

ความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงขององค์กรกับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงิน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship between Enterprise Risk Management and Financial Value Creation Efficiency of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand

อรัณพงศ์ หนันไชย (Aranphong Thananchai)¹

อโนทัย พลภาณุมาศ (Anothai Polpanumas)^{2*}

วันที่รับบทความ : 3 ตุลาคม 2568 วันที่แก้ไขบทความ : 7 พฤศจิกายน 2568 วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 10 พฤศจิกายน 2568

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงขององค์กรกับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET50 โดยใช้ข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2563-2567 รวมจำนวน 200 ตัวอย่าง การบริหารความเสี่ยงขององค์กรวัดค่าด้วยดัชนีการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (ERMD) ส่วนประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินวัดค่าด้วยต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) และอัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงาน (ROIC) วิเคราะห์ข้อมูลด้วยการถดถอยพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า ERMD มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับ ROIC ($p < 0.05$) แต่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับ WACC ($p > 0.10$) สะท้อนว่าการบริหารความเสี่ยงไม่ได้ส่งผลโดยตรงต่อการลดต้นทุนเงินทุน แต่มีบทบาทชัดเจนในฐานะกลไกที่ส่งเสริมประสิทธิภาพเชิงการลงทุนและการตัดสินใจจัดสรรทรัพยากรภายในองค์กร ทั้งนี้ สอดคล้องกับแนวคิดของ Shad et al. (2022) และ Kumar and Agrawal (2024) ที่ชี้ว่าการบริหารความเสี่ยงช่วยเพิ่มเสถียรภาพเชิงกลยุทธ์และสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันระยะยาว

ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ROA ROE และ Tobin's Q มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับ ROIC สะท้อนว่าความสามารถในการทำกำไรและศักยภาพเชิงมูลค่าตลาดเป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดระดับประสิทธิภาพในการสร้างมูลค่าเพิ่มของบริษัท นอกจากนี้ยังพบความแตกต่างระหว่างอุตสาหกรรม โดยกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างรวมถึงกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมตอบสนองต่อการบริหารความเสี่ยงมากกว่ากลุ่มที่มีเสถียรภาพสูง บ่งบอกว่าอุตสาหกรรมที่มีความผันผวนของผลประกอบการสูงมักได้รับประโยชน์จากการบริหารความเสี่ยงมากกว่า ข้อค้นพบชี้ให้เห็นว่าการบริหารความเสี่ยงขององค์กรมีบทบาทสำคัญในการสร้างมูลค่าเพิ่มแก่ผู้ถือหุ้น และสามารถใช้เป็นแนวทางในการกำหนดกลยุทธ์การบริหารความเสี่ยงและการกำหนดนโยบายที่ส่งเสริมเสถียรภาพและความยั่งยืนของตลาดทุนไทย

คำสำคัญ: การบริหารความเสี่ยงขององค์กร ประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงิน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

¹ คณะบริหารธุรกิจและศิลปศาสตร์ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลล้านนา น่าน (Faculty of Business administration and Liberal Arts, Rajamangala University of Technology Lanna Nan) E-mail: aranphong@rmut.ac.th

² คณะบริหารธุรกิจและศิลปศาสตร์ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลล้านนา ตาก (Faculty of Business administration and Liberal Arts, Rajamangala University of Technology Lanna Tak) E-mail: anothaipol@gmail.com

*Corresponding author, e-mail : anothaipol@gmail.com

Abstract

This study examined the relationship between Enterprise Risk Management (ERM) and the financial value creation efficiency of companies listed on the SET50 Index of the Stock Exchange of Thailand. The study analyzed 200 firm-year observations spanning the period from 2020 to 2024. ERM was measured using the Enterprise Risk Management Disclosure Index (ERMD), while financial value creation efficiency was assessed via the Weighted Average Cost of Capital (WACC) and Return on Invested Capital (ROIC). Multiple regression analysis was employed for data analysis. The results indicated that ERMD is positively and significantly associated with ROIC ($p < 0.05$) but showed no significant relationship with WACC ($p > 0.10$). This suggested that ERM did not directly reduce the cost of capital but served as a mechanism that enhanced internal investment efficiency and supported resource allocation decisions. These findings align with Shad et al. (2022) and Kumar and Agrawal (2024), who emphasize that risk management promotes strategic stability and long-term competitive advantage.

Control variables, including Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), and Tobin's Q, were positively and significantly related to ROIC, indicating that profitability and market valuation potential were key determinants of value creation. Industry-specific analysis revealed that the Property & Construction and Industrials sectors responded more strongly to ERM than highly stable sectors, suggesting that industries with higher earnings volatility benefit more from effective risk management. Overall, the study highlights ERM's essential role in generating shareholder value and provides practical insights for designing risk management strategies and policies that enhance stability and sustainability in the Thai capital market.

Keywords: Enterprise Risk Management, Financial Value Creation Efficiency, Stock Exchange of Thailand

1. บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของงานวิจัย

การบริหารความเสี่ยงขององค์กร (Enterprise Risk Management: ERM) เป็นกระบวนการที่มีความสำคัญต่อความมั่นคงและความสามารถในการแข่งขันของบริษัทสมัยใหม่ เนื่องจากองค์กรต้องเผชิญกับความไม่แน่นอนทั้งภายในและภายนอก อาทิ ความผันผวนทางเศรษฐกิจ การเปลี่ยนแปลงของนโยบายภาครัฐ ความเสี่ยงด้านการแข่งขัน ความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม และความเสี่ยงด้านเทคโนโลยี ซึ่งหากขาดการบริหารจัดการอย่างเหมาะสม อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการโดยตรง งานวิจัยจำนวนมากทั้งในระดับนานาชาติและในภูมิภาคอาเซียนได้ชี้ให้เห็นว่า ERM มีบทบาทสำคัญในการลดความไม่แน่นอน เพิ่มความโปร่งใสของการดำเนินงาน และส่งเสริมการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ที่มีประสิทธิภาพ (Chairani & Siregar, 2021; Hidayah et al., 2024; Kwintana & Hanggraeni, 2023)

ในบริบทของประเทศไทย ตลาดทุนมีความซับซ้อนและมีบริษัทจดทะเบียนหลากหลายอุตสาหกรรม การนำ ERM มาประยุกต์ใช้สามารถช่วยสร้างคุณค่าให้กับผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ทั้งผู้ถือหุ้น นักลงทุน ลูกค้า พนักงาน และชุมชน ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ชี้ให้เห็นถึงความจำเป็นในการควบคุมและสร้างแรงจูงใจเพื่อจัดการความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร ขณะที่ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) เน้นความสำคัญของการบริหารความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียรอบด้าน ซึ่งสอดคล้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ยั่งยืนและการสร้างมูลค่าทางการเงินในระยะยาว (Freeman & McVea, 2001; Freeman & Reed, 1983; Jensen & Mecking, 1976)

ความสำคัญของการวิจัยนี้อยู่ที่การประเมินประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินขององค์กรในเชิงเปรียบเทียบกับต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงาน (ROIC) เพื่อให้เห็นถึงประโยชน์ที่แท้จริงของ ERM ต่อความสามารถในการบริหารทรัพยากรและการลงทุน การศึกษานี้ยังช่วยเติมเต็มช่องว่างงานวิจัยในบริบทไทย เนื่องจากยังมีข้อมูลและหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง ERM และประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่จำกัด

นอกจากนี้ ผลลัพธ์จากการวิจัยนี้มีความสำคัญทั้งในเชิงทฤษฎีและเชิงปฏิบัติในระดับองค์กรและตลาดทุนไทย ในเชิงทฤษฎี จะช่วยยืนยันและต่อยอดความรู้เกี่ยวกับบทบาทของ ERM ในการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้ทรัพยากรและสร้างมูลค่าทางการเงิน ขณะที่ในเชิงปฏิบัติ สามารถเป็นแนวทางให้ผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัทพัฒนาแผนการบริหารความเสี่ยงเชิงกลยุทธ์ เพื่อส่งเสริมการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ ลดความเสี่ยงและเพิ่มความยั่งยืนทางการเงิน ซึ่งสอดคล้องกับมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการและแนวทางการลงทุนอย่างรับผิดชอบ

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงขององค์กรกับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

ในด้านประชากร งานวิจัยมุ่งศึกษากลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET50) จำนวน 50 บริษัท ข้อมูลอ้างอิงจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งกลุ่มบริษัทนี้ถือเป็นตัวแทนของบริษัทขนาดใหญ่และมีสภาพคล่องสูงในตลาดทุนไทย ทำให้สามารถสะท้อนพฤติกรรมและแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพ รวมทั้งมีความเป็นมาตรฐานและโปร่งใสในการรายงานข้อมูลทางการเงิน

ด้านตัวแปรที่ศึกษา ตัวชี้วัดการบริหารความเสี่ยงขององค์กรใช้กรอบโครงสร้างการบริหารความเสี่ยงขององค์กรของ COSO-2017 ตามองค์ประกอบทั้ง 5 ของกรอบโครงสร้างการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (COSO ERM Framework) (สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์, 2561) อันมีความสัมพันธ์ต่อประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินโดยจะพิจารณาจากตัวชี้วัดทางการเงินที่สำคัญ ได้แก่ ROIC และ WACC

ด้านเวลา งานวิจัยใช้ข้อมูลหัตถ์ภูมิจากระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2567 การใช้ข้อมูลหลายปีช่วยเพิ่มจำนวนรายการข้อมูล (Firm-year observations) ซึ่งเพียงพอต่อการวิเคราะห์เชิงปริมาณ และยังสามารถควบคุมคุณภาพข้อมูลและความสอดคล้องของการเก็บข้อมูลได้ภายใต้ข้อจำกัดของระยะเวลา

ด้านพื้นที่ งานวิจัยจำกัดขอบเขตการศึกษาที่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เน้นการวิเคราะห์ข้อมูลจากบริษัทที่อยู่ภายใต้กรอบกฎหมาย การกำกับดูแล และมาตรฐานการรายงานทางการเงินไทย ซึ่งช่วยให้ผลการวิจัยมีความน่าเชื่อถือและสามารถสะท้อนบริบทของตลาดทุนไทยได้อย่างชัดเจน

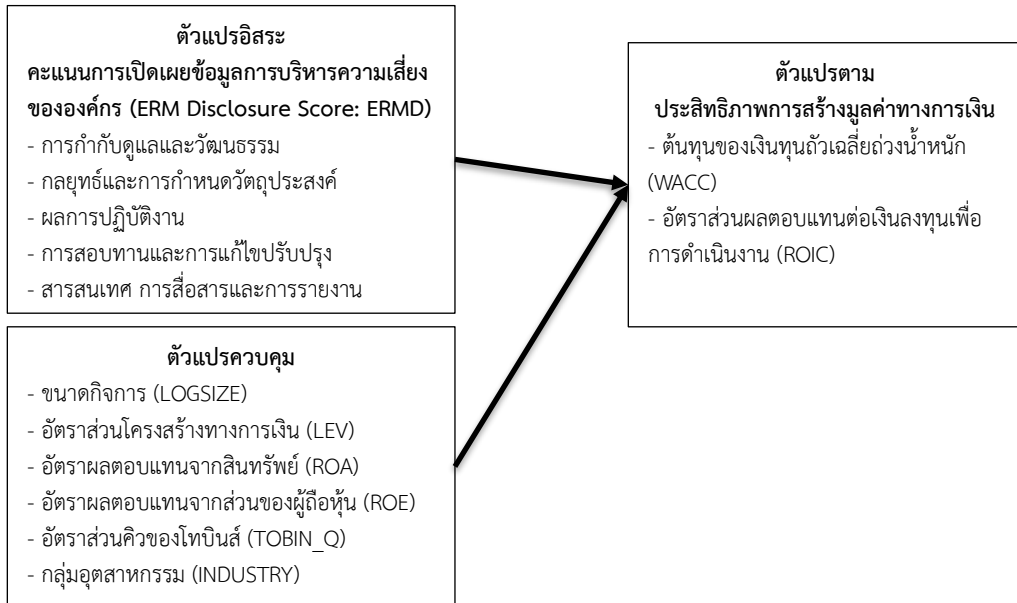
1.4 สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 การเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินของกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 1.1 การเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินโดยการวิเคราะห์ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

สมมติฐานที่ 1.2 การเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินโดยการวิเคราะห์อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงาน

1.5 กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

2. แนวคิดทฤษฎี

การวิจัยทำการศึกษาผ่านการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ประกอบไปด้วยหลักการ ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องจาก ตำรา เอกสาร วารสาร บทความวิชาการ รวมถึงงานวิจัย เพื่อใช้เป็นแนวทางในการศึกษาวิจัย ผู้ศึกษาวิจัยจึงได้รวบรวม แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยมีรายละเอียด ดังนี้

2.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) อธิบายปัญหาการเป็นตัวแทนซึ่งเกิดจากการแบ่งส่วนความเสี่ยง (Risk Sharing) ระหว่างตัวการ (Principal) และตัวแทน (Agent) ที่มีทัศนคติและเป้าหมายต่างกัน โดยความสัมพันธ์เปรียบเสมือนสัญญาหรือข้อตกลง (Jensen & Mecking, 1976) ข้อสมมติฐานหลักของทฤษฎีนี้ได้แก่ ทั้งสองฝ่ายมุ่งผลประโยชน์ส่วนตน มีเหตุผล สามารถคำนวณความเสี่ยงได้ สัญญาสมบูรณ์และบังคับใช้ได้ ตัวแทนมีสารสนเทศที่เหนือกว่า (Information Asymmetry) และโดยทั่วไปไม่ชอบงานและไม่ชอบความเสี่ยง ทฤษฎีนี้สะท้อนความสัมพันธ์ที่ต้องมีการควบคุมและตั้งใจเพื่อป้องกันความขัดแย้ง ตัวแทนอาจซ่อนข้อมูล หลีกเลี่ยงความรับผิดชอบ หรือจัดการกำไร (Earnings Management) งานวิจัยไทย (ธกานต์ ชาตวงศ์, 2560) ยืนยันว่าตัวการต้องให้ค่าตอบแทนที่เพียงพอเพื่อป้องกันไม่ให้ตัวแทนแสวงหาประโยชน์เพื่อตนเอง ขณะที่งานวิจัยในอาเซียน (Chairani & Siregar, 2021) พบว่าการเปิดเผยการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (ERM) ช่วยเพิ่มความโปร่งใส ลดต้นทุนตัวแทน และเชื่อมโยงกับ ESG โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมการเงินและการผลิต การศึกษาของ Kwintana and Hanggraeni (2023) ทำการศึกษาใน 5 ประเทศอาเซียน พบว่า ERM มีผลเชิงบวกต่อ ROA ลดต้นทุนหนี้ และ ESG มีบทบาทสำคัญในการกำกับให้ ERM มีความยั่งยืนมากขึ้น

2.2 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) มีรากฐานจากแนวคิดของ Barnard (1938) ที่มององค์กรเป็นระบบความร่วมมือที่ขึ้นอยู่กับการรักษาความสัมพันธ์สัญญาและการสื่อสารภายในองค์กร โดยผู้บริหารมีหน้าที่สร้างความร่วมมือ พัฒนาเป้าหมาย และกำหนดวัตถุประสงค์ให้องค์กรดำเนินงานได้อย่างราบรื่น ต่อมาแนวคิดนี้ถูกขยายเป็นทฤษฎีสัญญาทางสังคม ที่มองว่าองค์กรมีพันธะต่อสังคมและผู้มีส่วนได้เสียรอบด้าน ไม่ใช่เพียงผู้ถือหุ้นเท่านั้น (Freeman & Reed, 1983) ทฤษฎีนี้เน้นว่าบริษัทควรสร้างมูลค่าให้ผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม ทั้งลูกค้า พนักงาน นักลงทุน ชุมชน และรัฐบาล โดยมุ่งเน้นความรับผิดชอบต่อสังคมและการกำกับดูแลกิจการ (CSR) ไม่ใช่เพียงผลกำไร Freeman and

McVea (2001) มองว่าการจัดการผู้มีส่วนได้เสียควรถูกผนวกรวมกับการกำหนดกลยุทธ์องค์กร งานวิจัยทางบัญชี (อิกานต์ ขาติวงศ์, 2560) ยืนยันว่าผู้บริหารต้องคำนึงถึงทั้งผู้มีส่วนได้เสียภายในและภายนอกองค์กร ขณะที่ Chairani and Siregar (2021) พบว่าการจัดการ ERM ที่คำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ส่งผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ การพิจารณาปัจจัยทั้งภายในและภายนอกจึงช่วยเพิ่มประสิทธิภาพและภาพลักษณ์องค์กร การศึกษาของ Hidayah et al. (2024) ขยายทฤษฎีนี้โดยอธิบายว่า การจัดการผู้มีส่วนได้เสียช่วยให้ผู้จัดการมีความรับผิดชอบมากขึ้น มีทั้งกลไกภายใน (คณะกรรมการ ผู้ถือหุ้น) และกลไกภายนอก (ตลาด ผู้ตรวจสอบบัญชี) ที่ส่งผลต่อ ERM และมูลค่ากิจการ โดยคุณภาพผู้ตรวจสอบและโครงสร้างการกำกับดูแลเป็นปัจจัยสำคัญ

2.3 การบริหารความเสี่ยงขององค์กร

การบริหารความเสี่ยงขององค์กร (ERM) เป็นกระบวนการที่เกี่ยวข้องกับคณะกรรมการ ผู้บริหาร และบุคลากรทั้งหมด เพื่อป้องกันและจัดการเหตุการณ์ที่อาจส่งผลกระทบต่อองค์กรให้อยู่ในระดับที่ยอมรับได้ และช่วยให้องค์กรบรรลุวัตถุประสงค์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ (สภามหาวิทยาลัยในพระบรมราชูปถัมภ์, 2562) ความเสี่ยง คือ เหตุการณ์ที่ไม่แน่นอนซึ่งอาจทำให้เป้าหมายขององค์กรไม่สำเร็จและสร้างความเสียหายทั้งทางการเงินและชื่อเสียง กรอบ COSO ERM Framework มี 5 องค์ประกอบสำคัญ ได้แก่ 1) การกำกับดูแลและวัฒนธรรม เน้นการสร้างวัฒนธรรมความตระหนักรู้ด้านความเสี่ยงและการทำงานร่วมกัน 2) กลยุทธ์และการกำหนดวัตถุประสงค์ เชื่อมโยง ERM กับกลยุทธ์ทางธุรกิจและการพึ่งพาปัจจัยภายนอก 3) ผลการปฏิบัติงาน ครอบคลุมการระบุความเสี่ยง เช่น SWOT Megatrends การประเมินความเสี่ยงและจัดลำดับความสำคัญ รวมถึงการตอบสนองความเสี่ยงด้วยวิธีการที่สร้างคุณค่าในระยะยาว 4) การสอบทานและปรับปรุง ตรวจสอบและพัฒนางาน ERM ให้เหมาะสมต่อการเปลี่ยนแปลง และ 5) สารสนเทศ การสื่อสารและการรายงาน สนับสนุนการตัดสินใจด้วยข้อมูลที่ถูกต้องและทันเวลา กรอบ COSO ERM เน้นการบูรณาการระหว่างกลยุทธ์กับการปฏิบัติงาน ช่วยให้องค์กรสร้างความเชื่อมั่นต่อผู้ลงทุน หุ้นส่วน และภาครัฐ อีกทั้งยังเพิ่มประสิทธิภาพความยั่งยืนและผลการดำเนินงานทางการเงิน องค์กรจึงสามารถสร้างคุณค่าและผลตอบแทนระยะยาวให้แก่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง จึงเป็นที่น่าสนใจในการศึกษาในประเทศไทยว่า ERM มีบทบาทสำคัญเพียงใดต่อการสร้างมูลค่ากิจการและความสามารถในการแข่งขันขององค์กร และระดับของการเปิดเผยข้อมูล ERM ที่สะท้อนผ่านรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนมีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินหรือไม่เพียงใด

2.4 แนวคิดประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงิน

ประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินพิจารณาได้จาก 2 ด้าน คือ ความสามารถในการบริหารทรัพยากรและความสามารถในการลงทุนเพื่อสร้างกำไร โดยการวัดความสามารถในการบริหารทรัพยากรใช้แนวคิดต้นทุนของเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ซึ่งรวมต้นทุนหนี้ ทุนบุริมสิทธิ และส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Debt, Preferred Stock, Equity) ตามสัดส่วนทุนที่ใช้จริง และปรับด้วยภาษีเงินได้ ในด้านการลงทุน ใช้การวิเคราะห์งบการเงินผ่านอัตราส่วนทางการเงิน โดยเฉพาะกลุ่ม Profitability Ratios ได้แก่ กำไรขั้นต้น กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ ROA ROE ROI (Bragg, 2018) โดย ROI ใช้วัดความสามารถสร้างผลตอบแทนจากเงินลงทุน แต่ยังมีข้อจำกัดเพราะคำนวณจากกำไรก่อนหักภาษี เพื่อความแม่นยำ จึงพัฒนาเป็น ROIC (Return on Invested Capital) ที่ใช้กำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) หารด้วยเงินลงทุนสุทธิ (Qian & Zhu, 2018) ROIC ได้รับความนิยมมากขึ้นเพราะสะท้อนผลตอบแทนแท้จริงและบอกแนวโน้มอนาคตได้ชัดเจน

2.5 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนวรรณกรรมงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงขององค์กรกับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงิน ดังนี้

การบริหารความเสี่ยงขององค์กร

การศึกษากาการบริหารความเสี่ยงขององค์กร ในอดีตมีการศึกษาเป็นจำนวนมาก มีการกำหนดตัวแปรและวิธีการวัดค่าหลายรูปแบบตามบริบทและหน่วยงานที่กำกับการบริหารความเสี่ยงขององค์กร เช่นงานวิจัยของ Chairani and Siregar (2021) ได้ทำการศึกษาโดยใช้การบริหารความเสี่ยงขององค์กร (ERM) เป็นตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา และทำ

การวัดค่าโดยใช้ ERM score กำหนดให้เป็น คะแนน ERM เป็น 1 หากคะแนน ERM มีค่าอย่างน้อย 4 จาก 7 องค์ประกอบ และ 0 หากไม่เช่นนั้น เช่นเดียวกับ Kwintana and Hanggraeni (2023) ได้ศึกษาใน 5 ประเทศอาเซียน และการศึกษาในปฎิมาของ Karina et al. (2023) ทำการศึกษาการข้อมูลเชิงลึกจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย

ในขณะเดียวกัน Faisal et al. (2021) ได้ศึกษาการบริหารความเสี่ยงขององค์กรโดยใช้ ERM เป็นตัวแปร แต่ทำการวัดค่าจากตัวชี้วัดคะแนนรวมที่เปิดเผยหารด้วยตัวชี้วัดที่กำหนดไว้ ซึ่งเป็นการวัดค่าในรูปแบบที่แตกต่างกัน การศึกษาวิจัยใน 2 ปีต่อมา Hong (2023) Pangestuti et al. (2023) และ Alkhyoon et al. (2023) ผู้วิจัยใช้ดัชนี ERM (ดัชนีการบริหารความเสี่ยงขององค์กร) เป็นเครื่องมือในการวัดค่าเช่นเดียวกัน

นอกจากนั้น ในงานวิจัยของ Bharadwaz and Goswami (2023) ทำการศึกษาแนวทางการบริหารความเสี่ยงขององค์กร ใช้ ERM เป็นตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา และทำการวัดค่าโดยใช้คะแนนการเปิดเผยข้อมูลการจัดการความเสี่ยงขององค์กร (ERM Disclosure Score) ซึ่งเป็นการวัดค่าในรูปแบบที่แตกต่างจากที่กล่าวมาข้างต้น ในปีเดียวกัน การศึกษาของ Trisnawati et al. (2023) ใช้ ERM disclosure (การเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กร) เป็นตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา และทำการวัดค่าโดยใช้ ERM score คำนวณจากคะแนนรายการ ERM รวมที่เปิดเผยหารด้วยรายการ ERM รวมที่ควรเปิดเผย เช่นเดียวกับ Hidayah et al. (2024)

ประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงิน

ในการศึกษาประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงิน วรรณกรรมและงานวิจัยหลายฉบับในอดีต ผู้วิจัยพยายามนำประเด็นประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินมาใช้เป็นเครื่องมือในการศึกษา อาทิ Rahman (2022) ได้ศึกษาผลกระทบของ WACC ต่อผลกำไรของบริษัทโดยใช้ Weighted Average Cost of Capital (WACC) เป็นตัวแปรวิธีการในวัดค่าข้อมูลประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงิน เช่นเดียวกับการศึกษาในอีก 2 ปีต่อมา ในการศึกษาของ Fernandes et al. (2024) และ Ernst and Woithe (2024) ที่ใช้ประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินเป็นตัวแปรเช่นเดียวกัน

ในบริบทประเทศไทย มีการศึกษาวิจัยที่ใช้ประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินเป็นตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา เช่นงานวิจัยของ ดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์ และคณะ (2566) ข้อมูลที่ได้ใช้วิธีการวัดค่าประกอบด้วย ต้นทุนของเงินทุน ถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) และอัตราส่วนผลตอบแทนจากการลงทุน (ROIC) เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Terdpaopong et al. (2024) ที่ใช้อัตราส่วนผลตอบแทนจากการลงทุน (ROIC) ในการวัดค่าตัวแปรประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงิน

วิจัยสนับสนุนสมมติฐานระหว่างการบริหารความเสี่ยงขององค์กร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินของกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากสมมติฐานวิจัยข้อที่ 1 อันเกี่ยวข้องกับการบริหารความเสี่ยงขององค์กร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินของกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น เพื่อสนับสนุนสมมติฐานวิจัย ผู้วิจัยจึงทำการสรุปวิจัยที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

ในมุมมองระหว่างการบริหารความเสี่ยงขององค์กรอันมีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงิน ผู้วิจัยค้นพบวรรณกรรมหลากหลายฉบับเพื่อนำมาสนับสนุนการตั้งสมมติฐาน ได้แก่ Shad et al. (2022) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการความเสี่ยงขององค์กรและต้นทุนของเงินทุน โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ GLS regression พบว่าการเพิ่มระดับการนำ ERM ไปปฏิบัติจะช่วยลดต้นทุนของเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ พิสูจน์ว่าเป็นกลไกหนึ่งที่ทำให้ ERM ช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการได้ การวิจัยนี้ดำเนินการโดยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างตั้งแต่ปี ค.ศ. 2008-2017 สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ข้อมูลการนำ ERM มาใช้จะรวบรวมจากรายงานประจำปีของบริษัท ในขณะที่ข้อมูลต้นทุนของเงินทุนจะได้รับจาก Thomson Reuters DataStream

ในทิศทางทางตรงกันข้าม การศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงขององค์กร และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ regression models ผลลัพธ์แสดงให้เห็นว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่าง EVA และการนำ ERM ไปใช้ ตามผลการวิจัยการนำ ERM ไปใช้ในธุรกิจของอินเดียช่วยลด WACC อย่างมีนัยสำคัญ การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบผลกระทบของการนำ ERM ไปใช้ต่อประสิทธิภาพการทำงาน

ของบริษัทตามที่วัดโดยต้นทุนเงินทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) และกำไรจากการดำเนินงานสุทธิหลังหักภาษี (NOPAT) ช่วยลดความเสี่ยง เพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงาน และการจัดสรรเงินทุน ซึ่งช่วยเพิ่ม EVA และมูลค่าของผู้ถือหุ้น (Kumar & Agrawal, 2024)

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น ผู้วิจัยได้สรุปสาระสำคัญและผลการศึกษาเพื่อให้เห็นภาพรวมขององค์ความรู้ที่เกี่ยวข้อง ก่อนที่จะนำมาใช้เป็นพื้นฐานในการกำหนดทิศทางการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรงานวิจัย ทั้งนี้จะเห็นได้ว่าการบริหารความเสี่ยงขององค์กรอาจก่อให้เกิดผลลัพธ์ที่แตกต่างกันไปตามบริบท ไม่ว่าจะเป็นลักษณะของกลุ่มประชากร อุตสาหกรรม หรือช่วงเวลาที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล ดังนั้น เพื่อยืนยันว่าการดำเนินการบริหารความเสี่ยงขององค์กรมีความเชื่อมโยงต่อประสิทธิภาพในการสร้างมูลค่าทางการเงิน ผู้วิจัยจึงมุ่งศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ประกอบธุรกิจหลักในลักษณะต่าง ๆ

3. วิธีดำเนินการวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากร คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม 50 จำนวน 50 บริษัท อ้างอิงข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รายงาน ณ วันที่ 13 มิถุนายน 2568 การคัดเลือกตัวอย่างใช้วิธีเจาะจง (Purposive Sampling) โดยกำหนดเกณฑ์การคัดเลือก ดังนี้ 1) กลุ่มธุรกิจการเงินจะไม่ถูกนับรวมในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ เนื่องจากมีลักษณะของแหล่งเงินทุนและรายได้แตกต่างกับหมวดธุรกิจอื่น จำนวน 7 บริษัท 2) กลุ่มธุรกิจที่กำลังอยู่ในช่วงการยื่นเรื่องฟื้นฟูกิจการ จะไม่ถูกนับรวมในการศึกษาวิจัยครั้งนี้เช่นกัน เนื่องจากข้อมูลบางส่วนของกิจการยังไม่มีครบถ้วนสมบูรณ์ จำนวน 3 บริษัท และ 3) ไม่รวมข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outliner) เพราะฉะนั้น ธุรกิจที่จะเข้าร่วมในการศึกษาวิจัยในครั้งนี้จะมีทั้งสิ้น 40 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2568)

3.2 การเก็บข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลมาจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ ประกอบด้วย ข้อมูลงบการเงินของบริษัท เว็บไซต์ของบริษัท และฐานข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) รายงานประจำปี แบบ 56-1 หรือ 56-1 One Report และจากฐานข้อมูล Bloomberg โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้อยู่ในช่วงระหว่าง พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2567 การวิจัยนี้จึงเลือกใช้วิธีการวิเคราะห์แบบ OLS Regression บนข้อมูลแบบ Panel Data ในลักษณะข้อมูลรายปีรายบริษัท (Firm-year) มีข้อมูลตัวอย่างในการศึกษาจำนวน 40 บริษัทและศึกษาระยะเวลา 5 ปี จึงทำให้มีกลุ่มตัวอย่างเท่ากับ 200 ตัวอย่าง ซึ่งเพียงพอและมีขนาดตัวอย่างอย่างน้อย 10 เท่าของจำนวนตัวแปรในการวิเคราะห์ข้อมูล (Hair et al., 2019)

3.3 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การวัดค่าของตัวแปร ตัวแปรที่ศึกษาในครั้งนี้ ประกอบด้วย ตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม ดังต่อไปนี้

3.3.1. ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) คือ คะแนนการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (ERM Disclosure Score) ใช้กรอบโครงสร้างการบริหารความเสี่ยงขององค์กรของ COSO -2017 ออกเป็น 5 องค์ประกอบ ทั้งหมดจำนวน 20 ข้อ (สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์, 2561) เป็นตัวแปรเทียม ถ้าเปิดเผยคะแนนจะเป็น 1 คะแนน ถ้าเป็นอย่างอื่นจะเป็น 0 คะแนน จากนั้นแต่ละรายการที่เปิดเผยจะถูกนำมารวมกันแล้วหารด้วยจำนวนรายการทั้งหมดที่ควรเปิดเผย (Trisnawati et al., 2023)

3.3.2. ตัวแปรตาม (Dependent Variables) คือ ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) วัดค่าจาก (สัดส่วนของต้นทุนของหนี้สิน $\times$ มูลค่าต้นทุนของหนี้สิน $\times$ (1-อัตราภาษีเงินได้)) + (สัดส่วนของต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ $\times$ มูลค่าต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ) + (สัดส่วนของต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น $\times$ มูลค่าต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น) (ดาร์ราร์ตัน โพธิ์ประจักษ์ และคณะ, 2566) และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงาน (ROIC) วัดค่าจากกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี/เงินลงทุนสุทธิ $\times$ 100 (ดาร์ราร์ตัน โพธิ์ประจักษ์ และคณะ, 2566)

3.3.3. ตัวแปรควบคุม (Control Variables) เป็นตัวแปรเกี่ยวกับคุณลักษณะเฉพาะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงขององค์กรกับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินของบริษัท งานวิจัยในอดีตที่มีการศึกษามาแล้ว ประกอบด้วย ขนาดกิจการ (SIZE) อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (LEV) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนคิของโทบินส์ (TOBIN_Q) และกลุ่มอุตสาหกรรม (INDUSTRY)

ตารางที่ 1 ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	ชื่อตัวแปร	ตัววัด
คะแนนการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กร	ERMD _{it}	ตัวแปรเทียม (0,1) โดยมีค่าเป็น 1 เมื่อเปิดเผยตามโครงสร้างการบริหารความเสี่ยงขององค์กรของ COSO -2017 จะเป็น 1 คะแนน ที่เหลือให้ค่าเป็น 0
ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก	WACC _{it}	วัดค่าจาก (สัดส่วนของต้นทุนของหนี้สิน × มูลค่าต้นทุนของหนี้สิน × (1-อัตราภาษีเงินได้)) + (สัดส่วนของต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ × มูลค่าต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ) + (สัดส่วนของต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น × มูลค่าต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น)
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงาน	ROIC _{it}	วัดค่าจากกำไรจากการดำเนินการหลังหักภาษี / เงินลงทุนสุทธิ × 100
ขนาดกิจการ	LogSIZE _{it}	วัดจากค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	LogLEV _{it}	วัดจากค่าลอการิทึมธรรมชาติของอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	ROA _{it}	วัดค่าจากกำไรทางบัญชีก่อนหักภาษีต่อสินทรัพย์รวม
อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น	ROE _{it}	วัดค่าจากกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม
อัตราส่วนคิของโทบินส์	TOBIN_Q _{it}	วัดค่าจาก (มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ+หนี้สินรวม)/สินทรัพย์รวม
กลุ่มอุตสาหกรรม	INDUSTRY _{it}	ตัวแปรเทียม (0,1) เป็นตัววัดโดยแบ่งออกเป็น 8 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี

3.4 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้

การวิเคราะห์ข้อมูลในการวิจัยครั้งนี้ใช้โปรแกรมสำเร็จรูปเพื่อการคำนวณทางสถิติโดยแบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

3.4.1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statics) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น ของตัวแปรต่าง ๆ โดยนำเสนอในรูปของค่าสถิติพื้นฐาน ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าความเบ้ (Skewness) และค่าความโด่ง (Kurtosis)

3.4.2. สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statics) การวิจัยครั้งนี้ทดสอบสมมติฐานการวิจัย โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงขององค์กรกับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

3.5 ตัวแบบในการศึกษา

ตัวแบบในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงขององค์กรกับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เขียนเป็นสมการดังนี้

สำหรับทดสอบสมมติฐานที่ 1 (สมมติฐานที่ 1.1)

$$WACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 ERMD_{it} + \beta_2 \text{LogSIZE}_{it} + \beta_3 \text{LogLEV}_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 \text{TOBIN_Q}_{it} + \beta_7 \text{INDUSTRY}_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

สำหรับทดสอบสมมติฐานที่ 1 (สมมติฐานที่ 1.2)

$$ROIC_{it} = \beta_0 + \beta_1 ERMD_{it} + \beta_2 \text{LogSIZE}_{it} + \beta_3 \text{LogLEV}_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 \text{TOBIN_Q}_{it} + \beta_7 \text{INDUSTRY}_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

สมการ (1), (2) ได้พัฒนาขึ้นจากงานวิจัยของ Shad et al. (2022) และ Bharadwaz and Goswami (2023) ซึ่งได้ศึกษาการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กรว่ามีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินอย่างไร

4. สรุปผลการวิจัย

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของตัวแปรหลักที่ใช้ในการวิเคราะห์ พบว่า ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ($WACC_{it}$) และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงาน ($ROIC_{it}$) มีค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 9.090 และ 7.370 ค่ามัธยฐาน (Median) เท่ากับ 8.746 และ 5.200 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) เท่ากับ 3.127 และ 7.024 ค่าต่ำสุด (Minimum) เท่ากับ 3.933 และ -10.793 ค่าสูงสุด (Maximum) เท่ากับ 23.290 และ 32.950 ค่าความเบ้ (Skewness) เท่ากับ 1.467 และ 1.484 ค่าความโด่ง (Kurtosis) เท่ากับ 3.905 และ 3.010

คะแนนการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กร ($ERMD_{it}$) 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 ซึ่งพบว่าค่าความเบ้และค่าความโด่งของตัวแปรอยู่ในเกณฑ์ปกติตามแนวคิดของ (West et al., 1995) ที่กำหนดไว้ว่าค่า Skewness ไม่ควรเกิน ± 3 และค่า Kurtosis ไม่ควรเกิน ± 10 ตามตารางที่ 2

การวิจัยครั้งนี้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐาน ซึ่งก่อนการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ ผู้วิจัยได้ทดสอบความสัมพันธ์กัน (Multicollinearity) โดยพิจารณาค่า Tolerance มีค่าอยู่ในช่วงระหว่าง 0.476-0.984 ซึ่งค่าที่พบไม่ต่ำกว่า 0.10 และ VIF มีค่าอยู่ในช่วงระหว่าง 1.02-2.10 ซึ่งค่าที่พบไม่เกิน 10 ดังแสดงไว้ในตารางที่ 4 สรุปได้ว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวไม่มีความสัมพันธ์กัน

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตัวแปร	Mean	Median	SD	Minimum	Maximum	Skewness	Kurtosis
COSO (คะแนน)	0.894	0.900	0.066	0.800	1.000	0.061	-1.161
WACC (ร้อยละ)	9.090	8.746	3.127	3.933	23.290	1.467	3.905
ROIC (ร้อยละ)	7.370	5.200	7.024	-10.793	32.950	1.484	3.010
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

ตัวแปร	Mean	Median	SD	Minimum	Maximum	Skewness	Kurtosis
TOBIN_Q (เท่า)	2.218	1.443	1.937	0.589	11.770	2.523	7.401
LogSIZE (เท่า)	11.164	11.267	0.552	9.993	12.550	-0.164	-0.344
LogLEV (เท่า)	-0.121	-0.188	0.331	-1.027	1.050	1.053	1.991

4.2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficients)

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลในตารางที่ 3 พบว่า การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficients) สำหรับค่าตัวแปรต่างๆ ของกลุ่มตัวอย่าง 200 ตัวอย่าง ในการอธิบายผลการศึกษาวเคราะห์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis) พบว่า ค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระระหว่าง ROE กับ ROA ที่มีค่าสูงสุด 0.790 ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่เกิน ± 0.8 แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กัน แต่ไม่ถึงขั้นก่อให้เกิดปัญหา (Multicollinearity) ตามเกณฑ์ของ Hair et al. (2019)

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficients)

ตัวแปร	COSO	ROA	ROE	TOBIN_Q	LogSIZE	LogLEV	INDUSTRY
COSO	—						
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***	-0.247***	-0.189**	0.124	—	
INDUSTRY	-0.099	0.024	0.092	0.166*	-0.055	0.039	—

4.3 การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ตารางที่ 4 ผลของสมการถดถอยเชิงพหุคูณแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงขององค์กรกับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงิน

ตัวแปร	ตัวแปรตาม					
	WACC		ROIC		Tolerance	VIF
	B	t	B	t		
(Constant)	15.293*	3.103	-9.193*	-2.102	1.02	0.984
COSO	1.438	0.542	4.654*	1.977		
ROA	0.041	0.619	0.852***	14.421	2.10	0.476
ROE	-0.040	-1.818	0.133***	6.671	1.69	0.593
TOBIN_Q	1.021***	7.705	0.506***	4.303	1.49	0.672
LogSIZE	-0.884*	-2.314	0.493	1.455	1.22	0.817
LogLEV	0.825	1.425	0.845	1.646	1.11	0.899
INDUSTRY					1.05	0.955
INDUS – AGRO	1.605*	2.158	-0.804	-1.219		
PROPCON – AGRO	1.309*	2.011	-1.246*	-2.156		

ตัวแปร	ตัวแปรตาม				Tolerance	VIF
	WACC		ROIC			
	B	t	B	t		
RESOURC – AGRO	0.293	0.464	-0.334	-0.596		
SERVICE – AGRO	0.403	0.729	-0.439	-0.895		
TECH – AGRO	-0.187	-0.269	0.808	1.307		
R	0.654		0.954			
R ²	0.427		0.911			
Adjusted R ²	0.394		0.905			
F	12.800		174.000			
Durbin-Watson	1.87		2.18			
P	p < 0.001		p < 0.001			

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลในตารางที่ 4 พบว่า การเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก โดยพบว่า ค่า $p < 0.001$ และมีค่า F-Statistic เท่ากับ 12.8 แสดงให้เห็นว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวมีความสัมพันธ์ต่อต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ค่า Adjusted R Square = 0.394 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม คือ ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ได้ร้อยละ 39.40 ส่วนที่เหลือร้อยละ 60.60 เป็นการเปลี่ยนแปลงที่มาจากปัจจัยอื่น ผลจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กรกับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงิน โดยการวิเคราะห์ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าสัมประสิทธิ์ (B) เท่ากับ 1.438 ค่า $p = 0.588$ ผลจากการศึกษาไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก จึงไม่ยอมรับสมมติฐานที่ 1.1 และการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงาน โดยพบว่า ค่า $p < 0.001$ และมีค่า F-Statistic เท่ากับ 174 แสดงให้เห็นว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงาน ค่า Adjusted R Square = 0.905 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม คือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงาน (ROIC) ได้ร้อยละ 90.50 ส่วนที่เหลือร้อยละ 9.50 เป็นการเปลี่ยนแปลงที่มาจากปัจจัยอื่น ผลจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กรกับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงิน โดยการวิเคราะห์อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงาน มีค่าสัมประสิทธิ์ (B) เท่ากับ 4.654 ค่า $p = 0.049$ อธิบายได้ว่า เมื่อคะแนนการเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กรเพิ่มขึ้น 1 หน่วย ส่งผลต่อความสัมพันธ์กับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงานเพิ่มขึ้น 4.654 หน่วย จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1.2

5. อภิปรายผล

การเปิดเผยข้อมูลการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (ERMD) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05 ในมิติของอัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงาน (ROIC) ขณะที่ในมิติของต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) กลับไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสามารถอธิบายได้โดยทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่มองว่าการเปิดเผยข้อมูล ERM เป็นกลไกลดความไม่สมดุลของสารสนเทศระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร ทำให้ต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ลดลงและนักลงทุนสามารถประเมินความเสี่ยงได้แม่นยำขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนต่ำลงและเพิ่มความเชื่อมั่นในการตัดสินใจลงทุน แม้ผลการศึกษาจะไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่าง ERMD และ

WACC แต่ตามกรอบของทฤษฎีตัวแทน การลดความไม่สมดุลของสารสนเทศและต้นทุนตัวแทน ยังคงส่งผลให้ผู้ลงทุนมีความเชื่อมั่นสูงขึ้น ซึ่งอาจนำไปสู่ต้นทุนเงินทุนที่ลดลงในระยะยาว ขณะเดียวกันการเปิดเผย ERM ยังช่วยควบคุมพฤติกรรมกรรมการจัดการกำไรหรือการตัดสินใจที่มุ่งประโยชน์ส่วนตนของผู้บริหาร ซึ่งส่งผลเชิงบวกต่อ ROIC และสอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้านี้ เช่น Shad et al. (2022) และ Kumar and Agrawal (2024) ที่พบว่า การนำ ERM ไปใช้ช่วยลดต้นทุนของเงินทุนและเพิ่มผลตอบแทนจากการลงทุน ซึ่งสะท้อนถึงความสามารถขององค์กรในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นอย่างมีประสิทธิภาพ สามารถเชื่อมโยงกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ซึ่งอธิบายว่าการเปิดเผยความเสี่ยงและการบริหารจัดการอย่างโปร่งใสช่วยสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้มีส่วนได้เสียทั้งนักลงทุน เจ้าหนี้ ลูกค้าซัพพลายเออร์ และหน่วยงานกำกับดูแล เมื่อผู้มีส่วนได้เสียมองว่าองค์กรมีระบบการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่ชัดเจน นำไปสู่การลดต้นทุนทางการเงิน การเข้าถึงแหล่งทุนที่ดีขึ้น และความสามารถในการสร้างผลตอบแทนที่ยั่งยืน

ในส่วนของตัวแปรควบคุม เช่น ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนคิวกิงของโทบินส์ (TOBIN_Q) Q มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับ ROIC สะท้อนว่าความสามารถในการทำกำไรและศักยภาพเชิงมูลค่าตลาดเป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดระดับประสิทธิภาพในการสร้างมูลค่าเพิ่มของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียที่ว่าการจัดการผลประโยชน์ให้ผู้เกี่ยวข้องอย่างรอบด้านจะสะท้อนผลลัพธ์ทางการเงินที่ดีขึ้น กล่าวได้ว่าตัวแปรควบคุมมีบทบาทในการกำหนดระดับประสิทธิภาพทางการเงินขององค์กร การรวมตัวแปรควบคุมเหล่านี้ช่วยเพิ่มความแม่นยำในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่าง ERM และประสิทธิภาพทางการเงิน รวมถึงกลุ่มอุตสาหกรรมต่าง ๆ พบว่ามีความแตกต่างกันไปตามลักษณะของอุตสาหกรรม โดยกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างรวมถึงกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมตอบสนองต่อการบริหารความเสี่ยงมากกว่ากลุ่มที่มีเสถียรภาพสูง บ่งบอกว่าอุตสาหกรรมที่มีความผันผวนของผลประกอบการสูงมักได้รับประโยชน์จากการบริหารความเสี่ยงมากกว่า การนำ ERM มาใช้จึงช่วยลดความไม่แน่นอนและเพิ่มผลตอบแทนจากการลงทุนได้ชัดเจน สอดคล้องกับแนวคิดของ Freeman and Reed (1983) ที่ว่าองค์กรควรสร้างมูลค่าให้ผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม ไม่ใช่เฉพาะผู้ถือหุ้นเพียงฝ่ายเดียว ส่วนอุตสาหกรรมที่มีความมั่นคงสูง แม้แรงผลักดันด้านความเสี่ยงอาจต่ำกว่า แต่การเปิดเผย ERM ก็ยังมีบทบาทในการเพิ่มธรรมาภิบาล ความโปร่งใส และความเชื่อมั่น ซึ่งเป็นกลไกตามแนวคิดทั้งทฤษฎีตัวแทน และทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย ดังนั้น ผลการศึกษานี้ไม่เพียงตอกย้ำสมมติฐานเชิงประจักษ์ แต่ยังสอดคล้องกับกรอบคิดทางทฤษฎีที่รองรับกลไกของการบริหารความเสี่ยงขององค์กร ในฐานะเครื่องมือสร้างมูลค่าทั้งจากการลดความขัดแย้งภายใน และการตอบสนองต่อความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสีย ผลการศึกษานี้แสดงให้เห็นว่า ERM ทำหน้าที่เป็นกลไกเพิ่มประสิทธิภาพ มากกว่ากลไกลดต้นทุนซึ่งเป็นมุมมองใหม่ที่ช่วยขยายขอบเขตการตีความบทบาทของ ERM

6. ข้อเสนอแนะ

6.1 ข้อเสนอแนะจากการวิจัย / ข้อจำกัดของงานวิจัย

6.1.1 ข้อมูลที่ใช้มาจากรายงานประจำปีและเอกสารที่เปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งอาจไม่สะท้อนพฤติกรรมการบริหารความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจริงภายในองค์กรทั้งหมด เนื่องจากเนื้อหาดังกล่าวมักถูกจัดทำเพื่อการสื่อสารภาพลักษณ์ มากกว่าการเปิดเผยเชิงลึกเกี่ยวกับกระบวนการปฏิบัติด้านความเสี่ยง ผู้บริหารควรมอง ERM เป็นเครื่องมือเชิงกลยุทธ์ (Strategic Tool) ที่ช่วยในการตัดสินใจจัดสรรทรัพยากรและคัดเลือกโครงการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

6.1.2 แม้การเก็บข้อมูลย้อนหลัง 5 ปีช่วยให้เห็นแนวโน้มในระดับหนึ่ง แต่ในบริบทของธุรกิจที่มีความผันผวนสูง เช่น วิกฤตเศรษฐกิจหรือโรคระบาด ระยะเวลาเพียงเท่านี้อาจยังไม่เพียงพอในการสะท้อนกลไกระหว่างการบริหารความเสี่ยงขององค์กรและประสิทธิภาพทางการเงินได้ครบถ้วน การใช้ข้อมูลระยะยาวกว่านี้อาจให้ผลลัพธ์ที่มีเสถียรภาพและชัดเจนมากกว่า สำหรับบริษัทในกลุ่ม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม (ซึ่งผลวิจัยชี้ว่าตอบสนองต่อ ERM มากกว่า) การลงทุนในระบบ ERM ที่เข้มแข็งถือเป็นความจำเป็นเร่งด่วน เพื่อสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันท่ามกลางความผันผวนสูง

6.1.3 กลุ่มตัวอย่างจำกัดอยู่เฉพาะบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงไม่สามารถอ้างอิงผลการวิจัยไปยังบริษัทที่อยู่นอกตลาดทุนหรือบริษัทต่างประเทศได้โดยตรง เนื่องจากความแตกต่างด้านสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ กฎเกณฑ์ และวัฒนธรรมองค์กร

6.2 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

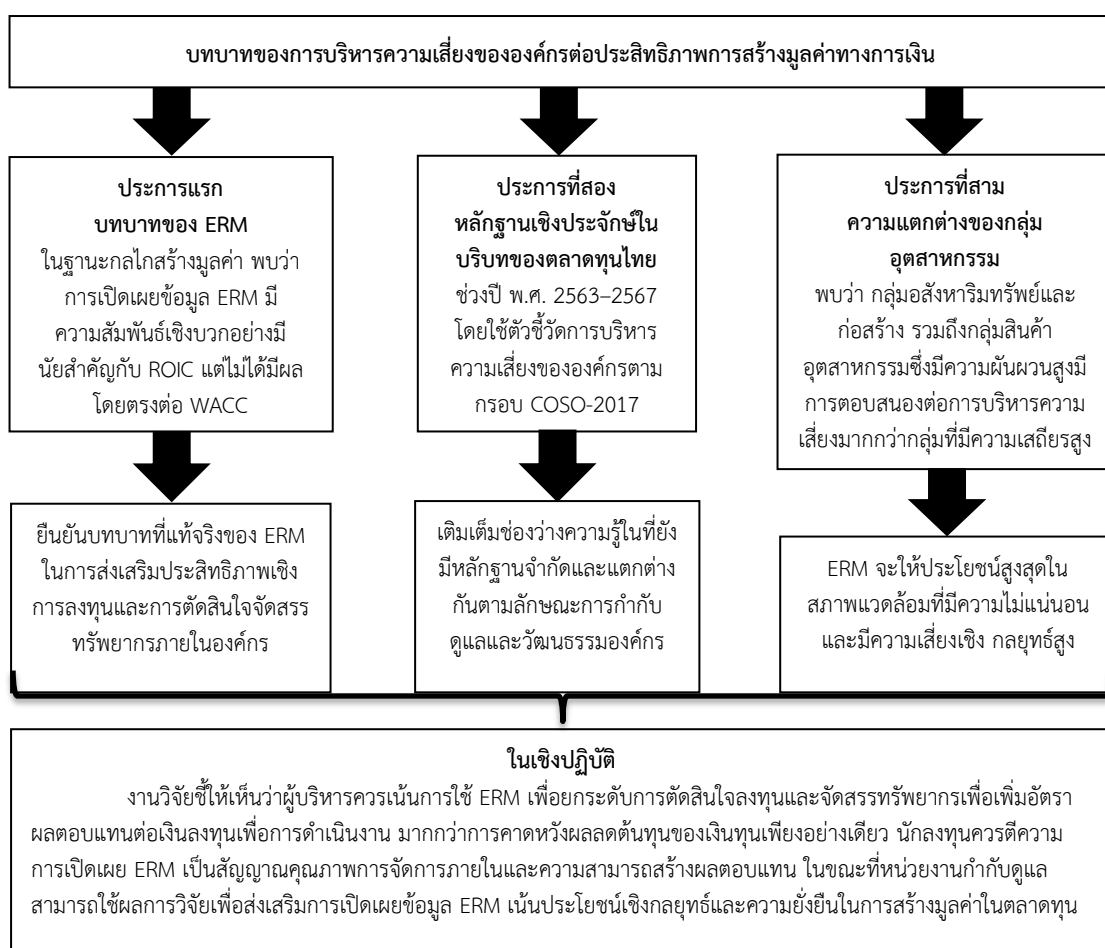
6.2.1 ควรขยายกลุ่มตัวอย่างไปยังบริษัทในประเทศอื่นหรือภูมิภาคอื่น เช่น อาเซียน หรือประเทศที่มีตลาดทุนพัฒนาแล้ว รวมทั้งทำการเปรียบเทียบระหว่างอุตสาหกรรมต่าง ๆ เพื่อทำความเข้าใจว่าโครงสร้างและผลของการบริหารความเสี่ยงแตกต่างกันอย่างไรในแต่ละบริษัท

6.2.2 ควรเพิ่มตัวแปรด้านการบริหารความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับประเด็นสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG) เพื่อให้การวิเคราะห์สะท้อนการสร้างมูลค่าองค์กรในเชิงรอบด้านและสอดคล้องกับแนวโน้มของนักลงทุนยุคใหม่

6.2.3 งานวิจัยครั้งต่อไปควรใช้วิธีวิจัยเชิงผสม (Mixed Methods) เช่น การสัมภาษณ์เชิงลึก หรือการศึกษารณี เพื่อให้เข้าใจการปฏิบัติงานจริงของการบริหารความเสี่ยงขององค์กร

7. องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

งานวิจัยนี้ได้เสนอองค์ความรู้ใหม่และคุณูปการเชิงทฤษฎีที่สำคัญเกี่ยวกับบทบาทของการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (ERM) ต่อประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทย (SET50) โดยสรุปสาระสำคัญได้ดังนี้



ภาพที่ 2 องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

8. เอกสารอ้างอิง

- ดาร์รัตน์ โพธิ์ประจักษ์, ชนาเมธ น้อยอ่าง, และอุภาวดี เนื่องวรรณะ. (2566). การสังเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง การเปิดเผยข้อมูลการพัฒนาที่ยั่งยืนที่ส่งผลต่อมูลค่า กิจกรรมผ่านความเข้มแข็งทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มเกษตร และอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มบริการ และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ภายใต้วิกฤตการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโคโรนา 2019. *วารสารนวัตกรรมธุรกิจการจัดการ และสังคมศาสตร์*, 4(1), 42-59.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2568). รายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้คำนวณดัชนี SET50. <https://www.set.or.th/th/market/information/securities-list/constituents-list-set50-set100>
- ธกานต์ ชาติวงศ์. (2560). ทฤษฎีที่ใช้อธิบายงานวิจัยทางบัญชี: จากอดีตถึงอนาคต. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ สมาคมสถาบันอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทย ในพระราชูปถัมภ์ สมเด็จพระเทพรัตนราชสุดาฯ สยามบรมราชกุมารี*, 6(2), 203-212.
- สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์. (2561). *กรอบการบริหารความเสี่ยงองค์กรตามแนวทาง COSO ERM framework 2017*.
- สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์. (2562). *การบริหารความเสี่ยงขององค์กร การบูรณาการร่วมกับกลยุทธ์และผลการปฏิบัติงาน*. แอคทีฟพริ้นท์.
- 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.
- 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.
- Bragg, S. M. (2018). *The interpretation of financial statements*. Accounting Tools.
- 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.
- Ernst, D., & Woithe, F. (2024). Impact of the environmental, social, and governance rating on the cost of capital: Evidence from the S&P 500. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(3), 91.
- 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.
- Fernandes, C. G., de Freitas Luna, M. S., Junior, E. M., & Maria, M. M. L. (2024). The impact of controversial ESG on the market value and financial constraints of brics companies. *Revista De Gestão Social E Ambiental*, 18(4), Article e04679. <https://doi.org/10.24857/rgsa.v18n4-042>
- 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). Blackwell.
- Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California Management Review*, 25(3), 88-106. <https://doi.org/10.2307/41165018>

- Hair, J. F., Jr., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate data analysis* (8th ed.). Cengage.
- 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.
- 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.
- Pangestuti, D. C., Muktiyanto, A., & Geraldina, I. (2023). Modified of ERM index for southeast Asia. *Cogent Business & Management*, 10(2), 2199906.
- Qian, J. Q., & Zhu, J. L. (2018). Return to invested capital and the performance of mergers and acquisitions. *Management Science*, 64(10), 4818-4834.
- Rahman, F. (2022). Impact of WACC on firm profitability: Evidence from food and allied industry of Bangladesh. *arXiv preprint arXiv:2210.07955*.
- Shad, M. K., Lai, F. W., Shamim, A., McShane, M., & Zahid, S. M. (2022). The relationship between enterprise risk management and cost of capital. *Asian Academy of Management Journal*, 27(1), 79-103.
- Terdpaopong, K., Wegmann, G., Kraiwanit, T., Limna, P., & Rafiyya, A. (2024). Unveiling the influence of ESG disclosures on corporate profitability: Insights from Thailand's publicly listed companies. *Journal of Infrastructure, Policy and Development*, 8(7), Article 4787. <https://doi.org/10.24294/jipd.v8i7.4787>
- Trisnawati, R., Mustikawati, S., & Sasongko, N. (2023). *Enterprise risk management disclosure and CEO characteristics: An empirical study of 50 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 non-normal variables: Problems and remedies. In R. H. Hoyle (Ed.), *Structural equation modeling: Concepts, issues, and applications* (pp. 56-75). Sage.