

ผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการของกลุ่มบริษัทที่
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The impact of enterprise risk management on firm value of listed companies in
the Stock Exchange of Thailand

ปริศนา ตั้งมูทาสวัสดิ์¹ อรัณพงษ์ ทนไนชัย² อนันท์ พลภาณุมาศ³ ยุภาวดี ณัฐสิริโสภณ⁴

Prisana Tangmutasawat¹ Aranphong Thananchai² Anothai Polpanumas³ Yuphawadee Nathasitsophon⁴

¹อาจารย์ คณะบริหารธุรกิจและศิลปศาสตร์มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลล้านนา น่าน

¹Lecturer, Faculty of Business Administration and Liberal Arts, Rajamangala University of Technology Lanna Nan

²อาจารย์ คณะบริหารธุรกิจและศิลปศาสตร์มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลล้านนา น่าน

²Lecturer, Faculty of Business Administration and Liberal Arts, Rajamangala University of Technology Lanna Nan

³อาจารย์ คณะบริหารธุรกิจและศิลปศาสตร์มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลล้านนา ดาก

³Lecturer, Faculty of Business Administration and Liberal Arts, Rajamangala University of Technology Lanna Tak

⁴อาจารย์ คณะบริหารธุรกิจและศิลปศาสตร์มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลล้านนา น่าน

⁴Lecturer, Faculty of Business Administration and Liberal Arts, Rajamangala University of Technology Lanna Nan

Tel. 062-3223-5992 E-mail: yu.nathasit@gmail.com

(Received: October 6, 2025 ; Revised November 14, 2025 ; Accepted: November 17, 2025)

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (Enterprise Risk Management: ERM) ต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทย โดยใช้ตัวอย่าง 200 จำนวนข้อมูลรายปีของบริษัท ระหว่างปี ค.ศ. 2020-2024 การวิเคราะห์การถดถอยหลายตัวแปร พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ERM ภายใต้กรอบ COSO-ERM 2017 มีค่าเฉลี่ยสูง แสดงถึงความตระหนักด้านการบริหารความเสี่ยงขององค์กร อย่างไรก็ตาม การเปิดเผย ERM ไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญเมื่อควบคุมผลของกลุ่มอุตสาหกรรม ($B = -2.440, p = 0.093$) แสดงว่าการเปิดเผยข้อมูล ERM ที่ใช้เป็นเครื่องมือในการปฏิบัติตามกฎระเบียบไม่สะท้อนประสิทธิภาพเชิงปฏิบัติและการสร้างมูลค่าเพิ่มทางการเงินอย่างชัดเจน ในขณะที่การวิเคราะห์โดยไม่ควบคุมกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่าการเปิดเผย ERM มีผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ($B = -3.185, p = 0.039$) ซึ่งสะท้อนบทบาทของอุตสาหกรรมและโครงสร้างธุรกิจต่อการศึกษาของตลาด ผลการศึกษาเพิ่มเติมชี้ว่า ROA มีผลเชิงบวกและมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ ขณะที่ ROE มีผลเชิงลบเล็กน้อยแต่มีนัยสำคัญ ส่วนขนาดกิจการ

และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ไม่มีนัยสำคัญ นอกจากนี้ พบความแตกต่างตามอุตสาหกรรม โดยกลุ่มเทคโนโลยีมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการ ขณะที่กลุ่มทรัพยากรมีผลลบและมีนัยสำคัญ

งานวิจัยนี้สนับสนุนกรอบทฤษฎีการเป็นตัวแทนและทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย โดยชี้ว่า ERM แบบเอกสารรายงานอาจลดต้นทุนตัวแทนได้จำกัด และยังไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้โดยตรง การศึกษานี้จึงมีความสำคัญในการเติมเต็มช่องว่างทางวิชาการและเชิงปฏิบัติ เพื่อสร้างหลักฐานเชิงประจักษ์ว่าการบริหารความเสี่ยงมีอิทธิพลต่อการสร้างมูลค่ากิจการและการกำหนดกลยุทธ์ที่ยั่งยืนในตลาดทุนไทย

คำสำคัญ: การบริหารความเสี่ยงขององค์กร, มูลค่ากิจการ, ตลาดหลักทรัพย์ไทย

Abstract

This study examines the impact of Enterprise Risk Management (ERM) on firm value of publicly listed companies in the Stock Exchange of Thailand, using a sample of 200 firm-year observations from 2020 to 2024. Multiple regression analysis indicates that ERM disclosure under the COSO-ERM 2017 framework is relatively high, reflecting firms' awareness of risk management practices. However, ERM disclosure does not have a statistically significant effect on firm value when controlling for industry effects ($B = -2.440$, $p = 0.093$), suggesting that compliance-driven ERM reporting does not clearly reflect practical effectiveness or create financial value. In contrast, when industry effects are not controlled, ERM disclosure has a significant negative impact on firm value ($B = -3.185$, $p = 0.039$), highlighting the role of industry characteristics and business structure in market interpretation. Additional findings indicate that ROA has a positive and significant effect on firm value, whereas ROE has a small but significant negative effect. Firm size and leverage are not significant determinants. Differences across industries were observed, with technology firms exhibiting a positive effect on firm value, while resource-based firms show a significant negative effect.

This study supports both Agency Theory and Stakeholder Theory, suggesting that document-based ERM may only marginally reduce agency costs and does not directly enhance firm value. The findings provide empirical evidence to fill academic and practical gaps, demonstrating how risk management practices influence firm value and inform sustainable strategic decision-making in the Thai capital market.

Keywords: Enterprise Risk Management, Firm Value, Thai Stock Market

บทนำ

ในโลกธุรกิจยุคปัจจุบัน องค์กรต่างๆ ต้องเผชิญกับสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและสังคมที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วและซับซ้อน ทั้งจากปัจจัยมหภาคและปัจจัยจุลภาค เช่น ภาวะเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและราคาพลังงาน สงครามการค้าและความขัดแย้งระหว่างประเทศ ภัยพิบัติทางธรรมชาติ การเปลี่ยนแปลงนโยบายเศรษฐกิจของรัฐ รวมถึงการพัฒนาเทคโนโลยีและพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนไปอย่างต่อเนื่อง ปัจจัยเหล่านี้ล้วนสร้างความเสี่ยงมหภาคที่ส่งผลโดยตรงต่อผลการดำเนินงาน ความสามารถในการแข่งขัน และมูลค่าของกิจการในระดับจุลภาค องค์กรธุรกิจจึงต้องปรับกลยุทธ์และยกระดับระบบการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (Enterprise Risk Management: ERM) จากเดิมที่มุ่งเน้นเพียงการปฏิบัติตามกฎระเบียบไปสู่การเป็นกลไกเชิงกลยุทธ์ เพื่อสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขัน ความมั่นคงทางการเงิน และการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาว

ในบริบทของประเทศไทย เหตุการณ์ทางธุรกิจหลายกรณีในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมาได้สะท้อนให้เห็นถึงช่องว่างและความล้มเหลวในการบริหารความเสี่ยงขององค์กร แม้ว่าบางกิจการจะมีกำไรต่อเนื่องแต่กลับเผชิญปัญหาความเสี่ยงด้านการกำกับดูแลที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในตลาดทุน เช่น กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ผิดนัดชำระหนี้หุ้นกู้มูลค่ากว่า 600 ล้านบาท ทั้งที่ยังคงมีกำไรสุทธิในงบการเงิน (STANDARD, 2567) หรือกรณีการทุจริตเชิงปฏิบัติการในองค์กรขนาดใหญ่ที่สร้างความเสียหายหลายหมื่นล้านบาทซึ่งสะท้อนถึงการขาดระบบควบคุมภายในที่มีประสิทธิภาพ (ลงทุนแมน, 2566) รวมถึงกรณีโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่เกี่ยวข้องกับผู้บริหารระดับสูงซึ่งสร้างความเสียหายต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน (ฐานเศรษฐกิจ, 2567) เหตุการณ์เหล่านี้ไม่เพียงส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญในช่วงสั้น แต่ยังสะท้อนถึงความเสี่ยงระบบ และข้อจำกัดของ ERM ที่ยังมุ่งเน้นเชิงเอกสารมากกว่าการบูรณาการในเชิงกลยุทธ์

แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จะได้กำหนดแนวทางการบริหารความเสี่ยงตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี และส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนจัดทำรายงานการบริหารความเสี่ยงในรายงานประจำปี (56-1 One Report) เพื่อเพิ่มความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูล (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567) แต่กรณีความล้มเหลวที่เกิดขึ้นจริงกลับชี้ให้เห็นถึงความแตกต่างระหว่างการมี ERM ในทางรูปแบบกับประสิทธิภาพของ ERM ในทางปฏิบัติ ซึ่งอาจเกิดจากการขาดการเชื่อมโยงระหว่างการบริหารความเสี่ยงกับกลยุทธ์ขององค์กรโดยตรง ส่งผลให้ ERM ไม่สามารถลดความเสี่ยงเชิงกลยุทธ์หรือปกป้องมูลค่ากิจการได้อย่างแท้จริง จากกรณีศึกษาที่เกิดขึ้นจริงดังกล่าวสามารถเชื่อมโยงกับการเปลี่ยนแปลงของมูลค่ากิจการได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะเมื่อพิจารณาการวิเคราะห์เชิงเหตุการณ์ (Event Study) ซึ่งใช้วิเคราะห์ผลกระทบของเหตุการณ์เฉพาะต่อมูลค่ากิจการของบริษัทผ่านการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ กรณีการผิพนัดชำระหนี้หุ้นกู้ การทุจริตเชิงปฏิบัติการ หรือโครงการพลังงานที่เกี่ยวข้องกับผู้บริหารระดับสูง ล้วนสร้างแรงสะท้อนต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นลดลงอย่างมีนัยสำคัญในระยะสั้นถึงระยะกลาง ทั้งยังส่งผลกระทบต่อ Tobin's Q ซึ่งสะท้อนการรับรู้ของตลาดต่อมูลค่ากิจการ เหตุการณ์ดังกล่าวถือเป็นสัญญาณเชิงลบต่อกลไกตลาด เนื่องจากชี้ให้เห็นถึงความล้มเหลวของระบบการควบคุมภายในและ ERM ทำให้ผู้ลงทุนปรับลดการประเมินมูลค่ากิจการลง เพื่อสะท้อนความเสี่ยงด้านการกำกับดูแลและความไม่แน่นอนของผลการดำเนินงานในอนาคต การวิเคราะห์เชิงเหตุการณ์จึงสามารถนำมาใช้เป็นแนวทางเชิงประจักษ์ในการตรวจสอบผลกระทบของเหตุการณ์ดังกล่าวต่อมูลค่ากิจการในตลาดทุนไทย ซึ่งสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของงานวิจัยที่มุ่งศึกษาผลกระทบของ ERM ต่อมูลค่าของกิจการ เพื่อสะท้อนประสิทธิผลของการบริหารความเสี่ยงในบริบทจริงขององค์กรไทย

จากการศึกษาวิจัยในอดีตที่ผ่านมา ผลลัพธ์ที่ได้จากการศึกษางานวิจัยทั่วโลกเห็นได้ว่ามีความหลากหลายและไม่สอดคล้องกัน การศึกษางานวิจัยต่างๆ พบว่า ERM มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการและมีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบายและกลยุทธ์ (Chairani & Siregar, 2021; Faisal et al., 2021) แต่ในปี 2023 กลับพบผลลัพธ์ที่แตกต่าง ทั้งเชิงบวกและเชิงลบ (Alkhyoon et al., 2023; Hong, 2023; Karina et al., 2023; Kwintana & Hanggraeni, 2023; Maharani & Yonnedi, 2023; Pangestuti et al., 2023) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยล่าสุดในปี 2024 ยังคงสนับสนุนว่า ERM มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (Hidayah et al., 2024; Kumar & Agrawal, 2024) ช่องว่างดังกล่าวชี้ให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ERM กับมูลค่ากิจการยังไม่มีข้อมูลสรุปที่ชัดเจนขึ้นอยู่กับบริบทและช่วงเวลา สะท้อนถึงความสัมพันธ์ดังกล่าวยังคงเป็นประเด็นที่ต้องการหลักฐานเชิงประจักษ์เพิ่มเติม

สำหรับบริบทประเทศไทย พบงานวิจัยเชิงประจักษ์ที่ศึกษาผลกระทบของ ERM ต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในประเด็นนี้ค่อนข้างจำกัด และยังไม่ปรากฏการศึกษาผลกระทบของ ERM ตามกรอบ COSO-ERM 2017 ต่อมูลค่ากิจการโดยใช้ตัวชี้วัด Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนโดยตรง โดยเฉพาะภายใต้สถานะเศรษฐกิจที่ผันผวนและความคาดหวังด้านความยั่งยืนที่เพิ่มสูงขึ้นในช่วงหลังการระบาดของโควิด-19 ช่องว่างนี้จึงเป็นโอกาสสำคัญในการพัฒนาองค์ความรู้เชิงประจักษ์เพื่ออธิบายกลไกที่เชื่อมโยงระหว่างการบริหารความเสี่ยงในระดับองค์กรกับการสร้างมูลค่ากิจการในตลาดทุนไทย

การศึกษาผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อ้างอิงกรอบแนวคิดทางทฤษฎี ได้แก่ ทฤษฎีการเป็นตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งอธิบายกลไกการลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร และทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ที่มองว่าการบริหารความเสี่ยงที่คำนึงถึงผู้มี

ส่วนได้เสียทุกฝ่ายจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นและเพิ่มคุณค่ากิจการ การบูรณาการ ERM ภายใต้กรอบ COSO-ERM 2017 เข้ากับทฤษฎีดังกล่าวจึงเป็นแนวทางในการสร้างระบบบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพและสามารถขับเคลื่อนมูลค่ากิจการได้อย่างยั่งยืน

ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้มุ่งวิเคราะห์ว่าการบริหารความเสี่ยงขององค์กรภายใต้กรอบแนวคิด COSO-ERM 2017 ส่งผลกระทบบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างไร และมีความสัมพันธ์เชิงประจักษ์ระหว่างการดำเนินการ ERM กับตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ในระดับใด การศึกษาครั้งนี้มีความสำคัญทั้งในเชิงวิชาการและเชิงปฏิบัติ โดยมุ่งเติมเต็มช่องว่างทางองค์ความรู้เกี่ยวกับความเชื่อมโยงระหว่าง ERM และมูลค่ากิจการในบริบทของประเทศไทย ตลอดจนคาดหวังว่าจะก่อให้เกิดหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สามารถใช้ประโยชน์ในการกำหนดกลยุทธ์การบริหารความเสี่ยงที่เหมาะสม เพื่อเสริมสร้างความสามารถในการแข่งขันและเพิ่มมูลค่ากิจการขององค์กรอย่างยั่งยืนในระยะยาว

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทบทวนวรรณกรรม

การศึกษาวิจัยเรื่องผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการของกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยอ้างอิงทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อใช้ในวิเคราะห์ประเด็นดังต่อไปนี้

ทฤษฎีการเป็นตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นในฐานะตัวการ (Principal) และผู้บริหารในฐานะตัวแทน (Agent) ซึ่งมีเป้าหมายผลตอบแทนต่างกัน ความไม่สอดคล้องของผลประโยชน์และความไม่สมมาตรของสารสนเทศ (Information Asymmetry) ทำให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการดำเนินการเพื่อผลประโยชน์ส่วนตน เช่น การจัดการกำไรหรือการปกปิดความเสี่ยงของกิจการ ส่งผลให้ต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) เพิ่มขึ้น ERM จึงทำหน้าที่เป็นกลไกเชิงธรรมาภิบาลที่ช่วยลดปัญหาดังกล่าวผ่านการสร้างความโปร่งใสและการเปิดเผยสารสนเทศด้านความเสี่ยงอย่างเป็นระบบ ซึ่งทำให้ผู้ถือหุ้นสามารถประเมินความเสี่ยงและการตัดสินใจของผู้บริหารได้อย่างมีข้อมูลมากขึ้น อีกทั้งกระบวนการ ERM ยังช่วยกำหนดขอบเขตการตัดสินใจของผู้บริหารให้สอดคล้องกับระดับความเสี่ยงที่ผู้ถือหุ้นยอมรับได้ ลดการดำเนินการที่เกิน

ความเสี่ยงที่องค์กรรับได้ และส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนลดลง เนื่องจากความคาดหวังระหว่างตัวการและตัวแทนมีความชัดเจนมากขึ้น นอกจากนี้ การมีกรอบ ERM ที่เข้มแข็งยังส่งเสริมให้เกิดการตรวจสอบภายในและการควบคุมภายในที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งช่วยจำกัดโอกาสของพฤติกรรมที่แสวงหาผลประโยชน์ส่วนตนของผู้บริหาร

งานวิจัยจำนวนมากได้ยืนยันความสำคัญของทฤษฎีนี้ พบว่า ธกานต์ ชาดิวงศ์ (2560) ระบุว่า ทฤษฎีตัวแทนสะท้อนถึงปัญหาผลประโยชน์ทับซ้อนและการจัดการกำไรได้อย่างชัดเจน ในขณะที่ Siregar (2021) ศึกษาการเปิดเผยการบริหารความเสี่ยงในอาเซียน พบว่า การเปิดเผย ERM เพิ่มความโปร่งใสลดต้นทุนตัวแทน และส่งเสริมความยั่งยืน โดยมีประเทศไทยและประเทศมาเลเซียที่โดดเด่นด้านการเปิดเผยข้อมูล นอกจากนี้จากการศึกษาของ Kwintana and Hanggraeni (2023) ยังพบว่า การใช้ ERM ในอาเซียนระหว่างปี 2560–2564 ส่งผลบวกต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) แต่ไม่ชัดเจนต่อ Tobin's Q สามารถช่วยเพิ่มความโปร่งใส ลดความไม่สมมาตรของข้อมูล สามารถลดต้นทุนหนี้ได้ ขณะเดียวกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อผนวกกับการเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานขององค์กรในด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental), สังคม (Social) และธรรมาภิบาล (Governance) อย่างโปร่งใสและเป็นระบบเพื่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (ESG Disclosure : ESG) ที่ช่วยยกระดับความยั่งยืนของธุรกิจ ถูกมองว่าเป็นกลไกกำกับที่สำคัญ เพราะช่วยให้การตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ขององค์กรยั่งยืนมากขึ้น และเพิ่มคุณค่าต่อผู้ถือหุ้น ทฤษฎีตัวแทนจึงมีความเหมาะสมในการอธิบายผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงที่มีต่อมูลค่ากิจการในบริบทของบริษัทจดทะเบียนไทย

อีกทฤษฎีที่สำคัญคือ ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) มีรากฐานจากแนวคิดของ Barnard (1938) ซึ่งอธิบายว่าองค์กรจะดำรงอยู่ได้ต้องอาศัยความร่วมมือระหว่างผู้มีส่วนได้เสียหลายฝ่ายที่มีพันธสัญญาร่วมกัน ขยายความโดย Freeman and Reed (1983) ที่มองว่าองค์กรควรสร้างคุณค่าให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม ไม่เฉพาะผู้ถือหุ้นเท่านั้น หลักคิดนี้ได้กลายเป็นพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการเชิงยุทธศาสตร์ที่ให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ร่วมระหว่างพนักงาน ลูกค้า คู่ค้า ชุมชนท้องถิ่น และภาครัฐ Freeman and McVea (2001) ชี้ว่าการบริหารผู้มีส่วนได้เสียต้องถูกฝังอยู่ในกระบวนการวางแผน ยุทธศาสตร์และการตัดสินใจ เพื่อให้เกิดความสมดุลระหว่างผลตอบแทนทางเศรษฐกิจและความรับผิดชอบทางสังคม ส่วนในประเทศไทย ธกานต์ ชาดิวงศ์ (2560) ได้อธิบายว่าผู้บริหารต้องคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม เนื่องจากทุกกลุ่มล้วนมีผลต่อความสำเร็จขององค์กร ในบริบทของ ERM ทฤษฎีนี้ให้กรอบแนวคิดที่อธิบายว่าการจัดการความเสี่ยงอย่างมีระบบช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความไว้วางใจให้กับผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งนำไปสู่การลดต้นทุนเงินทุน (cost of capital) เพิ่มเสถียรภาพของกระแสเงินสด และยกระดับมูลค่ากิจการในระยะยาว งานวิจัยของ Chairani and Siregar (2021) และ Hidayah et al. (2024) ยืนยันว่า

ERM ที่บูรณาการแนวคิดผู้มีส่วนได้เสียและ ESG สามารถส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการผ่านกลไกการลดความไม่แน่นอนและการสร้างภาพลักษณ์องค์กรที่โปร่งใสและน่าเชื่อถือ

เมื่อเปรียบเทียบกับทฤษฎีการเป็นตัวแทนของ Jensen and Meckling (1976) ซึ่งมุ่งอธิบายการลดต้นทุนตัวแทน (agency cost) ผ่านกลไกความโปร่งใสและการกำกับดูแล ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียให้มุมมองเสริมที่ต่างออกไป โดยมุ่งเน้นการสร้างคุณค่าเชิงสังคมและความไว้วางใจระหว่างผู้มีส่วนได้เสีย ดังนั้น ทั้งสองทฤษฎีจึงไม่ขัดแย้งกัน หากแต่เป็นกลไกที่เสริมกัน ในการอธิบายผลบวกของ ERM ต่อมูลค่ากิจการ โดย ทฤษฎีการเป็นตัวแทนเน้นผลของ ERM ในมิติการลดต้นทุนและความไม่สมมาตรของข้อมูล ขณะที่ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเน้นผลของ ERM ในมิติการสร้างคุณค่าและความสัมพันธ์ระยะยาวกับผู้มีส่วนได้เสีย ทั้งสองกลไกจึงสะท้อนให้เห็นว่าการบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการได้ทั้งในมิติการเงินและมิติสังคมอย่างยั่งยืน

แนวคิดการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (ERM) ได้รับการนิยามว่าเป็นกระบวนการที่คณะกรรมการ ผู้บริหาร และบุคลากรทุกระดับมีส่วนร่วมเพื่อช่วยกำหนดกลยุทธ์และดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ โดยมีเป้าหมายเพื่อป้องกัน จัดการ และควบคุมความเสี่ยงให้อยู่ในระดับที่องค์กรยอมรับได้ ช่วยลดผลกระทบจากเหตุการณ์ที่อาจเกิดขึ้น (สภาวิชาชีพบัญชี, 2561) ถ้าเกิดเหตุการณ์ที่ไม่แน่นอนขึ้นองค์กรอาจไม่บรรลุเป้าหมายและก่อให้เกิดผลกระทบทั้งด้านการเงินและชื่อเสียงองค์กร กรอบการบริหารความเสี่ยงของ COSO ERM Framework ได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลาย โดยมีองค์ประกอบสำคัญ 5 ด้าน ได้แก่ ได้แก่ (1) การกำกับดูแลและวัฒนธรรม เน้นบทบาทคณะกรรมการและผู้บริหารในการสร้างวัฒนธรรมการจัดการความเสี่ยง (2) กลยุทธ์และการกำหนดวัตถุประสงค์ เชื่อมโยง ERM เข้ากับการสร้างคุณค่าในทุกช่วงเวลา (3) ผลการปฏิบัติงาน ครอบคลุมการระบุความเสี่ยง การประเมินและจัดลำดับความสำคัญ ตลอดจนการตอบสนองอย่างเหมาะสม (4) การสอบทานและการแก้ไขปรับปรุง เพื่อประเมินประสิทธิผลและปรับกลยุทธ์เมื่อเผชิญการเปลี่ยนแปลง (5) สารสนเทศ การสื่อสาร และการรายงาน เพื่อสนับสนุนการตัดสินใจที่โปร่งใส การใช้ ERM ช่วยให้องค์กรบูรณาการการจัดการความเสี่ยงเข้ากับกลยุทธ์และผลการดำเนินงาน สร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุน หุ้นส่วน และผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง อีกทั้งยังเป็นเครื่องมือสื่อสารต่อสาธารณะและหน่วยงานรัฐถึงการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพ โดยงานวิจัยด้านนี้จะช่วยชี้ให้เห็นว่าองค์ประกอบใดของ ERM มีอิทธิพลสูงสุดต่อความเข้มแข็งทางการเงินและการสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการ โดยเป็นประโยชน์ต่อทั้งองค์กร นักลงทุน และสังคมโดยรวม เห็นได้ว่าการประยุกต์ใช้ ERM ตามกรอบดังกล่าวช่วยให้องค์กรสามารถจัดลำดับความเสี่ยง ตอบสนองได้อย่างเหมาะสม และสร้างคุณค่าให้แก่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง นอกจากนี้ยังสนับสนุนการสร้างที่ยั่งยืนให้แก่องค์กร

แนวคิดเรื่องมูลค่ากิจการ (Firm Value หรือ Enterprise Value) เป็นหัวใจของการบริหารคือการสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว ซึ่งแนวคิดนี้พัฒนามาจากพื้นฐานการจัดการมูลค่า (Value-based Management: VBM) ที่มีเป้าหมายเพื่อสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาวผ่านระบบ กลยุทธ์ กระบวนการ และการวัดผลที่สอดคล้องกัน (Arnold & Davies, 2000) ในมุมมองการตลาด การประเมินมูลค่ากิจการนิยมใช้ดัชนี Tobin's Q ของ James Tobin ศาสตราจารย์รางวัลโนเบล ที่วัดผลโดยเปรียบเทียบมูลค่าตลาดของสินทรัพย์กับต้นทุนทดแทน หากมีค่าเกินกว่า 1 แสดงว่ากิจการใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพและสามารถสร้างมูลค่าเพิ่ม แต่หากต่ำกว่า 1 แสดงถึงการใช้สินทรัพย์อย่างไม่มีประสิทธิผล การประเมินมูลค่าด้วย Tobin's Q จึงเป็นเครื่องมือสำคัญที่สะท้อนทั้งข้อมูลทางการเงินและทางการตลาดเข้าด้วยกัน (Subing & Susiani, 2019)

โดยสรุป การศึกษามูลค่ากิจการเป็นกุญแจสำคัญในการประเมินประสิทธิภาพขององค์กรไม่เพียงแต่เพื่อสร้างมูลค่าแก่ผู้ถือหุ้น แต่ยังต้องคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ ด้วย แนวคิด ERM ที่บูรณาการกับทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย รวมถึงการวัดผลด้วย Tobin's Q สะท้อนถึงความสำคัญของการสร้างมูลค่าที่เพิ่มขึ้นอย่างยั่งยืน ซึ่งเป็นประเด็นหลักที่งานวิจัยนี้ใช้เป็นกรอบการวิเคราะห์ผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงองค์กรต่อมูลค่ากิจการในกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

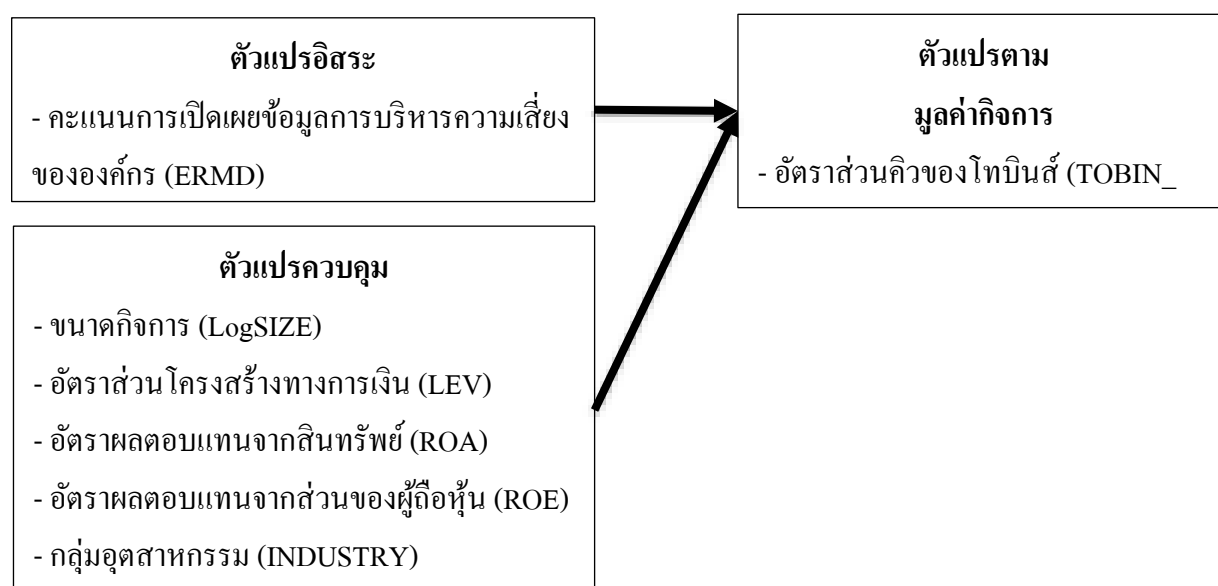
การวิจัยครั้งนี้มุ่งศึกษาผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อมของการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (ERM) ตามกรอบ COSO-ERM 2017 ซึ่งประกอบด้วย 5 องค์ประกอบ ได้แก่ การกำกับดูแลและวัฒนธรรม กลยุทธ์และการกำหนดวัตถุประสงค์ ผลการปฏิบัติงาน การสอบทานและปรับปรุง และสารสนเทศ การสื่อสารและการรายงาน โดยมีเป้าหมายเพื่อวิเคราะห์ผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย งานวิจัยในต่างประเทศสะท้อนให้เห็นถึงความไม่สอดคล้องของผลการศึกษาศัมพันธ์ระหว่าง ERM และมูลค่ากิจการ โดย Chairani and Siregar (2021) และ Kwintana and Hanggraeni (2023) ศึกษาบริษัทในอินโดนีเซียและพบว่า ERM มีผลบวกต่อ ROA และมูลค่ากิจการ ขณะที่ Faisal et al. (2021) และ Hong (2023) ใช้ดัชนี ERM ที่สร้างขึ้นจากแบบสอบถามและการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปี พบผลเชิงบวกเพียงบางองค์ประกอบของ ERM ต่อมูลค่ากิจการ ความแตกต่างของผลลัพธ์อาจเกิดจากความแตกต่างของวิธีการวัด ERM ที่บางงานใช้ ERM Index ตาม COSO Framework ในขณะที่บางงานใช้ระดับการเปิดเผยข้อมูลเป็นตัวแทน นอกจากนี้ ช่วงเวลาของข้อมูลและบริบทเศรษฐกิจยังมีผลต่อทิศทางความสัมพันธ์ เช่น งานของ Trisnawati et al. (2023) พบว่าในช่วงภาวะเศรษฐกิจผันผวน ผลของ ERM ต่อมูลค่ากิจการไม่ชัดเจน

ในส่วนของการวัดมูลค่ากิจการ งานของ Subing and Susiani (2019) แสดงให้เห็นว่า Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่ม ขณะที่ Zhang et al. (2020) และ Perdana et al. (2023) พบว่าการเปิดเผย ESG และ ERM ที่มีประสิทธิผลสามารถเพิ่ม Tobin's Q ได้อย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม งานในบริบทประเทศกำลังพัฒนารวมถึงไทยยังใช้ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการที่หลากหลาย เช่น ROA หรือ ROE แทนที่จะใช้ Tobin's Q ทำให้ผลการศึกษายังไม่สามารถสรุปเชิงประจักษ์ได้แน่ชัดว่าการบริหารความเสี่ยงมีผลต่อมูลค่ากิจการในตลาดทุนไทยในทิศทางใด

วรรณกรรมที่ผ่านมาให้หลักฐานสนับสนุนว่าการบริหารความเสี่ยงขององค์กรสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการได้ แต่ยังมีข้อจำกัดหลายประการ ทั้งในด้านการออกแบบการวัดที่บางงานไม่ได้อ้างอิง COSO-ERM 2017 หรือวิธีการวัดค่า ERM โดยอาศัยแบบสอบถามหรือการเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ครอบคลุมทุกองค์ประกอบ และบริบทของประเทศที่ยังไม่ถูกศึกษาอย่างเป็นระบบ โดยเฉพาะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ยังมีหลักฐานเชิงประจักษ์โดยตรงเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง ERM ตามกรอบ COSO 2017 กับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ค่อนข้างจำกัด

ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมุ่งเติมเต็มช่องว่างดังกล่าว โดยวิเคราะห์เชิงประจักษ์ผลกระทบของ ERM ตามกรอบ COSO-ERM 2017 ต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้เข้าใจกลไกการสร้างมูลค่าผ่านการบริหารความเสี่ยงในบริบทไทย และสร้างฐานข้อมูลทางวิชาการที่สามารถใช้ในการกำหนดกลยุทธ์ความเสี่ยงเชิงรุกขององค์กรได้อย่างยั่งยืน

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาวิจัยในครั้งนี้ มุ่งเน้นศึกษาผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการของกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามขอบเขตดังต่อไปนี้

ขอบเขตด้านประชากร

ในการศึกษาครั้งนี้ได้กำหนดประชากร คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET 50 กลุ่มบริษัทนี้ถือเป็นตัวแทนของบริษัทขนาดใหญ่ที่มีสภาพคล่องสูงในตลาดทุนไทย ซึ่งสามารถสะท้อนพฤติกรรมและแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพ ตลอดจนมีมาตรฐานและความโปร่งใสในการรายงานข้อมูลทางการเงิน โดยใช้ข้อมูลทศวรรษมีระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2567 การใช้ข้อมูลหลายปีช่วยเพิ่มจำนวนรายการข้อมูล (firm-year observations) ซึ่งเพียงพอต่อการวิเคราะห์เชิงปริมาณ และยังสามารถควบคุมคุณภาพข้อมูลและความสอดคล้องของการเก็บข้อมูลได้ภายใต้ข้อจำกัดของระยะเวลา รายงาน ณ วันที่ 13 มิถุนายน พ.ศ. 2568 (กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ SET 50 ปัจจุบัน เพื่อเป็นตัวแทนกิจการขนาดใหญ่ในตลาดทุนไทย) จำนวนทั้งสิ้น 250 จำนวนข้อมูลรายปีรายบริษัท (Firm Year) การคัดเลือกตัวอย่างใช้วิธีเจาะจง (Purposive Sampling) โดยไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงินเนื่องจากลักษณะการประกอบธุรกิจกฎหมายที่เกี่ยวข้อง และหลักเกณฑ์อื่นๆ มีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นอาจส่งผลให้การวิเคราะห์ข้อมูลมีความคลาดเคลื่อนได้ จำนวน 10 บริษัท และพบว่าไม่มีกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคในกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม 50 บริษัท ตามเกณฑ์ข้างต้น ส่งผลธุรกิจที่จะเข้าร่วมในการศึกษาวิจัยในครั้งนี้ จะมีทั้งสิ้น 40 บริษัท ทำให้เหลือกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 200 จำนวนข้อมูลรายปีรายบริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2568)

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ในการวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรในการศึกษาวิจัย โดยแบ่งตามประเภทตัวแปร ดังต่อไปนี้

ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ผู้วิจัยใช้คะแนนการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (ERMD) ในการวัดค่าการบริหารความเสี่ยงขององค์กร

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) ผู้วิจัยใช้อัตราส่วนคิของโทบินส์ (TOBIN_Q) ในการวัดมูลค่ากิจการ

ตัวแปรควบคุม (Control Variable) ได้แก่ ขนาดกิจการ (SIZE) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และกลุ่มอุตสาหกรรม (INDUSTRY) เช่นเดียวกับงานวิจัยในอดีต ที่ผู้วิจัยคาดว่าตัวแปรดังกล่าวอาจมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงขององค์กร และประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงิน

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 : ความสามารถในการบริหารความเสี่ยงขององค์กร มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการของกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมการทดสอบสมมติฐานที่ใช้ในการวิจัย สำหรับทดสอบสมมติฐานที่ 1

$$TOBIN_Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 ERMD_{it} + \beta_2 LogSIZE_{it} + \beta_3 LogLEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 INDUSTRY_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

สมการ (1) ได้พัฒนาขึ้นจากงานวิจัยของ Karina et al. (2023) และ Hidayah et al. (2024) ซึ่งได้ศึกษาผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการอย่างไรโดยแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ตัวแปรและตัววัด

ตัวแปร	ตัววัด
TOBIN_Q _{it}	วัดค่าจากอัตราส่วนคิของโทบินส์ของบริษัท i ในปี t คำนวณจาก (มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ+หนี้สินรวม)/สินทรัพย์รวม (Chairani & Siregar, 2021; Subing & Susiani, 2019) โดยเก็บรวบรวมจากฐานข้อมูล Bloomberg
ERMD _{it}	วัดค่าจากคะแนนการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กรของบริษัท i ในปี t ใช้กรอบโครงสร้างการบริหารความเสี่ยงขององค์กรของ COSO -2017 ทั้งหมดจำนวน 20 ข้อ (สภาวิชาชีพบัญชี, 2561) เป็นตัวแปรเสมือน ถ้าเปิดเผยคะแนนจะเป็น 1 คะแนนถ้าเป็นอย่างอื่นจะเป็น 0 คะแนน จากนั้นแต่ละรายการที่เปิดเผยจะถูกนำมารวมกันแล้วหารด้วยจำนวนรายการทั้งหมดที่ควรเปิดเผย (Trisnawati et al., 2023) โดยเก็บรวบรวมจากรายงานประจำปี แบบ 56-1 หรือ 56-1 One Report บนฐานข้อมูล SETSMART
LogSIZE _{it}	วัดค่าจากค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปี t (Chairani & Siregar, 2021; Hikmah & Daljono, 2023) โดยเก็บรวบรวมจากฐานข้อมูล Bloomberg
LEV _{it}	วัดค่าจากอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินของบริษัท i ในปี t คำนวณจากหนี้สินรวม/สินทรัพย์รวม (Chairani & Siregar, 2021; Kwintana & Hanggraeni, 2023) โดยเก็บรวบรวมจากฐานข้อมูล Bloomberg
ROA _{it}	วัดค่าจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัท i ในปี t คำนวณจากกำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม (Chairani & Siregar, 2021; Hikmah & Daljono, 2023) โดยเก็บรวบรวมจากฐานข้อมูล Bloomberg
ROE _{it}	วัดค่าจากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ในปี t คำนวณจากกำไรสุทธิ/ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (Zhang et al., 2020; Perdana et al., 2023) โดยเก็บรวบรวมจากฐานข้อมูล Bloomberg

ตารางที่ 1 ตัวแปรและตัววัด (ต่อ)

ตัวแปร	ตัววัด
INDUSTRY	กำหนดให้เป็นตัวแปรหุ่นควบคุมผลกระทบจากการเก็บข้อมูลในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม (Chairani & Siregar, 2021) อ้างอิงการแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) โดยแบ่งออกเป็น 7 กลุ่มและพบว่าไม่มีกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ในกลุ่ม SET 50 จึงทำให้เหลือกลุ่มอุตสาหกรรม จำนวน 6 กลุ่ม กลุ่มอ้างอิง คือกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร(agro) ได้แก่
TECH	1 ถ้าเป็นข้อมูลกลุ่มข้อมูลของเทคโนโลยี (tech) และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น
RESOURC	1 ถ้าเป็นกลุ่มข้อมูลของกลุ่มทรัพยากร (resourc) และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น
SERVICE	1 ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มบริการ (service) และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น
INDUS	1 ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (indus) และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น
PROPCON	1 ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (propcon) และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้เก็บข้อมูลที่เผยแพร่สาธารณะจากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) โดยเก็บรวบรวมจากรายงานประจำปี แบบ 56-1 หรือ 56-1 One Report และจากฐานข้อมูล Bloomberg ผู้วิจัยเลือกเก็บข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2563-2567 เพื่อนำข้อมูลที่ได้อ่านบันทึกและแปลงเป็นคะแนนการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กร รวมถึงมูลค่ากิจการของแต่ละบริษัท การใช้ข้อมูลหลายปีช่วยเพิ่มจำนวนรายการข้อมูล (firm-year observations) ให้เพียงพอต่อการวิเคราะห์ด้วยวิธีการถดถอยพหุคูณ และยังช่วยควบคุมคุณภาพข้อมูลภายใต้ข้อจำกัดของระยะเวลาและความพร้อมของข้อมูล (Chen & Wang, 2022; Shang et al., 2023)

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลในการวิจัยครั้งนี้ใช้โปรแกรมสำเร็จรูปเพื่อการคำนวณทางสถิติโดยแบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น ของตัวแปรต่างๆ โดยนำเสนอในรูปของค่าสถิติพื้นฐาน ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std.Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าความเบ้ (Skewness) และค่าความโด่ง (Kurtosis)

2. สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) การวิจัยครั้งนี้ทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ในการศึกษาผลกระทบของการบริหารความเสี่ยง

ขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ครอบคลุมช่วงปี พ.ศ. 2563-2567 โดยประมาณค่าผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการผ่านวิธี Ordinary Least Squares (OLS) บนข้อมูล cross-sectional ในลักษณะ firm-year โดยใช้ข้อมูลรายปีทั้งหมดเป็นหน่วยวิเคราะห์ และควบคุมความแตกต่างระหว่างบริษัทผ่านตัวแปรควบคุม เช่น ขนาดของบริษัท อัตราส่วนโครงสร้างทุน อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น รวมถึงควบคุมความแตกต่างระหว่างอุตสาหกรรม เพื่อชดเชยผลกระทบจากลักษณะเฉพาะและโครงสร้างธุรกิจที่แตกต่างกันของแต่ละบริษัท

ก่อนการประมาณค่าได้ตรวจสอบความเหมาะสมของข้อมูลเบื้องต้นผ่าน Pearson Correlation ค่าสหสัมพันธ์พหุร่วม (VIF) และสมมติฐานพื้นฐานทางสถิติต่าง ๆ เพื่อให้มั่นใจว่าผลลัพธ์มีความน่าเชื่อถือนอกจากนี้ ได้ดำเนินการวิเคราะห์เปรียบเทียบผ่านการประมาณค่าซ้ำโดยตัดตัวแปร INDUSTRY ออกจากโมเดลเพื่อตรวจสอบเสถียรภาพของค่าสัมประสิทธิ์และระดับนัยสำคัญของตัวแปรอิสระ

ผลการศึกษา

จากการวิเคราะห์เชิงพรรณนาโดยใช้เครื่องมือทางสถิติซึ่งเป็นข้อมูลทั่วไปของตัวแปรอิสระตัวแปรตามและตัวแปรควบคุมโดยผลการวิเคราะห์เป็นดังต่อไปนี้

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตัวแปร	Mean	Median	SD	Minimum	Maximum	Skewness	Kurtosis
ERMD (คะแนน)	0.894	0.900	0.066	0.800	1.000	0.061	-1.161
TOBIN_Q (เท่า)	2.218	1.443	1.937	0.589	11.770	2.523	7.401
LogSIZE	11.164	11.267	0.552	9.993	12.550	-0.164	-0.344
LogLEV	-0.121	-0.188	0.331	-1.027	1.050	1.053	1.991
ROA (ร้อยละ)	5.377	4.118	5.443	-8.855	27.740	1.348	3.107
ROE (ร้อยละ)	12.470	10.388	13.005	-49.448	59.360	0.100	4.475

จากตารางที่ 2 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของตัวแปรหลักที่ใช้ในการวิเคราะห์ พบว่า อัตราส่วนคิของโทบินส์ (TOBIN_Qit) มีค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 2.218 ค่ามัธยฐาน (Median) เท่ากับ 1.443 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) เท่ากับ 1.937 ค่าต่ำสุด (Minimum)

เท่ากับ 0.589 ค่าสูงสุด (Maximum) เท่ากับ 11.770 ค่าความเบ้ (Skewness) เท่ากับ 2.523 ค่าความโด่ง (Kurtosis) เท่ากับ 7.401 คะแนนการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (ERMDit) มีค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 0.894 ค่ามัธยฐาน (Median) เท่ากับ 0.900 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) เท่ากับ 0.066 ค่าต่ำสุด (Minimum) เท่ากับ 0.800 ค่าสูงสุด (Maximum) เท่ากับ 1.000 ค่า Skewness เท่ากับ 0.061 และค่า Kurtosis เท่ากับ -1.161 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROAit) มีค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 5.377 ค่ามัธยฐาน (Median) เท่ากับ 4.118 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) เท่ากับ 5.443 ค่าต่ำสุด (Minimum) เท่ากับ -8.855 ค่าสูงสุด (Maximum) เท่ากับ 27.740 ค่าความเบ้ (Skewness) เท่ากับ 1.348 ค่าความโด่ง (Kurtosis) เท่ากับ 3.107 อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROEit) มีค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 12.470 ค่ามัธยฐาน (Median) เท่ากับ 10.388 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) เท่ากับ 13.005 ค่าต่ำสุด (Minimum) เท่ากับ -49.448 ค่าสูงสุด (Maximum) เท่ากับ 59.360 ค่าความเบ้ (Skewness) เท่ากับ 0.100 ค่าความโด่ง (Kurtosis) เท่ากับ 4.475 ขนาดของบริษัท (LogSIZEit) มีค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 11.164 ค่ามัธยฐาน (Median) เท่ากับ 11.267 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) เท่ากับ 0.552 ค่าต่ำสุด (Minimum) เท่ากับ 9.993 ค่าสูงสุด (Maximum) เท่ากับ 12.550 ค่าความเบ้ (Skewness) เท่ากับ -0.164 ค่าความโด่ง (Kurtosis) เท่ากับ -0.344 อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (LogLEVit) มีค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ -0.121 ค่ามัธยฐาน (Median) เท่ากับ -0.188 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) เท่ากับ 0.331 ค่าต่ำสุด (Minimum) เท่ากับ -1.027 ค่าสูงสุด (Maximum) เท่ากับ 1.050 ค่าความเบ้ (Skewness) เท่ากับ 1.053 ค่าความโด่ง (Kurtosis) เท่ากับ 1.991 ซึ่งพบว่าค่าความเบ้และค่าความโด่งของตัวแปรอยู่ในเกณฑ์ปกติ ตามแนวคิดของ West et al. (1995) ที่กำหนดไว้ว่าค่า Skewness ไม่ควรเกิน ± 3 และค่า Kurtosis ไม่ควรเกิน ± 10 การวิจัยครั้งนี้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อทดสอบสมมติฐาน ซึ่งก่อนการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ ผู้วิจัยได้ทดสอบความสัมพันธ์กัน (Multicollinearity) โดยพิจารณาค่า Tolerance มีค่าอยู่ในช่วงระหว่าง 0.546-0.992 ซึ่งค่าที่พบไม่ต่ำกว่า 0.10 และ VIF มีค่าอยู่ในช่วงระหว่าง 1.01-1.83 ซึ่งค่าที่พบไม่เกิน 10 ดังแสดงไว้ในตารางที่ 4 และตารางที่ 5 สรุปได้ว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวไม่มีความสัมพันธ์กัน

นอกจากนี้ผู้วิจัยยังใช้สถิติ Pearson Correlation เพื่อยืนยันว่าไม่มีตัวแปรอิสระตัวแปรใดมีความสัมพันธ์กันเอง จากการวิเคราะห์ตารางที่ 3 ตารางสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม พบว่า ไม่มีคู่ตัวแปรใดมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เกิน 0.80 ซึ่งอยู่ในระดับที่ไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ตามเกณฑ์ของ Hair et al. (2019)

ตารางที่ 3 แสดงสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม

ตัวแปร	COSO	ROA	ROE	TOBIN_Q	LogSIZE	LogLEV
ERMD	-					
ROA	0.037	-				
ROE	0.037	0.790***	-			
TOBIN_Q	-0.091	0.659***	0.454***	-		
LogSIZE	0.023	-0.503***	-0.363***	-0.441***	-	
LogLEV	-0.040	-0.309***	-0.309***	-0.189**	0.124	-
INDUSTRY	-0.099	0.024	0.092	0.166*	-0.055	0.039

หมายเหตุ : * อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 *** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการ

ตัวแปร	TOBIN_Q			Tolerance	VIF
	B	t	p		
(Constant)	7.500**	2.832	0.005		
ERMD	-2.440	-1.690	0.093	1.010	0.992
ROA	0.246***	7.739	<.001	1.830	0.546
ROE	-0.028*	-2.329	0.021	1.660	0.601
LogSIZE	-0.372	-1.790	0.075	1.210	0.824
LogLEV	-0.305	-0.963	0.337	1.110	0.910
INDUSTRY				1.030	0.970
INDUS-AGRO	-0.214	-0.525	0.600		
PROPCON-AGRO	-0.361	-1.016	0.311		
RESOURC-AGRO	-0.789*	-2.309	0.022		
SERVICE- AGRO	0.456	1.513	0.132		
TECH-AGRO	0.965**	2.568	0.011		
R	0.741		Durbin-Watson		2.09
R ²	0.549		F		23.0
Adjusted R ²	0.525		p		< 0.001

หมายเหตุ : * อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 *** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

จากตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1 การบริหารความเสี่ยงขององค์กรมีผลกระทบในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการของกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพบว่า ค่า $P < 0.001$ และมีค่า F-Statistic เท่ากับ 23.0 แสดงให้เห็นว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการ ค่า Adjusted R Square = 0.525 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการที่วัดค่าจากอัตราส่วนคิของโทบินส์ (TOBIN_Q) ได้ร้อยละ 52.50 ส่วนที่เหลือร้อยละ 47.50 เป็นการเปลี่ยนแปลงที่มาจากปัจจัยอื่นผลจากการศึกษาผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการของกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าสัมประสิทธิ์ (B) เท่ากับ -2.440 ค่า $p = 0.093$ ผลจากการศึกษาไม่พบว่ามีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ จึงไม่ยอมรับสมมติฐานที่ 1

เพื่อให้มั่นใจว่าผลลัพธ์มีความน่าเชื่อถือ ได้ดำเนินการวิเคราะห์เปรียบเทียบผ่านการประมาณค่าซ้ำโดยตัดตัวแปร INDUSTRY ออกจากโมเดลเพื่อตรวจสอบเสถียรภาพของค่าสัมประสิทธิ์และระดับนัยสำคัญของตัวแปรอิสระ

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการไม่ควบคุมผลของตัวแปรกลุ่มอุตสาหกรรม (INDUSTRYit)

ตัวแปร	TOBIN_Q			Tolerance	VIF
	B	t	p		
(Constant)	9.197***	3.369	<.001		
ERMD	-3.185*	-2.081	0.039	1.000	0.995
ROA	0.259***	7.781	<.001	3.220	0.310
ROE	-0.024	-1.920	0.056	2.670	0.374
LogSIZE	-0.467*	-2.203	0.029	1.350	0.742
LogLEV	-0.047	0.149	0.882	1.110	0.902
R	0.688		Durbin-Watson		1.90
R ²	0.473		F		34.8
Adjusted R ²	0.460		p		< 0.001

หมายเหตุ : * อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 *** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

จากตารางที่ 5 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1 การบริหารความเสี่ยงขององค์กร มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการของกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยตัดตัวแปรหุ่นควบคุมผลกระทบจากการเก็บข้อมูลแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม (INDUSTRYit) ออกจากโมเดล พบว่า ค่า $p < 0.001$ และมีค่า F-Statistic เท่ากับ 34.8 แสดงให้เห็นว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ค่า Adjusted R Square = 0.460 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราส่วนคิของโทบินส์ (TOBIN_Q) ได้ร้อยละ 46.0 ส่วนที่เหลือร้อยละ 54.0 เป็นการเปลี่ยนแปลงที่มาจากปัจจัยอื่น

ผลจากการศึกษาผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการของกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าสัมประสิทธิ์ (B) เท่ากับ -3.185 ค่า $p = 0.039$ อธิบายได้ว่า เมื่อคะแนนการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กรเพิ่มขึ้น 1 หน่วย ส่งผลกระทบในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการลดลง 3.185 หน่วย จึงไม่ยอมรับสมมติฐานที่ 1

ผลการศึกษาจากตารางที่ 4 ซึ่งควบคุมผลของตัวแปรกลุ่มอุตสาหกรรม (INDUSTRYit) พบว่าผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่าการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กรภายในอุตสาหกรรมเดียวกันไม่ได้สร้างความแตกต่างต่อมูลค่ากิจการอย่างชัดเจน กล่าวคือ แม้ว่าบริษัทจะมีระดับการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กรสูงกว่าบริษัทอื่นในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน แต่ตลาดไม่ได้ตีค่าความเปลี่ยนแปลงดังกล่าวไปยังมูลค่ากิจการในทิศทางบวกหรือทิศทางลบอย่างชัดเจน อย่างไรก็ตาม ผลลัพธ์จากตารางที่ 5 ซึ่งตัดตัวแปรควบคุมกลุ่มอุตสาหกรรม (INDUSTRYit) ออกพบว่า ค่าของการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กรมีนัยสำคัญในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ แสดงให้เห็นว่าผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการมีลักษณะเปลี่ยนไปเมื่อไม่ได้ควบคุมความแตกต่างระหว่างอุตสาหกรรม ผลการศึกษานี้ชี้ว่าการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กรอาจสะท้อนต้นทุนเชิงกำกับดูแล หรือภาระด้านการควบคุมภายใน ซึ่งตลาดทุนมองว่าเป็นข้อจำกัดต่อความสามารถในการสร้างมูลค่าในระยะสั้น นอกจากนี้ ยังอาจเกิดจากการที่บริษัทที่มีการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่สูงกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่โดยโครงสร้างแล้วมีระดับอัตราส่วนคิของโทบินส์ต่ำกว่ากลุ่มอื่น ทำให้ผลเชิงลบปรากฏเด่นชัดขึ้นเมื่อไม่ได้ควบคุมอุตสาหกรรม

ผลลัพธ์จากทั้งสองโมเดลชี้ให้เห็นว่าบทบาทของอุตสาหกรรมมีความสำคัญต่อการวิเคราะห์ผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อควบคุมกลุ่มอุตสาหกรรม (INDUSTRYit) ผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการจางลงจนไม่ปรากฏนัยสำคัญ สันนิษฐานได้ว่าพฤติกรรมด้านการบริหารความเสี่ยงของแต่ละอุตสาหกรรม

มีรูปแบบเฉพาะตัว เมื่อเปรียบเทียบภายในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน ความแตกต่างของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรจึงไม่เพียงพอที่จะส่งผลต่อมูลค่ากิจการ

ในทางกลับกัน เมื่อตัดตัวแปรหุ่นควบคุมผลกระทบจากการเก็บข้อมูลแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม (INDUSTRYit) ออกจากโมเดล (ตารางที่ 5) การวิเคราะห์จะสะท้อนผลของการบริหารความเสี่ยงขององค์กรรวมกับความแตกต่างด้านโครงสร้างตลาดและลักษณะธุรกิจ ส่งผลให้ความสัมพันธ์ทางลบมีความชัดเจนขึ้นตลาดอาจมองว่าการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กรเกิดขึ้นตอบสนองต่อแรงกดดันเชิงความเสี่ยงหรือภาวะไม่แน่นอนของกิจการ ซึ่งส่งผลไปยังการประเมินมูลค่าของนักลงทุน ผลที่พบจึงสะท้อนพลวัตระหว่างระดับการเปิดเผย ต้นทุนของการบริหารความเสี่ยง และลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรม มากกว่าผลจากการบริหารความเสี่ยงขององค์กรเพียงปัจจัยเดียว

อภิปรายและสรุป

จากผลการวิเคราะห์พบว่า การเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กร ภายใต้กรอบ COSO-ERM 2017 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเฉลี่ยค่อนข้างสูง (Mean = 0.894) แสดงถึงความตระหนักและความพยายามขององค์กรในการจัดทำรายงาน ERM อย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ผลการทดสอบสมมติฐานชี้ว่า ERM ในรูปแบบการเปิดเผยข้อมูลไม่ได้ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($B = -2.440, p = 0.093$) ซึ่งสะท้อนว่าแม้การเปิดเผยข้อมูล ERM จะเป็นเครื่องมือในการปฏิบัติตามกฎระเบียบหรือสร้างภาพลักษณ์องค์กร (compliance-driven disclosure) แต่ยังไม่สามารถสะท้อนประสิทธิผลเชิงปฏิบัติจริงและการสร้างมูลค่าเพิ่มทางการเงินได้อย่างชัดเจน

ผลลัพธ์ที่ได้ในครั้งนี้สอดคล้องกับแนวคิดเชิงทฤษฎีบางส่วนที่ระบุว่า ERM อาจมีบทบาทจำกัดต่อมูลค่ากิจการในระยะสั้น เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูล ERM เป็นเพียงหนึ่งในปัจจัยที่สะท้อนการจัดการความเสี่ยง แต่ยังไม่สามารถสะท้อนประสิทธิผลในการปฏิบัติจริงภายในองค์กรได้ การเปิดเผย ERM ที่เน้นเอกสารและรายงานอาจเป็นไปเพื่อการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์หรือสร้างภาพลักษณ์องค์กร (Compliance-Driven Disclosure) มากกว่าการบูรณาการเชิงกลยุทธ์เข้ากับการตัดสินใจเชิงธุรกิจ

เมื่อวิเคราะห์แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า บริษัทในกลุ่มเทคโนโลยี (TECH) มีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ในขณะที่กลุ่มทรัพยากร (RESOURC) กลับมีผลเชิงลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าลักษณะธุรกิจและความซับซ้อนของการดำเนินงานมีบทบาทต่อความสามารถของ ERM ในการสร้างมูลค่า โดยธุรกิจที่มีความเปลี่ยนแปลงรวดเร็วและต้องรับความเสี่ยงด้านเทคโนโลยีสูง อาจได้รับประโยชน์จาก ERM มากกว่าธุรกิจที่มีปัจจัยภายนอกผันผวนสูงและการดำเนินงานมีความเป็นระบบมากกว่า เช่น กลุ่มทรัพยากร นอกจากนี้ การควบคุมตัวแปร Industry ยังทำให้ค่าสัมประสิทธิ์ของ

ERM เปลี่ยนจากไม่มีนัยสำคัญเป็นค่าลบและมีนัยสำคัญ ซึ่งสะท้อนถึงผลกระทบจากบทบาทกำกับ (Moderating Effect) ของลักษณะอุตสาหกรรมต่อความสัมพันธ์ระหว่าง ERM กับมูลค่ากิจการ

การศึกษาในส่วนของการควบคุมตัวแปรควบคุมพบว่าผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีผลเชิงบวกและมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ ($B = 0.246, p < 0.001$) ขณะที่ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) มีผลเชิงลบเล็กน้อยแต่นัยสำคัญ ($B = -0.028, p < 0.05$) ส่วนขนาดกิจการ (LogSIZE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) ไม่มีนัยสำคัญ แสดงว่าประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์เป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างมูลค่า ขณะที่โครงสร้างทางการเงินและขนาดกิจการมีบทบาทรอง

เมื่อเปรียบเทียบกับงานวิจัยต่างประเทศ Kwintana and Hanggraeni (2023) พบว่า ERM สามารถส่งผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน แต่ผลต่อมูลค่ากิจการยังไม่แน่นอน ขณะที่ Hidayah et al. (2024) ระบุว่า ERM สามารถเพิ่มมูลค่ากิจการได้ในบริบทบางประเทศ ผลลัพธ์ในบริบทประเทศไทย สะท้อนว่า การเปิดเผยข้อมูล ERM เพียงอย่างเดียวยังไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่ม เนื่องจากอาจขาดการบูรณาการเชิงกลยุทธ์และการเชื่อมโยงกับการตัดสินใจทางธุรกิจอย่างแท้จริง

ในแง่ทฤษฎี การบริหารความเสี่ยงขององค์กรสามารถอธิบายผ่านทฤษฎีการเป็นตัวแทน เน้นกลไกการลดต้นทุนตัวแทนและปัญหาความไม่สมมาตรของสารสนเทศ การเปิดเผย ERM ที่มุ่งเน้น compliance-driven อาจลดต้นทุนตัวแทนได้จำกัด ส่วนทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย ระบุว่า การสร้างคุณค่าองค์กรต้องคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียหลายกลุ่ม การบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพต้องเชื่อมโยงกับกลยุทธ์องค์กร วัฒนธรรมองค์กร และ ESG เพื่อให้เกิดผลบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างแท้จริง ทั้งสองกรอบทฤษฎีจึงเสริมกันโดยทฤษฎีการเป็นตัวแทนอธิบายผลของ ERM ผ่านมิติการลดต้นทุนและความไม่สมมาตรของข้อมูล ขณะที่ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียอธิบายผลผ่านมิติการสร้างคุณค่าและความสัมพันธ์ระยะยาวกับผู้มีส่วนได้เสีย

สรุปได้ว่า การเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กรของบริษัทในประเทศไทยยังไม่สร้างมูลค่ากิจการโดยตรง ผลลัพธ์นี้สะท้อนถึงข้อจำกัดของการเปิดเผยข้อมูลเชิงรูปแบบเพียงอย่างเดียว และเน้นย้ำความสำคัญของการบูรณาการ ERM เข้ากับกลยุทธ์องค์กรและ ESG เพื่อให้เกิดผลลัพธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการในระยะยาว ทั้งนี้ ความแตกต่างของผลลัพธ์ตามอุตสาหกรรมและบริบทประเทศชี้ให้เห็นช่องว่างการวิจัยที่สำคัญ ซึ่งสามารถต่อยอดศึกษาการใช้ ERM Index แบบเต็มรูปแบบตาม COSO-ERM 2017 และการวิเคราะห์ผลในระดับอุตสาหกรรมเฉพาะ เพื่ออธิบายกลไกที่แท้จริงในการสร้างมูลค่ากิจการขององค์กรไทยต่อไป

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย

1.1 ข้อเสนอแนะเชิงวิชาการ

ผลการศึกษาครั้งนี้สะท้อนช่องว่างทางการวิจัยที่สำคัญในการใช้การบริหารความเสี่ยงขององค์กร (ERM) ภายใต้กรอบ COSO-ERM 2017 ในบริบทของประเทศไทย โดยเฉพาะการตรวจสอบกลไกเชิงทฤษฎีที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่าง ERM และมูลค่ากิจการ ผลลัพธ์ที่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่าง ERM และ Tobin's Q ชี้ให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูล ERM อาจยังไม่สะท้อนถึงการดำเนินการจริงในระดับกลยุทธ์ขององค์กร ซึ่งสะท้อนถึงความซับซ้อนของกลไกเชิงทฤษฎีที่ต้องการการตรวจสอบเพิ่มเติม การศึกษาครั้งนี้จึงเปิดโอกาสให้ขยายการอธิบายกลไกของ ERM ในเชิงลึกมากขึ้น เช่น การตรวจสอบว่าการเปิดเผยข้อมูล ERM สามารถลดความไม่สมมาตรของสารสนเทศ (Information Asymmetry) และต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ได้จริงหรือไม่ ตลอดจนการสำรวจความแตกต่างของกลไกดังกล่าวในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมภายใต้บริบทของระบบธรรมาภิบาลแบบไทย

1.2 ข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติสำหรับองค์กร

บริษัทควรพิจารณาการประยุกต์ใช้ ERM ตามลักษณะของอุตสาหกรรมและธรรมชาติธุรกิจ เน้นการบูรณาการ ERM เข้ากับกระบวนการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ การกำหนดเป้าหมายองค์กร และการประเมินผลความเสี่ยงอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ควรใช้ข้อมูล ERM ร่วมกับตัวชี้วัดทางการเงิน เพื่อประเมินศักยภาพของบริษัทและเพิ่มความโปร่งใสให้กับนักลงทุน

1.3 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูล ERM เพียงอย่างเดียวยังไม่เพียงพอที่จะสร้างมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น นโยบายภาครัฐหรือหน่วยงานกำกับดูแลควรสนับสนุนการบูรณาการ ERM เข้ากับกลยุทธ์องค์กรและการกำกับดูแล เพื่อให้เกิดผลลัพธ์ที่ชัดเจนต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ รวมถึงกำหนดแนวทางการรายงาน ERM ที่สะท้อนถึงประสิทธิผลของการปฏิบัติจริง ไม่ใช่เพียงการปฏิบัติตามกฎระเบียบ ทั้งนี้ การพัฒนาแนวทางดังกล่าวจะช่วยยกระดับมาตรฐานการบริหารความเสี่ยงในระดับประเทศ และเสริมสร้างความเชื่อมั่นของตลาดทุนไทยในระยะยาว

งานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่าการบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพควรเน้นการบูรณาการกับการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์และการกำหนดทิศทางขององค์กร มากกว่าการมุ่งเน้นเพียงการรายงานผลต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การจัดทำกรอบ ERM ที่มีการติดตามผลและประเมินผลอย่างต่อเนื่องจะช่วยให้ผู้บริหารสามารถบริหารความไม่แน่นอนและเพิ่มมูลค่ากิจการได้จริง นอกจากนี้ นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลด้าน ERM ร่วมกับตัวชี้วัดทางการเงิน เช่น ROA หรือ EBITDA เพื่อประเมินศักยภาพของบริษัทได้รอบด้านมากขึ้น

2. ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

2.1 ควรศึกษาผลกระทบของการบริหารความเสี่ยงเชิงบูรณาการในระยะยาวและภายใต้ช่วงเวลา เศรษฐกิจมีการเปลี่ยนแปลงสำคัญ เช่น ก่อนและหลังวิกฤตโควิด-19 เพื่อจับพลวัตของมูลค่ากิจการและพฤติกรรมองค์กร ได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

2.2 ควรใช้การวิเคราะห์เชิงเหตุการณ์ (Event Study) เพื่อวัดการตอบสนองของตลาดต่อเหตุการณ์ด้านความเสี่ยง เช่น การทุจริต เหตุการณ์ ESG หรือการผิมนัดชำระหนี้ เพื่อทำความเข้าใจผลกระทบระยะสั้นและระยะยาวของ ERM

2.3 ควรศึกษาเปรียบเทียบอุตสาหกรรมที่มีระดับความเสี่ยงแตกต่างกัน โดยเฉพาะกลุ่มการเงิน พลังงาน และเทคโนโลยี เพื่อวิเคราะห์บทบาทของ ERM ในแต่ละบริบทความเสี่ยง

2.4 ควรศึกษาเปรียบเทียบระหว่างบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ (SET) กับตลาด MAI เพื่อทำความเข้าใจความแตกต่างด้านขนาดธุรกิจและระดับการเปิดเผยข้อมูลต่อประสิทธิภาพของ ERM

2.5 ควรขยายการศึกษาเชิงเปรียบเทียบระหว่างบริษัทชั้นนำ (Blue Chip) ในประเทศไทยกับประเทศอื่นในกลุ่ม ASEAN เพื่อประเมินผลของบริบทเชิงสถาบันและกฎระเบียบต่อความสัมพันธ์ระหว่าง ERM และมูลค่ากิจการ

2.6 ควรพัฒนาวิธีการวัดระดับการดำเนินงาน ERM ที่สะท้อนความลึกของกระบวนการ เช่น การมีคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง การเชื่อมโยงกับกลยุทธ์องค์กร หรือการสร้าง ERM Index เพื่อทดแทนการวัดจากการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีเพียงอย่างเดียว

ข้อจำกัดของงานวิจัย

งานวิจัยมีข้อจำกัดที่ควรพิจารณา ซึ่งอาจส่งผลต่อการสรุปผลและการนำไปใช้ในวงกว้าง ดังนี้

1. การวัดตัวแปรการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (ERM) ใช้คะแนนการเปิดเผยข้อมูล (ERMD) จากรายงานประจำปีภายใต้กรอบ COSO-ERM 2017 วิธีการนี้อาจสะท้อนเพียงความพยายามปฏิบัติตามกฎระเบียบหรือการเปิดเผยเชิงรูปแบบ มากกว่าประสิทธิผลเชิงปฏิบัติจริงหรือการบูรณาการ ERM เข้ากับกลยุทธ์องค์กร ซึ่งเป็นข้อจำกัดที่อาจทำให้ไม่พบความสัมพันธ์เชิงบวกโดยตรงต่อมูลค่ากิจการ

2. กลุ่มตัวอย่างจำกัดอยู่เฉพาะบริษัทขนาดใหญ่ใน SET 50 ซึ่งมีสภาพคล่องสูง การสรุปผลอาจไม่ครอบคลุมบริษัทขนาดกลางและเล็กใน MAI ซึ่งมีโครงสร้างความเสี่ยงและระดับการเปิดเผย ERM แตกต่างกัน

3. การควบคุมผลกระทบของอุตสาหกรรมพบว่าผลกระทบของ ERM ต่อมูลค่ากิจการแตกต่างกันอย่างชัดเจนระหว่างกลุ่มเทคโนโลยีและกลุ่มทรัพยากร แม้ว่าการควบคุมอุตสาหกรรมช่วยลดความคลาดเคลื่อน แต่การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณมาตรฐานอาจไม่สามารถอธิบายกลไกเชิงลึกของผลกระทบในแต่ละอุตสาหกรรมได้ จึงจำเป็นต้องมีการวิเคราะห์เฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมในการวิจัยต่อไป

REFERENCES

- ฐานเศรษฐกิจ. (2567). ก.ล.ต. กล่าวโทษกรรมการและผู้บริหาร EA เข้าข่ายผิดมาตรา 311. สืบค้นจาก <https://www.thansettakij.com/finance/stockmarket/601630>
- ดาร์ตัน โพธิ์ประจักษ์, ชนาเมธ น้อยอ่าง, และอุภาวดี เนื่องวรรณะ. (2566). การสังเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างการเปิดเผยข้อมูลการพัฒนาที่ยั่งยืนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการผ่านความเข้มแข็งทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มเกษตร และอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มบริการ และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ภายใต้วิกฤตการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโคโรนา 2019. *วารสารนวัตกรรมธุรกิจการจัดการ และสังคมศาสตร์*, 4(1), 42-59.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2567). การกำกับดูแลกิจการที่ดี การบริหารความเสี่ยงองค์กร. สืบค้นจาก <https://www.set.or.th/th/about/overview/risk-management>
- ธกานต์ ชาตวิวงศ์. (2560). ทฤษฎีที่ใช้อธิบายงานวิจัยทางบัญชี: จากอดีตถึงอนาคต. *Journal of Business Administration The Association of Private Higher Education Institutions of Thailand*, 6(2), 203-212.
- พรหมทิพย์ อย่างกลิ่น, และจิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์. (2564). อิทธิพลของการรายงานตามความรับผิดชอบต่อสังคม และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Buddhist Anthropology*, 6(12), 318-329.
- ลงทุนแมน. (2566). สรุป การทุจริต ในบริษัท STARK ความเสียหาย 50,000 ล้านบาท. สืบค้นจาก <https://www.longtunman.com/45717>
- สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์. (2561). กรอบการบริหารความเสี่ยงขององค์กร: การบูรณาการยุทธศาสตร์ผลการดำเนินงาน (*Enterprise Risk Management—Integrating with Strategy and Performance*). กรุงเทพฯ: สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์.
- Alkhyoon, H., Abbaszadeh, M. R., & Zadeh, F. N. (2023). Organizational risk management and performance from the perspective of fraud: a comparative study in Iraq, Iran, and Saudi Arabia. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(3), 205.
- Arnold, G. & Davies, M. (2000). *Value-Based Management*. New York: Wiley.
- Barnard, C. I. (1938). *The functions of the executive*. Massachusetts: Harvard University Press.
- Bharadwaz, D. J., & Goswami, K. C. (2023). Enterprise Risk Management Practices in India: A Case Study of Select Indian Companies. *World Journal of Advanced Research and Reviews*, 19(1), 188-201.
- Chairani, C., & Siregar, S. V. (2021). The effect of enterprise risk management on financial performance and firm value: the role of environmental, social and governance performance. *Meditari Accountancy Research*, 29(3), 647-670.

- Chen, H., & Wang, X. (2022). Stock repurchase, executive compensation incentive and corporate cash holdings. *The European Journal of Finance*, 28(12), 1145-1166.
- Faisal, F., Abidin, Z., & Haryanto, H. (2021). Enterprise risk management (ERM) and firm value: The mediating role of investment decisions. *Cogent Economics & Finance*, 9(1), 2009090.
- Freeman, R. E., & McVea, J. (2001). A stakeholder approach to strategic management. In M. A. Hitt, R. E. Freeman, & J. S. Harrison (Eds.), *The Blackwell Handbook of Strategic Management* (pp. 189-207). Oxford, UK: Blackwell Publishing.
- Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California Management Review*, 25(3), 88-106.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate Data Analysis* (8th ed.). Boston, Massachusetts: Cengage Learning.
- Hidayah, N., Azhar, Z., Setiany, E., Utami, W., & Tarmidi, D. (2024). Determinants of ERM quality and its impact on company value. *Business: Theory and Practice*, 25(1), 11-23.
- Hikmah, N., & Daljono, D. (2023). The Impact of ESG Disclosure, Liquidity, and Leverage on Firm Value Mediated by Profitability Performance. *Kontigensi: Jurnal Ilmiah Manajemen*, 11(2), 817-831.
- Hong, N. T. H. (2023). The Effects of Enterprise Risk Management on the Performance and Risk of Vietnamese Listed Firms: Evidence from Abnormal Enterprise Risk Management Index. *Global Business & Finance Review*, 28(5), 122.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Karina, R., Lestari, F., & Ivone, I. (2023). The Effect of Enterprise Risk Management on Financial Performance and Firm Value: The Role of Environmental, Social and Governance Performance. *Global Financial Accounting Journal*, 7(2), 213-229.
- Kumar, A., & Agrawal, V. (2024). An Analysis of Relationship between Enterprise Risk Management and Economic Value Added. *Journal of Informatics Education and Research*, 4(2), 2793-2799.
- Kwintana, E., & Hanggraeni, D. (2023). The Influence of Enterprise Risk Management (ERM) on Profitability, Cost of Debt, and Company Value: The Role of Moderation of Environmental, Social, Governance (ESG) in Asean-5 Countries Period 2017-2021. *International Journal of Economics Development Research (IJEDR)*, 4(2), 830-845.

- Maharani, C., & Yonnedi, E. (2023). The Influence of Advanced Enterprise Risk Management Implementation Analyses: The Role of Environmental, Social and Governance Performances. *Ilomata International Journal of Management*, 4(3), 267-286.
- Pangestuti, D. C., Muktiyanto, A., & Geraldina, I. (2023). Modified of ERM Index for Southeast Asia. *Cogent Business & Management*, 10(2), 2199906.
- Perdana, M., Salim, U., Ratna, K., & Rofiq, A. (2023). The Effect of Environmental Social Governance (ESG) Performance and Financial Performance on Firm Value: Evidence from the Banking Sector in ASEAN. In A. Kusumaningrum, & A. Liemanto (Ed.), *Proceeding of the 1st Brawijaya International Conference on Business and Law (BICoBL 2022)* (pp. 183-193). Dordrecht: Atlantis Press.
- Shang, Y., Xu, H., & Li, D. (2023). The impact of executive compensation incentive on corporate innovation capability: Evidence from agro-based companies in China. *PLoS ONE*, 18(9), e0291517. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0291517>
- Subing, H. J. T., & Susiani, R. (2019). Internal factors and firm value: A case study of banking listed companies. *Journal Keuangan dan Perbankan*, 23(1), 78-89. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v23i1.2405>
- The Standard. (2023). *JKN's lessons learned from an academic perspective point to the main problem of 'heavy investment, cash shortage, and short-term borrowing'*. Retrieved from <https://thestandard.co/jkn-from-an-academic-perspective/>
- Trisnawati, R., Mustikawati, S., & Sasongko, N. (2023). Enterprise risk management disclosure and CEO characteristics: an empirical study of go public companies in Indonesia. *Business: Theory and Practice*, 24(2), 379-391.
- West, S. G., Finch, J. F., & Curran, P. J. (1995). Structural equation models with nonnormal variables: Problems and remedies. In R. H. Hoyle (Ed.), *Structural equation modeling: Concepts, issues, and applications* (pp. 56-75). Thousand Oaks, California: Sage Publications.
- Zhang, F., Qin, X., & Liu, L. (2020). The interaction effect between ESG and green innovation and its impact on firm value from the perspective of information disclosure. *Sustainability*, 12(5), 1866.