิดขึ้น ว่ามีอิทธิพลและความสัมพันธ์ระหว่างกันหรือไม่อย่างไร โดยการคัดเลือกตัวแปรที่เหมือนกันและสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ryan Ballantyne (2013) ; Beasley, Pagach, & Warr, 2008 ; Sommer (1996) โดยพิจารณาจากความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) และสภาพคล่องของกิจการของกิจการ (Slack) ดังนี้

$$\text{ความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage)} = \text{หนี้สินรวม} / \text{สินทรัพย์รวม}$$

$$\text{สภาพคล่องของกิจการ (Slack)} = \text{กระแสเงินสดในการดำเนินงาน} / \text{สินทรัพย์รวม}$$

3.4 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษานี้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งต่าง ๆ ได้แก่ ฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ฐานข้อมูล SETSMART ฐานข้อมูลธนาคารแห่งประเทศไทย เว็บไซต์ของบริษัท แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี (แบบ 56-2) หน้ารายงานของผู้สอบบัญชีรับอนุญาตและข้อมูลอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น วารสาร บทความและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งในประเทศและต่างประเทศที่เผยแพร่ ซึ่งเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data)

3.5 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้

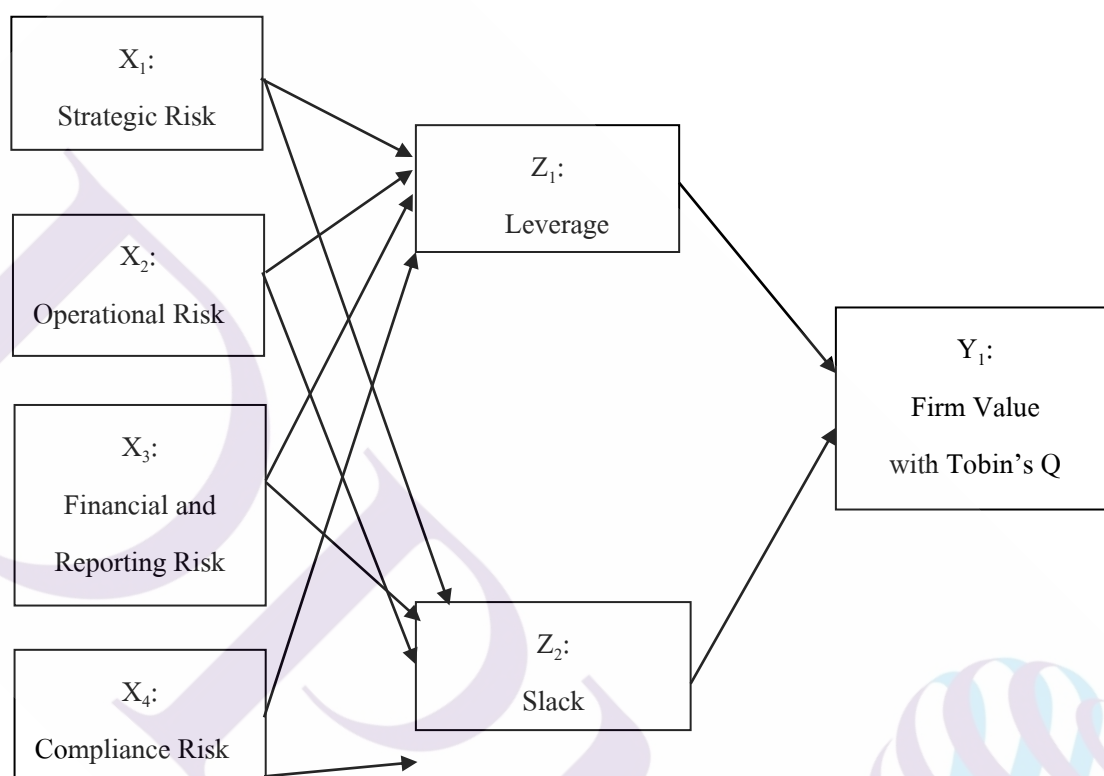
ในการวิจัยครั้งนี้ ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ เช่น ร้อยละ (Percentile) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation) และการวิเคราะห์สมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) โดยการวิเคราะห์เส้นทาง (Path analysis) ด้วยเทคนิคการใช้หลักการของค่าประมาณความควรจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood: ML) ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง ซึ่งวิธีการวิเคราะห์สามารถจำแนกตามวัตถุประสงค์ ดังนี้

วัตถุประสงค์ข้อที่ 1 เพื่อศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากวัตถุประสงค์ข้อที่ 1 นี้ สามารถวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรได้ด้วยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation : r) ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ คือ การบริหารความเสี่ยงองค์กรและตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการที่เกิดขึ้น เพื่อแสดงให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระต่อตัวแปรตามดังกล่าว ไม่มีตัวแปรอิสระใดในการศึกษาครั้งนี้ที่มีความสัมพันธ์ร่วมเชิงเส้นตรง (Multicollinearity) โดยหากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นบวก (+) แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน แต่หากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นลบ (-) แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกัน

วัตถุประสงค์ข้อที่ 2 เพื่อศึกษาอิทธิพลของปัจจัยภายในองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 นี้ สามารถวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรได้ด้วยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation : r) ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ คือ ปัจจัยภายในองค์กรและตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการที่เกิดขึ้น เพื่อแสดงให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระต่อตัวแปรตามดังกล่าว ไม่มีตัวแปรอิสระใดในการศึกษาครั้งนี้ที่มีความสัมพันธ์ร่วมเชิงเส้นตรง (Multicollinearity) โดยหากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นบวก (+) แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน แต่หากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นลบ (-) แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกัน

วัตถุประสงค์ข้อที่ 3 เพื่อศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาขั้นตอนนี้เป็นการศึกษาวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative research methods) เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งใช้การ

วิเคราะห์สมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) โดยการวิเคราะห์เส้นทาง (Path analysis) ด้วยเทคนิคการใช้หลักการค่าประมาณความควรจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood: ML) ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เพื่อศึกษาอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมของตัวแปรว่ามีผลต่อตัวแปรตามมากน้อยเพียงใด ซึ่งมีรูปแบบเส้นทางของตัวแปร ดังภาพ 3.2 ดังนี้



ภาพที่ 3.1 แบบจำลองการวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์ (Path Analysis) ของตัวแปรที่ศึกษา

ตัวแบบสมการโครงสร้างหรือการวิเคราะห์โครงสร้างความสัมพันธ์เชิงสาเหตุระหว่างตัวแปร (Structural Equation Modeling: SEM) เป็นการทดสอบสมมติฐานที่เขียนขึ้นในเชิงทฤษฎีที่กำหนดขึ้น ประกอบด้วยตัวแปรต้นและตัวแปรตามจำนวนหนึ่ง โดยตัวแปรต้นไม่เป็นอิสระจากกันต่างมีความสัมพันธ์ร่วมกันไม่มากก็น้อย และทฤษฎีกำหนดไว้ เพื่อหาค่าสัมประสิทธิ์เชิงสาเหตุเพื่ออธิบายถึงผลลัพธ์ทางตรงและผลกระทบทางอ้อม ซึ่งมีการวิเคราะห์ที่มีการควบคุมค่าความแปรปรวนระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตามในกระบวนการความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งในรูปแบบเชิงทฤษฎี

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในตัวแบบโครงสร้างตามสมมุติฐานในการวิจัย เพื่อทดสอบรูปแบบที่ได้ทำการศึกษาเปรียบเทียบกับรูปแบบทางทฤษฎี ซึ่งผู้วิจัยได้กำหนดการพิสูจน์สมมุติฐานการวิจัยทั้งหมด ซึ่งได้แสดงค่าสถิติแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ด้วยค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมาตรฐาน (Standardized Regression Weights) ค่า t-Value และ P-Value และนำค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมาตรฐาน ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (S.E.) ค่า t-Value หรือ Critical Ratio (C.R.) และค่า Square Multiple Correlation ที่ได้จากการผลการวิเคราะห์ ให้เป็นตัวแบบโครงสร้างของการวิจัย ซึ่งจะแสดงค่าอิทธิพลระหว่างตัวแปร โดยการประเมินความสอดคล้องของตัวแบบ (Evaluation the Data-Model Fit) ค่าสถิติที่ใช้ในการตรวจสอบความเหมาะสมพอดีของตัวแบบเชิงประจักษ์กับตัวแบบทางทฤษฎี ค่า P-Value ต้องมีนัยสำคัญทางสถิติ (Significant: Sig.) คือมีค่ามากกว่า 0.05 ซึ่งเมื่อตรวจสอบแล้วว่าตัวแบบเชิงประจักษ์กับตัวแบบทางทฤษฎี มีความสอดคล้องกันพอดี ซึ่งจะต้องตรวจสอบค่าสถิติ ได้แก่ 1) Chi-square Probability Level: CMIN-p 2) Relative Chi-square: CMIN/df 3) Comparative Fit Index: CFI และ 4) Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA ซึ่งสามารถสรุปเกณฑ์ที่ใช้ในการตรวจสอบความสอดคล้องของตัวแบบกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ตามตารางที่ 1

ตารางที่ 3.3 สรุปเกณฑ์ที่ใช้ในการตรวจสอบความสอดคล้องของตัวแบบกับข้อมูลเชิงประจักษ์

สัญลักษณ์	ค่าสถิติ	วัตถุประสงค์	เกณฑ์	ผลการวิจัย	ผลการพิจารณา
CMIN-P	Chi-square Probability Level	เพื่อตรวจสอบค่าความน่าจะเป็นของไคสแควร์ ซึ่งจะต้องไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ	$P > 0.05$	0.402	สอดคล้อง/ผ่านเกณฑ์
CMIN/df	Relative Chi-square	ตรวจสอบว่าตัวแบบมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์	< 3	1.038	สอดคล้อง/ผ่านเกณฑ์
CFI	Comparative Fit Index	เป็นค่า Fit Index ที่ปรับจาก NFI เพื่อใช้เปรียบเทียบค่า Fit กับ Target Model	> 0.90	0.994	สอดคล้อง/ผ่านเกณฑ์

ตารางที่ 3.3 (ต่อ)

สัญลักษณ์	ค่าสถิติ	วัตถุประสงค์	เกณฑ์	ผลการวิจัย	ผลการพิจารณา
RMSEA	Root Mean Square Error of Approximation	เพื่อบอกความคลาดเคลื่อนของตัวแบบในรูปของรากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของความคลาดเคลื่อนโดยประมาณค่าระหว่าง 0-1.00	< 0.08	0.012	สอดคล้อง/ผ่านเกณฑ์

ที่มา: คัดแปลงจาก Kumsuprom (2010, p. 184)

ในกรณีเมื่อทดสอบตัวแบบสมการโครงสร้างแล้วพบว่าไม่สอดคล้องกันระหว่างตัวแบบเชิงทฤษฎีกับตัวแบบเชิงประจักษ์ตามค่าสถิติในตารางที่ 3.3 ผู้วิจัยอาจพิจารณาปรับค่าพารามิเตอร์ในตัวแบบสมมติฐานใหม่ และทดสอบผลของการปรับตัวแบบดังกล่าว เพื่อให้ค่าสถิติที่ดีขึ้นเพื่อสามารถยอมรับตัวแบบได้เพื่อใช้สำหรับการปรับตัวแปร ยกเว้นกรณีที่นักวิจัยได้มีการทดสอบและคัดกรองตัวแปรเป็นอย่างดีการปรับตัวแบบอาจจะไม่เหมาะสม ซึ่งวิธีการปรับโครงสร้างตัวแบบผู้วิจัยสามารถทำให้ค่าสถิติดีขึ้น ดังนี้ 1) การลดจำนวนตัวแปร ซึ่งดูค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปรตาม (Modification Indices : MI) 2) การรวมตัวแปรและสร้างปัจจัยแฝงใหม่ และ 3) การเชื่อมลูกศรสองหัวระหว่างค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปรตาม (Modification Indices : MI) เพื่อให้ตัวแบบสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ซึ่งพิจารณาค่าดัชนีตัดแปรตัวแบบ (Modification Indices-MI) (กรีซ แร่งสูงเนิน, 2554)

3.6 ตัวแบบที่ใช้ในงานวิจัย

เป็นการทดสอบสมมติฐานของโมเดล เพื่อการทดสอบว่าโมเดลเส้นทางที่สร้างขึ้นตามทฤษฎีมีความสอดคล้องกับข้อมูลจริงหรือไม่ โดยการประเมินความสอดคล้องของตัวแบบ (Evaluation the Data - Model Fit) ค่าสถิติที่ใช้ในการตรวจสอบความเหมาะสมพอดีของตัวแบบเชิงประจักษ์กับตัวแบบทางทฤษฎี ค่า P - Value ต้องมีนัยสำคัญทางสถิติ (Significant: Sig.) คือมีค่ามากกว่า 0.05 ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 การบริหารความเสี่ยงองค์กรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย 4 สมมติฐานย่อย ได้แก่

สมมติฐานที่ H_{1a} : การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value)

สมมติฐานที่ H_{1b} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value)

สมมติฐานที่ H_{1c} : การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value)

สมมติฐานที่ H_{1d} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value)

จากสมมติฐาน H_{1a} : H_{1b} : H_{1c} และ H_{1d} สามารถวัดได้จากโมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ในการวิเคราะห์อิทธิพลของสมมติฐานที่ 1 ซึ่งจะกล่าวถึงในบทต่อไป

สมมติฐานที่ 2 ปัจจัยภายในองค์กร มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย 2 สมมติฐานย่อย ได้แก่

สมมติฐานที่ H_{2a} : ปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ H_{2b} : ปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ

จากสมมติฐาน H_{2a} และ H_{2b} สามารถวัดได้จากโมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ในการวิเคราะห์อิทธิพลของสมมติฐานที่ 2 ซึ่งจะกล่าวถึงในบทต่อไป

สมมติฐานที่ 3 การบริหารความเสี่ยงองค์กรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร (Internal Factors) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย 8 สมมติฐานย่อย ได้แก่

- สมมติฐานที่ H_{3a} : การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage)
- สมมติฐานที่ H_{3b} : การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)
- สมมติฐานที่ H_{3c} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage)
- สมมติฐานที่ H_{3d} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)
- สมมติฐานที่ H_{3e} : การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage)
- สมมติฐานที่ H_{3f} : การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)
- สมมติฐานที่ H_{3g} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage)
- สมมติฐานที่ H_{3h} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)

จากสมมติฐาน H_{3a} : H_{3b} : H_{3c} : H_{3d} : H_{3e} : H_{3f} : H_{3g} และ H_{3h} : สามารถวัดได้จากโมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ในการวิเคราะห์อิทธิพลของสมมติฐานที่ 3 ซึ่งจะกล่าวถึงในบทต่อไป

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์ 3 ประการ ได้แก่ 1) เพื่อศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q 2) เพื่อศึกษาอิทธิพลของปัจจัยภายในองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q และ 3) เพื่อศึกษาอิทธิพลของประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ วัดโดยใช้ Tobin's Q โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งตามวัตถุประสงค์ดังกล่าว ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research Methods) ด้วยค่าสถิติ ค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง โดยการวิเคราะห์หาค่าความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยวิธีสมการ โครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) โดยการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ด้วยเทคนิคการใช้หลักการค่าประมาณความควรจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood: ML) ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เพื่อศึกษาอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมของตัวแปร ว่ามีผลต่อตัวแปรตามมากน้อยเพียงใด ผู้วิจัยได้แบ่งผลการวิจัย ออกเป็น 4 ส่วน ดังต่อไปนี้

4.1 การวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐาน

4.1.1 การวิเคราะห์ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

4.1.2 การวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไปของตัวแปร

4.1.3 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

4.2 การวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ

4.2.1 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q

4.2.2 ผลการวิเคราะห์คุณภาพของแบบจำลองสมการ โครงสร้าง (Model Fit)

4.2.3 ผลการวิเคราะห์สมมติฐานด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการ โครงสร้าง

(Structural Equation Modeling: SEM) ตามหลักการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis)

4.3 การทดสอบสมมติฐาน

4.4 บทสรุป

4.1 การวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐาน

4.1.1 การวิเคราะห์ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยต้องการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานเกี่ยวกับลักษณะทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งผู้วิจัยใช้ค่าสถิติต่าง ๆ ประกอบด้วย ร้อยละ (Percentile) การแจกแจงความถี่ของข้อมูล (Frequency) และค่าเฉลี่ย (Mean) ซึ่งมีรายละเอียดเกี่ยวกับลักษณะข้อมูลทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มดัชนี SET100 ใช้วิธีการคัดเลือกแบบเฉพาะเจาะจง (Purposive Sampling) โดยทำการเก็บข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2558 – 2561 รวม 4 ปี จำนวน 61 บริษัท รวมเป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 244 กลุ่มตัวอย่าง โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา จำแนกตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม แบ่งเป็น 6 กลุ่มอุตสาหกรรม ดังแสดงรายละเอียดใน ตารางที่ 4.1 - 4.2 ดังนี้

ตารางที่ 4.1 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา

กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา ปี พ.ศ. 2558 - 2561	จำนวนบริษัท
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100	100
หัก บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน*	11
หัก บริษัทที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน**	28
รวม	61

หมายเหตุ. * หมายถึง บริษัทที่อยู่ในหมวดธุรกิจธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ประกันภัย และประกันชีวิต ซึ่งผู้วิจัยไม่เก็บข้อมูล เนื่องจากมีโครงสร้างทางการเงินและแนวปฏิบัติทางการบัญชี กฎเกณฑ์ และระเบียบข้อบังคับที่ต่างจากธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป

** หมายถึง บริษัทที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน เนื่องจากไม่ได้อยู่ในกลุ่ม SET100 ตลอดช่วงปีที่ผู้วิจัยทำการศึกษาหรือเก็บข้อมูล

ตารางที่ 4.2 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	5	8.20
กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	2	3.28
กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROCON)	18	29.50
กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE)	12	19.67
กลุ่มบริการ (SERVICE)	18	29.50
กลุ่มเทคโนโลยี (TECH)	6	9.85
รวม	61	100.00

หมายเหตุ. *กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) ไม่มีอยู่ในกลุ่มดัชนี SET 100



ภาพที่ 4.1 จำนวนบริษัทจำแนกตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม

ที่มา : ธีรพัชร นวลมณีจิติ

จากตารางที่ 4.2 และภาพที่ 4.1 แสดงจำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า มีจำนวน 5 บริษัท อยู่ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) คิดเป็นร้อยละ 8.20 จำนวน 2 บริษัท อยู่ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) คิดเป็นร้อยละ 3.28 จำนวน 18 บริษัท อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROCON) คิดเป็นร้อยละ 29.50 จำนวน 12 บริษัท อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURCE) คิดเป็นร้อยละ 19.67 จำนวน 18 บริษัท อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) คิดเป็นร้อยละ 29.50 และจำนวน 6 บริษัท อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) คิดเป็นร้อยละ 9.85

4.1.2 การวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไปของตัวแปร

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยต้องการวิเคราะห์ลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งผู้วิจัยได้ใช้สถิติต่าง ๆ ในการวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย การแจกแจงความถี่ของข้อมูล (Frequency) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation : S.D.) ซึ่งผู้วิจัยได้ใช้วิธีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง (Purposive Sampling) โดยทำการเก็บข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2558 – 2561 รวมจำนวน 4 ปี จำนวน 61 บริษัท ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มดัชนี SET100 ซึ่งมีผลการวิเคราะห์ข้อมูลแสดงรายละเอียดในตารางที่ 4.3 ดังนี้

ตารางที่ 4.3 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของข้อมูลกลุ่มตัวอย่าง ทั้งหมด 61 บริษัท (244 ตัวอย่าง) จำแนกตามแต่ละตัวแปรอิสระ

	Minimum	Maximum	Mean	S.D.
Strategic Risk	-14.04	3.06	-4.67	3.20
Operational Risk	4,096.40	23,463,000,000.70	307,454,767.37	2,497,184,865.48
Financial and Reporting Risk	0.33	0.66	0.50	0.02
Compliance Risk	0.0001	0.015	0.03	0.0015
Leverage	0.000	0.92	0.50	0.18
Slack	-0.145	4.50	0.13	0.30
Tobin's Q	0.2	26.56	2.14	2.70

ตารางที่ 4.4 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	คำอธิบาย
Strategic Risk	การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านกลยุทธ์
Operational Risk	การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านการปฏิบัติงาน คำนวณได้จาก 2 ส่วน ได้แก่ ยอดขายของกิจการ หารด้วย สินทรัพย์รวม บวกกับ ยอดขายของกิจการ หารด้วยจำนวนพนักงานในองค์กร (Numbers of Employees)
Financial and Reporting Risk	การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านการเงินและการรายงาน คำนวณได้จากการหารายการคงค้างที่ไม่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-discretionary accruals : NDA) หรือรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals) และรายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals : DA) หรือรายการคงค้างที่ผิดปกติ (Abnormal Accruals)
Compliance Risk	การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ เป็นค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อความโปร่งใสและประโยชน์ในการดำเนินธุรกิจ ตลอดจน เพื่อติดตามตรวจสอบการปฏิบัติงานให้เป็นไปตามกฎหมาย กฎ ระเบียบข้อบังคับและมาตรการต่าง ๆ ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด โดยคำนวณจาก 3 ส่วน ได้แก่ ค่าบริการสอบบัญชี (Audit fees) ค่าบริการอื่นที่ไม่ใช่การสอบบัญชี (Non-Audit Fees) และค่าตอบแทนกรรมการ ได้แก่ ค่าตอบแทน คณะกรรมการบริษัท (Bord of Directors) ค่าตอบแทน คณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committees) และค่าตอบแทน คณะกรรมการสรรหากำหนดค่าตอบแทน (Nomination and Remuneration Committee) รวมเรียกค่าใช้จ่ายดังกล่าวว่า “ Compliance Fees ” ซึ่งคำนวณจาก Audit Fees + Non-Audit Fees + ค่าตอบแทนกรรมการ / สินทรัพย์รวม
Leverage	ปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงิน เป็นปัจจัยภายในที่คำนวณได้จาก หนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม

ตารางที่ 4.4 (ต่อ)

Slack	สภาพคล่องของกิจการ เป็นปัจจัยภายในองค์กรเกี่ยวกับสภาพคล่องในการดำเนินงาน คำนวณได้จากกระแสเงินสดที่ใช้ในการดำเนินงาน (Free Cash Flow)หารสินทรัพย์รวม
Tobin's Q	มูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่สะท้อนให้เห็นถึงผลดำเนินงานด้านมูลค่าตลาดที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ คำนวณได้จาก $(MVE + MVP + DEBT) / TA$
Sale	ยอดขายที่เกิดขึ้นจริงในกิจการ
Average industry sales	ยอดขายอุตสาหกรรมเฉลี่ยของปีปัจจุบัน
R_i	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์
R_f	อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate of Return)
R_m	อัตราผลตอบแทนของตลาด (Market Return)
β_i	ค่าความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนในหลักทรัพย์ (Systematic risk)
EBXI	กำไรก่อนหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและรายการพิเศษของกิจการ
CFO	กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมการดำเนินงานของกิจการ
$A_{i,t-1}$	สินทรัพย์รวมของปีก่อนหน้า (ปีก่อน)
REV	รายได้ของปีปัจจุบัน
AR	ลูกหนี้การค้าปีปัจจุบัน
PPE	ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ของกิจการ
ROA	ผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ของกิจการ
NDA	รายการคงค้างที่ไม่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจ (Non-discretionary accruals) หรือรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals)
DA	รายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) หรือรายการคงค้างที่ผิดปกติ (Abnormal Accruals)
ToACC _{i,t}	รายการคงค้างรวมของกิจการ
TA	สินทรัพย์รวม (Total Assets)

ตารางที่ 4.4 (ต่อ)

MVE	มูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นสามัญ (คำนวณจากราคาปิดของหุ้นสามัญ X จำนวนหุ้นจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์)
MVP	มูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ
AVCL	มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียน (คำนวณจากหนี้สินระยะสั้น + ภาษีเงินได้ค้างรับ)
AVCA	มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์หมุนเวียน (คำนวณจากเงินสด + สินค้าคงเหลือ + ลูกหนี้การค้า)
AVLTL	มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว
DEBT	มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน คำนวณจาก (AVCL – AVCA + AVLTL)

4.1.3 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในงานวิจัยนี้ ได้ใช้การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation : r) เพื่อดูความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรก่อนการวิเคราะห์ด้วยวิธีสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ตามหลักการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันนั้น เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม พร้อมทั้งตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกัน เพื่อแสดงให้เห็นว่า ไม่มีตัวแปรอิสระใดในการศึกษาครั้งนี้ที่มีความสัมพันธ์ร่วมเชิงเส้นตรง (Multicollinearity) โดยหากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นบวก (+) แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน แต่หากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นลบ (-) แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกัน ดังแสดงในตารางที่ 4.5 และตารางที่ 4.6 ดังนี้

ตารางที่ 4.5 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ปัจจัย	Strategy	Operation	Reporting	Compliance	Leverage	Slack	Tobin's Q
Strategy							
Pearson Correlation	1	-.004	.030	-.064	-.043	-.061	-.163*
Sig. (2-tailed)		.955	.637	.323	.500	.342	.011

ตารางที่ 4.5 (ต่อ)

ปัจจัย	Strategy	Operation	Reporting	Compliance	Leverage	Slack	Tobin's Q
Operation							
Pearson Correlation		1	.012	-.021	-.021	-.034	-.047
Sig. (2-tailed)			.856	.744	.747	.601	.464
Reporting							
Pearson Correlation			1	-.009	.131*	-.180**	-.006
Sig. (2-tailed)				.885	.041	.005	.921
Compliance							
Pearson Correlation				1	-.012	.049	.289**
Sig. (2-tailed)					.846	.449	.000
Leverage							
Pearson Correlation					1	-.171**	-.239**
Sig. (2-tailed)						.007	.000
Slack							
Pearson Correlation						1	.151*
Sig. (2-tailed)							.018
Tobin's Q							
Pearson Correlation							1
Sig. (2-tailed)							

หมายเหตุ. * หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ตารางที่ 4.6 สรุปทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระกับมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ลำดับที่	ตัวแปรอิสระ	ทิศทางความสัมพันธ์
1	การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk)	ทิศทางตรงกันข้าม (-)
2	การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk)	ทิศทางตรงกันข้าม (-)
3	การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk)	ทิศทางตรงกันข้าม (-)
4	การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบข้อบังคับ (Compliance Risk)	ทิศทางเดียวกัน (+)
5	ปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage)	ทิศทางตรงกันข้าม (-)
6	ปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)	ทิศทางเดียวกัน (+)

จากตารางที่ 4.5 และตารางที่ 4.6 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแต่ละคู่ พบว่า

การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) และมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = -0.163$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งอาจกล่าวได้ว่า หากองค์กรมีการบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ที่ดี หรือมีการวางกลยุทธ์ในการดำเนินงานที่ดี ย่อมส่งผลให้ความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นต่อองค์กรมีผลกระทบลดน้อยลง เมื่อความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นลดน้อยลง หรืออยู่ในระดับที่องค์กรยอมรับได้ ย่อมส่งผลให้มูลค่ากิจการมีมูลค่าเพิ่มขึ้นมากขึ้น

การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) และมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = -0.047$) ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าหากองค์กรมีการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงานที่ดี เช่น การจัดทำให้มีการบริหารงานที่ดี โดยมุ่งเน้นให้บุคลากร

ในองค์กรมีการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้เกิดการดำเนินงานที่มีประสิทธิผล และเกิดความคุ้มค่ามากที่สุด เพื่อบรรลุเป้าหมายที่องค์กรกำหนดไว้ ย่อมส่งผลให้ความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นต่อองค์กรมีผลกระทบลดน้อยลง เมื่อความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นลดน้อยลง หรืออยู่ในระดับที่องค์กรยอมรับได้ ย่อมส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มสูงขึ้นตาม

การบริหารความเสี่ยงขององค์กรด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) และมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = -0.006$) ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าหากองค์กรมีการบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงานที่ดีน่าเชื่อถือ เช่น การวางกลยุทธ์หรือแนวทางเกี่ยวกับการบริหารจัดการความเสี่ยงทางการเงินให้มีความยืดหยุ่นคล่องตัว และปรับตัวได้สอดคล้องกับสถานการณ์ที่อาจจะเกิดขึ้นกับองค์กร ย่อมส่งผลให้ความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นต่อองค์กรมีผลกระทบลดน้อยลง เมื่อความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นลดน้อยลง หรืออยู่ในระดับที่องค์กรยอมรับได้ ย่อมส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นมากขึ้นตาม

การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) และมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = 0.289$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ซึ่งอาจกล่าวได้ว่า หากองค์กรจัดให้มีการตรวจสอบและกำกับติดตาม การปฏิบัติงานในองค์กรให้เป็นไปตามกฎหมาย กฎ ระเบียบ ข้อบังคับ และมาตรการต่าง ๆ ที่หน่วยงานกำกับดูแลเป็นผู้กำหนด เช่น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรมสรรพากร และหน่วยงานอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง เพื่อแสดงให้เห็นถึงความโปร่งใสในการดำเนินงาน ย่อมส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มสูงขึ้น

ปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) และมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = -0.239$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.001 ซึ่งอาจกล่าวได้ว่า หากปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการมีมาก ย่อมส่งผลให้มูลค่ากิจการลดน้อยลง เช่น ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ เป็นความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการก่อหนี้ที่กิจการไม่สามารถชำระหนี้สินหรือภาระผูกพันเมื่อถึงกำหนดได้ หากกิจการมีการก่อหนี้มาก ทำให้นักลงทุนไม่อยากลงทุน เนื่องจากหนี้มาก ทำให้รายได้ของกิจการลดลง ส่งผลให้มูลค่ากิจการมีมูลค่าลดลงตาม

ปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) และมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($t = 0.151$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งอาจกล่าวได้ว่า หากปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการสูง ย่อมส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มสูงขึ้นตาม เช่น สภาพคล่องของกิจการ เป็นเรื่องที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดที่กิจการใช้ในการดำเนินงานภายในองค์กร (Free Cash Flow) หากกิจการมีเงินกระแสเงินสดมาก หรือสภาพคล่องของกิจการสูง ย่อมส่งผลให้นักลงทุนต้องการลงทุน และส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มสูงขึ้นตาม เนื่องจากนักลงทุนมองว่ากิจการมีสภาพคล่องในการดำเนินงานสูง เนื่องจากมีกระแสเงินสดที่กิจการที่ใช้ในการดำเนินงานมีมาก อีกทั้งนักลงทุนยังมองว่ากระแสเงินสดดังกล่าว กิจการสามารถนำมาพิจารณาเพื่อตัดสินใจลงทุนในธุรกิจต่าง ๆ ได้ ก่อให้เกิดผลตอบแทนที่ดีในอนาคต เป็นเหตุให้นักลงทุนต้องการลงทุน เพราะเล็งเห็นผลตอบแทนที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต จึงส่งผลให้มูลค่ากิจการมีค่าเพิ่มสูงขึ้นตาม

4.2 การวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ

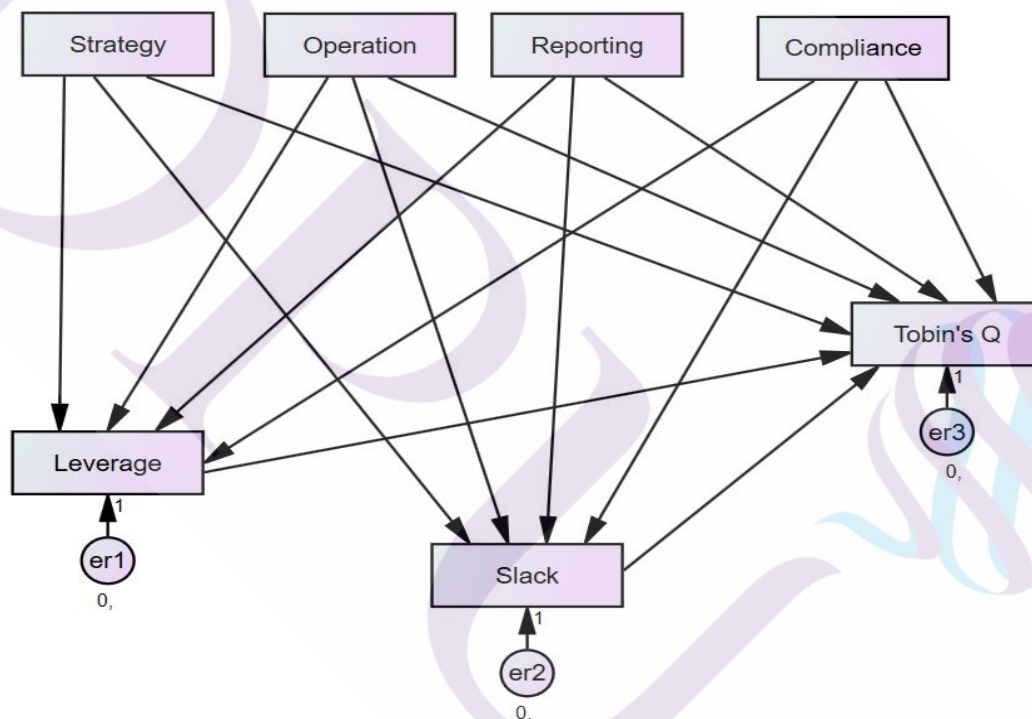
4.2.1 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q

ผู้วิจัยได้ทำการพัฒนาแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามหลักการของแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) และวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ซึ่งมีการแบ่งตัวแปรออกเป็น 2 ประเภท คือ ตัวแปรภายใน (Exogenous Variables) หรือเรียกอีกชื่อว่า ตัวแปรสังเกตได้ (Observed variable) และตัวแปรแฝงภายใน (Endogenous Variables) หรือเรียกอีกชื่อว่าตัวแปรแฝง (Latent Variables)

ตัวแปรภายใน (Exogenous Variables) หรือเรียกอีกอย่างว่า ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) และ ตัวแปรตาม (Dependent Variables) สำหรับงานวิจัยนี้ ตัวแปรอิสระมี 1 กลุ่ม ได้แก่ การบริหารความเสี่ยงองค์กรและมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ซึ่งจะพิจารณาจากวัตถุประสงค์ของการบริหารความเสี่ยงตามกรอบ COSO ERM ที่ประกอบด้วยวัตถุประสงค์การบริหารความเสี่ยง 4 ด้าน ได้แก่ การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operation Risk) การบริหารความเสี่ยงด้านการเงิน (Financial Risk) และการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ (Compliance Risk) นอกจากนี้ผู้วิจัยได้เล็งเห็นว่านอกเหนือจากการศึกษาตัวแปรภายใน (Exogenous Variables) ดังกล่าวแล้ว ยังมีตัวแปรแฝงภายใน (Endogenous Variables) ที่มีอิทธิพลต่อการบริหารความเสี่ยงองค์กรและมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q คือ ปัจจัยภายในองค์กร (Internal Factors) ซึ่งเป็นอีกปัจจัยสำคัญที่ผู้วิจัยนำมา

ศึกษาและพิจารณาเพิ่มเติม เพื่ออธิบายความสัมพันธ์เชิงเหตุผล (Causal Relationships) หรือเพื่ออธิบายความเป็นเหตุและผล (Cause and Effect) และความสัมพันธ์หรืออิทธิพลระหว่างตัวแปรต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในงานวิจัยเรื่องนี้ ปัจจัยภายในองค์กร (Internal Factors) ประกอบด้วย 2 ส่วนสำคัญที่ควรพิจารณา คือ ปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) และปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)

จากการวิเคราะห์ตัวแปรภายใน (Exogenous Variables) และ ตัวแปรแฝงภายนอก (Endogenous Variables) ที่เกี่ยวข้องและมีอิทธิพลต่อการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ผู้วิจัยจึงได้ทำการพัฒนาแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังภาพที่ 4.2



ภาพที่ 4.2 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากภาพที่ 4.2 ข้างต้น เป็นการสร้างแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามหลักการของการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) เพื่อให้การพัฒนาแบบจำลองและการวิเคราะห์ข้อมูลมีความสะดวก และสามารถสร้างความเข้าใจในการ

วิเคราะห์ข้อมูลได้ง่ายขึ้น ผู้วิจัยจึงได้กำหนดชื่อตัวแปร (Variables Name) ของตัวแปรแต่ละตัวในแบบจำลอง ดังนี้

Strategy	หมายถึง	การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk)
Operation	หมายถึง	การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk)
Reporting	หมายถึง	การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk)
Compliance	หมายถึง	การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk)
Leverage	หมายถึง	ปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage)
Slack	หมายถึง	ปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)
Tobin's Q	หมายถึง	มูลค่ากิจการ (Firm Value) ทางการตลาดที่วัดโดยใช้ทฤษฎีของ Tobin's Q

การกำหนดสัญลักษณ์ของเครื่องหมายในการวิเคราะห์แบบจำลองสมการ โครงสร้าง



แทน ตัวแปรภายใน (Exogenous Variables) หรือตัวแปรสังเกตได้ (Observed variable) และตัวแปรแฝงภายใน (Endogenous Variables) หรือตัวแปรแฝง (Latent Variable)



แทน ความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ โดยตัวแปรที่ปลายลูกศรก่อให้เกิดความเปลี่ยนแปลงโดยตรงต่อตัวแปรที่หัว



ลูกศร (Regression / Direction Path)

แทน Error Variables / Disturbance Term

การโยงเส้นความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรภายใน (Exogenous Variables) และตัวแปรแฝงภายใน (Endogenous Variables) สอดคล้องตามสมมติฐานที่ผู้วิจัยได้ตั้งไว้ในบทก่อนหน้า คือ สมมติฐานที่ 1 การบริหารความเสี่ยงองค์กรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย 4 สมมติฐานย่อย ได้แก่

สมมติฐานที่ H_{1a} : การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value)

สมมติฐานที่ H_{1b} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value)

สมมติฐานที่ H_{1c} : การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value)

สมมติฐานที่ H_{1d} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value)

ตัวแบบที่ 1 วัดการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้โมเดลสมการ โครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ในการวิเคราะห์อิทธิพลของตัวแบบที่ 1

สมมติฐานที่ 2 ปัจจัยภายในองค์กร (Internal Factors) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย 2 สมมติฐานย่อย ได้แก่

สมมติฐานที่ H_{2a} : ปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ H_{2b} : ปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ

ตัวแบบที่ 2 วัดปัจจัยภายในองค์กร (Internal Factors) ที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้โมเดลสมการ โครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ในการวิเคราะห์อิทธิพลของตัวแบบที่ 2

สมมติฐานที่ 3 การบริหารความเสี่ยงองค์กรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร (Internal Factors) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกอบด้วย 8 สมมติฐานย่อย ได้แก่

สมมติฐานที่ H_{3a} : การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage)

สมมติฐานที่ H_{3b} : การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)

สมมติฐานที่ H_{3c} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage)

สมมติฐานที่ H_{3d} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)

สมมติฐานที่ H_{3e} : การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage)

สมมติฐานที่ H_{3f} : การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)

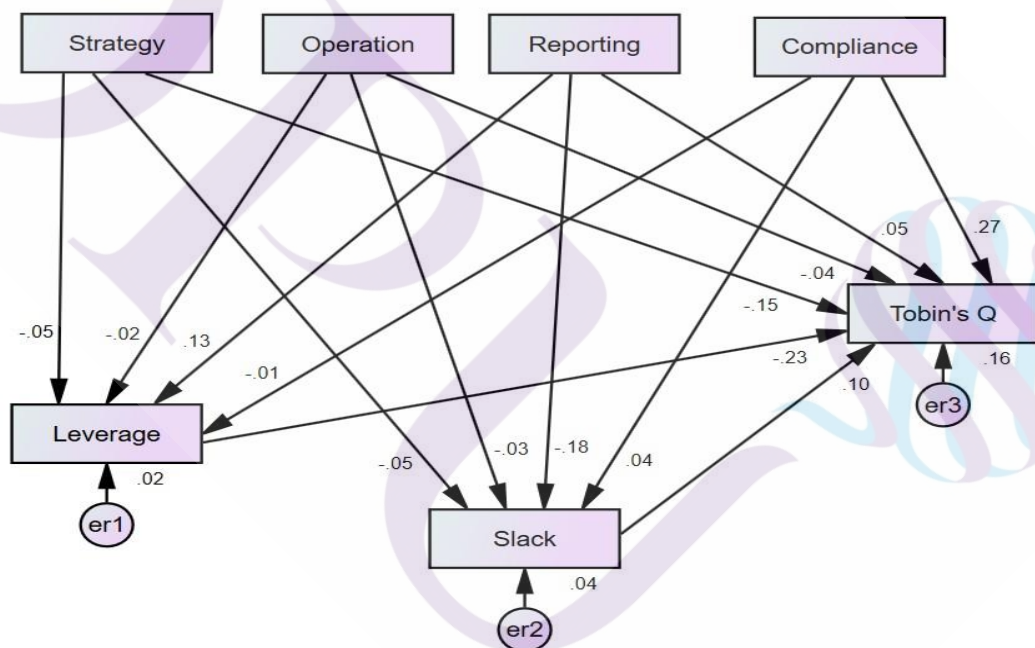
สมมติฐานที่ H_{3g} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage)

สมมติฐานที่ H_{3h} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)

ตัวแบบที่ 3 วัดอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ในการวิเคราะห์อิทธิพลของตัวแบบที่ 3

4.2.2 ผลการวิเคราะห์คุณภาพของแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Model Fit)

จากภาพที่ 4.2 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยงองค์กร ที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์เส้นทางของรูปแบบความสัมพันธ์แบบเต็มรูปของตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม (ตัวแปรแฝง) ซึ่งผู้วิจัยได้สร้างขึ้นตามแนวคิดทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องดังกล่าวข้างต้น นำมาสร้างรูปแบบความสัมพันธ์แบบเต็มรูป (Over identified model) ซึ่งเป็นรูปแบบที่มีเส้นทางเชื่อมระหว่างตัวแปรในทิศทางเดียวกันที่สามารถเชื่อมได้ไปสู่ตัวแปรตามที่เป็นตัวแปรภายในหรือตัวแปรแฝงทุกสมการโครงสร้าง ซึ่งได้แสดงค่าสถิติแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมาตรฐาน (Standardized Regression Weights) ค่า t-Value (Critical ratio: C.R.) ค่า p-Value และค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (S.E.) ซึ่งได้ผลการวิเคราะห์ดังภาพที่ 4.3 และตารางที่ 4.5 ดังนี้



Chi-Square = 7.264, Chi-Square/df = 1.038, df = 7

p = 0.402, CFI = 0.994, RMSEA = 0.012

ภาพที่ 4.3 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามเทคนิคแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM)

ตารางที่ 4.7 ผลการวิเคราะห์คุณภาพของแบบจำลองสมการ โครงสร้าง

Model	NPAR	CMIN	DF	P	CMIN/DF
Default model	28	7.264	7	.402	1.038
Saturated model	35	.000	0		
Independence model	14	68.428	21	.000	3.258

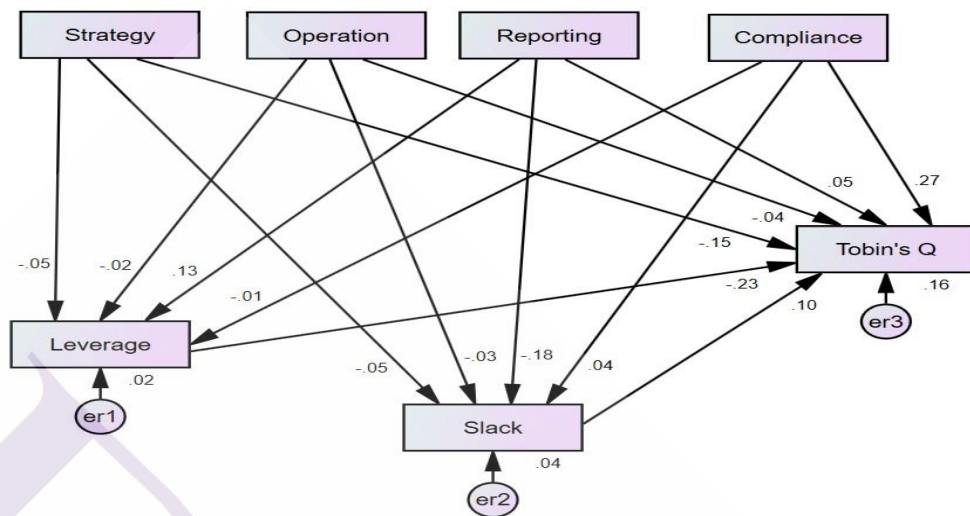
ความหมายของตัวแปร ในตารางที่ 4.7

df	หมายถึง	องศาอิสระ (Degree of Freedom)
CMIN/DF	หมายถึง	ดัชนีที่ใช้ในการเปรียบเทียบความกลมกลืนของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์
P	หมายถึง	ค่าความน่าจะเป็นทางสถิติ

จากตารางที่ 4.7 จะเห็นได้ว่า ค่า CMIN/DF ของแบบจำลองสมการโครงสร้าง ดัชนีที่ใช้ในการเปรียบเทียบความกลมกลืนของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ มีค่าเท่ากับ 1.038 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 3 หมายความว่า แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความกลมกลืนของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ในระดับดี (Good Fit) สามารถนำไปใช้ทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรภายใน (Exogenous Variables) และตัวแปรแฝงภายนอก (Endogenous Variables) ของงานวิจัยนี้ได้

4.2.3 ผลการวิเคราะห์สมมติฐานด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการ โครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ตามหลักการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis)

ผู้วิจัยได้นำแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผ่านการวิเคราะห์คุณภาพของแบบจำลองสมการ โครงสร้าง (Model Fit) ตามข้อ 4.3.2 ไปวิเคราะห์ด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการ โครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ตามหลักการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ได้ผลลัพธ์ของแบบจำลอง ดังภาพที่ 4.4



ภาพที่ 4.4 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผ่านการวิเคราะห์คุณภาพของแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Model Fit) ตามเทคนิคแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM)

จากภาพที่ 4.4 สามารถแสดงผลการประมาณค่าพารามิเตอร์ของโมเดลหรือผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ต่าง ๆ ซึ่งได้แสดงค่าสถิติแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ด้วยค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมาตรฐาน (Standardized Regression Weights) ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (S.E.) ค่า t-Value (Critical ratio: C.R.) และค่า P-Value แสดงดังตารางที่ 4.6

ตารางที่ 4.8 แสดงผลการประมาณค่า Standardized Regression Weights เพื่อวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ในแบบจำลองสมการโครงสร้าง

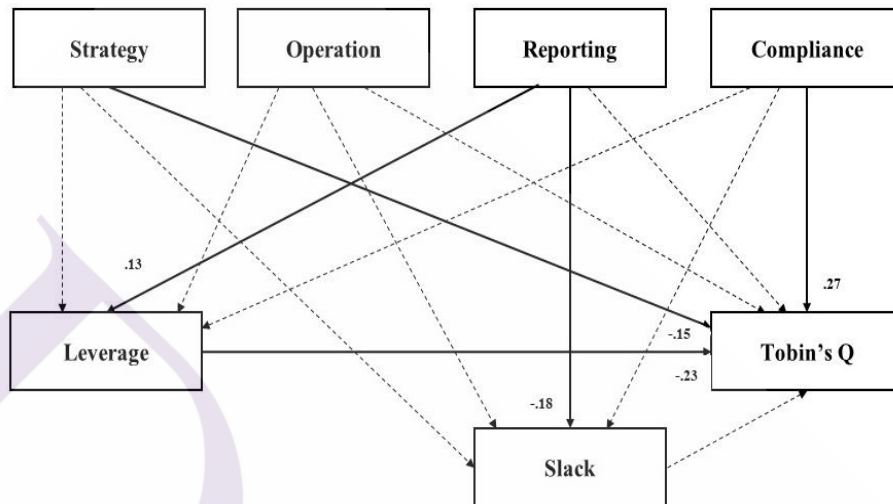
ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Path)	ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมาตรฐาน (Estimate)	S.E.	C.R. (t-Value)	P-Value	นัยสำคัญทางสถิติ
Leverage <--- Operation	0.000	.000	-0.359	.719	ไม่มี
Leverage <--- Reporting	1.145	.550	2.084	.037*	มี
Leverage <--- Strategy	-0.003	.003	-0.760	.447	ไม่มี

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Path)	ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมาตรฐาน (Estimate)	S.E.	C.R. (t-Value)	P-Value	นัยสำคัญทางสถิติ
Slack <--- Strategy	-0.005	.006	-0.841	.400	ไม่มี
Slack <--- Operation	.000	.000	-0.491	.623	ไม่มี
Slack <--- Reporting	-2.604	.924	-2.819	.005*	มี
Slack <--- Compliance	8.738	12.801	.683	.495	ไม่มี
Leverage <--- Compliance	-1.769	7.615	-0.232	.816	ไม่มี
Tobin's Q <--- Compliance	500.845	107.915	4.641	***	มี
Tobin's Q <--- Strategy	-0.128	.049	-2.581	.010*	มี
Tobin's Q <--- Operation	.000	.000	-0.756	.450	ไม่มี
Tobin's Q <--- Reporting	6.548	7.951	.824	.410	ไม่มี
Tobin's Q <--- Leverage	-3.596	.919	-3.912	***	มี
Tobin's Q <--- Slack	.875	.547	1.600	.110	ไม่มี

หมายเหตุ. มีนัยสำคัญ * $P < 0.05$, *** $P < 0.001$

ผลการวิเคราะห์สมการ โครงสร้างได้แสดงผลตามภาพที่ 4.4 และตารางที่ 4.8 ซึ่งแสดงถึงค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมาตรฐานตัวแปรพร้อมสัญลักษณ์แสดงถึงระดับการมีนัยสำคัญทางสถิติพบว่า คู่ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่มีนัยสำคัญ 0.05 ($P < 0.05$) จำนวน 3 คู่ ได้แก่ 1) ตัวแปรการบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงานกับปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage <--- Reporting) 2) ตัวแปรการบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงานกับปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack <--- Reporting) 3) ตัวแปรการบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q <--- Strategy) และมีส่วนคู่ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่มีนัยสำคัญ 0.001 (***) จำนวน 2 คู่ ได้แก่ 1) ตัวแปรการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q <--- Compliance) 2) ตัวแปรปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q <--- Leverage)

ส่วนคู่ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอื่น ๆ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสามารถนำมาเขียนเส้นทางความสัมพันธ์ของตัวแปรใหม่แสดงดังภาพที่ 4.5



Chi-Square = 7.264, Chi-Square/df = 1.038, df = 7

p = 0.402, CFI = 0.994, RMSEA = 0.012

หมายเหตุ. *มีนัยสำคัญทางสถิติ ———> ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ----->

ภาพที่ 4.5 แสดงเส้นทางความสัมพันธ์ของโมเดลที่มีนัยสำคัญและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การปรับโมเดล

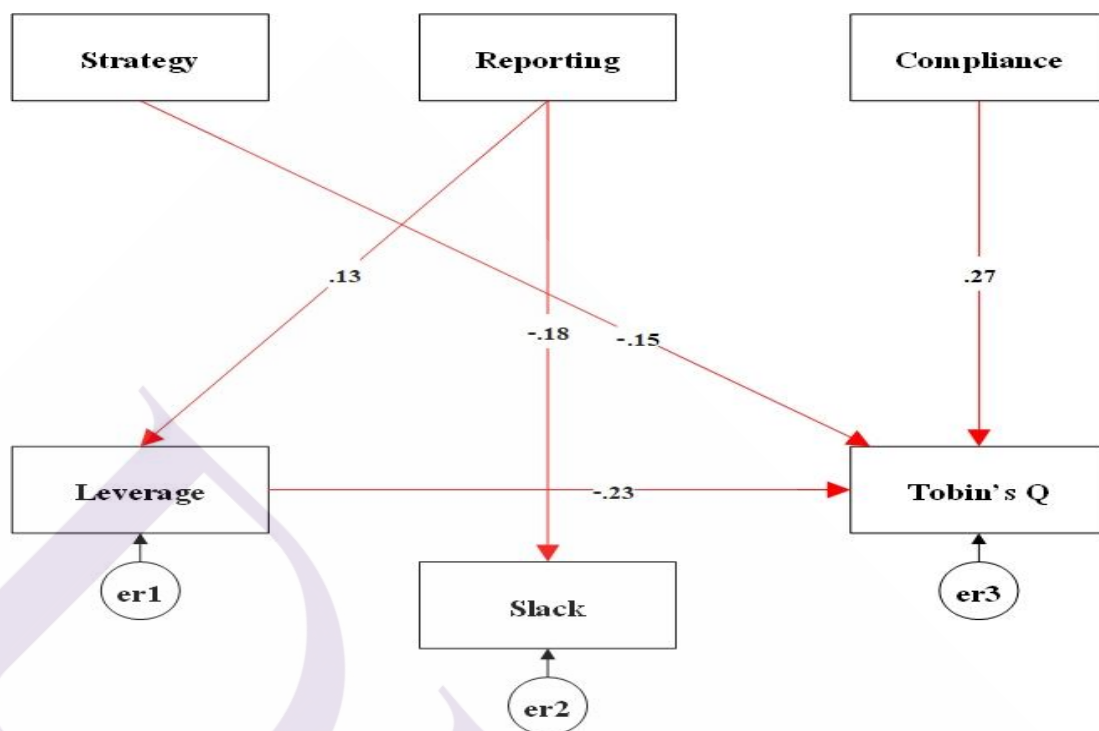
จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุเต็มรูปแบบ พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ยังไม่เหมาะสม โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติมีอยู่ 9 เส้นทางแสดงตามภาพที่ 4.5 ดังนั้น จึงต้องทำการตกแต่งรูปแบบความสัมพันธ์โดยการปรับ โมเดลใหม่ เพื่อให้ได้รูปแบบหรือโมเดลที่มีความสัมพันธ์ที่ดีที่สุด โดยการลบเส้นทางที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติออกจากรูปแบบความสัมพันธ์เต็มรูปแบบ ดังแสดงในตารางที่ 4.9

ตารางที่ 4.9 แสดงผลการประมาณค่า Standardized Regression Weights หลังปรับโมเดล

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Path)	ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมาตรฐาน (Estimate)	S.E.	C.R. (t-Value)	P-Value	นัยสำคัญทางสถิติ
Leverage <--- Reporting	1.145	.550	2.084	.037*	มี
Slack <--- Reporting	-2.604	.924	-2.819	.005*	มี
Tobin's Q <--- Compliance	500.845	107.915	4.641	***	มี
Tobin's Q <--- Strategy	-.128	.049	-2.581	.010*	มี
Tobin's Q <--- Leverage	-3.596	.919	-3.912	***	มี

หมายเหตุ. มีนัยสำคัญ * $P < 0.05$, *** $P < 0.001$

จากตารางที่ 4.9 จึงสามารถนำค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางของแต่ละสมการโครงสร้างมาเขียนเส้นทางของรูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ ที่ผ่านการตกแต่งแบบความสัมพันธ์ให้เป็นแบบจำลองที่ประหยัด (Parsimonious Model) เพื่อให้ได้รูปแบบที่มีความสัมพันธ์ที่ดีที่สุด ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า 1) การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลทางตรง (Direct Effect) ต่อปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) และด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) 2) การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) และด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลทางตรง (Direct Effect) ต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q และ 3) ปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) มีอิทธิพลทางตรง (Direct Effect) ต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังแสดงในภาพที่ 4.6



Chi-Square = 7.264, Chi-Square/df = 1.038, df = 7

p = 0.402, CFI = 0.994, RMSEA = 0.012

ภาพที่ 4.6 แสดงโมเดลรูปแบบเส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่ผ่านการปรับโมเดล

ผลการตรวจสอบความสอดคล้องของโมเดล (Measures of the Model Fit)

การตรวจสอบความสอดคล้องกันของโมเดลหรือตรวจสอบความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรว่ามีความสอดคล้องกันหรือไม่ ถ้าสอดคล้องกันก็สามารถนำมาวิเคราะห์ได้ และถ้าตัวแปรไม่มีความสอดคล้องกัน ตัวแบบสมการโครงสร้างจะไม่สามารถนำมาคำนวณได้ ผู้วิจัยต้องดำเนินการปรับโมเดลจนมีความสมบูรณ์เป็นที่ยอมรับและน่าเชื่อถือตามหลักของกระบวนการวิจัยก่อน ดังนั้นการพัฒนาโมเดลให้มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์นั้นนิยมเรียกว่า “Model Fit” ซึ่งผลการ วิจัย พบว่า

โมเดลตัวแบบเชิงประจักษ์กับตัวแบบทางทฤษฎี (โมเดลต้นแบบ) มีความสอดคล้องกันซึ่งผ่านเกณฑ์การประเมินโมเดล ดังนี้

- 1) ค่า Chi-square Probability Level : CMIN-P เท่ากับ 0.402
- 2) Relative Chi-square: CMIN/df เท่ากับ 1.038
- 3) Comparative Fit Index: CFI เท่ากับ 0.994
- 4) Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA เท่ากับ 0.012

จากผลการวิจัยที่ได้ผ่านการตรวจสอบความสอดคล้องของตัวแบบทางทฤษฎี (โมเดล ต้นแบบ) กับข้อมูลเชิงประจักษ์ ซึ่งมีความสอดคล้องกัน โดยขอแสดงข้อมูลตามตารางที่ 4.8 ดังนี้

ตารางที่ 4.10 เกณฑ์และผลการตรวจสอบความสอดคล้องของตัวแบบทางทฤษฎีกับข้อมูลเชิงประจักษ์

สัญลักษณ์	ค่าสถิติ	วัตถุประสงค์	เกณฑ์	ผลการวิจัย	ผลการพิจารณา
CMIN-P	Chi-square Probability Level	เพื่อตรวจสอบค่าความน่าจะเป็นของไคสแควร์ ซึ่งจะต้องไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ	$P > 0.05$	0.402	สอดคล้อง/ ผ่านเกณฑ์
CMIN/df	Relative Chi-square	ตรวจสอบว่าตัวแบบมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์	< 3	1.038	สอดคล้อง/ ผ่านเกณฑ์
CFI	Comparative Fit Index	เป็นค่า Fit Index ที่ปรับจาก NFI เพื่อใช้เปรียบเทียบค่า Fit กับ Target Model	> 0.90	0.994	สอดคล้อง/ ผ่านเกณฑ์
RMSEA	Root Mean Square Error of Approximation	เพื่อบอกความคลาดเคลื่อนของตัวแบบในรูปของรากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของความคลาดเคลื่อน โดยประมาณค่าระหว่าง 0-1.00	< 0.08	0.012	สอดคล้อง/ ผ่านเกณฑ์

ผลการคำนวณอิทธิพลทางตรง (Direct Effect) อิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effect) และผลรวมอิทธิพล (Total Effect)

ตารางที่ 4.11 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าผลรวมอิทธิพลของตัวแปร (Standardized Total Effects)

	Strategy	Compliance	Reporting	Operation	Slack	Leverage
Slack	-.053	.043	-.178	-.031	.000	.000
Leverage	-.048	-.015	.132	-.023	.000	.000
Tobin's Q	-.146	.281	.001	-.042	.097	-.235

ตารางที่ 4.12 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าอิทธิพลทางอ้อมของตัวแปร (Standardized Indirect Effects)

	Strategy	Compliance	Reporting	Operation	Slack	Leverage
Slack	.000	.000	.000	.000	.000	.000
Leverage	.000	.000	.000	.000	.000	.000
Tobin's Q	.006	.008	-.048	.002	.000	.000

ตารางที่ 4.13 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าอิทธิพลทางตรงของตัวแปร (Standardized Direct Effects)

	Strategy	Compliance	Reporting	Operation	Slack	Leverage
Slack	-.053	.043	-.178*	-.031	.000	.000
Leverage	-.048	-.015	.132*	-.023	.000	.000
Tobin's Q	-.152*	.273*	.049	-.044	.097	-.235*

หมายเหตุ. * หมายถึง $P > 0.05$ Direct Effect

จากตารางที่ 4.11 ตารางที่ 4.12 และตารางที่ 4.13 เมื่อพิจารณาผลรวมอิทธิพล พบว่า ตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategy Risk) การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) และปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) มีอิทธิพลทางตรง (Direct Effect) (ตารางที่ 4.13) ต่อมูลค่ากิจการ เท่ากับ -0.152, 0.273 และ -0.235 ตามลำดับ แต่ไม่มีอิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effect) และพบว่า การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลทางตรง (Direct Effect) ต่อปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) และด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) เท่ากับ 0.132 และ -0.178 ตามลำดับ และไม่มีอิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effect) เช่นเดียวกัน

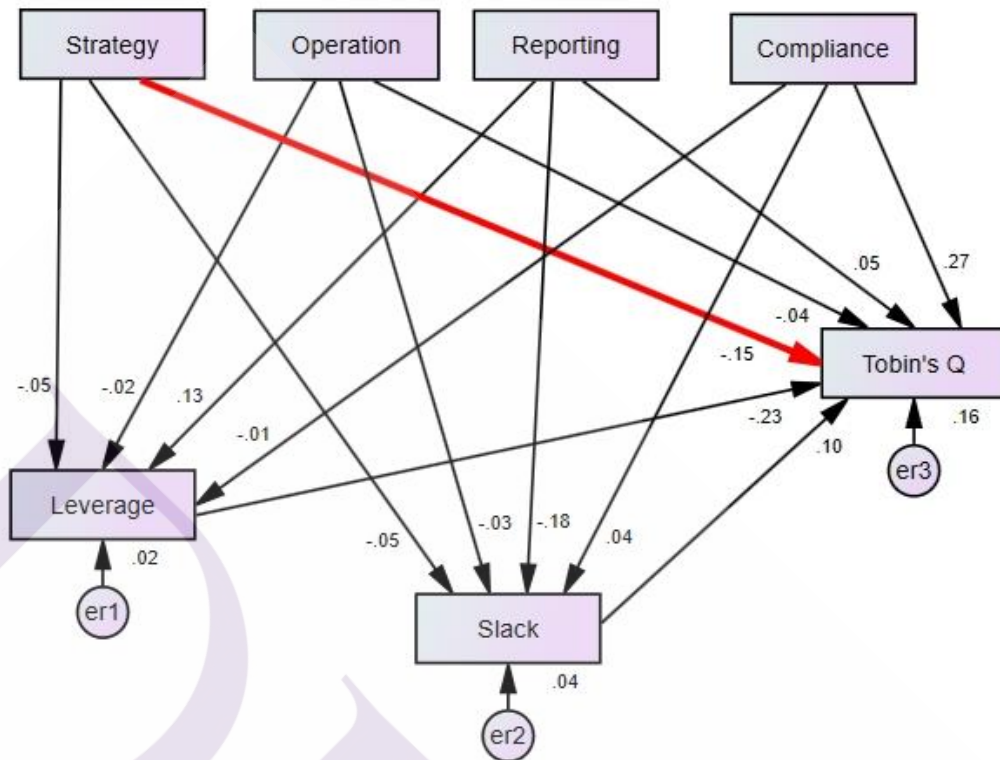
4.3 การทดสอบสมมติฐาน

จากการตั้งสมมติฐานการวิจัยไว้ 3 หัวข้อใหญ่ (ประกอบด้วย 14 สมมติฐานย่อย) เมื่อพิสูจน์ตรวจสอบข้อมูลทางสถิติแล้ว ตามตารางที่ 4.8 แสดงผลการประมาณค่า Standardized Regression Weights หรือเรียกว่า การประมาณค่าพารามิเตอร์ (Estimate) และค่าความน่าจะเป็นทางสถิติ (P) ของทุกเส้นทาง (Path) ที่มีการสร้างขึ้นในแบบจำลองสมการโครงสร้างตามสมมติฐานทั้ง 14 สมมติฐานของงานวิจัยนี้ โดยเส้นทางที่จะ Significantly จะต้องมิต่ำ P น้อยกว่าค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($P\text{-Value} < 0.05$) ซึ่งสามารถอธิบายผลการวิเคราะห์จำแนกตามสมมติฐานได้ ผลการวิจัย ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 การบริหารความเสี่ยงองค์กรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย 4 สมมติฐานย่อย ได้แก่

สมมติฐานที่ H_{1a} : การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value)

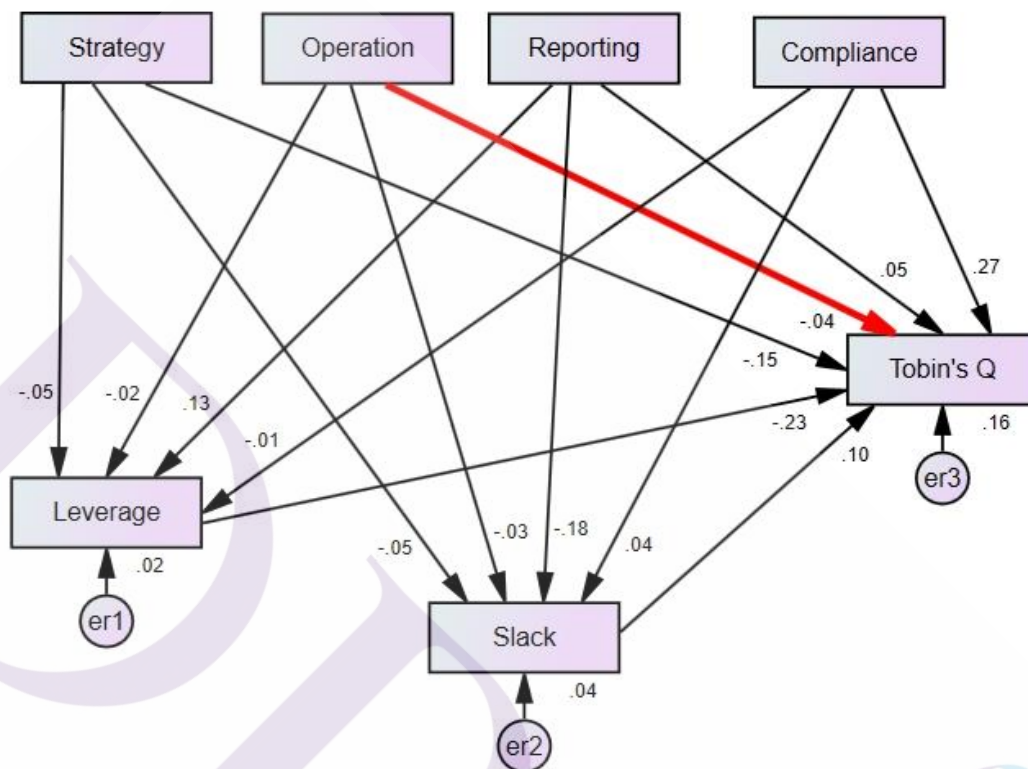
จากสมมติฐานที่ H_{1a} สามารถสร้างเส้นทาง (Path) ได้ดังภาพที่ 4.7



ภาพที่ 4.7 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) ที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ H_{1a}

จากตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ในแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) และการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) พบว่า การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลทางตรง (Direct Effect) ต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 เนื่องจากค่า P ของเส้นทาง Strategy → Tobin's Q มีค่าเท่ากับ 0.010 ($P < 0.05$) ซึ่งน้อยกว่าค่านัยสำคัญทางสถิติ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐาน H_{1a} สมมติฐานที่ H_{1b} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value)

จากสมมติฐานที่ H_{1b} สามารถสร้างเส้นทาง (Path) ได้ดังภาพที่ 4.8

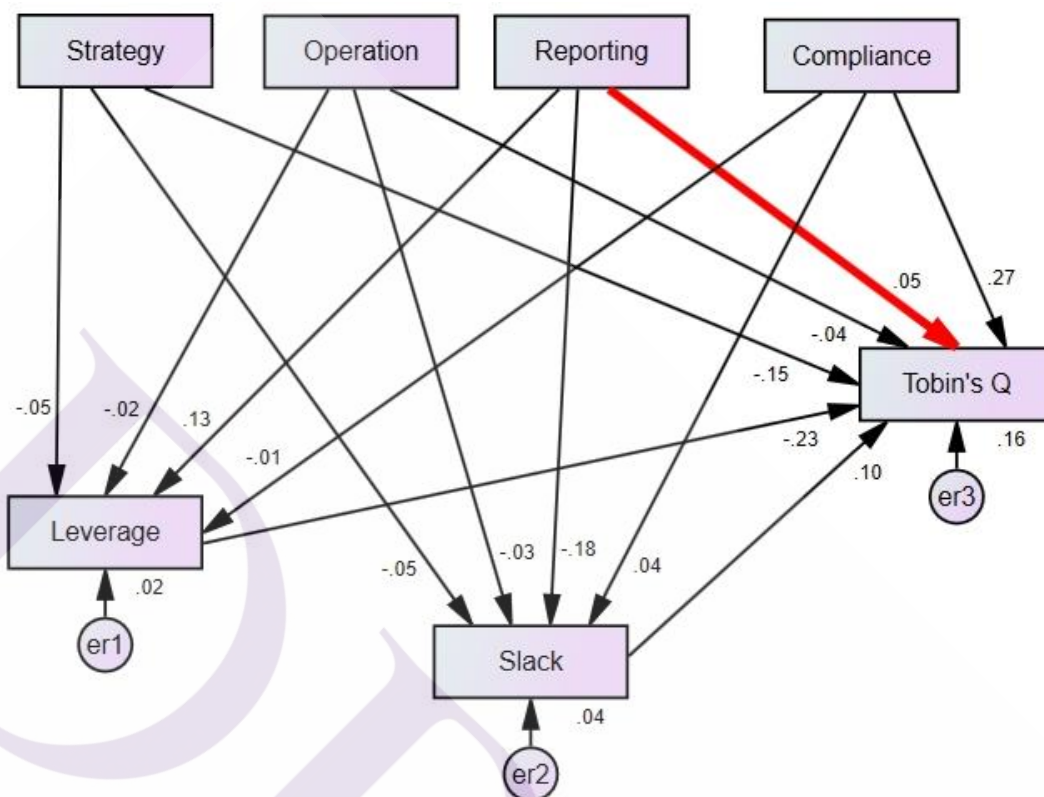


ภาพที่ 4.8 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) ที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ H_{1b}

จากตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ในแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) และการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) พบว่า การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เนื่องจากค่า P ของเส้นทาง Operation \rightarrow Tobin's Q มีค่าเท่ากับ 0.450 ($P > 0.05$) ซึ่งมากกว่าค่านัยสำคัญสำคัญทางสถิติ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน H_{1b}

สมมติฐานที่ H_{1c} : การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value)

จากสมมติฐานที่ H_{1c} สามารถสร้างเส้นทาง (Path) ได้ดังภาพที่ 4.9

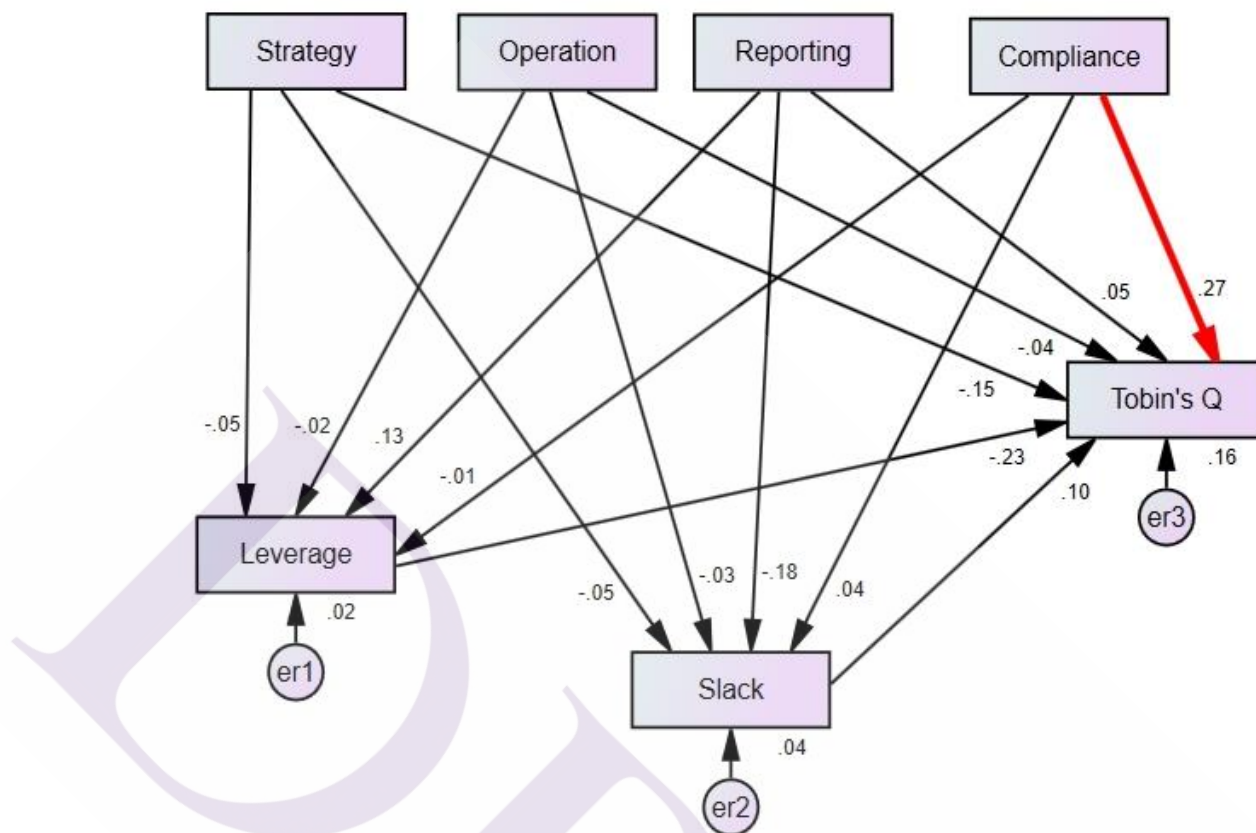


ภาพที่ 4.9 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) ที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ H_{1c}

จากตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ในแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) และการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) พบว่า การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เนื่องจากค่า P ของเส้นทาง Reporting \rightarrow Tobin's Q มีค่าเท่ากับ 0.410 ($P > 0.05$) ซึ่งมากกว่าค่านัยสำคัญทางสถิติ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน H_{1c}

สมมติฐานที่ H_{1d} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value)

จากสมมติฐานที่ H_{1d} สามารถสร้างเส้นทาง (Path) ได้ดังภาพที่ 4.10



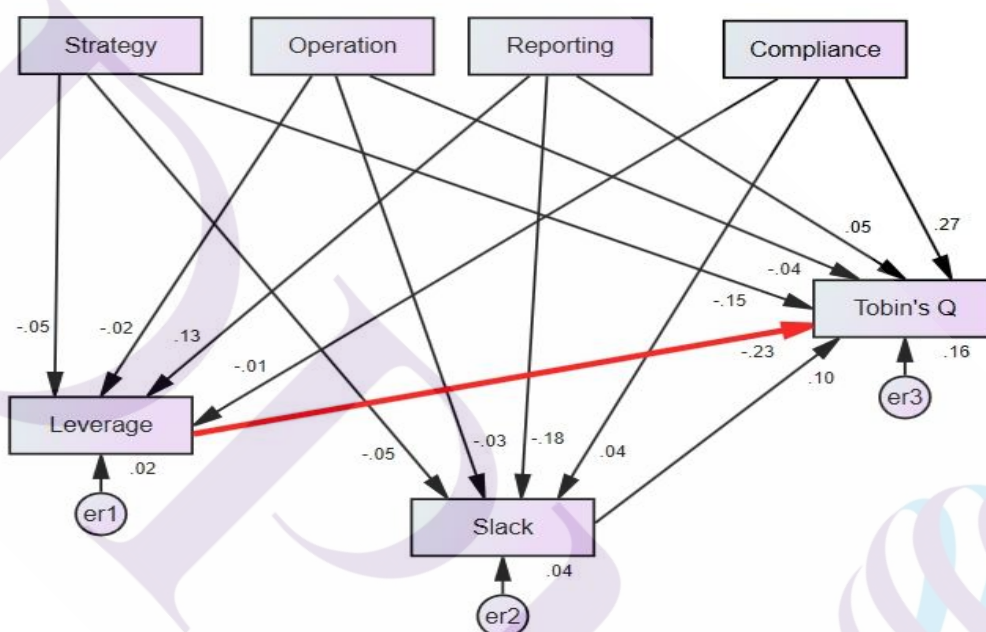
ภาพที่ 4.10 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) ที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ H_{1d}

จากตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ในแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) และการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) พบว่า การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลทางตรง (Direct Effect) ต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 เนื่องจากค่า P ของเส้นทาง Compliance ---> Tobin's Q มีค่าเท่ากับ *** (P = ***) ซึ่งน้อยกว่าค่านัยสำคัญทางสถิติ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐาน H_{1d}

สมมติฐานที่ 2 ปัจจัยภายในองค์กร มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย 2 สมมติฐานย่อย ได้แก่

สมมติฐานที่ H_{2a} : ปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value)

จากสมมติฐานที่ H_{2a} สามารถสร้างเส้นทาง (Path) ได้ดังภาพที่ 4.11



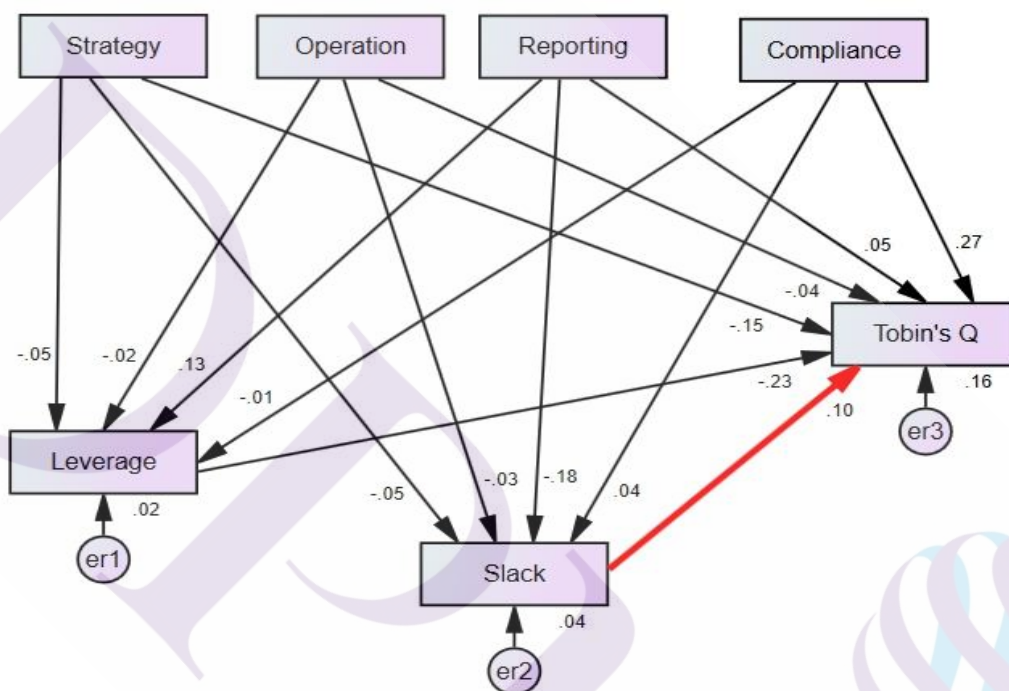
ภาพที่ 4.11 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ H_{2a}

จากตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ในแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) และการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) พบว่า ปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) มีอิทธิพลทางตรง (Direct Effect) ต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 เนื่องจากค่า P ของเส้นทาง Leverage --->

Tobin's Q มีค่าเท่ากับ *** ($P = ***$) ซึ่งน้อยกว่าค่านัยสำคัญทางสถิติ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐาน H_{2a}

สมมติฐานที่ H_{2b} : ปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value)

จากสมมติฐานที่ H_{2b} สามารถสร้างเส้นทาง (Path) ได้ดังภาพที่ 4.12



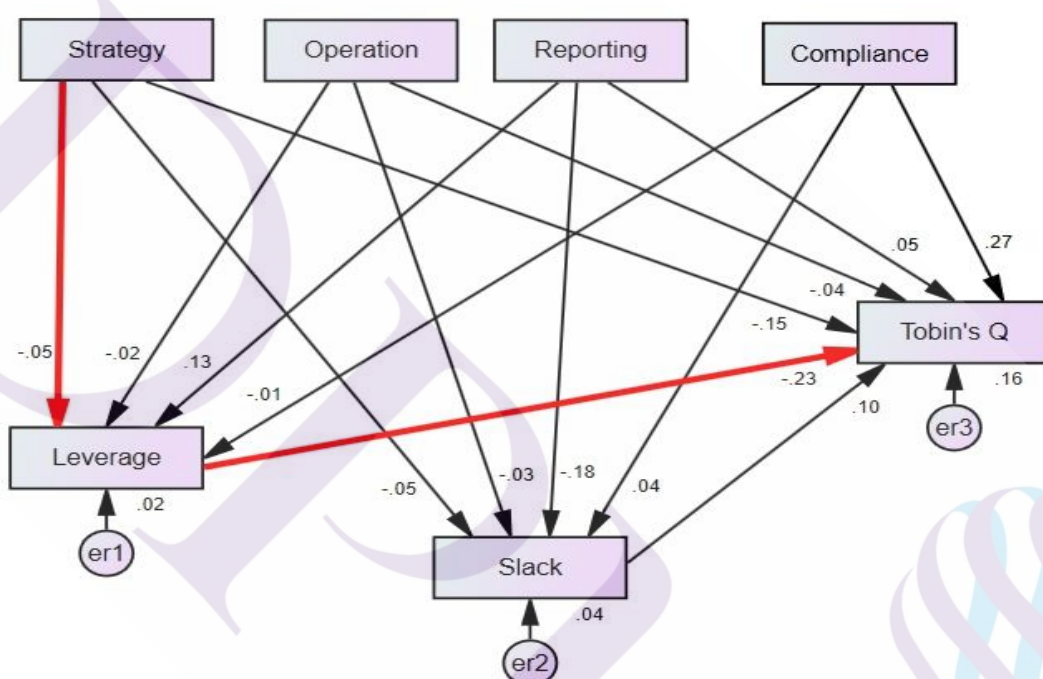
ภาพที่ 4.12 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ H_{2b}

จากตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ในแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) และการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) พบว่า ปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เนื่องจากค่า P ของเส้นทาง Slack ---> Tobin's Q มีค่าเท่ากับ 0.110 ($P > 0.05$) ซึ่งมากกว่าค่านัยสำคัญทางสถิติ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน H_{2b}

สมมติฐานที่ 3 การบริหารความเสี่ยงองค์กรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย 8 สมมติฐานย่อย ได้แก่

สมมติฐานที่ H_{3a} : การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage)

จากสมมติฐานที่ H_{3a} สามารถสร้างเส้นทาง (Path) ได้ดังภาพที่ 4.13



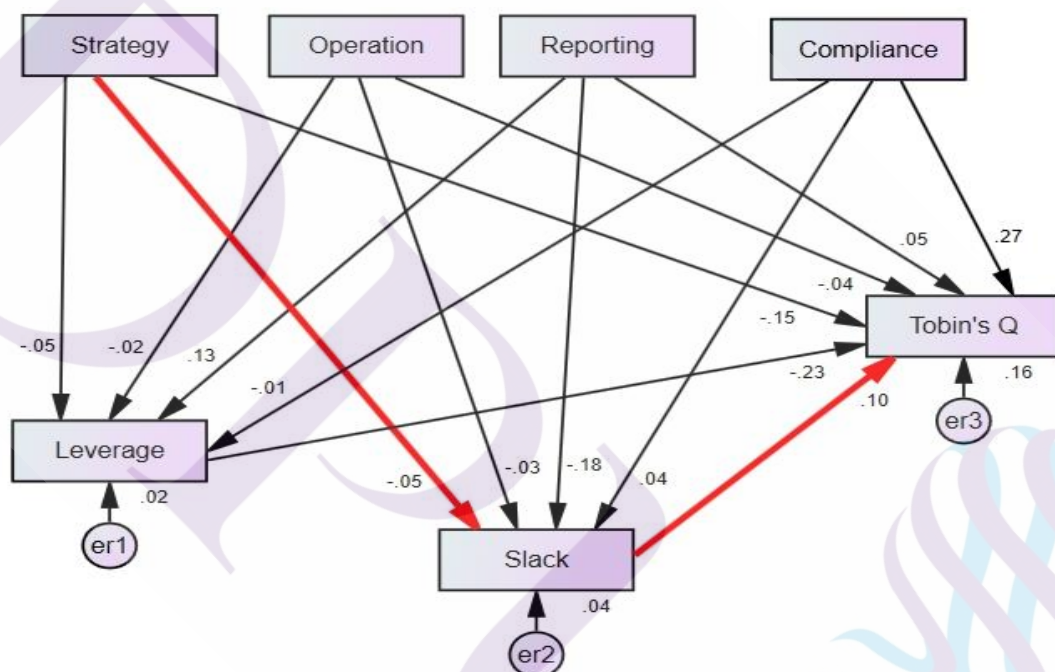
ภาพที่ 4.13 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามสมมติฐานที่ H_{3a}

จากตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ในแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) และการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) พบว่า การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) มีค่า P ของเส้นทาง Strategy ---> Leverage เท่ากับ 0.447 และปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) เมื่อผ่านมูลค่ากิจการ มีค่า P ของเส้นทาง

Leverage ---> Tobin's Q เท่ากับ *** (P-Value = ***) ซึ่งน้อยกว่าค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 สรุปได้ว่า การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 จึงยอมรับสมมติฐาน H_{3a}

สมมติฐานที่ H_{3b} : การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)

จากสมมติฐานที่ H_{3b} สามารถสร้างเส้นทาง (Path) ได้ดังภาพที่ 4.14



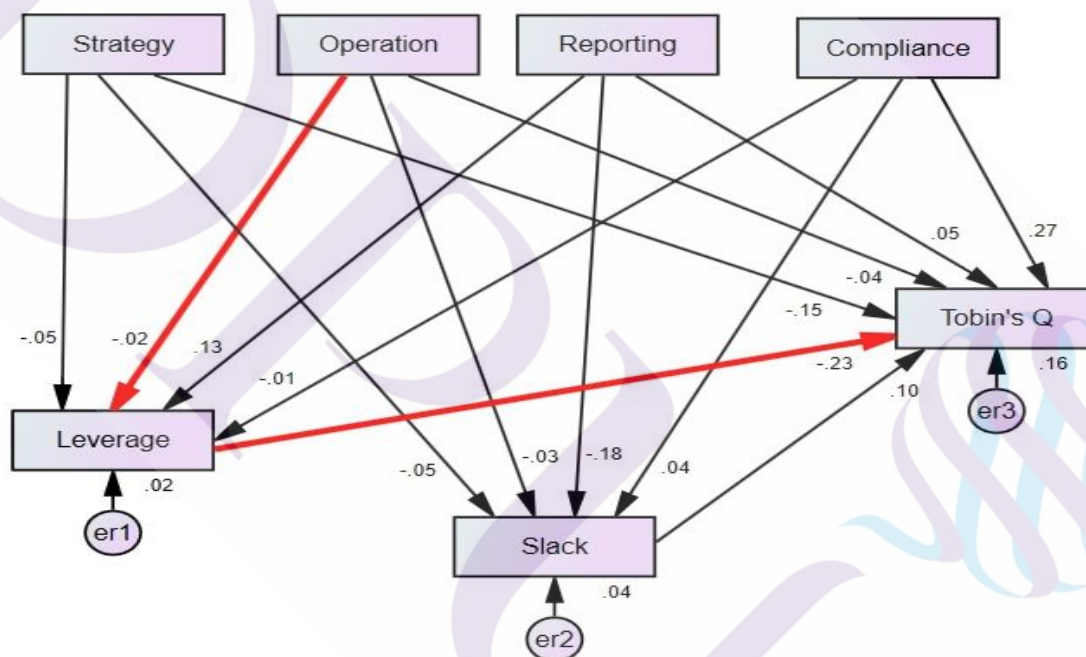
ภาพที่ 4.14 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ H_{3b}

จากตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ในแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) และการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) พบว่า การบริหาร

ความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) มีค่า P ของเส้นทาง Strategic ---> Slack เท่ากับ 0.400 และปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) เมื่อผ่านมูลค่ากิจการ มีค่า P ของเส้นทาง Slack ---> Tobin's Q เท่ากับ 0.110 (P-Value = 0.110) ซึ่งมากกว่าค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สรุปได้ว่า การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) จึงปฏิเสธสมมติฐาน H_{3b}

สมมติฐานที่ H_{3c} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage)

จากสมมติฐานที่ H_{3c} สามารถสร้างเส้นทาง (Path) ได้ดังภาพที่ 4.15



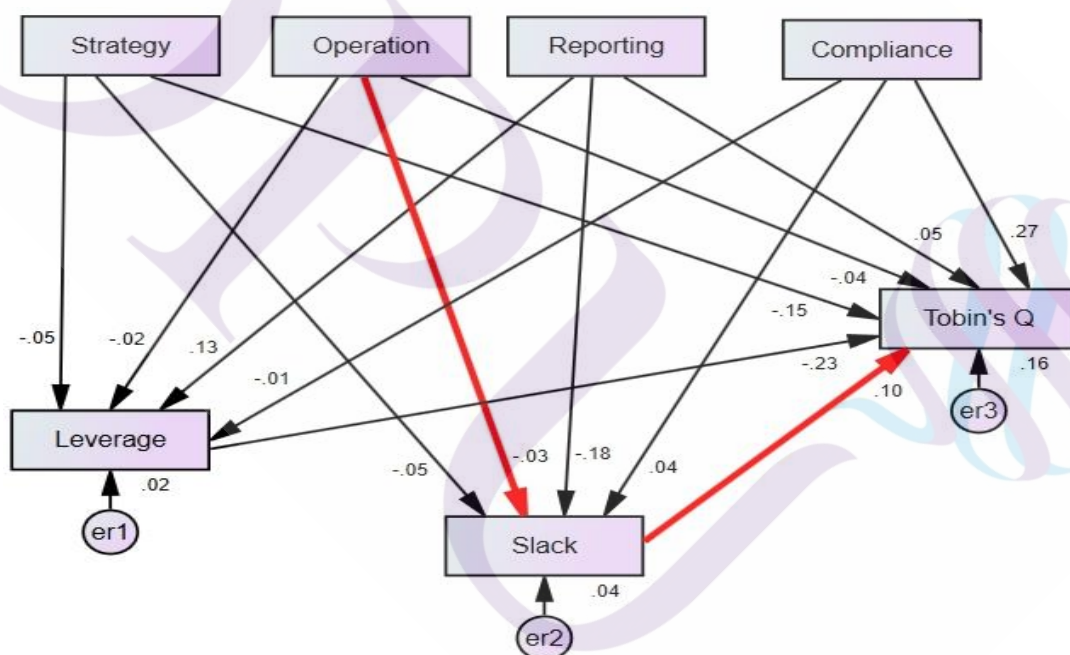
ภาพที่ 4.15 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามสมมติฐานที่ H_{3c}

จากตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ในแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการ โครงสร้าง

(Structural Equation Modeling: SEM) และการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) พบว่า การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) มีค่า P ของเส้นทาง Operational ---> Leverage เท่ากับ 0.719 และปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) เมื่อผ่านมูลค่ากิจการ มีค่า P ของเส้นทาง Leverage --> Tobin's เท่ากับ *** (P-Value = ***) ซึ่งน้อยกว่าค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 สรุปได้ว่าการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 จึงยอมรับสมมติฐาน H_{3c}

สมมติฐานที่ H_{3d} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)

จากสมมติฐานที่ H_{3d} สามารถสร้างเส้นทาง (Path) ได้ดังภาพที่ 4.16



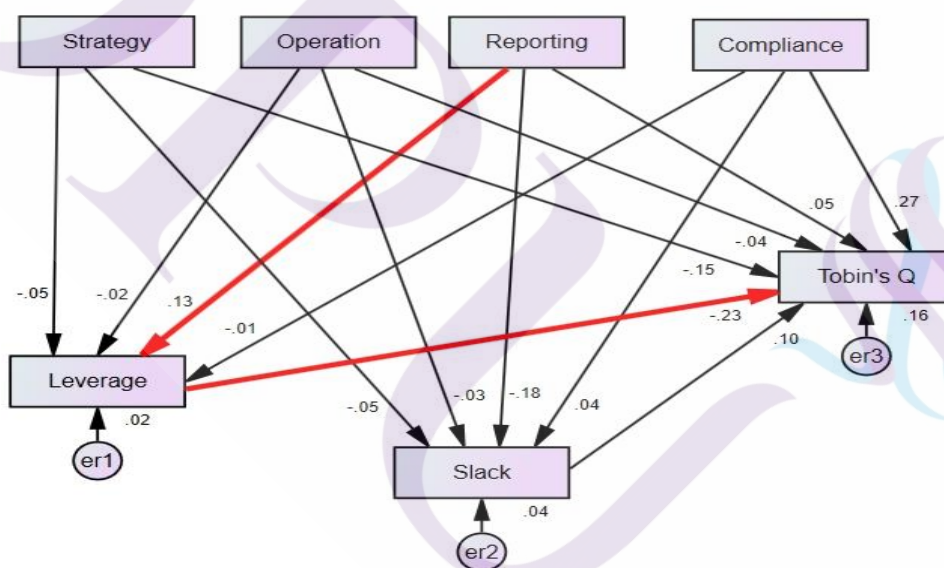
ภาพที่ 4.16 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ H_{3d}

จากตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ในแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของ

บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการ โครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) และการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) พบว่า การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) มีค่า P ของเส้นทาง Operational ---> Slack เท่ากับ 0.623 และปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) เมื่อผ่านมูลค่ากิจการ มีค่า P ของเส้นทาง Slack ---> Tobin's Q เท่ากับ 0.110 (P-Value = 0.110) ซึ่งมากกว่าค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สรุปได้ว่า การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) จึงปฏิเสธสมมติฐาน H_{3d}

สมมติฐานที่ H_{3c} : การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage)

จากสมมติฐานที่ H_{3c} สามารถสร้างเส้นทาง (Path) ได้ดังภาพที่ 4.17



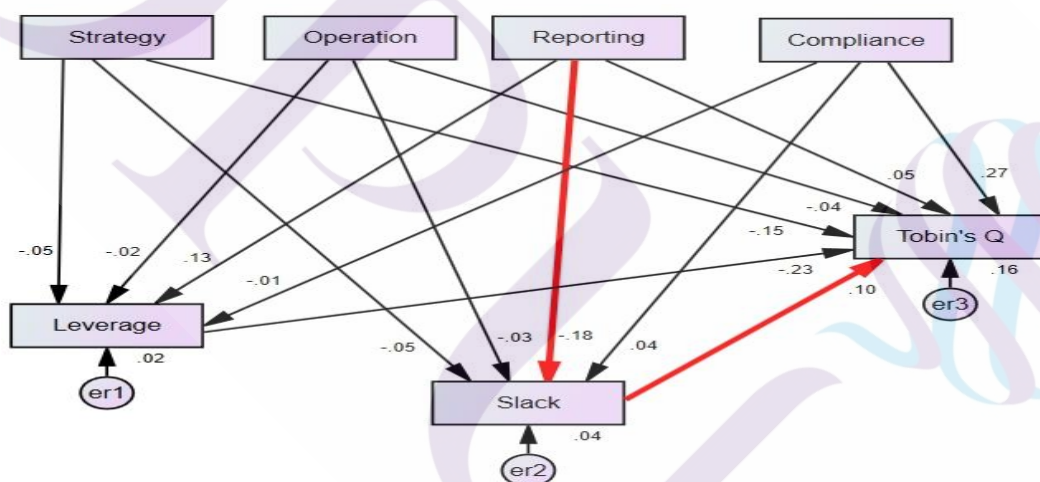
ภาพที่ 4.17 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามสมมติฐานที่ H_{3c}

จากตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ในแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการ โครงสร้าง

(Structural Equation Modeling: SEM) และการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) พบว่า การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) มีค่า P ของเส้นทาง Reporting ---> Leverage เท่ากับ 0.037 และปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) เมื่อผ่านมูลค่ากิจการ มีค่า P ของเส้นทาง Leverage --> Tobin's Q เท่ากับ *** (P = ***) ซึ่งน้อยกว่าค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 สรุปได้ว่า การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 จึงยอมรับสมมติฐาน H_{3c}

สมมติฐานที่ H_{3f} : การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)

จากสมมติฐานที่ H_{3f} สามารถสร้างเส้นทาง (Path) ได้ดังภาพที่ 4.18



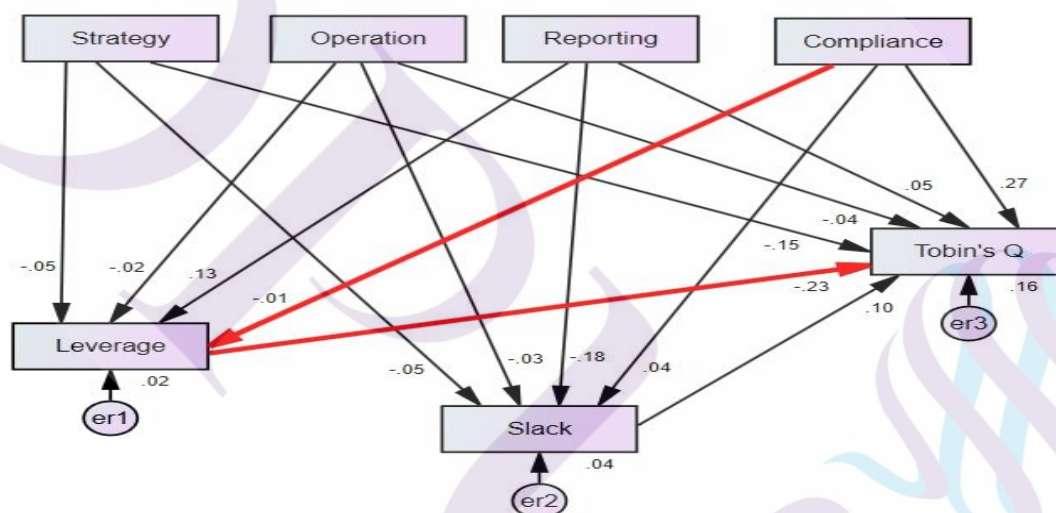
ภาพที่ 4.18 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ H_{3f}

จากตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ในแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) และการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) พบว่า การบริหาร

ความเสี่ยง ด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) ผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) มีค่า P ของเส้นทาง Reporting \rightarrow Slack เท่ากับ 0.005 และ ปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) เมื่อผ่านมูลค่ากิจการ มีค่า P ของเส้นทาง Slack \rightarrow Tobin's Q เท่ากับ 0.110 (P-Value = 0.110) ซึ่งมากกว่าค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สรุปได้ว่า การบริหารความเสี่ยง ด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) จึงปฏิเสธสมมติฐาน H_{3f}

สมมติฐานที่ H_{3g} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบข้อบังคับ (Compliance Risk) และปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ

จากสมมติฐานที่ H_{3g} สามารถสร้างเส้นทาง (Path) ได้ดังภาพที่ 4.19



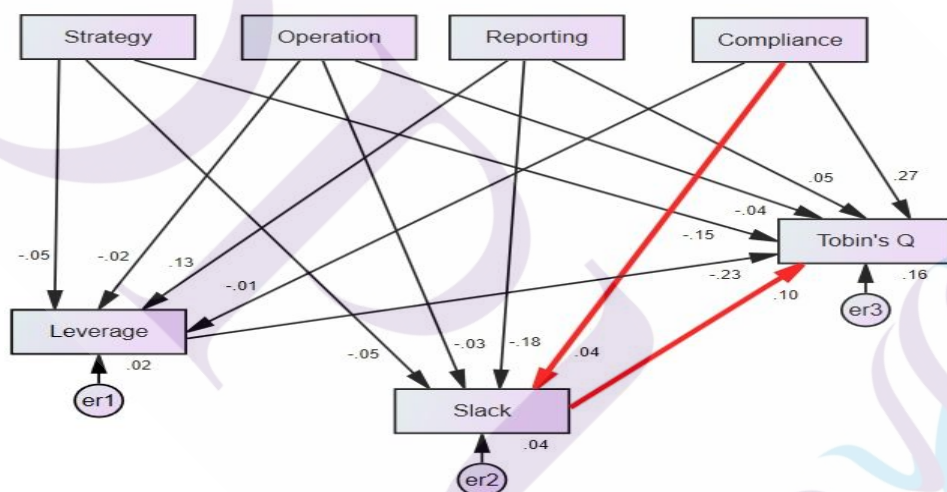
ภาพที่ 4.19 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ H_{3g}

จากตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ในแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) และการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) พบว่าการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบข้อบังคับ (Compliance Risk) เมื่อผ่านปัจจัยภายใน

องค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) มีค่า P ของเส้นทาง Compliance ---> Leverage เท่ากับ 0.816 และปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) เมื่อผ่านมูลค่ากิจการ มีค่า P ของเส้นทาง Leverage --> Tobin's Q เท่ากับ *** (P = ***) ซึ่งน้อยกว่าค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 สรุปได้ว่า การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 จึงยอมรับสมมติฐาน H_{3g}

สมมติฐานที่ H_{3h} : การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)

จากสมมติฐานที่ H_{3h} สามารถสร้างเส้นทาง (Path) ได้ดังภาพที่ 4.20

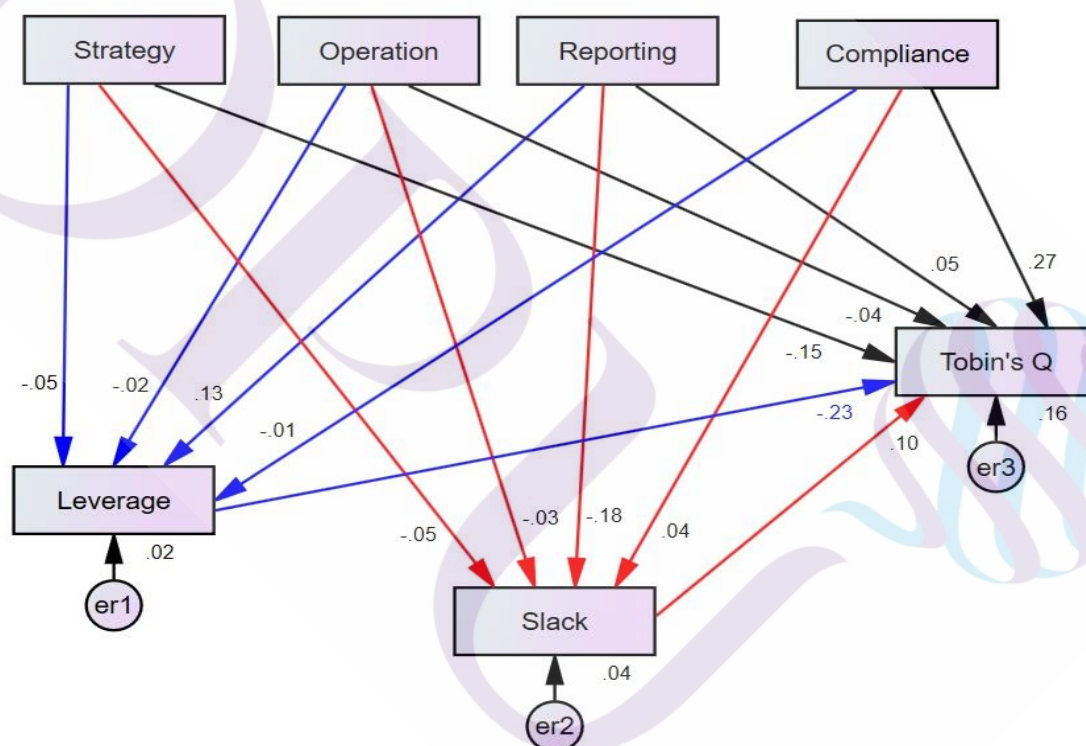


ภาพที่ 4.20 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยง ด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานที่ H_{3h}

จากตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ในแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) และการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) พบว่า การบริหารความเสี่ยง ด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบข้อบังคับ (Compliance Risk) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) มีค่า P ของเส้นทาง Compliance ---> Slack เท่ากับ 0.495 และ

ปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) เมื่อผ่านมูลค่ากิจการ มีค่า P ของเส้นทาง Slack --> Tobin's Q เท่ากับ 0.110 (P-Value = 0.110) ซึ่งมากกว่าค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สรุปได้ว่า การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) จึงปฏิเสธสมมติฐาน H_{3h}

จากตัวแบบที่ 3 วัดอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ในการวิเคราะห์อิทธิพลของตัวแบบที่ 3 สามารถสร้างเส้นทาง (Path) ได้ดังภาพที่ 4.21 ต่อไปนี้



ภาพที่ 4.21 แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ตามตัวแบบที่ 3

ตารางที่ 4.14 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ลำดับ ที่	สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบ สมมติฐาน	P Value
1 (H _{1a})	การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ	ยอมรับ	0.010
2 (H _{1b})	การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ	ปฏิเสธ	0.450
3 (H _{1c})	การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ	ปฏิเสธ	0.410
4 (H _{1d})	การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ	ยอมรับ	***
5 (H _{2a})	ปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ	ยอมรับ	***
6 (H _{2b})	ปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ	ปฏิเสธ	0.110
7 (H _{3a})	การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage)	ยอมรับ	***
8 (H _{3b})	การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)	ปฏิเสธ	0.110
9 (H _{3c})	การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage)	ยอมรับ	***
10 (H _{3d})	การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)	ปฏิเสธ	0.110

ตารางที่ 4.14 (ต่อ)

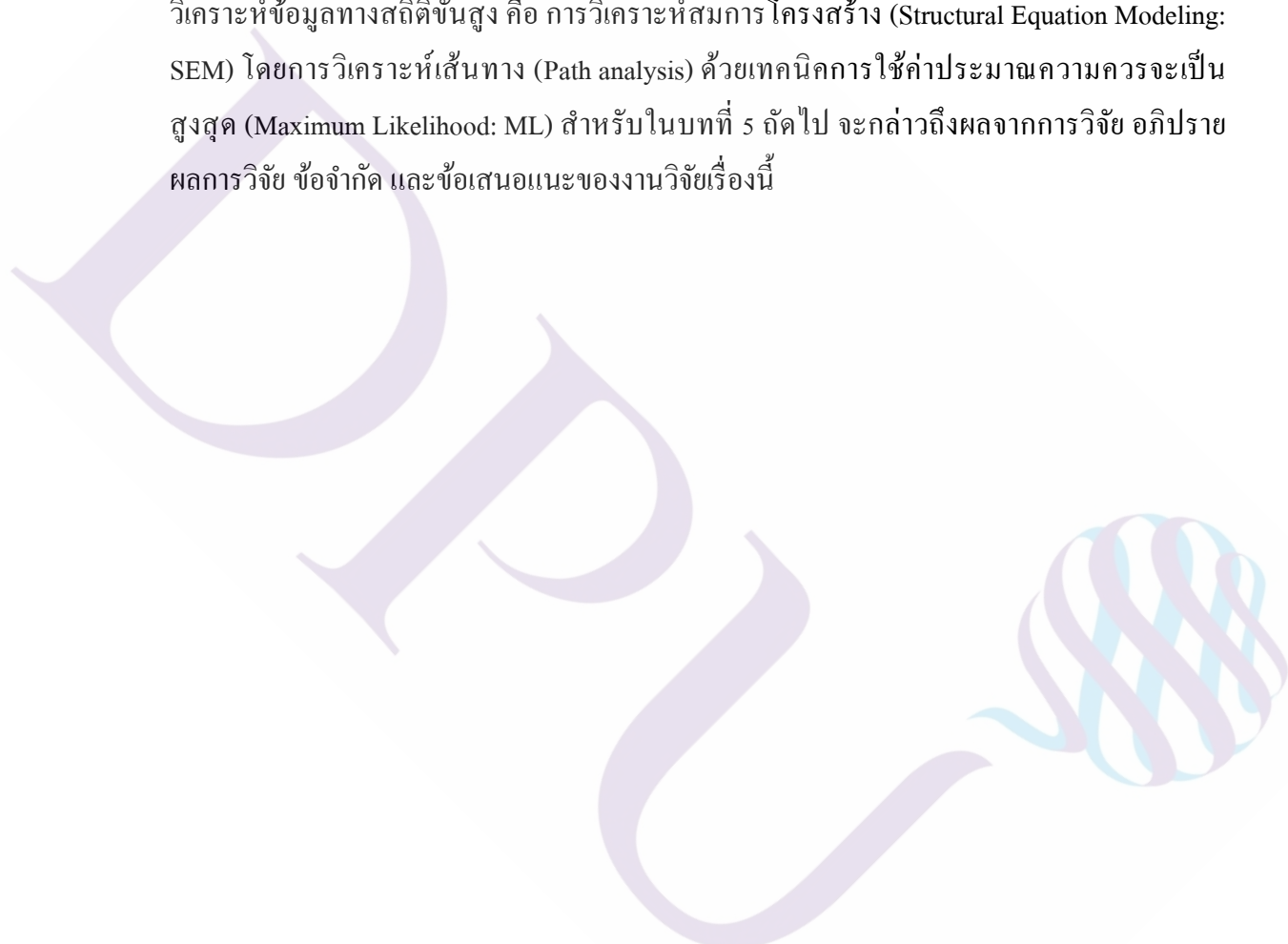
ลำดับ ที่	สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบ สมมติฐาน	P Value
11 (H _{3e})	การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงิน ของกิจการ (Leverage)	ยอมรับ	***
12 (H _{3f})	การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)	ปฏิเสธ	0.110
13 (H _{3g})	การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงิน ของกิจการ (Leverage)	ยอมรับ	***
14 (H _{3h})	การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack)	ปฏิเสธ	0.110

จากตารางที่ 4.14 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า การบริหารความเสี่ยงองค์กรด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) และด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ปัจจัยภายในองค์กรมีเพียงด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ด้านเดียวเท่านั้น ที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ และพบว่าการบริหารความเสี่ยงองค์กร ทั้ง 4 ด้าน ได้แก่ ด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) ด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) ด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) และด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance

Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) เพียงด้านเดียวเท่านั้น และปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ไม่มีอิทธิพลใด ๆ กับงานวิจัยเรื่องนี้

4.4 บทสรุป

ในการวิจัยบทนี้ เป็นการอธิบายถึงการผลการวิจัยที่แยกตามค่าสถิติพื้นฐาน และการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติขั้นสูง คือ การวิเคราะห์สมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) โดยการวิเคราะห์เส้นทาง (Path analysis) ด้วยเทคนิคการใช้ค่าประมาณความควรจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood: ML) สำหรับในบทที่ 5 ถัดไป จะกล่าวถึงผลจากการวิจัย อภิปรายผลการวิจัย ข้อจำกัด และข้อเสนอแนะของงานวิจัยเรื่องนี้



บทที่ 5

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์หลัก เพื่อศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เพื่อศึกษาอิทธิพลของปัจจัยภายในองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q และเพื่อศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งตามวัตถุประสงค์ดังกล่าว ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research Methods) ด้วยค่าสถิติ ค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง โดยการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยวิธีสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) โดยการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ด้วยเทคนิคการใช้หลักการค่าประมาณความควรจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood: ML) ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เพื่อศึกษาอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมของตัวแปร ว่ามีผลต่อตัวแปรตามมากน้อยเพียงใด ซึ่งประกอบด้วยรายละเอียด ดังนี้

- 5.1 สรุปผลการวิจัย
- 5.2 อภิปรายผลการวิจัย
- 5.3 ข้อจำกัด
- 5.4 ข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

5.1.1 การศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการศึกษาในแต่ละประเด็น ดังนี้

1. การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.1.2 การศึกษาอิทธิพลของปัจจัยภายในองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการศึกษาในแต่ละประเด็น ดังนี้

1. ปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.1.3 การศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการศึกษาในแต่ละประเด็น ดังนี้

1. การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5. การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

6. การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

7. การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

8. การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.2 อภิปรายผลการวิจัย

จากผลการศึกษา พบว่า มีหลายปัจจัยที่มีอิทธิพลและไม่มีอิทธิพลกับมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งการศึกษานี้สามารถอภิปรายผลการวิจัยสรุปเป็น 3 ประเด็น ได้ดังนี้ 5.2.1) การบริหารความเสี่ยงองค์กรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 5.2.2) ปัจจัยภายในองค์กรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ 5.2.3) การบริหารความเสี่ยงองค์กรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

5.2.1 การบริหารความเสี่ยงองค์กรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในการศึกษาด้านนี้ จะเป็นการตอบคำถามในงานวิจัยที่ว่า การบริหารความเสี่ยงองค์กรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนใน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ ซึ่งผลของการศึกษาสามารถอภิปรายผลในแต่ละประเด็นได้ ดังต่อไปนี้

1. การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษา พบว่า การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์มีอิทธิพลทางตรง (Direct Effect) (ดังตารางที่ 4.13) ในทิศทางตรงกันข้าม (ดังตารางที่ 4.5) และไม่มีอิทธิพลทางอ้อม (ดังตารางที่ 4.12) ต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า หากองค์กรมีการบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ที่ดี หรือมีการวางกลยุทธ์ในการดำเนินงานที่ดี ย่อมส่งผลให้ความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นต่อองค์กรมีผลกระทบลดน้อยลง เมื่อความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นลดน้อยลง หรืออยู่ในระดับที่องค์กรยอมรับได้ ย่อมส่งผลให้มูลค่ากิจการมีมูลค่าเพิ่มขึ้นมากขึ้น เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Lawrence et al. (2009) ที่พบว่า การบริหารความเสี่ยงเชิงกลยุทธ์ เป็นวิธีการที่บริษัทต้องวางตำแหน่งตัวเองในตลาดเพื่อเทียบกับคู่แข่ง และองค์กรต้องพยายามสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันธุรกิจให้เหนือกว่าคู่แข่งในอุตสาหกรรมเดียวกัน (Porter, 2008) ซึ่งในการสร้างและส่งเสริมมูลค่ากิจการได้นั้น ต้องอาศัยทรัพยากรในการดำเนินงาน กระบวนการบริหารเชิงกลยุทธ์ และระบบงานต่าง ๆ เพื่อขับเคลื่อนปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการอย่างต่อเนื่อง และ (Tufano, 1996; Hoyt and Liebenberg, 2009; Nocco and Stulz, 2006) ยังพบว่า องค์กรสามารถบริหารจัดการความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นและมีผลกระทบต่อองค์กรได้ขึ้นอยู่กับ การวางหรือการกำหนดกลยุทธ์ต่าง ๆ แล้วนำไปใช้ให้เหมาะสมในแต่ละส่วนงาน (Division) ขององค์กร เพราะหากมีการวางกลยุทธ์ที่ใช้ในการดำเนินงานได้อย่างเหมาะสม จะทำให้องค์กรสามารถลดผลกระทบจากความเสียหายที่อาจจะเกิดขึ้นได้อย่างมีสาระสำคัญ

สำหรับผลการศึกษาในของการวิจัยครั้งนี้ ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรให้ความสำคัญหรือมองถึงในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) ด้วย เพื่อแสดงให้เห็นให้ผู้มีส่วนได้เสียหรือผู้มีส่วนเกี่ยวข้องเห็นถึงกลยุทธ์ที่กำหนดสอดคล้องกับจุดแข็งขององค์กร สามารถสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันให้กับองค์กรในระยะยาวได้ โดยมีเป้าหมายและแนวทางปฏิบัติที่เหมาะสมกับกำลัง (Resources) ความสามารถ (Competency) และสอดคล้องกับสถานการณ์ที่อาจเปลี่ยนแปลงไป โดยเฉพาะสถานการณ์ที่อาจเกิดจากปัจจัยภายนอก เช่น การเปลี่ยนแปลงด้านเทคโนโลยี สถานการณ์ทางการเมือง สถานการณ์โรคระบาด หรือแม้แต่การที่ธุรกิจเริ่มมีคู่แข่งเข้ามาในอุตสาหกรรมเดียวกันมากขึ้น เป็นต้น โดยองค์กรต้องคำนึงถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในระดับที่องค์กรยอมรับได้ และคุ้มกับโอกาสในการสร้างกำไรให้เกิดขึ้นสอดคล้องกับงานวิจัยของศักดิ์เกษม ปานะลาด (2557)

ที่พบว่า ผู้บริหารของกิจการต้องให้ความสำคัญและตระหนักถึงการวางกลยุทธ์ที่เหมาะสม เพื่อใช้ดำเนินงานในองค์กรของตนให้เหนือกว่าคู่แข่ง การวางกลยุทธ์มักประกอบด้วย แรงกดดันจากลูกค้า ความหลากหลายในการแข่งขัน และความก้าวหน้าทางเทคโนโลยี ซึ่งเป็นตัวผลักดันและเป็นปัจจัยที่ทำให้องค์กรมีศักยภาพในการแข่งขันที่ดีขึ้น เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและคุณค่าขององค์กรให้ได้มากที่สุด

2. การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษา พบว่า การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแตกต่างจากผลการศึกษาของพรรณนุช ชัยปิ่นชนะ และณัฐฐ์ปาลิตา ศรีคาน้อย (2561) ที่พบว่า ปัจจัยความเสี่ยงด้านบุคลากรขาดทักษะหรือความรู้ในการปฏิบัติงาน บุคลากรขาดความรับผิดชอบ บุคลากรในองค์กรทุจริต บุคลากรจงใจฝ่าฝืนกฎระเบียบข้อบังคับ ข้อกฎหมายด้านการท่องเที่ยวของภาครัฐ และหัวหน้างานขาดทักษะในการจัดการ ปัจจัยเหล่านี้ล้วนส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพในการดำเนินงาน และผลการดำเนินงานทั้งสิ้น งานวิจัยของรัตพร อรรถพันธ์ (2557) พบว่า ผลจากการวิเคราะห์ปัจจัยเสี่ยงทั้งโอกาสการเกิด และความรุนแรงที่มีความเสี่ยงสูงสุด คือ ปัจจัยเสี่ยงภายในด้านประสิทธิภาพการปฏิบัติงาน และงานวิจัยของ Mitra and Karathanasopoulos (2018) ที่พบว่า ความเสี่ยงในการดำเนินงานจะแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ตามประเภทธุรกิจ (Business Line) และประเภทของเหตุการณ์ (Event Type) กล่าวคือ บริษัทควรมีประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงานที่ดี ซึ่งความเสี่ยงด้านการดำเนินงานนั้น เป็นความเสี่ยงที่ทุกธุรกิจจะต้องเผชิญอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เพราะเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในการดำเนินงานตามปกติของธุรกิจ โดยธุรกิจต้องหาวิธีการในการจัดการป้องกันไม่ให้ความเสี่ยงดังกล่าวเกิดขึ้น เพื่อลดการสูญเสียต่อมูลค่าองค์กร (Firm Value Losses) ที่อาจจะเกิดขึ้นได้

สำหรับผลการศึกษาในของการวิจัยครั้งนี้ แตกต่างจากผลการวิจัยในอดีต อาจเป็นเพราะว่าลักษณะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้ความสำคัญกับการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงานน้อย เนื่องจากมีการลดจำนวนพนักงานและทดแทนด้วยเครื่องจักร คอมพิวเตอร์ หุ่นยนต์ ระบบสารสนเทศ ปัญญาประดิษฐ์ และระบบอัจฉริยะอื่น ๆ ซึ่งมีความแม่นยำและให้ประสิทธิผลที่ดีกว่ามนุษย์ ทำให้การวางแผนด้านกระบวนการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจจะไม่ได้อภิปรายให้ความสำคัญกับกระบวนการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) เท่าที่ควร

3. การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษา พบว่า การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงานไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแตกต่างจากผลการศึกษาของ COSO (2017) ในมิติที่ 1 ด้านวัตถุประสงค์ของการบริหารความเสี่ยงและความควบคุมภายใน ตรงแนวคิดที่ว่ารายงานทางการเงินที่ดี ควรมีการรายงานที่ถูกต้องครบถ้วน และมีความเชื่อถือได้ของรายงานทางการเงิน (Reporting and Reliability) เพื่อให้ผู้ใช้รายงานทางการเงินทั้งบุคคลภายในและบุคคลภายนอก ได้ข้อมูลที่ถูกต้อง เหมาะสมทันเวลา และมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจ Cohen et al., (2004) ยังพบว่า ระบบรายงานหรือการจัดทำรายงานทางการเงิน เป็นอีกเรื่องสำคัญที่องค์กรต้องให้ความสำคัญในการจัดทำรายงานทางการเงินดังกล่าวให้มีความน่าเชื่อถือ (Reporting Reliability) สอดคล้องกับคณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีการเงิน FASB (1980) ที่กล่าวว่า การจัดทำรายงานทางการเงินให้มีความน่าเชื่อถือนั้น ต้องประกอบด้วยลักษณะเชิงคุณภาพของข้อมูล 2 ส่วน ได้แก่ ลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐาน อันได้แก่ ความเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรม (ครบถ้วน เป็นกลาง และปราศจากข้อผิดพลาด) และลักษณะเชิงคุณภาพเสริม อันได้แก่ ความสามารถในการเปรียบเทียบกันได้ พิสูจน์ยืนยันได้ ความเข้าใจได้ และความทันเวลา และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Biddle, Hilary, and Verdi (2009) ที่กล่าวไว้ว่า ความน่าเชื่อถือหรือคุณภาพของรายงานทางการเงินที่สูง จะช่วยลดอันตรายจากศีลธรรม (Moral Hazard) และการตัดสินใจในการลงทุนผิดพลาด ในทางกลับกันงานวิจัยของ Lawrence et al. (2009) พบว่า หากองค์กรมีความไม่น่าเชื่อถือเกี่ยวกับการจัดทำรายงานทางการเงินสามารถสังเกตได้จาก 3 องค์ประกอบ ต่อไปนี้ ได้แก่ จุดอ่อนของการควบคุมภายใน (Material Weakness) การแสดงความเห็นของผู้สอบบัญชี (Auditor Opinion) และการปรับปรุงแก้ไขข้อผิดพลาดทางบัญชีย้อนหลัง (Restatement) โดยการปรับปรุงแก้ไขข้อผิดพลาดทางบัญชีย้อนหลัง หรือการปรับงบการเงินย้อนหลัง (Financial Restatement) คือ การแก้ไขข้อมูลที่รายงานไว้ผิดพลาดหรือข้อมูลซึ่งทำให้ผู้ใช้งบการเงินหลงผิด การปรับงบการเงินย้อนหลัง ไม่เพียงแต่ปรับปรุงคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน เพื่อปกป้องผลประโยชน์ของนักลงทุนเท่านั้น แต่เพื่อปรับปรุงการกำกับดูแลให้ข้อมูลของตลาดทุนมีคุณภาพมากขึ้น (Zhihua, 2008)

แต่ผลการศึกษาในครั้งนี้แตกต่างจากผลการวิจัยในอดีต อาจเป็นเพราะว่ากระบวนการบริหารความเสี่ยงด้านการเงิน ประกอบด้วย การกำหนดกลยุทธ์ที่ใช้เป็นแนวทางของกิจการในการบริหารความเสี่ยงสำคัญที่เกี่ยวข้องกับตลาดเงิน เครดิต และการปฏิบัติทางการเงิน การวางกรอบแนวทางให้กระบวนการและกิจกรรมในการบริหารความเสี่ยงทางการเงินมีความยืดหยุ่น

คล่องตัว สามารถปรับได้สอดคล้องกับสถานการณ์ทั้งภายในองค์กรและภายนอกองค์กร เพื่อปรับปรุงกลยุทธ์ทางการเงินที่เกี่ยวข้องให้เกิดประสิทธิภาพมากขึ้น หรือนักลงทุนอาจมองว่าการปรับปรุงแก้ไขข้อผิดพลาดทางบัญชีย้อนหลัง (Restatement) เป็นเพียงเพื่อปรับปรุงการกำกับดูแลให้ข้อมูลของตลาดทุนมีคุณภาพมากขึ้น นักลงทุนจึงมองว่าประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและรายงานทางการเงินไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) วัด โดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษา พบว่า การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ มีอิทธิพลทางตรง (Direct Effect) (ดังตารางที่ 4.13) ในทิศทางเดียวกัน (ดังตาราง 4.5) และไม่มีอิทธิพลทางอ้อม (ดังตาราง 4.12) ต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า หากองค์กรมีการปฏิบัติงานให้สอดคล้องกับกฎหมาย ระเบียบข้อบังคับของ และมาตรการต่าง ๆ ของหน่วยงานที่กำกับดูแล อาทิ เช่น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) กรมสรรพากร และหน่วยงานอื่น ๆ โดยจัดให้มีการตรวจสอบและกำกับติดตาม เพื่อให้มั่นใจว่าการปฏิบัติงานขององค์กรไม่เป็นการฝ่าฝืน และสอดคล้องกับระเบียบหรือมาตรการที่กำหนด ส่งผลให้กิจการมีมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น เช่น การจัดให้มีการตรวจสอบและสอบทานงบการเงินโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาต การจัดให้องค์กรมีระบบการควบคุมการติดตามผลการปฏิบัติงาน (Compliance Control) จากหน่วยงานภายในที่กำกับดูแล ได้แก่ คณะกรรมการบริษัท (Board of Director) คณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) และคณะกรรมการสรรหาคำหนดค่าตอบแทน เพื่อให้เกิดการบริหารจัดการความเสี่ยงด้าน Compliance Risk ที่รัดกุมมากยิ่งขึ้น เพื่อแสดงให้เห็นถึงการดำเนินงานที่มีความโปร่งใสและตรวจสอบได้ นำมาซึ่งภาพลักษณ์ที่ดีสร้างความน่าเชื่อถือ ส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มสูงขึ้นตาม สอดคล้องกับงานวิจัยของ O'keefe et al. (1994) ที่พบว่าเมื่อองค์กรมีการปฏิบัติงานตามมาตรฐานการสอบบัญชีที่รับรองทั่วไป (Generally Accepted Auditing Standards: GAAS) มักมีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการสอบบัญชี เช่น ค่าธรรมเนียมผู้สอบบัญชี เกิดขึ้นตามมา ซึ่งค่าธรรมเนียมผู้สอบบัญชีดังกล่าว เป็นค่าใช้จ่ายจำเป็นที่องค์กรจะต้องจ่ายให้แก่ผู้สอบบัญชีรับอนุญาต เพื่อให้ผู้สอบบัญชีตรวจสอบและรับรองงบการเงินตามที่กฎหมายกำหนด และงานวิจัยของ Epps and Cereola (2008) ที่พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดี จะสามารถช่วยป้องกันและแก้ไขปัญหาความขัดแย้งที่เกิดขึ้นระหว่างตัวการ (Principle) และตัวแทน (Agent) ได้ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการจะทำให้กิจการมีโครงสร้างและระบบการจัดการภายในที่ดี มีการถ่วงดุล

อำนาจซึ่งกันและกัน ฝ่ายตัวการสามารถควบคุมและตรวจสอบการทำงานของฝ่ายตัวแทนได้อย่างตรงไปตรงมา ซึ่งจะช่วยผลักดันให้ทุกคนในองค์กรมีความรับผิดชอบในหน้าที่ของตนเอง เมื่อคนในองค์กรทำงานอย่างเต็มประสิทธิภาพ กิจกรรมมีระบบการจัดการภายในที่ดี สอดคล้องกับ Solomon อ้างในงานวิจัยของ Brennan & Solomon, 2008 กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในได้ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการ คือระบบภายในและภายนอกที่นำมาใช้ตรวจสอบกิจการ เพื่อสร้างความมั่นใจว่า กิจกรรมมีความรับผิดชอบและดำเนินการเพื่อผลประโยชน์ และเพื่อผู้ถือหุ้นทุกคน ซึ่งคล้ายกับงานวิจัยของ Brown and Caylor (2004), Mashayekhi and Bazaz (2008) และ Sami et al. (2011) ที่สนับสนุนแนวคิดนี้

5.2.2 ปัจจัยภายในองค์กรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอภิปรายผลในแต่ละประเด็นได้ดังต่อไปนี้

1. ปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษา พบว่า ปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) มีอิทธิพลทางตรง (Direct Effect) (ดังตารางที่ 4.13) ในทิศทางตรงกันข้าม (ดังตารางที่ 4.5) และไม่มีอิทธิพลทางอ้อม (ดังตารางที่ 4.12) ต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า หากปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการมีมาก ย่อมส่งผลให้มูลค่ากิจการลดน้อยลง เพราะความเสี่ยงทางการเงินของกิจการเป็นความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการก่อหนี้ที่กิจการ หรือกิจการไม่สามารถชำระหนี้หรือภาระผูกพันเมื่อถึงกำหนดได้ หรือไม่สามารถจัดหาเงินทุนได้เพียงพอ หรือสามารถหาเงินมาชำระได้แต่ด้วยต้นทุนที่สูงเกินกว่าระดับที่ยอมรับได้ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อรายได้ที่ลดลง ทำให้นักลงทุนไม่อยากรลงทุน เนื่องจากหนี้มาก ทำให้รายได้ของกิจการลดลง ส่งผลให้มูลค่ากิจการมีมูลค่าลดลงตามสอดคล้องกับงานวิจัยของ Christie Zimmerman (1994) พบว่า Leverage มีความสัมพันธ์กับการเพิ่มขึ้นของรายได้ จึงถือเป็นแรงจูงใจในการตกแต่งกำไรของผู้บริหารตามแนวคิดกระแสเงินสด สอดคล้องกับ วรวิทย์ เอื้อทรัพย์สกุล (2552) ที่ศึกษาการเพิ่มขึ้นของเงินทุน โดยการก่อหนี้กับการตกแต่งกำไร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวก เนื่องจากต้องการหลีกเลี่ยงการผิดเงื่อนไขในสัญญากู้เงิน สอดคล้องกับ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ของ Spence, M. (1973) ที่อธิบายว่า ผู้บริหารย่อมมีข้อมูลข่าวสารมากกว่าผู้ลงทุน การตัดสินใจเรื่องโครงสร้างเงินทุน จึงเป็นการส่งสัญญาณให้ผู้ลงทุนรู้ว่าผู้บริหารมีความเห็นอย่างไรต่อทิศทางของบริษัทในอนาคต เช่น การเลือกวิธีก่อหนี้

ในกรณีที่ผู้บริหารคาดว่ากิจการจะขาดทุน กิจการจะเลือกใช้วิธีการเพิ่มหุ้นสามัญ เพื่อดึงผู้ลงทุนรายใหม่เข้าร่วมรับผลขาดทุน แต่ถ้าเป็นการก่อหนี้แบบการระดมทุนที่มีต้นทุนที่ต้องจ่ายแน่นอน (คือ ดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งเป็นภาระผูกพันของบริษัท) และกิจการไม่สามารถจ่ายเงินจำนวนดังกล่าวได้ บริษัทจะเข้าสู่ภาวะล้มละลาย ผู้ลงทุนจึงเชื่อว่า การที่บริษัทก่อหนี้เพิ่มหรือมีการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนในสัดส่วนที่สูง บริษัทย่อมมีความมั่นใจในผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทว่าน่าจะเป็นไปในทิศทางที่ดี การส่งสัญญาณด้วยการก่อหนี้ จึงเป็นสัญญาณที่มีความน่าเชื่อถือสอดคล้องกับงานวิจัยของงานวิจัยของ Ross (1977) ที่พบว่า กลไกในตลาดที่ผู้บริหารใช้ในการส่งสัญญาณให้นักลงทุน ประกอบด้วย การชำระหนี้ (Undertaking of Debt) การจ่ายปันผล (Dividends) การกู้ยืมเงินหรือการก่อหนี้ (Leverage) การซื้อหุ้นคืน (Stock repurchase) การประกาศควบรวมหรือซื้อธุรกิจ (Announcement of Merger or Acquisition) การประกาศซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นทั่วไป (Announcement of Tender Offer) การประกาศแยกตัวของบริษัทร่วมหรือบริษัทย่อย (Announcement of a Spin Off) หรือแม้แต่งานวิจัยของ Heijnen และ Van der made (2012) ที่พบว่า การที่บริษัทถูกผู้บริโภคคว่ำบาตร (Consumer Boycotts) เป็นอีกกลไกทางการตลาดหนึ่งที่ส่งสัญญาณให้นักลงทุนได้ทราบถึงความสามารถในการดำเนินงาน และโอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัทได้ในอนาคต

2. ปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bartram (2000) กล่าวว่า ทฤษฎีบริหารความเสี่ยง (Corporate Risk Management Theory) ได้อธิบายถึงสาเหตุที่ควรลดความผันผวนของกระแสเงินสดจะช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการ เช่น หากความผันผวนของกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น ความน่าจะเป็นของความตึงเครียดทางการเงินและค่าใช้จ่ายทั้งทางตรงและทางอ้อมจะเพิ่มสูงขึ้นตาม ส่งผลให้บริษัทที่มีความตึงเครียดทางการเงิน ทำให้นักลงทุนไม่ต้องการลงทุน เพราะอาจมีผลทำให้โครงการใหม่ที่กิจการลงทุนอาจมีมูลค่าเป็นลบ หรือกล่าวง่าย ๆ คือ นักลงทุนจะเลือกลงทุนในโครงการที่ NPV เป็นบวกสูง ๆ เท่านั้น ประเด็นต่อมาความผันผวนของกระแสเงินสดที่มากขึ้น จะทำให้ลดการจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายในที่จะเป็นเงินลงทุนในโครงการใหม่ของกิจการ ดังนั้น บริษัทจึงต้องทำการจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก ซึ่งอาจทำให้บริษัทต้องเผชิญกับต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นและมีค่าใช้จ่ายทางภาษีที่คาดว่าจะเกิดขึ้นสูงขึ้นตาม นอกจากนี้ Smith and Stulz (1985) ยังพบว่า การที่บริษัทมีกระแสเงินสดที่ผันผวน

เปรียบเสมือนเป็นการแบกรับความเสี่ยงจากการที่ผู้บริหารไม่สามารถกระจายความเสี่ยงขององค์กรออกไป ทำให้นักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่เพิ่มสูงขึ้น

สำหรับผลการศึกษาของการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัย พบว่า นักลงทุนเลือกที่จะลงทุนในบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและผลการดำเนินงานที่สม่ำเสมอ มากกว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและผลการดำเนินงานที่ผันผวน นอกจากนี้ Baker and Wurgler (2007) พบว่า ในกรณี ที่ตลาดเกิดความผันผวน หรือ ในกรณี ที่ระดับความเชื่อมั่นของนักลงทุน (Investor Sentiment) มีต่อตลาดต่ำ นักลงทุนจะเลือกลงทุนในบริษัทที่มีกระแสเงินสดที่มั่นคงและมีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetries) ที่ต่ำ เพราะถือว่าบริษัทนั้น มีความเสี่ยงที่ต่ำและเป็นการลงทุนในสินทรัพย์ที่ปลอดภัย (Safe Havens) และจากการศึกษาของ Graham et al. (2005) พบว่า CFO กว่า 97% ชอบที่จะรายงานผลกำไรที่สม่ำเสมอและการถือครองกระแสเงินสดที่มีความสม่ำเสมอ เพราะการนำเสนอกระแสเงินสดและผลกำไรที่มีความสม่ำเสมอ จะทำให้นักลงทุนและผู้บริหารรู้สึกว่าเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงที่ต่ำ จึงจะทำให้บริษัทมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ และยังช่วยให้นักวิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถพยากรณ์กำไรและกระแสเงินสดในอนาคตได้อย่างแม่นยำเพิ่มมากขึ้นด้วย

5.2.3 การบริหารความเสี่ยงขององค์กรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอภิปรายผลในแต่ละประเด็นได้ ดังต่อไปนี้

1. การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สอดคล้องกับกับงานวิจัยของ Lawrence et al. (2009) ที่พบว่า การบริหารความเสี่ยงเชิงกลยุทธ์ เป็นวิธีการที่บริษัทต้องวางตำแหน่งตัวเองในตลาดเพื่อเทียบกับคู่แข่ง และองค์กรต้องพยายามสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันธุรกิจให้เหนือกว่าคู่แข่งในอุตสาหกรรมเดียวกัน (Porter, 2008) ซึ่งในการสร้างและส่งเสริมมูลค่ากิจการได้นั้น ต้องอาศัยทรัพยากรในการดำเนินงาน กระบวนการบริหารเชิงกลยุทธ์ และระบบงานต่าง ๆ เพื่อขับเคลื่อนปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการอย่างต่อเนื่อง และ (Tufano, 1996; Hoyt and Liebenberg, 2009; Nocco and Stulz, 2006) ยังพบว่า องค์กรสามารถบริหารจัดการความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นและมีผลกระทบต่อองค์กรได้ ขึ้นอยู่กับการวางหรือการกำหนดกลยุทธ์ต่าง ๆ แล้วนำไปใช้ให้เหมาะสมในแต่ละส่วนงาน (Division)

ขององค์กร เพราะหากมีการวางกลยุทธ์ที่ใช้ในการดำเนินงานได้อย่างเหมาะสม จะทำให้องค์กรสามารถลดผลกระทบจากความเสียหายที่อาจจะเกิดขึ้นได้อย่างมีสาระสำคัญ

สำหรับผลการศึกษาในของการวิจัยครั้งนี้ ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรให้ความสำคัญและมองถึงปัจจัยภายในองค์กรด้านการบริหารความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ด้วย เพราะความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ มีผลต่อการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ Leverage มีความสัมพันธ์กับการเพิ่มขึ้นของรายได้ จึงถือเป็นแรงจูงใจให้นักลงทุนต้องการลงทุนในกิจการนั้น ๆ (Christie Zimmerman ,1994) เป็นเหตุให้ผู้บริหารของกิจการต้องให้ความสำคัญและตระหนักถึงการวางกลยุทธ์ที่เหมาะสมเพื่อใช้ดำเนินงานในองค์กรของตนให้เหนือกว่าคู่แข่ง และเพิ่มประสิทธิภาพและคุณค่าขององค์กรให้ได้มากที่สุด

2. การบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ (Strategic Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยงด้านกลยุทธ์ ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สอดคล้องกับกัมปนาทวิชัยของพรรณนุช ชัยปิ่นชนะ และณัฐฐาปาลิตา ศรีคาน้อย (2561) ที่พบว่า ปัจจัยความเสี่ยงด้านบุคลากรขาดทักษะหรือความรู้ในการปฏิบัติงาน บุคลากรขาดความรับผิดชอบ บุคลากรในองค์กรทุจริต บุคลากรจงใจฝ่าฝืนกฎระเบียบข้อบังคับ ข้อกฎหมายด้านการท่องเที่ยวของภาครัฐ และหัวหน้างานขาดทักษะในการจัดการ ปัจจัยเหล่านี้ล้วนส่งผลต่อประสิทธิภาพในการดำเนินงานและผลการดำเนินงานทั้งสิ้น งานวิจัยของรัตพร อรรถพันธ์ (2557) พบว่า ผลจากการวิเคราะห์ปัจจัยเสี่ยงทั้งโอกาสการเกิดและความรุนแรงที่มีความเสี่ยงสูงสุด คือ ปัจจัยเสี่ยงภายในด้านประสิทธิภาพการปฏิบัติงาน และงานวิจัยของ Mitra and Karathanasopoulos (2018) ที่พบว่า ความเสี่ยงในการดำเนินงานจะแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ตามประเภทธุรกิจ (Business Line) และประเภทของเหตุการณ์ (Event Type) กล่าวคือ บริษัทควรมีประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงานที่ดี ซึ่งความเสี่ยง

ด้านการดำเนินงานนั้น เป็นความเสี่ยงที่ทุกธุรกิจจะต้องเผชิญอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เพราะเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในการดำเนินงานตามปกติของธุรกิจ โดยธุรกิจต้องหาวิธีการในการจัดการป้องกันไม่ให้ความเสี่ยงดังกล่าวเกิดขึ้น เพื่อลดการสูญเสียต่อมูลค่าองค์กร (Firm Value Losses) ที่อาจจะเกิดขึ้นได้

สำหรับผลการศึกษาในของการวิจัยครั้งนี้ ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรให้ความสำคัญและมองถึงปัจจัยภายในองค์กรด้านการบริหารความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ด้วย เพราะความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ มีผลต่อการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ Leverage มีความสัมพันธ์กับการเพิ่มขึ้นของรายได้ จึงถือเป็นแรงจูงใจให้นักลงทุนต้องการลงทุนในกิจการนั้น ๆ (Christie Zimmerman, 1994) เป็นเหตุให้ผู้บริหารของกิจการต้องให้ความสำคัญและตระหนักถึงการวางกลยุทธ์ที่เหมาะสมเพื่อใช้ดำเนินงานในองค์กรของตนให้เหนือกว่าคู่แข่ง และเพิ่มประสิทธิภาพและคุณค่าขององค์กรให้ได้มากที่สุด

4. การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) อิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5. การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงานมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สอดคล้องกับงานวิจัยของ COSO (2017) ในมิติที่ 1 ด้านวัตถุประสงค์ของการบริหารความเสี่ยงและความควบคุมภายใน ตรงแนวคิดที่ว่ารายงานทางการเงินที่ดี ควรมีการรายงานที่ถูกต้องครบถ้วน และมีความเชื่อถือได้ของรายงานทางการเงิน (Reporting and Reliability) เพื่อให้ผู้ใช้รายงานทางการเงินทั้งบุคคลภายในและบุคคลภายนอกได้ข้อมูลที่ถูกต้อง เหมาะสม ทันเวลา และมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจ Cohen et al., (2004) ยังพบว่า ระบบรายงานหรือการจัดทำรายงานทางการเงิน เป็นอีกเรื่องสำคัญที่องค์กรต้องให้ความสำคัญในการจัดทำรายงานทางการเงินดังกล่าวให้มีความน่าเชื่อถือ (Reporting Reliability)

และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Biddle, Hilary, and Verdi (2009) ที่กล่าวไว้ว่า ความน่าเชื่อถือหรือคุณภาพของรายงานทางการเงินที่สูง จะช่วยลดอันตรายจากศีลธรรม (Moral Hazard) และการตัดสินใจในการลงทุนผิดพลาด

สำหรับผลการศึกษาในของการวิจัยครั้งนี้ ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรให้ความสำคัญและมองถึงปัจจัยภายในองค์กรด้านการบริหารความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ด้วย เพราะความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ มีผลต่อการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ Leverage มีความสัมพันธ์กับการเพิ่มขึ้นของรายได้ จึงถือเป็นแรงจูงใจให้นักลงทุนต้องการลงทุนในกิจการนั้น ๆ (Christie Zimmerman, 1994) เป็นเหตุให้ผู้บริหารของกิจการต้องให้ความสำคัญและตระหนักถึงการวางกลยุทธ์ที่เหมาะสมเพื่อใช้ดำเนินงานในองค์กรของตนให้เหนือกว่าคู่แข่ง และเพิ่มประสิทธิภาพและคุณค่าขององค์กรให้ได้มากที่สุด

6. การบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and Reporting Risk) อิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าการบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่าน ปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

7. การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบข้อบังคับ มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กร ด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Leverage) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สอดคล้องกับงานวิจัยของ O'Keefe et al. (1994) ที่พบว่า เมื่อองค์กรมีการปฏิบัติงานตามมาตรฐานการสอบบัญชีที่รับรองทั่วไป (Generally Accepted Auditing Standards: GAAS) มักมีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการสอบบัญชี เช่น ค่าธรรมเนียมผู้สอบบัญชี เกิดขึ้นตามมา ซึ่งค่าธรรมเนียมผู้สอบบัญชีดังกล่าวเป็นค่าใช้จ่ายจำเป็นที่องค์กรจะต้องจ่ายให้แก่ผู้สอบบัญชีรับอนุญาต เพื่อให้ผู้สอบบัญชีตรวจสอบและรับรองงบการเงินตามที่กฎหมายกำหนด และงานวิจัยของ Epps and Cereola (2008) ที่พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะสามารถช่วยป้องกันและแก้ไขปัญหาความขัดแย้งที่เกิดขึ้นระหว่างตัวการ (Principle) และตัวแทน (Agent) ได้ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการจะทำให้กิจการมี

โครงสร้างและระบบการจัดการภายในที่ดี มีการถ่วงดุลอำนาจซึ่งกันและกัน ฝ่ายตัวการสามารถควบคุมและตรวจสอบการทำงานของฝ่ายตัวแทนได้อย่างตรงไปตรงมา ซึ่งจะช่วยผลักดันให้ทุกคนในองค์กรมีความรับผิดชอบในหน้าที่ของตนเอง เมื่อคนในองค์กรทำงานอย่างเต็มประสิทธิภาพกิจการมีระบบการจัดการภายในที่ดี สอดคล้องกับ Solomon อ้างในงานวิจัยของ Brennan & Solomon, 2008 กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในได้ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการ คือ ระบบภายในและภายนอกที่นำมาใช้ตรวจสอบกิจการ เพื่อสร้างความมั่นใจว่า กิจการมีความรับผิดชอบและดำเนินการเพื่อผลประโยชน์ และเพื่อผู้ถือหุ้นทุกคน ซึ่งคล้ายกับงานวิจัยของ Brown and Caylor (2004), Mashayekhi and Bazaz (2008) และ Sami et al. (2011) ที่สนับสนุนแนวคิดนี้

สำหรับผลการศึกษาในของการวิจัยครั้งนี้ สะท้อนให้เห็นว่า หากองค์กรมีการปฏิบัติงานให้สอดคล้องกับกฎหมาย ระเบียบข้อบังคับของ และมาตรการต่าง ๆ ของหน่วยงานที่กำกับดูแล อาทิเช่น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กรมสรรพากร และหน่วยงานอื่น ๆ โดยจัดให้มีการตรวจสอบและกำกับติดตาม เพื่อให้มั่นใจว่าการปฏิบัติงานขององค์กรไม่เป็นการฝ่าฝืน และสอดคล้องกับระเบียบหรือมาตรการที่กำหนด ส่งผลให้กิจการมีมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น เช่น การจัดให้มีการตรวจสอบและสอบทานงบการเงินโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาต การจัดให้องค์กรมีระบบการควบคุมการติดตามผลการปฏิบัติงาน (Compliance Control) จากหน่วยงานภายในที่กำกับดูแล ได้แก่ คณะกรรมการบริษัท (Board of Director) คณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) และคณะกรรมการสรรหาคำหนดค่าตอบแทน เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพการบริหารความเสี่ยงด้าน Compliance Risk ที่รัดกุมมากยิ่งขึ้น เพื่อแสดงให้เห็นถึงการดำเนินงานที่มีความโปร่งใสและตรวจสอบได้ นำมาซึ่งภาพลักษณ์ที่ดีสร้างความน่าเชื่อถือ ส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มสูงขึ้นตาม

8. การบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ (Compliance Risk) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าการบริหารความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q เมื่อผ่านปัจจัยภายในองค์กรด้านสภาพคล่องของกิจการ (Slack) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.3 ข้อจำกัด

ข้อจำกัดที่พบในการศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีประเด็นดังต่อไปนี้

1. กลุ่มตัวอย่างในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) ในช่วงปี 2558-2561 มีการปรับเปลี่ยนค่อนข้างมาก ทำให้กลุ่มตัวอย่างที่อยู่ใน SET100 มีปริมาณน้อย และด้วยปริมาณกลุ่มตัวอย่างที่น้อย ทำให้การกระจายตัวของข้อมูลกลุ่มตัวอย่างเมื่อจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมมีการกระจายตัวที่ค่อนข้างน้อย บางกลุ่มอุตสาหกรรมมีเพียง 2-3 บริษัท
2. มูลค่าของกิจการที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ เป็นการใส่ค่า Q จากสูตรการหามูลค่ากิจการของ Tobin's Q ซึ่งอาจไม่สะท้อนมูลค่ากิจการของประเทศไทยได้ทั้งหมด เนื่องจากต้องนำทั้งมูลค่าของหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิมาใช้ในการคำนวณ แต่ในประเทศไทยบริษัทโดยส่วนใหญ่นิยมใช้หุ้นสามัญในการระดมทุนมากกว่าหุ้นบุริมสิทธิ

5.4 ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะในการศึกษาอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีประเด็นดังต่อไปนี้

1. ควรเพิ่มจำนวนปีที่เก็บข้อมูลเพื่อให้ได้ปริมาณข้อมูลที่มากขึ้น เพื่อให้ได้มาซึ่งข้อมูลการกระจายตัวของกลุ่มอุตสาหกรรม ที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ดีขึ้น
2. ควรเปลี่ยนวิธีการเก็บข้อมูล จากการเก็บข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรายปี เป็นเก็บข้อมูลรายหกเดือน หรือรายไตรมาส
3. ควรเปลี่ยนกลุ่มตัวอย่างในการเก็บข้อมูล เช่น การเก็บข้อมูลในกลุ่มตัวอย่าง MAI, SETCLMV, SETHD, SETTHSI เป็นต้น เพื่อเปรียบเทียบการบริหารจัดการความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในตลาดแต่ละประเภท
4. นักศึกษาหรือผู้ที่สนใจ สามารถนำผลจากการศึกษาในครั้งนี้ไปใช้ในการพัฒนาองค์ความรู้ต่อไปในอนาคต เกี่ยวกับอิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น หากในอนาคตต้องการศึกษาตัวแปรอื่นเพิ่มเติม อาจเพิ่มประเด็นศึกษาในเรื่อง Material Weakness, Audit Opinion, Restatement ในการบริหารความเสี่ยงด้านการเงินและการรายงาน (Financial and

Reporting Risk) เพิ่มเติม ซึ่งอาจทำให้มีผลการวิจัยที่แตกต่าง หรือมีประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสีย
ต่อไปในอนาคตได้





บรรณานุกรม

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

- กริช แรงสูงเนิน. (2554). *การวิเคราะห์ปัจจัยด้วย SPSS และ AMOS เพื่อการวิจัย*. กรุงเทพฯ: ซีเอ็ด ยูเคชั่น.
- กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. (2554). *ลงทุนเป็น เห็นความสำเร็จ*. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์ แมคกรอฮิล.
- จรัสวรรณ โกวานิช. (2550). *การพัฒนาแนวทางการบริหารความเสี่ยงสำหรับองค์กรอุตสาหกรรมบริการ : กรณีศึกษา ศูนย์บำบัดสุขภาพธารน้ำแร่ (วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต)*. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- จันทนา สาขากร, นิพันธ์ เห็นโชคชัยชนะ, และศิลปะพร ศรีจันทเพชร. (2554). *การควบคุมภายใน และการตรวจสอบภายใน*. กรุงเทพฯ: ที พี เอ็น เพรส.
- จิรพร สุเมธีประสิทธิ์. (2554). *ความรู้เบื้องต้นเกี่ยวกับการจัดการความเสี่ยง*. เอกสารการสอนชุดวิชาการจัดการความเสี่ยงหลักการประกันภัย (หน่วยที่ 1 พิมพ์ครั้งที่ 1). นนทบุรี : สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช.
- จิรพร สุเมธีประสิทธิ์, มัทธนา พิพิธเนาวรัตน์ และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. (2556). *การบริหารความเสี่ยงอย่างมืออาชีพ (Professional Risk Management)*. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์แมคกรอ-ฮิล:
- จุฑามน สิทธิผลวนิชกุล. (2561). *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 14 (42), 111-124.
- เจียรไน ภัทราคม. (2552). *การปรับตัวของผู้ประกอบการธุรกิจนำเที่ยวในอำเภอเมือง จังหวัดเชียงใหม่ อันเนื่องมาจากวิกฤติเศรษฐกิจและการเมืองไทย (สารนิพนธ์มหาบัณฑิต)*. เชียงใหม่ : มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- ชยาภา ชยาวิวัฒน์วงศ์, (2561). *ทำความเข้าใจกับการประเมินความเสี่ยงด้าน ESG ตามกรอบ COSO ERM2017, ฝายพัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*, กรกฎาคม 2561.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555) *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555*, น.5-49.
- ธงชัย ทองมา, และธีระวัฒน์ จันทิก. (2558). *การบริหารจัดการความเสี่ยงกับการบริหารการเปลี่ยนแปลง: องค์กรในยุคโลกาภิวัตน์*. *Veridian E-Journal, Slipakorn University, ISSN 1906-3431, ฉบับภาษาไทย สาขามนุษยศาสตร์ สังคมศาสตร์ และศิลปะ*, 8 (3),

- ธนิตพงษ์ ไตรพัฒน์พัชร (2552). ผลกระทบของปัจจัยสภาพแวดล้อมและปัจจัยการแข่งขัน ในอุตสาหกรรมการส่งออกอัญมณีและเครื่องประดับของผู้ประกอบการในกรุงเทพมหานคร. (วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยราชภัฏจันทรเกษม.
- ธารชуда อมรเพชรกุล. (2546). การพัฒนาระบบบริหารความเสี่ยงในด้านการพัสดุ สำนักบริหารแผน และการคลัง จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย (วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- นภดล ร่มโพธิ์, และมนนิกา ผดุงสิทธิ์. (2552). เครื่องมือการประเมินผลปฏิบัติงานองค์กร. กรุงเทพฯ : คณะบุคคลอิมเมจิเนียร์.
- นิพันธ์ เห็นโชคชัยชนะ, ศิลปะพร ศรีจันเพชร, และจันทนาสาขากร. (2554). การตรวจสอบภายใน และการควบคุมภายใน. กรุงเทพฯ: ทีพีเอ็น เพรส.
- ปฐมินทร์ นาทีทอง. (2557). ทำความรู้จักกับ ESG. วารสารกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ, 11(45), 4-5.
- ปทุมวดี โบงเหลืออม (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต). ปทุมธานี : มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.
- ปราชญา กล้าผจญ. (2551). การบริหารความเสี่ยง. กรุงเทพฯ: ปราชญาพับลิชชิง.
- พรรณนุช ชัยปิ่นชนะ, และณัฏฐ์ปาลิตา ศรีลาหน้อย. (2561). การจัดการความเสี่ยงของธุรกิจนำเที่ยวในจังหวัดเชียงใหม่, บทความวิจัย, วารสารวิชาการ สมาคมสถาบันอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทย ในพระราชูปถัมภ์ สมเด็จพระเทพรัตนราชสุดาฯ สยามบรมราชกุมารี, ฉบับมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, 23 (2),
- พิพัฒน์ ยอดพฤติการณ์. (9 กุมภาพันธ์ 2555). “หน้าตา CSR: รายงาน CSR แบบไม่เออเร่อ.” กรุงเทพฯธุรกิจ, 17, 20.
- ไพรัชวอเทอร์เฮาส์คูเปอร์. (2560). กรอบการบริหารความเสี่ยง 2017. เอกสารประกอบการสัมมนาทางวิชาการ. โครงการสัมมนา เสริมความคิด คิดปีกวิชาชีพ. 6 ธันวาคม 2560, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ภรณ์ พลกุล.(2549). การบริหารความเสี่ยงตามหลักการของ COSO ในบริษัทจดทะเบียน (การศึกษาด้วยตนเอง Independent Study, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์). สืบค้น จาก <http://digi.library.tu.ac.th/thesis/ac>

- มนวิกา ผดุงสิทธิ์. (2548). การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q. *วารสารบริหารธุรกิจ, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*, 28 (106), 13-22.
- รัตพร อรรถพันธ์. (2557). *การบริหารความเสี่ยงในบริษัทวิทยุการบินแห่งประเทศไทย จำกัด*. (วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- วรรษพร ผิวดี. (2555). *การศึกษาการจัดการความเสี่ยงของธุรกิจโรงแรมและรีสอร์ทจังหวัดกระบี่*. (วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- รววิทย์ เอื้อทรัพย์สกุล. (2552). *ผลกระทบจากการเพิ่มขึ้นของการใช้เงินทุนโดยการก่อหนี้กับการตกแต่งกำไร กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*, Description: ก-ข, 41 แผ่น.
- ศักดิ์เกษม ปานะลาด. (2557). *ความสามารถด้านนวัตกรรมบริการของธุรกิจนำเที่ยวในประเทศไทย* (ปริญญาปรัชญาดุษฎีบัณฑิต). มหาสารคาม : มหาวิทยาลัยมหาสารคาม.
- ศิลปะพร ศรีจันเพชร (2555). การบัญชีตามความรับผิดชอบต่อสังคม. *สรรพากรสาส์น*, 59(8), 95-100.
- ศิลปะพร ศรีจันเพชร. (2555). การบริหารความเสี่ยงกับการกำกับดูแลกิจการ. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 135.
- ศิลปะพร ศรีจันเพชร.(2560). *กรอบการบริหารความเสี่ยง 2017: Enterprise Risk Management Integrating with Strategy and Performance: 2017. เอกสารประกอบการสัมมนาทางวิชาการ โครงการสัมมนาเสริมความคิด ดิฉันปีวิชาชีพ กับคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. บรรยาย ณ วันที่ 6 ธันวาคม 2560.*
- ศิลปะพร ศรีจันเพชร. (2560). การบัญชีตามความรับผิดชอบต่อสังคม. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ สมาคม-สถาบันอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทยในพระราชูปถัมภ์สมเด็จพระเทพรัตนราชสุดาฯ-สยามบรมราชกุมารี*, 6 (1).
- ศิลปะพร ศรีจันเพชร. (2550). บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใช้กรอบการบริหารความเสี่ยงตาม COSO ERM อย่างไร. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 3(7), 73 -87.
- ศิลปะพร ศรีจันเพชร. (2548). *Governance: การกำกับดูแลกิจการที่ดี*. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ศิวะรักษ์ พิณีจรรย์. (2017). Enterprise Risk Management Integrating with Strategy and Performance: เอกสารประกอบการสัมมนาทางวิชาการ โครงการสัมมนา เสริมความคิด ตีคดีปริทัศน์ กับคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. บรรยาย ณ วันที่ 6 ธันวาคม 2560.

สภาวิชาชีพบัญชี. (2553). มาตรฐานการสอบบัญชีรหัส 700 การแสดงความเห็นและการรายงานต่องบการเงิน. กรุงเทพฯ : ผู้แต่ง.

สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์. (2558). มาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 8 (ปรับปรุง 2558) เรื่อง นโยบายบัญชีการเปลี่ยนแปลงประมาณการทางการบัญชีและข้อผิดพลาด. สืบค้น 1 มีนาคม 2558, จาก http://www.fap.or.th/images/column_1450922956/TAS%208-web.pdf

สุนทรีย์ วิพัฒน์ครุฑ, ปรีชา หงส์ไกรเลิศ, และไชยพันธ์ ปัญญาศิริ. (2558). ปัจจัยแห่งความสำเร็จในการบริหารความเสี่ยงที่ส่งผลกระทบต่อการบริหารความเสี่ยงของมหาวิทยาลัยราชภัฏในประเทศไทย. วารสารมหาวิทยาลัยราชภัฏมหาสารคาม, 9(2), 167-178.

สุวิมล กุลาเลิศ. (2552). การสร้างแบบประเมินระบบการควบคุมภายในตามแนวทางของ COSO ของแต่ละระบบงาน. กรุงเทพฯ: สมาคมผู้ตรวจสอบภายในแห่งประเทศไทย.

องค์การพิพิธภัณฑ์วิทยาศาสตร์แห่งชาติ, การบริหารความเสี่ยง. สืบค้น 10 มีนาคม 2562, จาก <http://www.thaisciencemuseum.com/risk>,

อุษณา ภัทรมนตรี. (2552). การตรวจสอบภายในสมัยใหม่แนวคิดและกรณีศึกษา. กรุงเทพฯ: ศูนย์หนังสือมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

ภาษาต่างประเทศ

Abed, S., Al-Attar, A., & Suwaidan, M. (2012). Corporate Governance and Earnings Management: Jordanian Evidence. *International Business Research*, 5(1), 216-225.

Albring, S. M., Huang, S. X., Pereira, R., & Xu, X. (2013). The effects of accounting restatements on firm growth. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(5), 357-376

Allayannis, G. B., Rountree and Weston J. (2003). *Earnings Volatility, Cash Flow Volatility, and Firm Value*, Working Paper (University of Virginia).

- Anderson, K. L., & Yohn, T. L. (2002). The effect of 10K restatements on firm value, information asymmetries, and investors' reliance on earnings. *Information Asymmetries, and Investors' Reliance on Earnings (September 2002)*.
- Andrew A. Christie, & Jerold L. (1994). Zimmerman. Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contests. *The Accounting Review*, 69(4), 539-566.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., Kinney, W., and Lafond, R. (2009). The effect of SOX internal control deficiencies on firm risk and cost of equity, *Journal of Accounting Research*, 47(1), 1-43.
- Badrinath, S., Gay, G., & Kale, J. (1989). Patterns of Institutional Investment, Prudence and The "Managerial Safety Net" Hypothesis. *Journal of Risk and Insurance*, 56, 605-629
- 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. doi:10.1037/0022-3514.51.6.1173
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). *Investor Sentiment in The Stock Market*. *Journal of Economic Perspectives* 21(2), 129-151.
- Bayer, E., & Bustad, G. O. (2012). *Introducing risk management process to a manufacturing industry*. Retrieved from <http://www.divaportal.se/smash/get/diva2:606971/FULLTEXT01.pdf>
- Beasley, M., Clune, R., & Hermanson, D. (2005). Enterprise risk management: An empirical analysis of factors associated with the extent of implementation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(6), 521-531.
- Beasley, M., Pagach, D., & Warr, R. (2008). Information conveyed in hiring announcements of senior executives overseeing enterprise-wide risk management processes. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 23, 311-332.
- Becker, C. L., Defond, M. L., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. R. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1-24.
- Brennan, N., & Solomon, J. (2008). Corporate governance, accountability and mechanisms of accountability: an overview. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21(7), 885-906.

- Brown, L.D., & Caylor, M.L. (2004). *Corporate Governance and Firm Performance*. Retrieved March 15, 2014, from <http://www.ijarcsms.com/docs/paper/volume1/.../V1I7-0081.pdf>.
- Bayer, E., & Bustad, G. O. (2012). *Introducing risk management process to a manufacturing industry*. Retrieved from <http://www.divaportal.se/smash/get/diva2:606971/FULLTEXT01.pdf>
- Bedard, J., Chtourou, S. M., & Courteau, L. (2004). The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management. *Auditing*, 23(2), 13-35.
- Bhattacharya, N., Desai, H., & Venkataraman, K. (2013). Does earnings quality affect information asymmetry? Evidence from trading costs. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 482-516.
- Bhattacharya, U., Daouk, H., & Welker, M. (2003). The world price of earnings opacity. *The accounting review*, 78(3), 641-678.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2), 112-131.
- Bartram, S. (2000). Corporate Risk Management as a Lever for Shareholder Value Creation. *Financial Markets, Institutions and Instruments* 9(5), 279-324.
- Brown, L.D., & Caylor, M.L. (2004). *Corporate Governance and Firm Performance*, Retrieved April 5, 2019, from <http://www.ijarcsms.com/docs/paper/volume1/.../V1I7-0081.pdf>.
- Carrol, A., & Laing, G. (2016). Manipulation of earnings through correction of prior period errors (AASB108): An empirical test. *E-Journal of Social & Behavioural Research in Business*, 7(1), 16.
- Cendrowski, H., & Mair, W. C. (2009). *Enterprise risk management and COSO: A guide for directors, executives and practitioners*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Chandler, A. D. (1962). *Strategy and structure: chapters in the history of the industrial enterprise*. M.I.T. Press, Cambridge, MA.
- Chen, H., Chen, J. Z., Lobo, G., & Wang, Y. (2011). Effects of Audit Quality on Earnings Management and Cost of Equity Capital: Evidence from China. *Contemporary Accounting Research*, 28(3), 892-925.

- Christie, A.A., & Zimmerman, J.L. (1994). Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contests. *The Accounting Review*, 69, 539-566.
- Chung, Kee H., & Pruitt, Stephen W. (1994). "A Simple Approximation of Tobin'Q", *Financial Management*, 23 (3), 70-74.
- Clarkson, P.M., et al. (2010). "The Relevance of Environmental Disclosures for Investors and Other Stakeholder Groups: Which Audience are Firms Speaking to? ." *CMA Ontario Rotman School Accounting Research Seminars*, pp. 1-43, Canada, Rotman School of Management, University of Toronto.
- Clarkson, P.M., Overell, M.B., and Chapple, L. (2011). "Environmental Performance." *Abacus* 47(1), 27-60.
- Clinton, S. B., Pinello, A. S., & Skaife, H. A. (2014). The implications of ineffective internal control and sox 404 reporting for financial analysts. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 303-327.
- Cohen, J., Krishnamoorthy, G., Wright, A. (2004). The corporate governance mosaic and financial reporting quality. *Journal of Accounting Literature* 23, 87-152.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 357-373.
- Daniela, P., & Attila, T. (2013). Internal audit versus internal control and coaching. *Procedia Economics and Finance*, 6, 694-702.
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J., & Kent, P. (2005). Internal governance structures and earnings management. *Accounting and Finance*, 45(2), 241-267.
- Doyle, J. T., Ge, W., & McVay, S. (2007). Accruals quality and internal control over financial reporting, *The Accounting Review*, 82(5), 1141-1170.
- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European financial management*, 10(2), 267-293.
- El-gazzar, S. M., Samir, M., Chung, K., & Jacob, R. A. (2011). Reporting of internal control weaknesses and debt rating changes. *The International Advances in Economic Research*, 17(4), 421-435.

- Elbannan, M. A. (2009). Quality of internal control over financial reporting, corporate governance and credit ratings, *International Journal of Disclosure & Governance*, 6 (2), 127-149.
- Epps, R.W. & Cereola, S.J. (2008). Do Institutional Shareholder Services (ISS) Corporate Governance Ratings Reflect a Company Operating Performance?, *Critical Perspectives on Accounting*, 19, 1135-1148.
- Financial Accounting Standards Board (FASB). (1980). Qualitative Characteristics of Accounting Information. *Statement of Financial Accounting Concepts No. 2*. Financial Accounting Standards Board, Norwalk, CT.
- Frigo, M. L., & Anderson, R. J. (2011). Strategic risk management: A foundation for improving enterprise risk management and governance. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 22(3),81-88.
- Froot, K., Scharfstein, D., & Stein, J. (1993). Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. *Journal of Finance* 48, 1624 – 1658.
- Graham, J., Harvey, C. and Rajgopal, S. (2005). *The Economic Implications of Corporate Financial Reporting*. *Journal of Accounting and Economics* 40, 3-73.
- Habib, A., & Hossain, M. (2013). CEO/CFO Characteristics and financial reporting quality: A review. *Research in Accounting Regulation*, 25(1), 88-100
- Hammersley, J. S., Myers, L. A., & Shakespeare, C. (2008). Market reactions to the disclosure of internal control weaknesses and to the characteristics of those weaknesses under section 302 of the Sarbanes Oxley Act of 2002. *Review of Accounting Studies*, 13(1), 141-165.
- Harney, Matthew, Tower, & Edward. (2003). Predicting Equity Returns Using Tobin's Q and Price-Earnings Ratios, *Journal of Investing*, 12(3),58-69.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365-383.
- Heijnen, P., & Van der Made, A. (2012). A signaling theory of consumer boycotts. *Journal of Environmental Economics and Management*, 63(3), 404-418.
- Hoitash, R., Hoitash, U., &Bedard, J. (2008). Internal control quality and audit pricing under the Sarbanes-Oxley Act. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 27(1), 105-126.

- Hribar, P., & Collins, D. W. (2002). Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105-134.
doi:10.1111/1475-679x.00041
- Johnson, V.E., Khurana, I.K., Reynolds, J.K. (2002). Audit-firm tenure and the quality of financial reports. *Contemporary Accounting Research*, 19 (4), 637–660.
- Kao, J. L., Wu, D., & Yang, Z. (2009). Regulations, earnings management, and post-IPO performance: The Chinese evidence. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 63-76.
- Kaplan, S., Zingales, L. (1997). Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?. *Quarterly Journal of Economics* 112, 169–215.
- Kiyamaz, H. (2006). The impact of announced motives, financial distress, and industry affiliation on shareholders' wealth: evidence from large sell-offs. *Quarterly Journal of Business and Economics* 45, 69–89.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375-400.
- Kline, M. M. (2014). The Benefits of Implementing an Enterprise Risk Management Approach into an Organization. *Master of Science in Economic Crime Management Thesis*, Utica College.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163-197.
- Landsman, Wayne R. and Shapiro, Alan C. (1995). Tobin's Q and the Relation between Accounting ROI and Economic Return. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 10(1), 103-118.
- Lawrence A. Gordon, Martin P. Loeb, & Chih Yang Tseng. (2009). Enterprise risk management and firm performance: A contingency perspective. *J. Account. Public Policy* 28, 301–327.
- Lee, D.E., & Tompkins, J.G. (1999). A Modified Version of the Lewellen and Badrinath Measure of Tobin's Q. *Financial Management*, 28(1), 20-31.
- Lewellen, Welbur G. and Badrinath, S.G. (1997). On the Measurement of Tobin'Q. *Journal of Financial Economics*, 44, 77-122.
- Limpaphayom, Piman and Connelly J.T. (2004), "Corporate Governance in Thailand", *Working Paper, Thai Institute of Directors Association*, 1-54.

- Lindenberg, Eric B., & Ross, Stephen A. (1981). Tobin's Q Ratio and Industrial Organization, *Journal of Business*, 54(1), 1-32.
- Lodhia, S. (2010). "Sustainability Reporting by the Australian Commonwealth Public Sector." James Guthrie (ed). *In Proceedings of the 6th Asia Pacific Interdisciplinary Research in Accounting Conference 2010*; pp.1-31, Sydney, Australia: University of Sydney.
- Mashayekhi, B. & Bazaz, M. S. (2008). Corporate Governance and Firm Performance in Iran. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 4(2), 156-172.
- McShane, M., Nair, A., & Rustambekov, E. (2011). Does enterprise risk management increase firm value, *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 26(4), 641-658.
- Merton, R. (1974). The pricing of corporate debt: a note. *Journal of Finance* 36, 1187-1189.
- Mikes, A. (2009). Risk management and calculative cultures. *Management Accounting Research*, 20(1), 18-40.
- Miller, A. Dobbins, C., Pritchett, J., Boehlje, M., & Ehmke, C. (2004). *Risk management for farmers. Indiana: Purdue University.*
- Miller, K. D. (2013). A framework for integrated risk management in international business. *Journal of International Business Studies*, 23(2), 311-331.
- Minton, B., Schrand, C. (1999). *The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investment and The Costs of Debt and Equity Financing.* *Journal of Financial Economics* 54, 423-460.
- Mitra, S., Karathanasopoulos, A. (2013). *Firm Value and the Impact of Operational Management.* *Asia-Pac Financ Markets* 26, 61-85 (2019). <https://doi.org/10.1007/s10690-018-9258-1>
- Moeller, R. R., (2007). *COSO enterprise risk management: understanding the new integrated ERM framework.* New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Moroney, R., Windsor, C., and Aw, Y.T. 2011. "Evidence of Assurance Enhancing the Quality of Voluntary Environmental Disclosures: an Empirical Analysis." *Accounting and Finance*. 52, 3: 903-939. doi: 10.1111/j.1467-629X.2011.00413.X
- Nam, Sang -Woo and Nam Il Chong. (2004). "Corporate Governance in Asia: Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea, Thailand, and Malaysia", *Working Paper*, Asian Development Bank Institute, 1-154.

- National Corporate Governance Committee. (2013). *Definitions of Corporate Governance*. Retrieved May 20, 2019, from http://www.cgthailand.org/SetCG/about/about_en.html
- Neil Amato. (2019). The barriers to enhanced risk oversight. *Journal of Accountancy*, April 2, 2019. Retrieved May 3, 2019, from <https://www.journalofaccountancy.com/news/2019/apr/barriers-enhanced-risk-oversight-201920940.html>
- Niamh M. Brennan and Jill Solomon (2008). Corporate governance, accountability and mechanisms of accountability: an overview. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21(7), 885-906.
- O'Keefe, T.B., King, R.D., Gaver, K.M., (1994). Audit fees, industry specialization, and compliance with GAAS reporting standards. *Auditing* 13, 41–55.
- Pagach, D., & Warr, R. (2010). *The effects of enterprise risk management on firm performance*. (White paper). Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1155218>
- Pagach, D. and Warr, R. (2011). The characteristics of firms that hire Chief Risk Officers. *Journal of Risk and Insurance*, 78(1), 185–211.
- Park, Y. W., & Shin, H.-H. (2004). Board composition and earnings management in Canada. *Journal of Corporate Finance*, 10, 431-457.
- Pástor, L., & Stambaugh, R.F. (2003). Liquidity Risk and Expected Stock Returns. *Journal of Political Economy* 111(3), 642-685.
- Porter, M.E.. (2008). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard Business Review*, 86 (1), 78-93.
- Rittenberg, L. (2013). COSO Internal control-integrated framework: turning principles into positive action. Altamonte Springs, Florida: The Institute for Internal Auditors Research Foundation.
- Ross, S. A. (1977). The determinants of financial structure: The incentive signaling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Rountree, B., Weston, J., & Allayannis, G. (2008). Do Investors Value Smooth Performance? , *Journal of Financial Economic* 90, 237-257.

- Ryan Ballantyne. (2013). An Empirical Investigation into the Association between Enterprise Risk Management and Firm Financial Performance. Doctor of Business Administration. Lawrence Technological University College of Management.
- Sami, H., Wang, J. T. & Zhou, H. (2011). Corporate Governance and Operating Performance of China Listed Firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20, 106 – 114.
- Santana, G. and Amitava, M.(2009). Indian Software and Pharmaceutical Sector C and Financial Performance, *Journal of Intellectual Capital*, 10(3), 369-388.
- Schermerhorn, J. R, James G. Hunt, & Richard N. Osborn. (2011). *Organizational Behavior*. 8th ed. New York: John Wiley & Sons.
- Scholz, S. (2014). *Financial Restatement Trends in the United States: 2003-2012*. Retrieved May 20, 2019. From <http://www.thecaq.org/docs/reports-and-publications/financial-restatement-trends-in-the-united-states-2003-2012.pdf>
- Shavell, S. Z. (1982). Suit, settlement, and trial: a theoretical analysis under alternative methods for the allocation of legal costs. *Journal of Legal Studies* 11, 55–82.
- Shin, H.and Stulz, R, (2000). Firm Value and Growth Opportunities. Working paper (Ohio State University).
- Shiri, M. M., Vaghfi, S. H., Soltani, J., &Esmaeli, M. (2012). Corporate governance and earningquality: Evidence from Iran. *Middle-East Journal of Scientific Research*,11(6), 702–708.
- Smithers & CO (2006). Review of Smithers & Co’s 2006 Report on the Cost of Capital: *A Report for Macquarie Bank*, 24.
- Smith, C. W., & Stulz, R. M. (1985, December). The determinants of firms’ hedging policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), 391-405. Retrieved from <http://www.jstor.org>
- Soileau, J. S. (2010). Enterprise risk management: adoption, performance benefits and disclosure effects (Doctoral dissertation). The University of Memphis. Retrieved from <http://www.memphis.edu>.

- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The quarterly journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Starbucks race row: Black men arrested in Philadelphia cafe settle for \$1 (2018, May2): www.bbc.co.uk/news/world-us-canda-43981366
- Stehle, R., Ehrhardt, O., & Przyborowsky, R. (2000). Long-run stock performance of German initial public offerings and seasoned equity issues. *European Financial Management*, 6(2), 173-796.
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 249-281.
- Svatá, V., & Fleischmann, M. (2011). IS/IT risk management in banking industry. Retrieved from <https://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=aop&pdf=334.pdf>
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance* 13(6), 1935-1974.
- The Committee of Sponsoring of the Treadway Commission: COSO. (2017). Enterprise Risk Management-Integrating with Strategy and Performance. *Executive Summary*. June p.67.
- Thompson, R.S., 1984. Diversification strategy and systematic risk: an empirical inquiry. *Managerial and Decision Economics*, 5, 98-103.
- Trueman, B, & Titman, S. (1988). An Explanation for Accounting Income Smoothing. *Journal of Accounting Research* 26, 127-139.
- Tseng, C. (2007). Internal control, enterprise risk management, and firm performance (Doctoral dissertation, The University of Maryland).
- Villalonga, Belen. (2004). Intangible Resources, Tobin's Q, and Sustainability of Performance Differences, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 54, 205-230.
- World Economic Forum. (2018, January 17). The Global Risks Report 2018, 13th Edition. Retrieved from World Economic Forum: reportsweforum.org/global-risks-2018/
- Wright, R. A. (2013). The internal auditor's guide to risk assessment. Altamonte Springs, Florida: The Institute for Internal Auditors Research Foundation.
- Zhihua, W. Y. W. (2008). The Theoretical Review of Financial Restatement Research [J]. *Securities Market Herald*, 3, 011

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ-นามสกุล

ประวัติการศึกษา

ตำแหน่งและสถานที่ทำงานปัจจุบัน

ณัฐพัชร นวลมณีจิตติ

พ.ศ. 2553 ปริญญาตรี บัญชีบัณฑิต

มหาวิทยาลัยมหาสารคาม

พ.ศ. 2555 ปริญญาโท บัญชีมหาบัณฑิต

มหาวิทยาลัยมหาสารคาม

อาจารย์ประจำหลักสูตรบัญชีบัณฑิต

วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี

มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

