

T

The Relationship between Risk and Firm Performance of Listed Companies in Thailand

Waewdao Promsen^{1*}

Received: January 29, 2020 Revised: March 16, 2020 Accepted: April 30, 2020

Abstract

This study aims to examine the relationship between risk and firm performance of listed companies on the Stock Exchange of Thailand. The sample size consists of 1,503 firm-year over the period 2015-2018. Firm performance measurement consist of accounting-based and market-based. For market-based was measured by Enterprise Value and Market to Book Ratio, accounting-based was measured by Return on Asset and Return on Equity. The correlation analysis and multiple regression analysis were used for data analysis. The results indicated that risk had positive effects on firm performance for both accounting-based and market-based.

Keywords: firm performance, risk, enterprise value

¹ Department of Accounting, Faculty of Business Administration and Liberal Arts, Rajamangala University of Technology Lanna Chiangrai, Thailand

* Corresponding author. E-mail: waewdao@rmutl.ac.th

A

ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับตัวชี้วัด ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แหววดาว พรหมเสน^{1*}

วันรับบทความ: January 29, 2020 วันแก้ไขบทความ: March 16, 2020 วันตอบรับบทความ: April 30, 2020

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของความเสี่ยงกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 2558-2561 จำนวน 1,503 ตัวอย่าง ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัทแบ่งออกเป็นสองมุมมอง คือ ด้านตลาดวัดจาก มูลค่ากิจการ (Enterprise Value) และราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Market to Book Ratio) ด้านบัญชีวัดจาก อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ส่วนการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้เทคนิคสหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ผลการศึกษา พบว่า ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการวัดผลการดำเนินงานทั้งด้านบัญชีและด้านตลาด

คำสำคัญ: ผลการดำเนินงาน ความเสี่ยง มูลค่ากิจการ

¹ สาขาวิชาการบัญชี, คณะบริหารธุรกิจและศิลปศาสตร์, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลล้านนา เชียงราย

* Corresponding author. E-mail: waewdao@rmutl.ac.th

บทนำ

ในอดีตนักลงทุนจะนำข้อมูลจากงบการเงิน มาพิจารณาดูแนวโน้มการทำกำไรในอนาคตและความสามารถในการดำเนินงานของผู้บริหาร เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ แต่ในปัจจุบันธุรกิจมีความซับซ้อนมากขึ้น นอกเหนือจากการพิจารณาตัวเลขจากงบการเงินซึ่งเป็นการวัดผลการดำเนินงานทางด้านบัญชีแล้ว ควรพิจารณาถึงผลการดำเนินงานทางการตลาด และการกำกับดูแลกิจการ เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสูงสุดจากการลงทุนโดยปราศจากความเสี่ยง การวัดผลการดำเนินงานด้านการตลาด เป็นการวัดผลการดำเนินงานที่สะท้อนให้นักลงทุนและผู้บริหารเห็นถึงอนาคตของกิจการจากมูลค่าทางการตลาดของกิจการ ส่วนการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance: CG) เป็นความสัมพันธ์ในเชิงกำกับดูแลกิจการระหว่างผู้บริหารของบริษัท คณะกรรมการ ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ ของกิจการ เป็นกรอบโครงสร้าง แนวปฏิบัติ รวมถึงการติดตามประเมินผลการดำเนินงานของกิจการให้บรรลุตามพันธกิจ กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถระดมทุนด้วยต้นทุนที่เหมาะสม ลดต้นทุนทางการเงิน ทำให้สามารถแข่งขันได้ รวมทั้งสร้างความเชื่อมั่น เพิ่มสภาพคล่อง ความต้องการซื้อ และทำให้ระดับราคาของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น (วิจิตร จ่าลองราชฎร์, 2561) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน (Firm Performance) พบว่า กิจการที่มีหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีตามไปด้วย (Ben, 2014; Bhagat & Bolton, 2008; Epps & Cereola, 2008; Goel, 2016; Hu, Yang, & Li, 2011; Roy, 2014)

ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนต้องพิจารณาความเสี่ยงควบคู่กับอัตราผลตอบแทนเสมอ โดยสามารถลดความเสี่ยงจากการลงทุนด้วยการกระจายการลงทุนเพื่อลดความผันผวนระหว่างทางของการลงทุน และได้รับอัตราผลตอบแทนตามที่คาดหวัง การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับผลการดำเนินงานก่อนหน้า พบว่า ความเสี่ยงทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุน (Gleason, Mathur, & Mathur, 2000; Simerly & Li, 2000; Vakilifard & Oskouei, 2014) แต่มีนักวิจัยอีกกลุ่ม กลับพบว่า ความเสี่ยงส่งผลต่อการดำเนินงาน (Frank & Goyal, 2003; Hadlock & James, 2002; Roden & Lewellen, 1995; Taub, 1975) นอกจากนี้ Ko, Lee และ Anandarajan (2019) พบว่า ความเสี่ยงจากการดำเนินงานที่อยู่ในระดับสูงจะส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานอยู่ในระดับต่ำ ส่วน Kallenberg (2007) พบว่า การกำกับดูแลกิจการทำให้อัตราความเสี่ยงลดลงและส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับผลการดำเนินงานจากการศึกษาก่อนหน้านี้ ยังไม่มีบทสรุปที่ชัดเจนว่า ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานอย่างไร

การวัดผลการดำเนินงาน (Firm Performance) ของกิจการเป็นการแสดงให้เห็นถึงความสามารถของผู้บริหารในการบริหารงาน การศึกษาก่อนหน้านี้ส่วนใหญ่นิยมวัดผลการดำเนินงานทางการบัญชี (Accounting-based performance measurement) ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) (Al-Manaseer, Al-Hindawi, Al-Dahiyat, & Sarawi, 2012; Bhagat & Bolton, 2008; Chowdhury, 2010; Klapper & Love, 2004; Rouf, 2011) แต่เนื่องจากการวัดผลจากตัวชี้วัดทางการบัญชีเป็นการนำข้อมูลในอดีต มาทำการวิเคราะห์ซึ่งไม่คำนึงถึงมูลค่า

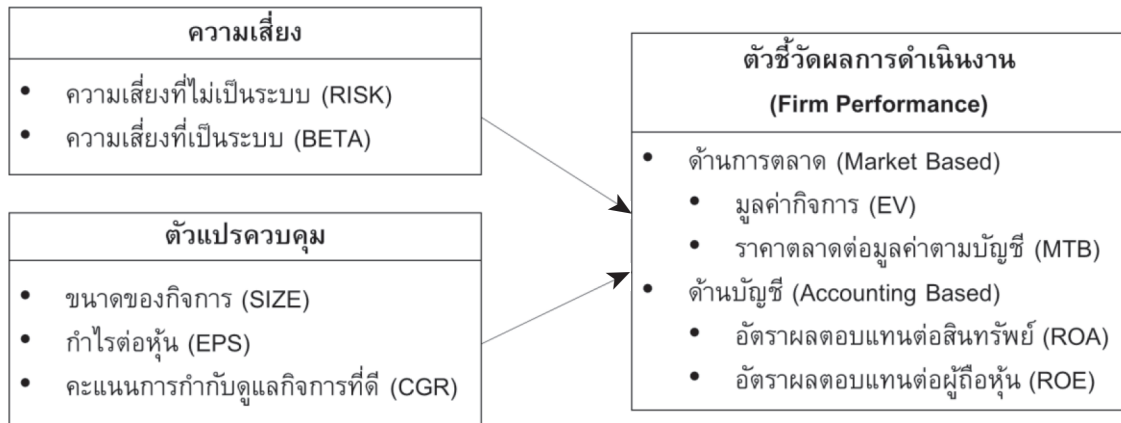
ของเงินตามเวลาและความเสี่ยง นักวิจัยอีกกลุ่มจึงมีแนวคิดในการวัดผลการดำเนินงานทางด้านตลาด (Marketing-based performance measurement) (Ganguli & Agrawal, 2009; Shan & McIver, 2011; Wahla, Sha, & Hussain, 2012) ซึ่งเป็นการวัดผลการดำเนินงานเพื่อสะท้อนให้นักลงทุนและผู้บริหารเห็นถึงอนาคตของกิจการ

การศึกษาในอดีตมีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทั้งด้านบัญชีและด้านการตลาดทั้งในประเทศและต่างประเทศเพียงด้านใดด้านหนึ่งเท่านั้น แต่ยังไม่พบว่า มีการเปรียบเทียบตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการบัญชีและการตลาดในบริบทของประเทศไทย และในส่วนของประเทศไทยส่วนใหญ่จะทำการศึกษาในกลุ่มกองทุนรวมและธุรกิจบริการ ยังไม่พบว่า มีการศึกษาทุกกลุ่มอุตสาหกรรม นอกจากนี้ ผลการศึกษา ยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจนว่าความเสี่ยงส่งผลต่อการวัดผลการดำเนินงานอย่างไรและแนวคิดด้านใดที่เป็นตัวแทนในการวัดผลการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพดีกว่ากัน เพื่อให้เกิดความเข้าใจในเชิงลึกและสามารถตีความผลการวิจัยได้อย่างครอบคลุมมากยิ่งขึ้น และเป็นการต่อยอดองค์ความรู้ด้านความเสี่ยงที่มีผลต่อการดำเนินงานทั้งด้านบัญชีและด้านการตลาด ดังนั้น ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาดและตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และทำการทดสอบเพิ่มเติม (Robustness Check) ในเชิงลึกระหว่างกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ดีเลิศ และกลุ่มที่ไม่ได้รับคะแนนดีเลิศ ซึ่งผลการวิจัยครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานกำกับดูแลในการพัฒนาข้อกำหนดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการผู้ถือหุ้น และผู้บริหารได้นำไปเป็นแนวทางในการวิเคราะห์ ตัดสินใจ ในการดำเนินธุรกิจรวมถึงเป็นแนวทางให้นักลงทุน นักวิเคราะห์ สามารถคาดการณ์วางแผนในการลงทุนได้ และนอกจากนี้ ยังสามารถนำผลการวิจัยในครั้งนี้ไปใช้ประกอบการกำหนดนโยบายการลงทุนในอนาคตต่อไป

วัตถุประสงค์

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางด้านบัญชีและตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับผลการดำเนินงาน

ทบทวนวรรณกรรมและสมมติฐานการวิจัย

ตามแนวคิดของ Jensen และ Meckling (1976) ในทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการเกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นในผลประโยชน์ของการมีตัวแทน โดยแบ่งความขัดแย้งออกเป็น 2 ประเภท คือ ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร และความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่ โดยความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารเกี่ยวข้องกับการที่ผู้บริหารได้รับผลตอบแทนต่ำกว่าผู้ถือหุ้น ส่งผลให้ผู้บริหารขาดแรงจูงใจในการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น ส่วนความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหน้าที่ มีพื้นฐานจากการก่อหนี้ ส่งผลต่อความเสี่ยงในการล้มละลายของกิจการ ในกรณีที่กิจการจัดหาเงินทุนด้วยการก่อหนี้ ผู้ถือหุ้นจะเกิดแรงจูงใจในการลงทุนต่ำกว่าระดับการลงทุนที่เหมาะสม ในกรณีที่การลงทุนมีผลตอบแทนสูง กิจการจะนำผลตอบแทนไปชำระหนี้ก่อน ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลกำไรที่เหลือน้อยหลังจากชำระหนี้ ในทางตรงกันข้าม ถ้าการลงทุนเกิดผลขาดทุน เจ้าหน้าที่ต้องร่วมรับผลขาดทุนนั้น ทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์จากการลงทุนในกิจการที่มีความเสี่ยงสูง ซึ่งผลกระทบที่เกิดขึ้นถือเป็นต้นทุนของการมีตัวแทนกิจการที่มีความเสี่ยงสูง การก่อหนี้เพิ่มจะทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์ ส่วนเจ้าหน้าที่จะสูญเสียประโยชน์ ซึ่งแนวทางในการจัดการความขัดแย้งดังกล่าว คือ การใช้หนี้สินเป็นกลไกในการกำกับดูแลกิจการจากเงื่อนไขและข้อตกลงของการกู้ยืม และผู้ถือหุ้นจะมีกลไกการกำกับดูแลกิจการผ่านคณะกรรมการบริษัท (Williamson, 1988) การพิจารณาคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการของแต่ละบริษัท สามารถพิจารณาได้จาก รายงานการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Report: CGR) ซึ่งประเมินโดย สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors) งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานส่วนใหญ่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) (Bhagat & Bolton, 2008; Chowdhury, 2010; Klapper & Love, 2004; Rouf, 2011) ผลการศึกษา พบว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลการดำเนินงาน (Ammann, Oesch, & Markus,

2011; Core, Guay, & Rusticus, 2006; Sami, Wang, & Shou, 2011) แต่ยังมีการศึกษาบางกลุ่ม พบว่า การกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานเนื่องจากไม่สามารถสรุปทิศทางความสัมพันธ์ได้อย่างชัดเจน (วิจิตร จ่าลองราษฎร์, 2561; Conelly, Limpaphayom, & Nagarajan, 2012; Price, Roman, & Rountree, 2011) นอกจากนี้ Al-Matari, Al-Swidi และ Fadzil (2014) จำแนกการวัดผลการดำเนินงานจากงานวิจัยก่อนหน้านี้ออกเป็น 2 แนวคิด ประกอบด้วย การวัดผลการดำเนินงานด้านบัญชี (Accounting-based) วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) และการวัดผลการดำเนินงานด้านตลาด (Marketing-based) วัดจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Market-to-book Value: MTBV) และมูลค่ากิจการ (Enterprise Value: EV) ซึ่ง Al-matari และคณะ (2014) เห็นว่าในการวัดผลการดำเนินงานนั้น ควรวัดทั้งมุมมองด้านการบัญชีและด้านการตลาด เนื่องจากการวัดผลการดำเนินงานด้านการบัญชีเป็นการวัดที่สะท้อนผลการดำเนินงานในอดีตของกิจการ ส่วนการวัดผลการดำเนินงานด้านการตลาดจะแสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ

ความเสี่ยงจากการลงทุน (Risk of Investment)

ความเสี่ยงจากการลงทุน (Risk of Investment) คือ ความไม่แน่นอนของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนหรือเป็นโอกาสที่จะสูญเสียเงินลงทุน ถ้ามีโอกาสที่จะสูญเสียเงินลงทุนมากเท่าไร อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการก็จะสูงตามไปด้วย โอกาสของความสูญเสียเงินลงทุน คือ ความเสี่ยงจากการลงทุน แนวคิดทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ (Modern Portfolio Theory) ตามแนวคิดของ Markowitz (1964) ได้แบ่งความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ออกเป็น 2 ประเภท คือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) โดยความเสี่ยงที่เป็นระบบ เป็นความเสี่ยงที่ทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนเปลี่ยนแปลงไป และส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์ถูกกระทบกระเทือน ซึ่งผู้ลงทุนไม่สามารถควบคุมหรือขจัดให้หมดไปจากการลงทุนได้โดยวิธีการกระจายการลงทุน (Undiversifiable Risk) Reilly และ Norton (2006) วัดความเสี่ยงที่เป็นระบบด้วยค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (Beta) จากการหาความสัมพันธ์ระหว่างค่าความแปรปรวนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด และค่าความแปรปรวนรวมของหลักทรัพย์กับกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ค่าเบต้า เป็นค่าที่บ่งบอกถึงทิศทางและระดับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ค่าเบต้าของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดจะมีค่าเท่ากับ 1.0 ($\beta=1$) ถ้าค่าเบต้ามากกว่า 1.0 ($\beta>1$) หมายความว่า หลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ในทางตรงกันข้าม ถ้าค่าเบต่าน้อยกว่า 1.0 ($\beta<1$) หมายความว่า หลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาดทำให้ทราบถึงดัชนีหรือระดับความเสี่ยง โดยทั่วไปใช้สมการ Market Model เพื่อหาความสัมพันธ์ดังกล่าว (Brigham & Ehrhardt, 2017) ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ คือ ความเสี่ยงที่ทำให้ธุรกิจนั้นเกิดการเปลี่ยนแปลงผิดไปจากธุรกิจอื่น ซึ่งเกิดขึ้นเฉพาะกับธุรกิจใดธุรกิจหนึ่งไม่มี

ผลต่อธุรกิจอื่น เป็นความเสี่ยงเฉพาะตัว (Firm Specific Risk) สามารถจัดได้โดยการกระจายการลงทุน (Undiversifiable Risk) ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบประกอบด้วยความเสี่ยงทางการบริหาร (Management Risk) ความเสี่ยงด้านอุตสาหกรรม (Industry Risk) และความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัททำให้เกิดการผันแปรของกำไรสุทธิของบริษัท เนื่องจากการที่บริษัทใช้นโยบายอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt to Equity Ratio) หรือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (Debt to Total Asset Ratio) สูงเกินไป เมื่อบริษัทจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมสูงขึ้นอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนก็สูงตามไปด้วย Giroux (2008) เชื่อว่ากิจการที่มีหนี้สินในระดับสูงจะส่งผลให้เจ้าหนี้และผู้ลงทุนมีความเสี่ยงทางการเงินสูง โดยวัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt to Equity) (ภากร สิริรุ่งเรืองพันธุ์, 2553) ส่วน วิจิตรา จำลองราษฎร์ (2561) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการความเสี่ยงในการล้มละลายและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยการวัดความสัมพันธ์ของความเสี่ยงทางการเงิน ด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ พบว่า ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตรากำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย

งานวิจัยก่อนหน้าที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับผลการดำเนินงานโดยการเปรียบเทียบระหว่างผลการดำเนินงานด้านการบัญชีและผลการดำเนินงานด้านการตลาด พบว่า ปัจจัยความเสี่ยงทางด้านการตลาดสามารถอธิบายผลตอบแทนได้เพิ่มขึ้นมากกว่าการพิจารณาเฉพาะปัจจัยความเสี่ยงทางด้านการบัญชีเพียงอย่างเดียว (สุภลัคณ์ จงรักษ์, 2559) ในขณะที่ ชมสมร พานิชโยทัย (2550) พบว่า สภาพคล่องของตลาดได้รับอิทธิพลจากปัจจัยต่าง ๆ ในขนาดและทิศทางที่แตกต่างกันออกไป สามารถกำหนดสภาพคล่องตลาดมากกว่าปัจจัยด้านอื่น ๆ ส่วน นริศรา อยู่จรรยา และสุชาดา เจียมสกุล (2561) พบว่า ดัชนีการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมและด้านพลังงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการบัญชีและผลการดำเนินงานทางการตลาด ส่วนดัชนีการเปิดเผยข้อมูลด้านการจัดการมีผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงานด้านการบัญชีและการตลาด จากความไม่ชัดเจนของผลการศึกษาดังกล่าวข้างต้น จึงเป็นที่มาของคำถามในการวิจัยครั้งนี้ว่า ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานด้านใดด้านหนึ่งหรือทั้งสองและนำไปสู่สมมติฐานการวิจัย ดังนี้

- H₁ : ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านการตลาด ประกอบด้วยสมมติฐานรอง 4 ข้อ ดังนี้
- H_{1a} : ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ
- H_{1b} : ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี
- H_{1c} : ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
- H_{1d} : ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น
- H₂ : ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านบัญชี ประกอบด้วยสมมติฐานรอง 4 ข้อ ดังนี้
- H_{2a} : ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ
- H_{2b} : ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี

H_{2c} : ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

H_{2d} : ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมระยะเวลา 4 ปี จำนวนทั้งหมด 656 บริษัท ไม่นับรวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน ประกันภัยและประกันชีวิต กองทุนรวม เนื่องจากกลุ่มธุรกิจดังกล่าวมีวิธีปฏิบัติทางการบัญชีและโครงสร้างทางการเงินที่แตกต่างกับกลุ่มธุรกิจอื่นอย่างมีสาระสำคัญ ไม่เป็นบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการหรือถูกถอดถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยคิดเป็น 1,503 ตัวอย่าง ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงิน จากฐานข้อมูล SET SMART และเว็บไซต์ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย การวัดผลการดำเนินงานด้านตลาด วัดจากมูลค่ากิจการ (Enterprise Value: EV) และ อัตราส่วนมูลค่าการตลาด (Market to book ratio: MTB) และการวัดผลการดำเนินงานด้านบัญชี วัดจาก อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ตัวแปรอิสระที่ใช้การศึกษา ประกอบด้วย ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ วัดจาก อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (RISK) (Giroux, 2008) และความเสี่ยงที่เป็นระบบวัดด้วยค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (BETA) (Reilly & Norton, 2006) ตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย ขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) (Said, HassabElnaby, & Wire, 2003; Tsai, Yu, & Wen, 2013) ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านบัญชีวัดตามต้นแบบของ Hu และคณะ (2011) ประกอบด้วย ROA และ ROE ส่วนตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาดวัดตามต้นแบบของ Banz (1981) และ Fama และ French (1992) ประกอบด้วย EV และ MTB โดยแบ่งตัวแบบการวิจัย 4 ตัวแบบ (Model) ดังนี้

$$\text{ตัวแบบที่ 1 } EV_{it} = \beta_0 + \beta_1 RISK_{it} + \beta_2 BETA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 EPS_{it} + \beta_5 CGR_{it} + \varepsilon$$

$$\text{ตัวแบบที่ 2 } MTB_{it} = \beta_0 + \beta_1 RISK_{it} + \beta_2 BETA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 EPS_{it} + \beta_5 CGR_{it} + \varepsilon$$

$$\text{ตัวแบบที่ 3 } ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 RISK_{it} + \beta_2 BETA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 EPS_{it} + \beta_5 CGR_{it} + \varepsilon$$

$$\text{ตัวแบบที่ 4 } ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 RISK_{it} + \beta_2 BETA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 EPS_{it} + \beta_5 CGR_{it} + \varepsilon$$

โดยที่ EV_{it} คือ มูลค่ากิจการวัดจากมูลค่าตามราคาตลาดโดยรวมของหลักทรัพย์บวกหนี้สินหักเงินสดบวกส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยบวกทุนจดทะเบียนหุ้นบุริมสิทธิของบริษัท i ในปี t , MTB_{it} คือ ราคาตลาดต่อมูลค่าบัญชี วัดจาก ราคาตลาดต่อหุ้นหารมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัท i ในปี t , ROA_{it} คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ วัดจาก กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้คูณหนึ่งร้อยหารด้วยรวมสินทรัพย์เฉลี่ยของบริษัท i ในปี t , ROE_{it} อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น วัดจาก กำไร (ขาดทุน) สุทธิคูณหนึ่งร้อยหารด้วยรวม

ส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทใหญ่เฉลี่ยของบริษัท i ในปีที่ t , $RISK_{it}$ คือ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ วัดจาก ความเสี่ยงทางการเงินวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของบริษัท i ในปีที่ t , $BETA_{it}$ คือ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ วัดจากค่าความแปรปรวนระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์โดยคำนวณจากผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับราคาปิดของหุ้นในระยะเวลา 1 ปี ของบริษัท i ในปีที่ t , $SIZE_{it}$ คือ ขนาดของกิจการ วัดจาก ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมของบริษัทของบริษัท i ในปีที่ t , EPS_{it} คือ อัตรากำไรต่อหุ้นของบริษัท i ในปีที่ t , CGR คือ คะแนนหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ของบริษัทจดทะเบียน (CGR) กำหนดให้บริษัทที่ได้รับลำดับคะแนนดีเลิศ เท่ากับ 1 ส่วนบริษัทที่ไม่ได้รับคะแนนดีเลิศ เท่ากับ 0

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้เป็นการศึกษาเชิงประจักษ์ (Empirical research) โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558-2561 จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำการวิเคราะห์ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างโดยการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) เพื่อทดสอบการกระจายของตัวแปร (Curran, West, & Finch, 1996) และทำการทดสอบ Independent sample t-test เพื่อเปรียบเทียบระหว่างค่าเฉลี่ยของคะแนนสองกลุ่มที่เป็นอิสระต่อกัน ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% (Rao, 1992) ตรวจสอบความสัมพันธ์เบื้องต้นของตัวแปรต่าง ๆ รวมถึงปัญหา Multicollinearity ที่เกิดจากตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ระหว่างกันเอง ด้วย Pearson correlation และ Spearman's rho และตรวจสอบปัญหาสหสัมพันธ์ของค่าคลาดเคลื่อนหรือปัญหา autocorrelation ด้วยการทดสอบเดอร์บินและวัตสัน (Durbin-Watson) (Hair, Black, Babin, & Andersin, 2010)

ผลการวิจัยและการอภิปรายผล

สำหรับผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ปี พ.ศ. 2558-2561 ผู้วิจัยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรวม 4 ปี คิดเป็นจำนวน 656 ตัวอย่าง โดย ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) แสดงดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

Variable	CGR ได้รับคะแนนดีเลิศ (n=165)				CGR ได้รับคะแนนรองลงมา (n=1,338)				t-stat	p-value
	Min	Max	Mean	SD.	Min	Max	Mean	SD.		
EV	0.764	6.265	3.061	0.870	0.329	6.790	2.584	0.667	-6.128	0.000
MTB	3.401	10.674	7.769	1.359	2.323	13.199	8.954	1.456	-7.712	0.000
ROA	-3.507	4.094	1.328	1.038	-3.507	4.318	1.928	0.918	-4.074	0.000
ROE	-3.219	5.162	1.663	1.260	-2.996	4.779	2.216	1.005	-4.121	0.000
RISK	-5.924	1.086	-0.098	0.899	-4.515	-0.046	-1.066	0.655	-4.121	0.000
BETA	-4.605	0.880	-0.368	0.881	-4.605	3.15	-0.511	0.833	-6.925	0.000
SIZE	12.694	18.732	15.335	1.288	12.269	21.580	15.845	1.594	-5.655	0.000
EPS	-4.605	2.592	-1.528	1.632	-4.605	5.063	-0.352	1.711	-5.256	0.000

จากตารางที่ 1 พบว่า ชุดตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมดจำนวน 1,503 ชุดตัวอย่าง ประกอบด้วยกลุ่มบริษัทที่มีระดับคะแนน CGR ดีเลิศ จำนวน 165 ชุดตัวอย่าง และกลุ่มที่มีระดับคะแนน CGR รองลงมาจำนวน 1,338 ชุดตัวอย่าง ผลการทดสอบความแตกต่างของความแปรปรวนของสองประชากร พบว่าไม่แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation and Spearman's rho)

ตัวแปร	EV	MBT	ROA	ROE	RISK	BETA	SIZE	EPS	CGR
EV	1	-0.160**	-0.402**	-0.262**	0.168**	0.066*	-0.054*	-0.363**	-0.079**
MBT	-0.109**	1	0.451**	0.430**	0.004	-0.107**	0.315**	0.565**	0.195**
ROA	-0.340**	0.506**	1	0.894**	-0.061*	-0.067*	0.077**	0.492**	0.083**
ROE	-0.182**	0.468**	0.916**	1	0.121**	0.038	0.137**	0.516**	0.095**
RISK	0.258**	-0.070**	-0.218**	-0.089**	1	0.228**	0.372**	-0.120**	0.142**
BETA	0.119**	-0.104**	-0.073*	0.071*	0.271**	1	0.278**	-0.260**	0.111**
SIZE	-0.011	0.343**	0.045	0.154**	0.404**	0.278**	1	0.193**	0.401**
EPS	-0.339**	0.584**	0.483**	0.461**	-0.206**	-0.229**	0.167**	1	0.153**
CGR	-0.098**	0.214**	0.064**	0.090**	0.137**	0.114**	0.346**	0.162**	1

หมายเหตุ: ** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed), * Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed). Spearman's rho ด้านล่างซ้าย Pearson ด้านบนขวา

จากตารางที่ 2 การทดสอบความสัมพันธ์ พบว่า ตัวแปรอิสระแต่ละคู่มีค่าน้อยกว่า 0.80 ผลการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละคู่ ด้วย Pearson correlation และ Spearman's rho ของตัวแปรอิสระแต่ละคู่ พบว่า มีค่าน้อยกว่า 0.80 หมายความว่า ตัวแปรที่นำมาศึกษาในครั้งนี้ ไม่มีความสัมพันธ์กันเองในระดับสูงที่จะก่อให้เกิดปัญหา multicollinearity ในการศึกษาครั้งนี้ (Stevens, 1992)

ตารางที่ 3 Multiple Regression ทั้งตลาดหลักทรัพย์

	Predicted sign	EV		MTB		ROA		ROE	
		Coef.	T-stat (p-value)	Coef.	T-stat (p-value)	Coef.	T-stat (p-value)	Coef.	T-stat (p-value)
(Constant)		1.810	7.945*** (0.000)	6.814	13.318*** (0.000)	3.549	11.907*** (0.000)	4.805	13.396*** (0.000)
RISK	+	0.134	5.330*** (0.000)	-0.041	-0.712 (0.476)	0.027	0.804 (0.421)	0.269	6.714*** (0.000)
BETA	+	-0.047	-2.306** (0.021)	0.023	0.503 (0.615)	0.189	7.237*** (0.000)	0.291	9.265*** (0.000)
SIZE	+	0.042	3.432*** (0.001)	0.153	5.528*** (0.000)	-0.084	-5.230*** (0.000)	-0.125	-6.447*** (0.000)
EPS	+	-0.114	-2.098*** (0.000)	0.413	9.399*** (0.000)	0.263	2.188*** (0.000)	0.367	4.602*** (0.000)
CGR	+	0.085	1.906 (0.057)	-0.014	-0.140 (0.889)	0.067	1.125 (0.261)	0.038	0.526 (0.999)
Durbin-Watson		2.141		1.893		1.905		1.952	
F-stat, Sig.		45.728, 0.000		117.831, 0.000		91.683, 0.000		127.044, 0.000	
Adj.R ²		0.170		0.346		0.292		0.364	
n		1,503		1,503		1,503		1,503	
หมายเหตุ: ***, **, * คือ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01, 0.05 และ 0.10									

จากตารางที่ 3 ความสัมพันธ์ของความเสี่ยงกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาดและบัญชี พบว่า ตัวแบบโดยรวมมีค่า Sig. F หรือ p-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 ถือว่า ตัวแบบมีความเหมาะสม และค่า Durbin-Watson ทุกตัวแบบมีค่าอยู่ระหว่าง 1.5-2.5 ซึ่งไม่มีปัญหา autocorrelation และเมื่อพิจารณาค่า Adjusted R² พบว่า ตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาด EV เท่ากับ 17% และ MTB เท่ากับ 34.60% ส่วนตัวชี้วัดด้านบัญชี ROA เท่ากับ 29.20% และ

ROE เท่ากับ 36.40% เมื่อเปรียบเทียบตัวชี้วัดผลการดำเนินงานระหว่างด้านบัญชีและด้านการตลาดจากค่า Adjusted R² พบว่า ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านบัญชีมากกว่าผลการดำเนินงานด้านการตลาด

การพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (RISK) กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาด พบว่า EV มีค่าเท่ากับ 0.134 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่า ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ เมื่อความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางเดียวกัน และเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านบัญชี พบว่า ROE มีค่าเท่ากับ 0.269 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่า ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นในเชิงบวก เมื่อความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะทำให้อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางเดียวกัน

ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของตัวแปรความเสี่ยงที่เป็นระบบ (BETA) มีความสัมพันธ์กับ EV ROA และ ROE ตามลำดับ พบว่า มีค่าเท่ากับ -0.047 0.189 และ 0.291 และมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่ากิจการ แต่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น

สำหรับตัวแปรควบคุม พิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของค่า SIZE กับ EV MTB ROA และ ROE ตามลำดับ มีค่าเท่ากับ 0.042 0.153 -0.084 -0.125 และมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า ขนาดกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาดแต่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านบัญชี กล่าวคือ กิจการขนาดใหญ่จะมีมูลค่ากิจการและราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีเพิ่มขึ้น แต่มีผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นที่ลดลง ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของค่า EPS กับ EV MTB ROA และ ROE มีค่าเท่ากับ -0.114 0.413 0.263 0.367 และมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ แต่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น กล่าวได้ว่าเมื่ออัตรากำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางตรงกันข้าม และเมื่อกำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะทำให้ราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางเดียวกัน ในการศึกษาครั้งนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรคะแนนหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGR) กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทั้งสองด้าน

จากผลของความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาดและด้านบัญชีในการศึกษาครั้งนี้ ยอมรับสมมติฐานย่อย H_{1a} ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ H_{1c} ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และ H_{1d} ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น ปฏิเสธสมมติฐานย่อย H_{1b} ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงที่เป็นระบบกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาดและด้านบัญชีในการศึกษาครั้งนี้ ยอมรับสมมติฐานย่อย H_{2a} ความเสี่ยง

ที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ H_{2c} ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทน
 ลิขทรัพย์ H_{2d} ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ปฏิเสธสมมติฐานย่อย H_{2b}
 ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี

นอกจากนี้ ทำการทดสอบเพิ่มเติม (Robustness Check) โดยการศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์
 ของความเสี่ยงกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านบัญชีและด้านตลาด ในเชิงลึกระหว่างกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มี
 ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ดีเลิศ และกลุ่มที่ไม่ได้รับคะแนนดีเลิศ ตามตารางที่ 4 และตารางที่ 5

ตารางที่ 4 Multiple Regression กลุ่มที่ได้คะแนนดีเลิศ

	Predicted sign	EV		MTB		ROA		ROE	
		Coef.	T-stat (p-value)	Coef.	T-stat (p-value)	Coef.	T-stat (p-value)	Coef.	T-stat (p-value)
(Constant)		1.589	2.038 (0.043)	8.040	5.859 (0.000)	3.065	3.731 (0.000)	3.521	3.318 (0.001)
RISK	+	0.021	0.288 (0.773)	0.032	0.245 (0.807)	0.056	0.713 (0.477)	0.172	1.685 (0.094)
BETA	+	-0.119	-1.677 (0.096)	0.224	1.812 (0.072)	0.219	2.923*** (0.004)	0.302	3.151*** (0.002)
SIZE	+	0.058	1.261 (0.209)	0.054	0.660 (0.510)	-0.058	-1.190 (0.236)	-0.050	-7.98 (0.426)
EPS	+	-0.145	-4.736*** (0.000)	0.408	7.542*** (0.000)	0.269	8.307*** (0.000)	4.404	9.667*** (0.000)
Durbin-Watson		2.348		2.210		1.982		1.869	
F-stat, Sig.		5.905, 0.000		17.155, 0.000		19.575, 0.000		28.554, 0.000	
Adj.R ²		0.117		0.302		0.334		0.425	
n		165		165		165		165	
หมายเหตุ: ***, **, * คือ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01, 0.05 และ 0.10									

จากตารางที่ 4 ความสัมพันธ์ของความเสี่ยงกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาดและบัญชีของ
 กลุ่มบริษัทที่ได้ระดับคะแนนดีเลิศ พบว่า ตัวแบบโดยรวมมีค่า Sig. F หรือ p-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งมีค่า
 น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 ถือว่าตัวแบบมีความเหมาะสม และค่า Durbin-Watson ทุกตัว
 แบบมีค่าอยู่ระหว่าง 1.5-2.5 ซึ่งไม่มีปัญหา autocorrelation ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์กับตัวชี้วัดผลการ
 ดำเนินงานด้านตลาดวัดจาก EV และ MTB มีค่า Adjusted R² เท่ากับ 11.70% และ 30.02% ส่วนตัวชี้วัด
 ผลการดำเนินงานด้านบัญชีวัดจาก ROA และ ROE มีค่า Adjusted R² เท่ากับ 33.40% และ 42.50%

การพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (RISK) กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาด ไม่พบว่า มีความสัมพันธ์กัน ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของตัวแปรความเสี่ยงที่เป็นระบบ (BETA) พบว่า มีความสัมพันธ์กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านบัญชีวัดจาก ROA และ ROE พบว่า มีค่าเท่ากับ 0.219 และ 0.302 และมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับตัวชี้วัดด้านตลาดสำหรับตัวแปรควบคุม ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของค่า SIZE กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาดและบัญชี ไม่พบว่า มีความสัมพันธ์กัน ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของค่า EPS กับ EV MTB ROA และ ROE มีค่าเท่ากับ -0.145 0.408 0.269 4.404 และมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า อัตรากำไรต่อหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ แต่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น กล่าวได้ว่าเมื่ออัตรากำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางตรงกันข้าม และเมื่อกำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะทำให้ราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางเดียวกัน

ตารางที่ 5 Multiple Regression กลุ่มที่ไม่ได้ระดับคะแนนดีเลิศ

	Predicted sign	EV		MTB		ROA		ROE	
		Coef.	T-stat (p-value)	Coef.	T-stat (p-value)	Coef.	T-stat (p-value)	Coef.	T-stat (p-value)
(Constant)		2.085	10.063*** (0.000)	6.763	14.057*** (0.000)	3.782	13.418*** (0.000)	5.025	14.923*** (0.000)
RISK	+	-0.159	-5.957*** (0.000)	-0.025	-0.402 (0.688)	0.023	0.635 (0.526)	0.283	6.414*** (0.000)
BETA	+	-0.040	-1.946 (0.052)	0.004	0.079 (0.937)	0.187	6.694*** (0.000)	0.286	8.594*** (0.000)
SIZE	+	0.031	2.602*** (0.009)	0.159	5.827*** (0.000)	-0.094	-5.876*** (0.000)	-0.135	-7.055*** (0.000)
EPS	+	-0.099	-9.984*** (0.000)	0.384	6.429*** (0.000)	0.249	8.184*** (0.000)	0.355	2.683*** (0.000)
Durbin-Watson		2.096		1.858		1.904		1.969	
F-stat, Sig.		45.975, 0.000		112.491, 0.000		84.763, 0.000		121.908, 0.000	
Adj.R ²		0.160		0.321		0.260		0.337	
n		1,338		1,338		1,338		1,338	
หมายเหตุ: ***, **, * คือ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01, 0.05 และ 0.10									

จากตารางที่ 5 ความสัมพันธ์ของความเสี่ยงกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาดและบัญชีของกลุ่มบริษัทที่ไม่ได้ระดับคะแนนดีเลิศ พบว่า ตัวแบบโดยรวมมีค่า Sig. F หรือ p-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 ถือว่าตัวแบบมีความเหมาะสม และค่า Durbin-Watson ทุกตัวแบบมีค่าอยู่ระหว่าง 1.5-2.5 ซึ่งไม่มีปัญหา autocorrelation ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาดวัดจาก EV และ MTB พบว่า มีค่า Adjusted R² เท่ากับกับ 16% และ 32.10% สำหรับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านบัญชีวัดจาก ROA และ ROE มีค่า Adjusted R² เท่ากับ 26% และ 33.70% ตามลำดับ การพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (RISK) กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาด พบว่า EV มีค่าเท่ากับ -0.159 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่า ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบมีความสัมพันธ์เชิงลบกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาด เมื่อความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะทำให้ผลตัวชี้วัดผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางตรงกันข้าม และเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านบัญชี พบว่า ROE มีค่าเท่ากับ 0.283 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่า ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นในเชิงบวก เมื่อความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะทำให้อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางเดียวกัน

ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของตัวแปรความเสี่ยงที่เป็นระบบ (BETA) กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านบัญชีวัดจาก ROA และ ROE พบว่า มีค่าเท่ากับ 0.187 0.286 และมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ ไม่พบว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาด

สำหรับตัวแปรควบคุม พิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของค่า SIZE กับ EV MTB ROA และ ROE มีค่าเท่ากับ 0.031 0.159 -0.094 -0.135 และมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า ขนาดกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาดแต่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านบัญชี กล่าวคือ กิจการขนาดใหญ่จะมีมูลค่ากิจการและราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีเพิ่มขึ้นแต่มีผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นที่ลดลง ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของค่า EPS กับ EV MTB ROA และ ROE มีค่าเท่ากับ -0.099 0.384 0.249 0.355 และมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า อัตรากำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ แต่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น กล่าวได้ว่าเมื่ออัตรากำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางตรงกันข้าม และเมื่อกำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะทำให้ ราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางเดียวกัน สรุปผลการทดสอบเพิ่มเติม พบว่า ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของกลุ่มกิจการที่ไม่ได้รับคะแนนดีเลิศให้ผลความสัมพันธ์เช่นเดียวกับ การศึกษาทั้งตลาดหลักทรัพย์

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ พบว่า ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบที่วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนส่งผลต่อการวัดผลการดำเนินงานทั้งในมุมมองด้านการตลาดและการบัญชี เนื่องจากอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเป็นการสะท้อนภาพการระดมทุนของบริษัทด้วยการก่อหนี้สิน จากสินเชื่อนานาชาติหรือการออกตราสารหนี้ ซึ่งก่อให้เกิดภาวะผูกพันในรูปของดอกเบี้ยและเงินต้นที่ต้องจ่ายชำระเมื่อถึงกำหนดเวลา หากบริษัทมีภาวะดอกเบี้ยสูง จะมีความเสี่ยงสูงต่อสภาพคล่องทางการเงิน นำไปสู่ปัญหาการผิดนัดชำระหนี้ ทำให้เจ้าหนี้ไม่ได้รับเงินต้นและดอกเบี้ยคืนตามกำหนดเวลา และยิ่งส่งผลต่อการเติบโตของกิจการในระยะยาวอีกด้วย ดังนั้น กิจการที่มีการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินจึงมีความเสี่ยงสูงกว่ากิจการที่จัดหาเงินทุนจากเจ้าของ แต่ถ้าการกู้ยืมมานั้นสามารถสร้างผลตอบแทนจากการลงทุน มีการขยายกิจการเพิ่ม สามารถสร้างผลกำไรให้แก่กิจการได้ถือว่าเป็นสิ่งที่ดี อย่างไรก็ตาม หากกิจการที่ไม่มีการก่อหนี้เลย อาจแสดงให้เห็นว่า กิจการไม่มีการลงทุน ต่อยอด ขยายกิจการเพิ่มขึ้น ดังนั้น ผู้ใช้งบการเงินควรพิจารณาปัจจัยด้านอื่น ๆ นอกเหนือจากอันดับเครดิตเพื่อประกอบการประเมินความเสี่ยงก่อนตัดสินใจลงทุน เช่น อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (Profitability) เพื่อแสดงให้เห็นว่ากิจการมีกำไรจากการดำเนินงานมากพอที่จะนำไปจ่ายชำระหนี้สินได้ นอกจากนี้ ในการศึกษาครั้งนี้ พบว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบซึ่งวัดจากค่าเบต้า ซึ่งเป็นข้อมูลที่เกิดจากเหตุการณ์เกิดขึ้นในปัจจุบัน มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ (EV) แต่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการคำนวณตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทั้ง ROA และ ROE เป็นการวัดผลการดำเนินงานที่มาจากงบการเงิน ซึ่งเป็นข้อมูลที่เกิดจากเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในอดีตเป็นส่วนใหญ่ แต่มูลค่ากิจการ (EV) เป็นตัวเลขที่แสดงถึงมูลค่าความถูกแพงของกิจการ โดย EV จัดเป็นการประเมินมูลค่าแบบสัมพัทธ์ (Relative Valuation) สามารถเปรียบเทียบกับมูลค่าหุ้นของแต่ละกิจการว่ากิจการใดถูกหรือแพงกว่ากันและนอกจากนี้ EV ถูกนำมาใช้เพราะนักลงทุนต้องการประเมินมูลค่าหุ้นที่ยังมีผลขาดทุน แต่กำไรก่อนดอกเบี้ยภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) มีผลเป็นบวกและในกรณีที่อุตสาหกรรมแต่ละอุตสาหกรรมมีการคิดค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายที่แตกต่างกัน

ผลการศึกษาในครั้งนี้ขัดแย้งกับ วิจิตรา จำลองราษฎร์ (2561) ที่พบว่า ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตรากำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย แต่สอดคล้องกับ สุกัลรัตน์ จงรักษ์ (2559) ที่พบว่า ปัจจัยความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนที่มาจากข้อมูลทางบัญชีได้เพิ่มมากขึ้นจาก การอธิบายเพียงปัจจัยความเสี่ยงที่มาจากข้อมูลทางบัญชีเท่านั้น ส่วน Vakilifard และ Oskoue (2014) พบว่า ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบซึ่งวัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน และ นริศรา อยู่จรรยา, และสุชาติา เจียมสกุล (2561) พบว่า ดัชนีการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมและด้านพลังงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานด้านบัญชีและผลการดำเนินงานด้านการตลาด และดัชนีการเปิดเผยข้อมูลด้านการจัดการและด้านการตรวจสอบสิ่งแวดล้อมมีผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานทั้งด้านการบัญชีและการตลาด และผลการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้สนับสนุนผลการศึกษาก่อนหน้านี้ที่พบว่า ความเสี่ยงส่งผลต่อผลการดำเนินงาน (Frank & Goyal, 2003; Hadlock & James, 2002; Roden & Lewellen,

1995; Taub, 1975) ดังนั้น ในการประเมินผลการดำเนินงานของกิจการ นอกจากจะพิจารณาปัจจัยพื้นฐานทางด้านการเงิน ความสามารถในการทำกำไรของกิจการแล้ว ผู้ใช้งบการเงินควรจะคำนึงถึงความเสี่ยงทั้งที่เป็นระบบและไม่เป็นระบบที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ทั้งด้านสถานการณ์ทางการเมือง สภาวะเศรษฐกิจ การวิจัยครั้งนี้ทำการศึกษาอัตราส่วนทางการเงินตามที่เปิดเผยผ่าน SETSMART เท่านั้น ไม่ได้พิจารณาถึงผลกระทบจากการเปลี่ยนโครงสร้างผู้บริหาร ที่อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่จะบริหารโดยมีมืออาชีพ ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของผู้บริหารของกิจการนั้นเป็นปัจจัยความเสี่ยงที่สำคัญอีกประเด็นหนึ่ง ซึ่งส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

ข้อจำกัดในการวิจัย

งานวิจัยครั้งนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานจากค่า BETA ซึ่งยังมีอีกหลายตัวแบบที่เป็นตัวแทนของผลการดำเนินงาน ดังนั้น งานวิจัยในอนาคตควรมีการศึกษาตัวชี้วัดความเสี่ยงอื่นที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ เช่น ความเสี่ยงจากข้อพิพาททางกฎหมาย ความเสี่ยงเกี่ยวกับความผันผวนของต้นทุนธุรกิจ ความเสี่ยงจากผลตอบแทนการลงทุนในกิจการอื่น และการบริหารความเสี่ยง เพื่อยืนยันการวิจัยในครั้งนี้ และนอกจากนี้ อาจจะมีการพิจารณาตัวแปรอื่นที่เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน หรือทดสอบโดยใช้ตัวแบบเช่นเดียวกับการวิจัยในครั้งนี้และใช้ข้อมูลในระยะยาว เพื่อให้เห็นภาพความสัมพันธ์ที่ชัดเจนมากยิ่งขึ้น

บรรณานุกรม

- ชมสมร พานิชโยทัย. (2550). *ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงด้านสภาพคล่องตลาดและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์: กรณีศึกษาประเทศไทย* (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ ไม่ได้ตีพิมพ์). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, กรุงเทพฯ.
- นริศรา อยู่จรรยา, และสุชาติา เจียมสกุล. (2561). ดัชนีการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อมกับผลการดำเนินงานของบริษัท. *วารสารบริหารธุรกิจเทคโนโลยีมหานคร*, 15(1), 83-102.
- ภากร ลีรุ่งเรืองพันธุ์. (2553). *ศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์หมวดธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีในดัชนี Set 100 index* (การศึกษาล้วนบุคคล ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, กรุงเทพฯ.
- วิจิตรา จำลองราษฎร์. (2561). ความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการความเสี่ยงในการล้มละลายและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยราชภัฏพิบูลสงคราม*, 12(1), 60-81.
- สุภลักษณ์ จงรักษ์. (2559). *ผลกระทบของความเสี่ยงที่มีต่อผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีศึกษาเปรียบเทียบระหว่างแนวคิดมูลค่าทางบัญชี และแนวคิดมูลค่าตลาด* (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี, กรุงเทพฯ.

- Al-Manaseer, M. F. A., Al-Hindawi, R. M., Al-Dahiyat, M. A., & Sartawi, I.I. (2012). The impact of corporate governance on the performance of Jordanian banks. *European Journal of Scientific Research*, 67, 349-359.
- Al-Matari, E. M., Al-Swidi, A. K., & Fadzil, F. H. B. (2014). The measurements of firm performance's dimensions. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6(1), 24-49.
- Ammann, M., Oesch, D., & Markus, M. S. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.
- Banz, R. (1981). The relationship between return and market values of common stock. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.
- Ben, P. J. (2014). Corporate governance index and firm performance. *Journal of Contemporary Research in Management*, 9(3), 33-44.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273.
- Brighman, E., & Ehrardt, M. C. (2017). *Financial management: Theory & practice* (15th ed.). Boston, MA: Thomsons South-Western.
- Chowdhury, K. (2010). Board composition and firm performance: Evidence from Bangladesh. *A sceptical View*, 4(3), 103-110.
- Conelly, J. T, Limpaphayom, P., & Nagarajan, N. J. (2012). From versus substance: The effect ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *Journal of Banking and Finance*, 36, 1722-1743.
- Core, J. E., Guay, W. R., & Rusticus. T. O. (2006). Does weak governance cause weak stock return? An examination of firm operating performance and investors expectations. *Journal of Finance*, 61, 655-687.
- Curran, J., West, G., & Finch, F. (1996). The robustness of test statistic to nonnormality and specification error in confirmatory factor analysis. *Psychological Methods*, 14(1), 16-29.
- Epps, R. W., & Cereola, S. J. (2008). Do institutional shareholder services (ISS) corporate governance ratings reflect a company operating performance?. *Critical Perspectives on Accounting*, 19, 1135-1148.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47, 427-465.
- Frank, M., & Goyal, V. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248.

- Ganguli, S. K., & Agrawal, S. (2009). Ownership structure and firm performance: An empirical study on listed Mid-Cap Indian companies. *The IUP Journal of Applied Finance*, 15(12), 37-52.
- Giroux, G. (2008). What went wrong? accounting fraud and lessons from the recent scandals. *Social Research: An International Quarterly*, 75, 1205-1238.
- Gleason, K., Mathur, L., & Mathur, I. (2000). The interrelationship between culture, capital structure, and performance: Evidence from European retailers. *Journal of Business Research*, 50(2), 185-191.
- Goel, P. (2016). Impact of corporate governance practice on firm profitability: A study of selected industries in India. *Journal of Finance, Accounting and Management*, 7(2), 53-74.
- Hadlock, C., & James, C. (2002). Do banks provide financial slack?. *Journal of Finance*, 57, 1383-1420.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Andersin, R. E. (2010). *Multivariate data analysis a global perspective* (7th ed.). Upper Saddle River, NJ: Peason Education.
- Hu, J. Y., Yang, X., & Li, X. (2011). Control privatization, corporate governance, and firm performance: evidence from China. *Journal of International Accounting Research*, 10(2), 23-56.
- 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.
- Kallenberg, K. (2007). The role of risk in corporat value: A case study of the ABB Asbestos Litigation. *Journal of Risk Research*, 10, 1007-1025.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10, 703-728.
- Ko, C., Lee, P., & Anandarajan, A. (2019). The impact of operaional risk incidents and moderating fluence of corporate governance on credit risk and firm performance. *Internaional Journal of Accounting and Information Managment*, 27(1), 96-110.
- Markowitz, H. M. (1964). Capital Asset Pricing: A theory of marke equillibrium under condition of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Price, R., Roman, R. J., & Rountree, B. (2011). The impact of governance reform on performance and transparency. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 76-96.
- Rao, C. R. (1992). R. A. Fisher: The founder of modern statistics. *Sttistical Science*, 7(1), 34-48.
- Reilly, F. K., & Norton, E. A. (2006). *Investments* (7th ed.). Singapore: Thomson South-Western.
- Roden, D. M., & Lewellen, W. G. (1995). Corporate capital structure decisions: Evidence from leverage buyouts. *Financial Management*, 24(2), 76-87.

- Rouf, M. A. (2011). The relationship between corporate governance and value of the firm in developing countries: Evidence form Bangladesh. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 53(3), 237-244.
- Roy, A. (2014). Corporate governance rating and its impact on firm level performance and valuation. *Delhi Business Review*, 15(2), 71-79.
- Said, A. A., HassabElnaby, H. R., & Wier, B. (2003). An empirical investigation of the performance consequences of nonfinancial measures. *Journal of Management Accounting Research*, 15, 1993-223.
- Sami, H., Wang, J. T., & Zhou, H. (2011). Corporate governance and operating performance of China listed firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20(2), 106-114.
- Shan, Y. G., & Mclver, R. P. (2011). Corporate governance mechanisms and financial performance in China: Panel data evidence on listed non-financial companies. *Asia Pacific Business Review*, 17(13), 301-324.
- Simerly, R. L., & Li, M. (2000). Environmental dynamism, capital structure and performance: A theoretical integration and an empirical test. *Strategic Management Journal*, 21(1), 31-49.
- Stevens, J. (1992). *Applied multivariate statistics for the social science* (2nd ed.). Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum.
- Taub, A. (1975). Determinants of firm s capital structure. *Review of Economics and Statistics*, 57, 410-416.
- Tsai, J. H., Yu, J., & Wen, S. Y. (2013). Interlectual capital, corporate governance and firm performance. *Information Management and Business Review*, 5(10), 482-491.
- Vakilifard, H. R., & Oskouei, M. M., (2014). The effect of risk on firm performance: Evidence for automobile companies listed in Tehran Stock Exchange (TSE). *Middle-East Journal of Scientific Research*, 19(6), 740-746.
- Wahla, K., Sha, S. Z. A., & Hussain, Z. (2012). Impact of ownership structure on firm performance evidence from non-financial listed companies at Karachi Stock Exchange. *International Research Journal of Financial and Economics*, 84, 6-13.
- Williamson, O. E. (1988). Corporate finance and corporate governance. *The Journal of Finance*, 43(3), 567-591.