

ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและความยืดหยุ่น ทางการเงินต่อมูลค่าของกิจการในสถานการณ์โควิด 19: กรณีศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Impact of Corporate Governance and Financial Flexibility
on Firm Value in the COVID-19 Crisis: A Case Study
of Companies in the Stock Exchange of Thailand

สุกัญญา วงษ์ลคร

ผู้สอบบัญชีรับอนุญาต
อาจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ
Email: sukanya.wo@rmutsb.ac.th

ดร.สุรชัย เอ็มอุษ

ผู้สอบบัญชีรับอนุญาต
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ
Email: surachai.a@rmutsb.ac.th

Sukanya Wonglacorn

Certified Public Accountant (CPA)
Lecturer of Department of Accounting,
Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi
Email: sukanya.wo@rmutsb.ac.th

Surachai Am-ugsorn, PhD

Certified Public Accountant (CPA)
Assistant Professor of Department of Accounting,
Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi
Email: surachai.a@rmutsb.ac.th

ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและความยืดหยุ่น ทางการเงินต่อมูลค่าของกิจการในสถานการณ์โควิด 19: กรณีศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สุกัญญา วงษ์ลคร

ผู้สอบบัญชีรับอนุญาต
อาจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ
Email: sukanya.wo@rmutsb.ac.th

ดร.สุรัชย์ เอ็มอักษร

ผู้สอบบัญชีรับอนุญาต
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ
Email: surachai.a@rmutsb.ac.th

วันที่ได้รับบทความต้นฉบับ: 29 มกราคม 2566
วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 5 เมษายน 2566
วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 8 เมษายน 2566

บทคัดย่อ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการ และความยืดหยุ่นทางการเงินกับมูลค่าของกิจการ และทดสอบผลกระทบของสถานการณ์โควิด 19 ที่มีต่อความสัมพันธ์ของความยืดหยุ่นทางการเงินกับมูลค่าของกิจการ โดยศึกษาจากงบการเงิน และรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2561 – 2564 จำนวน 524 บริษัท ผ่านการวิเคราะห์โดยใช้ สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน และการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ

ผลการวิจัยพบว่า ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท และความยืดหยุ่นทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าของกิจการ ในขณะที่การคว่ำตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์ในทางลบกับมูลค่าของกิจการ นอกจากนี้ยังพบอีกว่า ความยืดหยุ่นทางการเงินทำให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้นในสถานการณ์โควิด 19 การค้นพบนี้ทำให้บริษัทและนักลงทุนได้ตระหนักถึงความสำคัญของความยืดหยุ่นทางการเงินที่คณะกรรมการบริษัทสามารถใช้เป็นเครื่องมือเพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการ

คำสำคัญ: ความยืดหยุ่นทางการเงิน การกำกับดูแลกิจการ มูลค่าของกิจการ อิทธิพลการกำกับ

Impact of Corporate Governance and Financial Flexibility on Firm Value in the COVID-19 Crisis: A Case Study of Companies in the Stock Exchange of Thailand

Sukanya Wonglacorn

Certified Public Accountant (CPA)

Lecturer of Department of Accounting,

Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi

Email: sukanya.wo@rmutsb.ac.th

Surachai Am-ugsorn, PhD

Certified Public Accountant (CPA)

Assistant Professor of Department of Accounting, Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi

Email: surachai.a@rmutsb.ac.th

Received: January 29, 2023

Revised: April 5, 2023

Accepted: April 8, 2023

ABSTRACT

This article aims to investigate the relationship of corporate governance and financial flexibility and the firm value and also study the impact of COVID-19 on the relationship of financial flexibility to firm value. This study examines from financial statements and annual reports of 524 companies listed on the Stock Exchange of Thailand during 2018 - 2021. Descriptive statistics, Pearson correlation analysis, and multiple regression analysis were all used to analyze the data.

The results reveal that board gender diversity and financial flexibility is positively correlated with firm value. While board duality is negatively correlated with the firm value. It is also found that financial flexibility increases firm value in the COVID-19 crisis. These findings lead companies and investors to aware of the importance of financial flexibility that the board of director can use as a tool to add value to the business.

Keywords: *Financial Flexibility, Corporate Governance, Firm Value, Moderation effect*

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ได้กลายมาเป็นเรื่องสำคัญหลังจากเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ (Financial Crisis) ในเอเชีย ระหว่างปี 2540 – 2541 โดย กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund: IMF) ได้เรียกร้องให้ประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้มีการปรับปรุงกระบวนการการกำกับดูแลกิจการเพื่อลดพฤติกรรม การผูกขาดและความสัมพันธ์ทางการเมืองของกิจการขนาดใหญ่ลง (Chung, 2021) เนื่องจากเป็นที่ยอมรับกันว่าการกำกับดูแลกิจการช่วยส่งเสริมประสิทธิภาพ การดำเนินงานของบริษัทและเป็นเครื่องมือที่ผู้บริหารใช้ส่งสัญญาณ (Signaling) ไปยังผู้ถือหุ้น นักลงทุนและบุคคลภายนอกให้ได้รับทราบแนวนโยบายการบริหารงานภายในบริษัทที่มีประสิทธิภาพ ลดความไม่เท่าเทียมของข้อมูล (Information Asymmetry) อันเกิดจากปัญหาตัวแทน (Agency Problem) (Bae, Masud, & Kim, 2018) สะท้อนความโปร่งใสและตรวจสอบได้ของบริษัท ทำให้ผู้ถือหุ้นเกิดความเชื่อมั่นว่าบริษัทมุ่งสร้างประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นจึงดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาลงทุนมากยิ่งขึ้น (Shahid & Abbas, 2019) ส่งผลให้มูลค่าของบริษัทสูงขึ้นและสามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืน (Harun, Hussainey, Kharuddin, & Farooque, 2020)

อย่างไรก็ตาม มูลค่าของกิจการอาจมิได้ขึ้นอยู่กับผลการกำกับดูแลกิจการเพียงเท่านั้น แต่ยังมีปัจจัยภายนอกหรือวิกฤติเศรษฐกิจต่าง ๆ เข้ามากระทบกับการประกอบธุรกิจของบริษัท (Charoensukmongkol, 2021) และแม้ว่าจะมีการศึกษาเกี่ยวกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าของกิจการมาอย่างลึกซึ้งแล้ว แต่ยังขาดการพิจารณาในประเด็นที่เกี่ยวกับความสามารถในการบริหารจัดการภายในบริษัทในสถานการณ์ที่เกิดภาวะกดดันทางการเงิน (Financial Distress) ซึ่งจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคโควิด 19 ในปลายปี 2562 ต่อเนื่องถึงปี 2563 หลายบริษัทต้องประสบกับความท้าทายจากการดำเนินงานต่อเนื่อง จากข้อจำกัดในเรื่องฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงาน การชะงักงันของห่วงโซ่อุปทาน (Supply Chain Disruption) และปัญหาจากมาตรการปิดเมือง (Lockdown) ธุรกิจจำนวนมากประกาศปิดกิจการ ล้มละลาย (Bartik et al., 2020) ในขณะที่บางธุรกิจสามารถดำเนินงานต่อไปได้ แม้จะเกิดการชะลอการลงทุนบ้าง แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารจัดการภายในบริษัท โดยเฉพาะประเด็นความยืดหยุ่นทางการเงินของบริษัท (Financial Flexibility) โดยสามารถจัดหาทรัพยากรทางการเงินเพื่อตอบสนองกิจกรรมทางธุรกิจได้ทันเวลาที่ต่อเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดในอนาคต เพื่อเพิ่มมูลค่าของบริษัทให้สูงที่สุด ซึ่งมีผลการศึกษาในอดีตที่ชี้ให้เห็นว่ากิจการที่มีความยืดหยุ่นทางการเงินสูงจะมีประสิทธิภาพในการลงทุนในช่วงที่เกิดวิกฤติ (Cherkasova & Kuzmin, 2018)

ความยืดหยุ่นทางการเงินมีความสำคัญสำหรับบริษัทต่าง ๆ ไม่เพียงเพราะบริษัทที่มีความยืดหยุ่นทางการเงินจะสามารถหลีกเลี่ยงสถานการณ์ที่เกิดภาวะกดดันทางการเงิน (Financial Distress) และต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับสถานการณ์ดังกล่าวแล้ว แต่ยังเป็นเพราะบริษัทต่าง ๆ จะสามารถจัดหาเงินทุนเมื่อมีโอกาสทำกำไร ช่วยแก้ปัญหาการลงทุนที่น้อยเกินไป ซึ่งเกิดจากการถูกจำกัดการเข้าถึงแหล่งเงินทุน (Erdogan, 2019) ผลการวิจัยนี้ เป็นประโยชน์ต่อบริษัทในเรื่องของการกำหนดกลไกการกำกับดูแลกิจการและการวางแผนจัดหาเงินเพื่อให้เกิดความยืดหยุ่นทางการเงินของบริษัทให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ง่าย ในสถานการณ์ที่บริษัทขาดรายได้โดยที่ไม่คาดคิด หรือในสถานการณ์ที่บริษัทมีโอกาสในการเติบโตใหม่ อันจะส่งผลให้บริษัทสามารถดำเนินงานต่อเนื่องได้ในช่วงวิกฤติ และมีมูลค่ากิจการที่สูงขึ้นได้ในระยะยาว

■ วัตถุประสงค์การวิจัย

1. ทดสอบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการ และความยืดหยุ่นทางการเงินกับมูลค่าของกิจการ
2. ทดสอบผลกระทบของสถานการณ์โควิด 19 ที่มีผลต่อความสัมพันธ์ของความยืดหยุ่นทางการเงินกับมูลค่าของกิจการ

■ ทบทวนวรรณกรรมและพัฒนาสมมติฐาน

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง สามารถประมวลความรู้ที่ได้ตามลำดับ ดังนี้

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

การที่ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารจัดการบริษัทได้ตลอดเวลา จึงต้องจัดหาผู้บริหารที่มีความรู้ความสามารถเข้ามาเป็นตัวแทนบริหารงานแทนนั้น อาจเกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ขึ้นได้เมื่อผู้บริหารมิได้ดำเนินการเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นแต่ทำเพื่อสร้างผลตอบแทนให้แก่ตนเอง (Jensen, 1986) ปัญหาตัวแทนอีกลักษณะหนึ่ง คือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Controlling Shareholders) ใช้ประโยชน์จากสิทธิในการออกเสียงที่มากกว่าเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย (Minority Shareholders) (Shapiro, 2005) ซึ่งปัญหาตัวแทนในทั้ง 2 ลักษณะนี้ มีที่มาจากการรับรู้ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทของบุคคลภายนอกนั้นไม่เท่าเทียมกับบุคคลที่เกี่ยวข้องภายในบริษัท (Information Asymmetry) และเมื่อพิจารณาในมุมมองของการกระจายความเสี่ยง (Risk Sharing Perspective) ปัญหาดังกล่าวเกิดความเสียหายทั้งต่อผู้ลงทุนและผู้ให้กู้ ที่กำไรของบริษัทจะไม่ได้รับการจ่ายคืนในรูปของเงินปันผลหรือดอกเบี้ยย ทำให้ผู้ลงทุนและผู้ให้กู้ต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) ที่สูงขึ้น ต้นทุนเงินทุนของบริษัท (Cost of Capital) จึงเพิ่มขึ้น (Am-ugsorn, 2022) ในทางตรงกันข้ามหากบริษัทมีการจัดการความเสี่ยง (Enterprise Risk Management) จะสามารถลดต้นทุนเงินทุนของบริษัทและเพิ่มมูลค่าให้แก่บริษัทได้ในระยะยาว (Thomas, Stölzle, & Xu, 2016)

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)

การกำกับดูแลกิจการ คือ กระบวนการควบคุมและติดตามการทำงานของผู้บริหารเพื่อให้มั่นใจว่าจะปฏิบัติตามเพื่อประโยชน์สูงสุดแก่นักลงทุนและผู้ถือหุ้น (Parkinson, 1994) โดยคณะกรรมการบริษัทจะรับหน้าที่ในการควบคุมและติดตามการทำงานของผู้บริหาร ซึ่งเมื่อกระบวนการดังกล่าวมีประสิทธิภาพย่อมสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนอันจะทำให้เกิดการลงทุนเพิ่มในตลาดหลักทรัพย์อย่างยั่งยืน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในฐานะหน่วยงานกลางที่ทำหน้าที่กำกับดูแลการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จึงส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการ โดยเริ่มตั้งแต่ปี 2545 ได้ผลักดันให้รัฐบาลประกาศให้เป็น “ปีบรรษัทภิบาล” และได้จัดตั้ง “คณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติ” ต่อมาปี 2549 ได้ปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการให้สอดคล้องกับ OECD Principles of Corporate Governance ในปี 2555 ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2555 เพื่อให้สอดคล้องกับเกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของอาเซียน และในปี 2560 คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ร่วมมือกับองค์กรในตลาดทุนที่เกี่ยวข้องออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2560 เรียกว่า “CG Code 2017” ประกอบด้วยหลักปฏิบัติจำนวนทั้งสิ้น 8 ข้อ โดยงานวิจัยฉบับนี้ได้นำหลักปฏิบัติข้อ 3 การเสริมสร้างให้คณะกรรมการมีประสิทธิภาพ และหลักปฏิบัติข้อ 6 ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม มาทำการศึกษาเนื่องจากมีความเกี่ยวข้องกับการวางระบบและติดตามตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารให้สร้างผลประกอบการที่ดีแก่บริษัท

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure)

การจัดหาแหล่งเงินทุนเพื่อการขยายธุรกิจนั้น แบ่งเป็นการจัดหาเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ โดยไม่มีภาระผูกพันว่าต้องจ่ายผลตอบแทนให้แก่เจ้าของ และจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ ซึ่งบริษัทสามารถนำดอกเบี้ยจ่ายมาหักเป็นค่าใช้จ่าย (Tax Shield from Debt) เพื่อประหยัดภาษีเงินได้ ช่วยลดต้นทุนเงินทุนของบริษัท ทำให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้น (Modigliani & Miller, 1963) อย่างไรก็ตามมูลค่าของกิจการจะสูงสุดได้นั้นบริษัทจะต้องเปรียบเทียบผลประโยชน์และความเสี่ยง (Trade-off) ที่ได้รับการก่อหนี้ (Kraus & Litzenberger, 1973) โดยในปี 1997 Myers (1977) พบว่า การก่อหนี้เพิ่มขึ้นเป็นการเพิ่มความเสี่ยงและเผชิญกับภาวะกดดันทางการเงิน (Financial Distress) หรือเกิดต้นทุนของการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) เพิ่มขึ้น อีกทั้งยังทำให้บริษัทสูญเสียความยืดหยุ่นทางการเงินในอนาคต เนื่องจากสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูงเกินไป ต่อมาปี 1984 ด้วยปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ที่เกิดจากผู้บริหารของบริษัทมีข้อมูลภายในบริษัทที่มากกว่านักลงทุน Myers (1984) จึงนำเสนอทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) เพื่อหลีกเลี่ยงการส่งสัญญาณไปยังตลาด จึงเสนอให้บริษัทจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในก่อน แล้วจึงตามด้วยแหล่งเงินทุนจากภายนอกที่ปลอดภัยมากที่สุด โดยเริ่มจากการระดมทุนผ่านการออกหุ้นกู้ การออกขายหุ้นสามัญใหม่และการออกขายหุ้นบุริมสิทธิ ตามลำดับ หากบริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ต้นทุนเงินทุนของบริษัทก็จะต่ำ

แนวคิดความยืดหยุ่นทางการเงิน (Financial Flexibility)

Modigliani and Miller (1963) ได้นิยามไว้ว่า คือความสามารถในการกู้ยืมเงินที่เหลือยู่ของกิจการ กล่าวคือ บริษัทมีความสามารถในการเป็นหนี้ได้เพิ่มขึ้นแต่บริษัทเลือกที่จะไม่ใช้มัน ซึ่งแนวคิดนี้เป็นผลมาจากการที่บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนแบบหนี้สามารถนำดอกเบี้ยไปใช้ประหยัดภาษีเงินได้ของกิจการได้ แต่การกู้ยืมมากเกินไปย่อมพบกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Constraints) เช่น ทำให้บริษัทมีศักยภาพในการกู้ครั้งต่อไปลดน้อยลง Myers (1984) ได้ยืนยันว่าบริษัทที่วางแผนลงทุนผ่านการกู้เงินนั้น สามารถรักษาระดับของศักยภาพในการกู้ยืม ด้วยการหยุดการก่อหนี้เพื่อหลีกเลี่ยงต้นทุนที่จะเกิดจากภาวะกดดันทางการเงิน (Cost of Financial Distress) และลงทุนด้วยเงินสดแทน อย่างไรก็ตาม ความยืดหยุ่นทางการเงินยังไม่ได้ถูกกล่าวถึงมากนักในช่วงของการกำหนดโครงสร้างเงินทุนจากเจ้าของทฤษฎีอย่าง Modigliani and Miller (1963) หรือ Myers (1984) จนกระทั่งปี 2007 DeAngelo and DeAngelo (2007) และนักวิจัยอีกหลายท่านได้ให้ความสนใจในเรื่องความยืดหยุ่นทางการเงิน เนื่องจากการจัดการเงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งไม่ได้ส่งผลเพียงแค่ลดต้นทุนของเงินทุนและการจัดการเงินสดเพียงเท่านั้น แต่ผู้บริหารของบริษัทยังใช้ความยืดหยุ่นทางการเงินเพื่อช่วยให้สามารถขยายและซื้อกิจการในอนาคตได้อีกด้วย (Graham & Harvey, 2001) โดยความยืดหยุ่นทางการเงินของแต่ละบริษัทนั้น จะสามารถวัดได้จากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการ หักด้วยค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรม หลังจากนั้นหารด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อให้เป็นค่ามาตรฐาน ผลลัพธ์ที่ได้หากติดลบแสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม ยังมีความสามารถในการก่อหนี้ได้อีก เพื่อให้ง่ายต่อการอธิบายผล จึงนำผลลัพธ์ที่ได้คูณด้วย -1 (Guo, Hou, & Li, 2020; Kurt & Hulland, 2013) ดังนั้น ค่าที่สูงจึงแสดงถึงความยืดหยุ่นทางการเงินมีมาก

แนวคิดการวัดมูลค่าของกิจการ

วัตถุประสงค์หลักในการดำเนินธุรกิจ คือ การสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยผู้ถือหุ้นมีความคาดหวังที่จะได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าต้นทุนของเงินลงทุน ทำให้ผู้ลงทุนสามารถเคลื่อนย้ายการลงทุนไปยังแหล่งทุนที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า นอกจากนี้ผู้ลงทุนยังพิจารณาถึงการบริหารจัดการที่โปร่งใส ที่จะสามารถลดความเสี่ยงจากการลงทุนได้ หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Governance) จึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่บริษัทให้ความสำคัญเพื่อให้เป็นไปตามความคาดหวังของนักลงทุน (Phadoongsitthi, 2005) การประเมินผลการปฏิบัติงานของบริษัทนอกจากจะเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานแล้ว ยังเป็นสิ่งผลักดันมูลค่าของกิจการด้วย (Gordon, 2000) ดังนั้น ตัวชี้วัดที่ใช้ประเมินผลการปฏิบัติงานที่สะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงจะทำให้บริษัทดำเนินต่อไปในทิศทางที่ถูกต้องและเหมาะสม โดย Tobin's Q ซึ่งเป็นตัวชี้วัดที่นำเสนอโดย James T. Tobin (1969) โดยผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด จึงถือเป็นการพิจารณามูลค่าของกิจการในทางการตลาด (Market-based Measurement) ซึ่งสามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าขององค์กรเพราะตัวชี้วัดนี้สามารถใช้ในการคาดการณ์การตัดสินใจจ่ายลงทุนในอนาคต นอกจากนี้แล้วในงานวิจัยฉบับนี้ได้นำเสนอตัวชี้วัดผลการปฏิบัติงานอีก 1 ตัวชี้วัด คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets) เพื่อพิจารณามูลค่าของกิจการในทางบัญชี (Accounting-based Measurement)

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าของกิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีตพบว่า มีผู้วิจัยได้ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าของกิจการ ดังต่อไปนี้

การกำกับดูแลกิจการมุ่งประเด็นที่การควบคุมพฤติกรรมของผู้บริหารให้ทำการบริหารจัดการ โดยมีการสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการเป็นที่ตั้ง มีกลไกที่สำคัญและเป็นที่ยอมรับใช้กันอย่างแพร่หลายในปัจจุบัน คือ บทบาทหน้าที่และโครงสร้างของคณะกรรมการ ซึ่งงานวิจัยนี้ได้กำหนดองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่เป็นการเสริมสร้างให้คณะกรรมการมีประสิทธิภาพและดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม ด้วยองค์ประกอบต่อไปนี้ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท การควมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด การประชุมของคณะกรรมการบริษัท และขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ

ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size)

ตามทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory) สนับสนุนว่าคณะกรรมการขนาดใหญ่จะทำให้การกำกับดูแลมีประสิทธิภาพ เพราะได้ระดมความรู้และประสบการณ์ของคณะกรรมการมาใช้ในการกำกับติดตามการทำงานของผู้บริหารสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Danoshana and Ravivathani (2019) ที่พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์สอดคล้องกับ Harun et al. (2020) และ Chin, Ganesan, Pitchay, Haron, and Hendayani (2019) ที่พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทช่วยทำให้มูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ของกิจการสูงขึ้น ในขณะที่ผลการศึกษาของ Sabsombat et al. (2020) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าของกิจการที่วัดด้วย Tobin's Q และ ROA เนื่องจากคณะกรรมการขนาดใหญ่มักมีปัญหาเรื่องการติดต่อสื่อสารและการทำงานร่วมกัน อย่างไรก็ตามในงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่า

H1: ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของกิจการ

H1.1: มูลค่าของกิจการวัดด้วย Tobin's Q

H1.2: มูลค่าของกิจการวัดด้วย ROA

ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท (Board Independence)

ความเป็นอิสระของคณะกรรมการจะแสดงถึงความโปร่งใสในการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหาร ทำให้มีความเสี่ยงจากปัญหาตัวแทนน้อยลง (Chin et al., 2019) และนักลงทุนก็จะสะท้อนความมั่นใจในการลงทุนออกมาในรูปของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่สูงขึ้น (Dahya & McConnell, 2005) สอดคล้องกับ Harun et al. (2020) และ Chin et al. (2019) ที่พบว่า ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทช่วยให้มูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ของกิจการสูงขึ้น โดยเฉพาะในประเทศที่มีการคุ้มครองผู้ถือหุ้นส่วนน้อยจะพบว่าความเป็นอิสระของคณะกรรมการจะมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ชัดเจนยิ่งขึ้น (Dahya, Dimitrov, & McConnell, 2008) ในขณะที่ Sabsombat et al. (2020) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการกับมูลค่ากิจการ อาจเป็นเพราะคณะกรรมการอิสระที่บริษัทแต่งตั้งขึ้นนั้นขาดความเป็นอิสระในการปฏิบัติหน้าที่ อย่างไรก็ตามงานวิจัยนี้ได้ตั้งสมมติฐานว่า

H2: ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของกิจการ

H2.1: มูลค่าของกิจการวัดด้วย Tobin's Q

H2.2: มูลค่าของกิจการวัดด้วย ROA

ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท (Board Gender Diversity)

คณะกรรมการบริษัทควรประกอบด้วยกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลายทั้งในด้านทักษะ ประสบการณ์ ความสามารถ รวมถึงอายุและเพศ เพื่อให้มั่นใจได้ว่าคณะกรรมการจะสามารถเข้าใจและตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียได้ โดยปัจจุบันแนวคิดที่นักลงทุนใช้ประกอบการพิจารณาลงทุน คือการทำธุรกิจที่คำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม การกำกับดูแล หรือที่เรียกว่า ESG (Environment, Social และ Governance) (State Street Global Advisors, 2018) โดย Qureshi, Kirkerud, Theresa, and Ahsan (2020) พบว่า คณะกรรมการของบริษัทที่มีกรรมการเพศหญิงมากจะให้ความสำคัญกับ ESG และยังพบอีกว่าจำนวนกรรมการเพศหญิงช่วยให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับ Brahma, Nwafor, and Boateng (2021) ที่พบความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างจำนวนกรรมการเพศหญิงกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดด้วย ROA และ Tobin's Q งานวิจัยนี้ ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานว่า

H3: ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของกิจการ

H3.1: มูลค่าของกิจการวัดด้วย Tobin's Q

H3.2: มูลค่าของกิจการวัดด้วย ROA

การควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (Board Duality)

ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นมีหลักปฏิบัติให้มีการแยกหน้าที่ระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด ซึ่งถือเป็นการกระจายอำนาจ แสดงถึงความเป็นอิสระในการปฏิบัติงานของคณะกรรมการบริษัท เมื่อแต่ละฝ่ายได้ปฏิบัติหน้าที่อย่างมีประสิทธิภาพจะส่งผลให้มูลค่ากิจการสูงขึ้น สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Sabsombat et al. (2020) ที่พบว่าการควบรวมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุดสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q กล่าวคือหากมีการแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุดจะทำให้มูลค่ากิจการสูงขึ้น เนื่องจากคณะกรรมการบริษัทสามารถตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารได้อย่างอิสระ อย่างไรก็ตาม Harun et al. (2020) กลับพบว่าการควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด ช่วยทำให้มูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q สูงขึ้น เป็นไปตามทฤษฎีความเป็นผู้ควบคุมดูแลจัดการทรัพย์สิน (Stewardship Theory) ในขณะที่ Puni, Ghana, and Anlesinya (2020) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q และ ROA อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่า

H4: การควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่ากิจการ
H4.1: มูลค่าของกิจการวัดด้วย Tobin's Q H4.2: มูลค่าของกิจการวัดด้วย ROA

การประชุมของคณะกรรมการบริษัท (Board Meeting)

คณะกรรมการจะจัดให้มีการประชุมคณะกรรมการบริษัทอย่างน้อยปีละ 6 ครั้ง เพื่อกำกับควบคุมและดูแลการปฏิบัติงานของฝ่ายบริหาร Chin et al. (2019) ซึ่งจะทำให้ผู้บริหารปฏิบัติงานด้วยความรัดกุมและปรับเปลี่ยนกลยุทธ์เพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการอยู่ตลอดเวลา สอดคล้องกับ Salem, Metawe, Youssef, and Mohamed (2019) ที่พบว่าจำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของบริษัทที่วัดด้วย Tobin's Q ซึ่งไม่สอดคล้องกับ Harun et al. (2020) ที่พบว่าการประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q และ Sabsombat et al. (2020) ก็พบความสัมพันธ์ทางลบระหว่างการประชุมคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q และ ROA ด้วยเช่นกัน เนื่องจากจำนวนครั้งการประชุมที่เพิ่มมากขึ้น อาจเป็นสัญญาณเตือนว่าผลการดำเนินงานของบริษัทลดลง จึงต้องประชุมเพื่อแก้ไขปัญหา อีกทั้งค่าใช้จ่ายในการประชุมแต่ละครั้งอาจส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลงได้ ในขณะที่ Puni et al. (2020) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการประชุมของคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q และ ROA งานวิจัยนี้ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่า

H5: การประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของกิจการ
H5.1: มูลค่าของกิจการวัดด้วย Tobin's Q H5.2: มูลค่าของกิจการวัดด้วย ROA

ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee Size)

คณะกรรมการตรวจสอบมีหน้าที่คุ้มครองผู้ลงทุนของตลาดทุนผ่านการติดตามตรวจสอบฝ่ายบริหาร Lin (2018) ประสานข้อมูลระหว่างหน่วยตรวจสอบภายในกับผู้สอบบัญชีเพื่อให้รายงานทางการเงินได้รับความน่าเชื่อถือจากนักลงทุนและผู้ถือหุ้น ดังนั้น คณะกรรมการตรวจสอบจำนวนมากจึงยิ่งเพิ่มมูลค่าให้แก่บริษัท (Özcan, 2021) สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Danoshana and Ravivathani (2019) ที่พบว่าขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA อย่างไรก็ตาม Chin et al. (2019) ไม่พบว่าขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Puni et al. (2020) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ของขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q และ ROA อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่า

H6: ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของกิจการ

H6.1: มูลค่าของกิจการวัดด้วย Tobin's Q

H6.2: มูลค่าของกิจการวัดด้วย ROA

ความสัมพันธ์ระหว่างความยืดหยุ่นทางการเงินและมูลค่าของกิจการ

ทฤษฎีดั้งเดิมเกี่ยวกับการจัดหาเงินของบริษัทเริ่มต้นมาจาก Modigliani and Miller (1961); Modigliani and Miller (1958) ซึ่งถือว่าตลาดทุนสมบูรณ์แบบโดยไม่มีข้อขัดแย้งทางการเงิน ดังนั้นบริษัทต่าง ๆ จึงสามารถลงทุนในโครงการที่ทำกำไรได้ทั้งหมด และแก้ไขสถานะทางการเงินของตนเพื่อปรับตัวให้เข้ากับเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิด ในขณะเดียวกันก็สามารถคว้าโอกาสในการเติบโตของธุรกิจได้ในกรณีเช่นนี้ บริษัทไม่จำเป็นต้องมีความยืดหยุ่นทางการเงิน อย่างไรก็ตาม ในความเป็นจริงตลาดทุนไม่ได้สมบูรณ์แบบ โดยต้นทุนที่เกี่ยวข้องในการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกเพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นความยืดหยุ่นทางการเงินจึงกลายเป็นแนวคิดที่สำคัญ Erdogan (2020) พบว่ากิจการที่มีความยืดหยุ่นทางการเงินสูง จะมีต้นทุนธุรกรรมต่ำ (Transaction cost) ช่วยให้ผู้เข้าถึงแหล่งทุนภายนอกได้ง่าย ส่งผลให้มูลค่าของกิจการสูง งานวิจัยนี้ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานว่า

H7: ความยืดหยุ่นทางการเงินมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของกิจการ

H7.1: มูลค่าของกิจการวัดด้วย Tobin's Q

H7.2: มูลค่าของกิจการวัดด้วย ROA

ผลกระทบของวิกฤติเศรษฐกิจที่มีผลต่อความสัมพันธ์ของความยืดหยุ่นทางการเงินกับมูลค่าของกิจการ

Gamba and Triantis (2008) ได้พัฒนาแบบจำลองทางทฤษฎีเพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของความยืดหยุ่นทางการเงินต่อมูลค่าของบริษัท แสดงให้เห็นว่าความยืดหยุ่นทางการเงินขึ้นอยู่กับต้นทุนของการจัดหาเงินทุนภายนอก ซึ่งในสถานการณ์ที่ธุรกิจประสบกับปัญหาวิกฤติทางเศรษฐกิจย่อมทำให้จัดหาเงินทุนได้ยากและมีต้นทุนเงินทุนที่สูงทำให้การลงทุนไม่มีประสิทธิภาพ (Cherkasova & Kuzmin, 2018) สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Meier (2013) พบว่าบริษัทที่มีหนี้ในระดับสูงได้รับผลตอบแทนต่ำในช่วงวิกฤติการเงิน สิ่งนี้บ่งชี้ว่าบริษัทที่มีความยืดหยุ่นทางการเงินในระดับต่ำประสบปัญหาในการจัดหาเงินทุนสำหรับความจำเป็นในขณะนั้นหรือโครงการที่กำลังจะเกิดขึ้น เนื่องจากไม่สามารถจัดหาเงินจากภายนอกได้ ดังนั้นหากกิจการมีความยืดหยุ่นทางการเงินสูงในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจจะช่วยให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้น งานวิจัยนี้ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานว่า

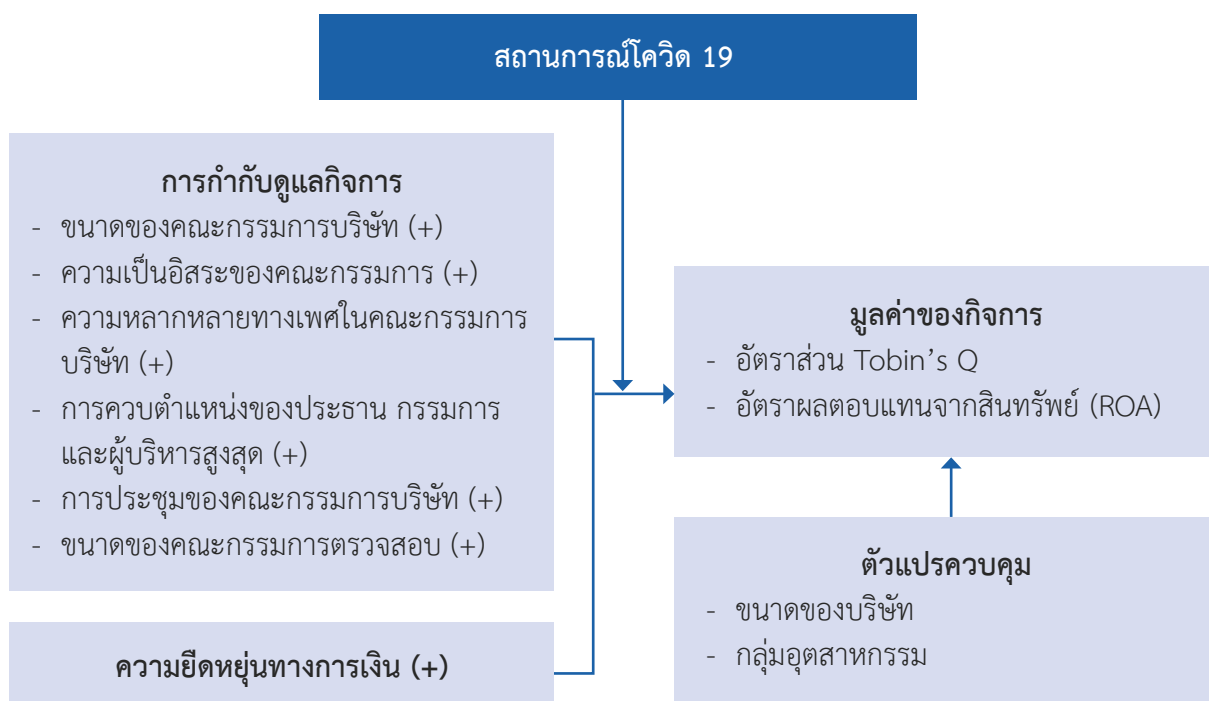
H8: ผลกระทบของสถานการณ์โควิด 19 ส่งผลต่อความสัมพันธ์ทางบวกของความยืดหยุ่นทางการเงินกับมูลค่าของกิจการ

H8.1: มูลค่าของกิจการวัดด้วย Tobin's Q

H8.2: มูลค่าของกิจการวัดด้วย ROA

กรอบแนวคิดในการวิจัย

ผู้วิจัยกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัยตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen & Meckling (1976) และทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani and Miller (1963) ซึ่งมีเหตุผลทางทฤษฎีในการวิเคราะห์ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและความยืดหยุ่นทางการเงินต่อมูลค่าของกิจการ ในสถานการณ์โควิด 19 โดยผู้วิจัยได้ออกแบบกรอบแนวคิดการวิจัยในครั้งนี้ตามรายละเอียดดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

■ วิจัยดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) ในรูปแบบเหตุผลเชิงนิรนัย (Deductive Reasoning) โดยการรวบรวมข้อมูลการกำกับดูแลกิจการและความยืดหยุ่นทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีรายละเอียด ดังนี้

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บข้อมูล แบ่งเป็น 2 ประเภท คือ 1) เก็บข้อมูลที่เป็นตัวเลขทางการเงินจากงบการเงินของแต่ละบริษัท 2) เก็บข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการจากแบบแสดงรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีของแต่ละบริษัท ประชากรประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 789 บริษัทจาก 8 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ 1) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค 3) กลุ่มธุรกิจการเงิน 4) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม 5) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 6) กลุ่มทรัพยากร 7) กลุ่มบริการ และ 8) กลุ่มเทคโนโลยี ผู้วิจัยได้เลือกกลุ่มตัวอย่างด้วยวิธีเจาะจงเฉพาะ โดยมีเงื่อนไข คือ เป็นบริษัทที่มีข้อมูลงบการเงินรวมทั้งหมายเหตุประกอบงบการเงินสำหรับรอบระยะเวลาบัญชี 2561 – 2564 ไม่เป็นบริษัทในตลาด เอ็ม เอ ไอ (MAI) บริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน และบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปีที่ศึกษา เหลือกลุ่มตัวอย่างจำนวน 524 บริษัท

■ การวัดค่าตัวแปรและแบบจำลอง

ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐานตามสมการที่ (1) และ (2) ดังนี้

$$\text{TOBIN}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{BSIZE}_{it} + \beta_2 \text{BINDE}_{it} + \beta_3 \text{BGDIV}_{it} + \beta_4 \text{BDUA}_{it} + \beta_5 \text{BMEET}_{it} + \beta_6 \text{ASIZE}_{it} + \beta_7 \text{FINFX}_{it} + \beta_8 \text{SIZE}_{it} + \beta_9 \text{IND}_{it} + \beta_{10} \text{COVID19}_{it} + \beta_{11} \text{FINFX}_{it} * \text{COVID19}_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{ROA}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{BSIZE}_{it} + \beta_2 \text{BINDE}_{it} + \beta_3 \text{BGDIV}_{it} + \beta_4 \text{BDUA}_{it} + \beta_5 \text{BMEET}_{it} + \beta_6 \text{ASIZE}_{it} + \beta_7 \text{FINFX}_{it} + \beta_8 \text{SIZE}_{it} + \beta_9 \text{IND}_{it} + \beta_{10} \text{COVID19}_{it} + \beta_{11} \text{FINFX}_{it} * \text{COVID19}_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

โดย	
TOBIN_{it}	= อัตราส่วน Tobin's Q วัดจาก มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี บวก หนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม
ROA_{it}	= อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) วัดจาก กำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม
BSIZE_{it}	= ขนาดของคณะกรรมการบริษัท วัดจาก จำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัท
BINDE_{it}	= ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ วัดจาก จำนวนคณะกรรมการอิสระหารด้วยจำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัท
BGDIV_{it}	= ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท วัดจาก จำนวนคณะกรรมการเพศหญิงหารด้วยจำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัท
BDUA_{it}	= การไม่คว่ำตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด วัดโดยกำหนดให้ตัวแปรหุ่นมีค่าเท่ากับ 1 ถ้าบริษัทนั้นมีประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนเดียวกัน และเท่ากับ 0 ถ้าบริษัทมีประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนละคนกัน และตัวแปรหุ่นจะมีค่า

$BMEET_{it}$	=	การประชุมของคณะกรรมการบริษัท วัดจาก จำนวนครั้งการประชุมในแต่ละปีของกรรมการทุกคน รวมกันหารด้วยจำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัท
$ASIZE_{it}$	=	ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ วัดจาก จำนวนคณะกรรมการตรวจสอบหารด้วยจำนวน กรรมการทั้งหมดของบริษัทในแต่ละปี
$FINFX_{it}$	=	ความยืดหยุ่นทางการเงิน วัดจาก อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการ หักด้วยค่าเฉลี่ยของอัตราส่วน หนี้สินต่อสินทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรม หลังจากนั้นหารด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราส่วน หนี้สินต่อสินทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรม ผลลัพธ์ที่ได้คูณด้วย -1 (Guo, Hou, & Li, 2020; Kurt & Hulland, 2013)
$SIZE_{it}$	=	ขนาดของบริษัท วัดจาก ค่าลอการิทึม (Logarithm) ของสินทรัพย์รวมของบริษัท
IND_{it}	=	ตัวแปรควบคุมผลกระทบจากการเก็บข้อมูลแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม กำหนดเป็นตัวแปรหุ่น โดยสมมติ ให้ $IND1 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น, $IND2 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น, $IND3 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น, $IND4 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูล ของกลุ่มสหกรณ์ทรัพย์และก่อสร้าง และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น, $IND5 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูล ของกลุ่มทรัพยากร และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น, $IND6 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มบริการ และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น, $IND7 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มเทคโนโลยี และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น
$COVID19_{it}$	=	ตัวแปรกำกับ สำหรับงานวิจัยนี้ คือ ปีที่ธุรกิจได้รับผลกระทบจากสถานการณ์โควิด 19 คือปี 2563 โดยกำหนดเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) โดยสมมติให้ $COVID19_{it} = 1$ ถ้าเป็นข้อมูล ของปี 2563 และเป็น 0 ถ้าเป็นปีอื่น

ผลการวิจัย

ข้อมูลพื้นฐานจากกลุ่มตัวอย่าง 524 บริษัท สำหรับเวลา 4 ปี จำนวน 2,096 ข้อมูล ของแต่ละตัวแปรที่ใช้ในการ ศึกษาแสดงดังตารางที่ 1 และ 2

ตารางที่ 1 ค่าความถี่และร้อยละของบริษัทที่ควบและไม่ควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด

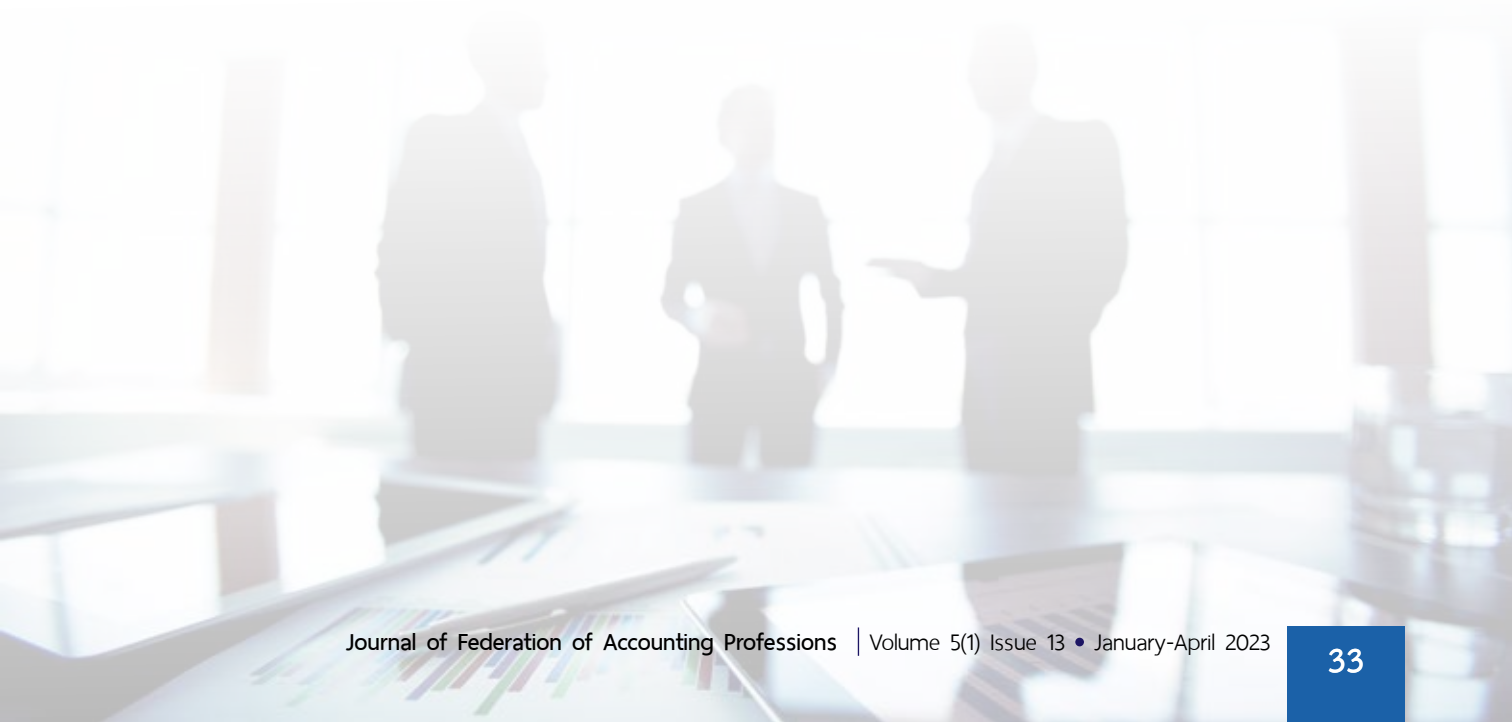
	ความถี่ (Frequency)	ร้อยละ (%)
บริษัทที่ควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (BDUA)	78	14.89
บริษัทที่ไม่ควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด	446	85.11

จากตารางที่ 1 พบว่า บริษัทที่มีการควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด มีจำนวน 78 บริษัท คิดเป็น 14.89% และบริษัทที่ไม่ควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด มีจำนวน 446 บริษัท คิดเป็น 85.11%

ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรตาม

	หน่วย	ค่าต่ำสุด (Min.)	ค่าสูงสุด (Max.)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation)
BSIZE	คน	5.00	21.00	9.932	2.4474
BINDE	เท่า	0.20	0.78	0.42	0.0997
BGDIV	เท่า	0.00	1.00	0.21	0.1537
BMEET	ครั้ง	6.00	30.00	6.95	2.8274
ASIZE	เท่า	0.09	0.85	0.33	0.0816
FINFX	เท่า	-6.93	2.20	0.01	0.9935
ASSET	ล้านบาท	156.64	3,078,018.83	34,460.49	140,545.89
SIZE	เท่า	11.96	21.84	15.77	1.5603
TOBIN	เท่า	0.01	11.32	1.36	1.0153
ROA	เท่า	-1.49	0.55	0.03	0.0925

จากตารางที่ 2 พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีค่าเฉลี่ยจำนวน 10 คน ความเป็นอิสระของคณะกรรมการวัดจากสัดส่วนกรรมการอิสระมีค่าเฉลี่ย 0.42 เท่า ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัทวัดจากสัดส่วนกรรมการเพศหญิงมีค่าเฉลี่ย 0.21 เท่า การประชุมของคณะกรรมการมีค่าเฉลี่ย 7 ครั้งต่อปี ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบวัดจากสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบมีค่าเฉลี่ย 0.33 เท่า ความยืดหยุ่นทางการเงินมีค่าเฉลี่ย 0.01 เท่า สินทรัพย์รวมของบริษัทมีค่าเฉลี่ย 34,460.49 ล้านบาท ขนาดของบริษัทมีค่าเฉลี่ย 15.77 เท่า อัตราส่วน Tobin’s Q มีค่าเฉลี่ย 1.36 เท่า และ ROA มีค่าเฉลี่ย 0.03 เท่า การวิจัยครั้งนี้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐานซึ่งก่อนการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ ผู้วิจัยได้ตรวจสอบความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ด้วยการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน ดังแสดงในตารางที่ 3



ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

Variable	BSIZE	BINDE	BGDIV	BDUA	BMEET	ASIZE	FINFX	SIZE	IND	COVID19
BSIZE	1									
BINDE	-.266**	1								
BGDIV	-.102**	.049*	1							
BDUA	-.009	.009	.031	1						
BMEET	.175**	.059**	.017	.066**	1					
ASIZE	-.729**	.354**	.093**	.069**	-.126**	1				
FINFX	-.074**	.011	.020	-.022	-.100**	.079**	1			
SIZE	.398**	-.020	-.144**	.007	.286**	-.325**	-.210**	1		
IND	.075**	-.068**	.053*	.002	.003	-.091**	.002	-.048*	1	
COVID19	.008	-.006	.009	-.002	.078**	.003	.005	.006	.001	1

*,** ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ .05 และ .01 ตามลำดับ

ผลการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างคู่ตัวแปรอิสระที่พิจารณาจากค่าสถิติ Pearson Correlation ตามตารางที่ 3 พบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่าน้อยกว่า 0.65 ทำให้ไม่มีปัญหา Multicollinearity (Burns & Grove, 1993) และสถิติ Durbin-Watson ตามตารางที่ 4 มีค่า 1.8314 และ 1.8862 อยู่ในช่วง 1.5-2.5 (Coakes & Steed, 2003) แสดงถึงค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงเป็นอิสระกัน (Autocorrelation) ผลการทดสอบผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ และความยืดหยุ่นทางการเงินต่อมูลค่าของกิจการ ในสถานการณ์โควิด 19 ตามสมมติฐานที่ 1 – สมมติฐานที่ 8 โดยการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) แสดงดังตารางที่ 4



ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและความยืดหยุ่นทางการเงินต่อมูลค่าของกิจการ
ในสถานการณ์โควิด 19

Independent Variable	Dependent variable					
	Tobin's Q			ROA		
	B	Std. Error	t-value	B	Std. Error	t-value
Constant	0.5404	0.3261	1.6574	0.0928	0.0262	-3.5341**
BSIZE	0.0076	0.0132	0.5794	0.0101	0.0010	0.1421
BINDE	0.1452	0.2045	0.7100	0.0106	0.0164	0.6443
BGDIV	0.1825	0.1409	1.2953*	0.0333	0.0113	2.9324**
BDUA	-0.0846	0.0648	-1.3038*	-0.0026	0.0052	-0.5095
BMEET	0.0005	0.0080	0.0731	-0.0015	0.0006	-2.4443
ASIZE	0.1349	0.3901	0.3459	-0.0209	0.0314	-0.6666
FINFX	0.0620	0.0252	2.4586**	0.0291	0.0020	14.3108**
SIZE	0.0310	0.0159	1.9514*	0.0092	0.0012	7.2044**
IND	0.5851	0.0509	11.4770**	0.0043	0.0041	1.0566
COVID19	-0.0689	0.0495	-1.3929*	-0.0135	0.0039	-3.3928**
FINFX *COVID19	0.0184	0.0495	0.3711*	0.0946	0.0039	2.3680*
Durbin Watson = 1.8314, F-value = 13.5127**, Adjusted R ² = 0.0621			Durbin Watson = 1.8862, F-value = 33.4480**, Adjusted R ² = 0.1466			

*,** ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ .05 และ .01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 4 ผลการทดสอบสมมติฐานตามตัวแบบที่ 1 พบว่า ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท (BGDIV) ความยืดหยุ่นทางการเงิน (FINFX) มีความสัมพันธ์ทางบวก ในขณะที่การควมตำแหน่งของประธานกรรมการ และผู้บริหารสูงสุด (BDUA) มีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย Tobin's Q จึงยอมรับสมมติฐานที่ 3.1 สมมติฐานที่ 4.1 และสมมติฐานที่ 7.1 สถานการณ์โควิด 19 (COVID19) มีความสัมพันธ์ทางลบ ในขณะที่ความยืดหยุ่นทางการเงินในสถานการณ์โควิด 19 (FF*COVID19) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย Tobin's Q จึงยอมรับสมมติฐาน 8.1 นอกจากนั้นยังพบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) และกลุ่มอุตสาหกรรม (IND) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย Tobin's Q

ผลการทดสอบสมมติฐานตามตัวแบบที่ 2 พบว่า ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท (BGDIV) และความยืดหยุ่นทางการเงิน (FINFX) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA จึงยอมรับสมมติฐานที่ 3.2 และสมมติฐานที่ 7.2 สถานการณ์โควิด 19 (COVID19) มีความสัมพันธ์ทางลบ ในขณะที่ความยืดหยุ่นทางการเงินในสถานการณ์โควิด 19 (FF*COVID19) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA จึงยอมรับสมมติฐาน 8.2 นอกจากนั้นยังพบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA

■ สรุปผลและอภิปรายผล

การวิจัยเรื่อง ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและความยืดหยุ่นทางการเงินต่อมูลค่าของกิจการ ในสถานการณ์โควิด 19: กรณีศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการ และความยืดหยุ่นทางการเงินกับมูลค่าของกิจการ และทดสอบผลกระทบของสถานการณ์โควิด 19 ที่มีผลต่อความสัมพันธ์ของความยืดหยุ่นทางการเงินกับมูลค่าของกิจการ โดยเก็บข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ระหว่างปี 2561-2564 จำนวน 524 บริษัท วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการถดถอยแบบพหุคูณ พบว่า ความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการบริษัท (BGDIV) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย Tobin's Q และ ROA สอดคล้องกับ Brahma et al. (2021) ที่พบความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างจำนวนกรรมการเพศหญิงกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งอาจเป็นเพราะกรรมการเพศหญิงมีความละเอียดรอบคอบและมีมุมมองในการนำเสนอข้อมูลที่ครอบคลุมผู้มีส่วนได้เสียในแต่ละกลุ่ม อีกทั้งกรรมการเพศหญิงจะนำเสนอข้อมูลด้วยหลักความระมัดระวังลดความเสี่ยงในการใช้ข้อมูลเพื่อการตัดสินใจของนักลงทุนจึงส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลง (Sarang, Rind, Al-Faryan, & Saeed, 2022) และมูลค่าของบริษัทสูงขึ้น

การคว่ำบาตรแห่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (BDUA) มีความสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q สอดคล้องกับ Sabsombat et al. (2020) อาจเป็นเพราะการคว่ำบาตรแห่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด จะแสดงถึงการขาดความเป็นอิสระในการปฏิบัติงานของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งมีหน้าที่ในการกำกับและตรวจสอบการทำงานของผู้บริหาร และส่งผลให้ผู้บริหารขาดประสิทธิภาพในการปฏิบัติงาน และมูลค่าของกิจการลดลง และพบว่าความยืดหยุ่นทางการเงิน (FINFX) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q และ ROA สอดคล้องกับ Erdogan (2020) อาจเป็นเพราะกิจการที่มีความยืดหยุ่นทางการเงินสูง จะสามารถเข้าถึงแหล่งทุนภายนอกได้ง่าย ด้วยต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ จึงส่งผลให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้น นอกจากนี้ยังพบอีกว่า ความยืดหยุ่นทางการเงินในสถานการณ์โควิด 19 (FF*COVID19) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q และ ROA สอดคล้องกับ Cherkasova and Kuzmin (2018) ที่พบว่า ความยืดหยุ่นทางการเงินช่วยให้บริษัทสามารถลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ อาจเป็นเพราะว่าในช่วงสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด 19 ถือว่าเป็นช่วงเวลาที่เหมาะสมที่สุดต่ากิจการมักจะเผชิญปัญหาในเรื่องการจัดหาเงินทุนมาดำเนินงาน แต่สำหรับกิจการที่มีความยืดหยุ่นทางการเงินสูงนั้นจะสามารถจัดหาเงินทุนได้ด้วยต้นทุนการทำธุรกรรม และต้นทุนเงินทุนที่ต่ำ และคว้าโอกาสในการเติบโตและสร้างผลกำไรได้ในอนาคต

■ ข้อมำกักงานวิจัย

ความยืดหยุ่นทางการเงิน ตามแนวคิดของ Marchica and Mura (2010) เป็นที่นิยมแพร่หลาย โดยคำนวณจากผลต่างของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริง ลบด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นของแต่ละบริษัท หากผลลัพธ์ติดลบ แสดงว่ากิจการยังเหลือความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ได้อีก (Spare Debt Capacity) และหากผลลัพธ์ติดลบ 3 ปีต่อเนื่อง จึงจะถือเป็นความยืดหยุ่นทางการเงิน แต่ด้วยในช่วงเวลาที่ศึกษาระหว่างปี 2561 – 2564 นั้นเกิดสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคโควิด 19 ในปี 2563 และส่งผลกระทบต่อภาระหนี้สินของกิจการ จึงเป็นเรื่องยากต่อการประมาณการอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นของปีดังกล่าวได้ และทำให้ไม่สามารถคำนวณหาความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ 3 ปี ต่อเนื่อง และความยืดหยุ่นทางการเงินของแต่ละบริษัทตามแนวคิดดังกล่าวได้

■ ประโยชน์และข้อเสนอแนะการวิจัย

งานวิจัยนี้เป็นประโยชน์ต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ สำหรับเป็นแนวทางในการส่งเสริมให้บริษัทกำหนดกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี ในขณะที่บริษัทจดทะเบียนสามารถใช้ผลงานวิจัยในการวางแผนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเพื่อความยืดหยุ่นทางการเงินของบริษัทให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ด้วยต้นทุนเงินทุนที่ต่ำในสถานการณ์ที่บริษัทอาจต้องเผชิญกับเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดเกี่ยวกับวิกฤติเศรษฐกิจต่าง ๆ ตลอดจนนักลงทุนสามารถใช้ประโยชน์จากผลงานวิจัยเพื่อวางแผนการลงทุน ในกิจการที่มีสัดส่วนกรรมการเพศหญิงที่สูง และไม่มี การควบตำแหน่งประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด ตลอดจนกิจการที่มีความยืดหยุ่นทางการเงินสูงเพื่อโอกาสในการเพิ่มมูลค่าของกิจการในอนาคต

สำหรับการศึกษาเกี่ยวกับหลักการกำกับดูแลกิจการในการวิจัยครั้งต่อไปนั้น ควรมุ่งศึกษาให้ครอบคลุมประเด็นของ ESG (Environment, Social และ Governance) เพื่อให้เป็นไปตามแนวโน้มการพิจารณาการลงทุนในอนาคต และศึกษาผลกระทบของความยืดหยุ่นทางการเงินต่อมูลค่าของกิจการ ในสถานการณ์ที่แตกต่างออกไป เช่น สถานการณ์ที่กิจการกำลังเติบโตหรือขยายกิจการ เป็นต้น



- Am-ugsom, S., Dumpitakse, K. and Ngudgratoke, S. (2022). *Effect of Corporate Governance on Cost of Equity: An Empirical Study of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand*. Paper presented at the The 11th National and the 4th International Conference Management Sciences 2022, Lampang, Thailand. Retrieved from <https://ms.lpru.ac.th/nims2022/EN/proceedings/PP100/>
- Bae, S. M., Masud, A. K., & Kim, J. D. (2018). A Cross-Country Investigation of Corporate Governance and Corporate Sustainability Disclosure: A Signaling Theory Perspective. *Sustainability*, 10(8), 1-16. Retrieved from <https://doi.org/10.3390/su10082611>
- Bartik, A. W., Bertrand, M., Cullen, Z., Glaeser, E. L., Luca, M., & Stanton, C. (2020). The impact of COVID-19 on small business outcomes and expectations. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, 117(30), 17656–17666. Retrieved from <https://doi.org/10.1073/pnas.2006991117>
- Brahma, S., Nwafor, C., & Boateng, A. (2021). Board gender diversity and firm performance: The UK evidence. *International Journal of Finance & Economics*, 26(4), 5704-5719. Retrieved from <https://doi.org/10.1002/ijfe.2089>
- Burns, N., & Grove, S. K. (1993). *Study the practice of nursing research: Conduct, critique & utilization*. (Forth edition). W. B. Saunders Company: Philadelphia.
- Charoensukmongkol, P. (2021). Does entrepreneurs' improvisational behavior improve firm performance in time of crisis? *Management Research Review*, 45(1), 26-46. Retrieved from <https://doi.org/10.1108/MRR-12-2020-0738>
- Cherkasova, V., & Kuzmin, E. (2018). Financial Flexibility as an Investment Efficiency Factor in Asian Companies. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 20(2), 137-164.
- Chin, Y. S., Ganesan, Y., Pitchay, A. A., Haron, H., & Hendayani, R. (2019). Corporate Governance and Firm Value: The Moderating Effect of Board Gender Diversity. *Journal of Entrepreneurship, Business and Economics*, 7(2s), 43-77.
- Chung, K. H. (2021). Towards rule-based institutions and economic growth in Asia? Evidence from the Asian Financial Crisis 1997–1998. *Asian Journal of Comparative Politics*, 6(3), 274–292. Retrieved from <https://doi.org/10.1177/2057891120962575>
- Coakes, S. J., & Steed, L. G. (2003). *SPSS analysis without anguish version 11 for Windows* (First edition). Milton: John Wiley and Sons Australia Limited.
- Dahya, J., Dimitrov, O., & McConnell. (2008). Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 73-100.
- Dahya, J., & McConnell, J. J. (2005). Outside directors and corporate board decisions. *Journal of Corporate Finance*, 11(1), 37-60.

- Danoshana, S., & Ravivathani, T. (2019). The impact of the corporate governance on firm performance: A study on financial institutions in Sri Lanka. *SAARJ Journal on Banking & Insurance Research*, 8(1), 62-67. Retrieved from <https://doi.org/10.5958/2319-1422.2019.00004.3>
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2007). Capital structure, payout policy, and financial flexibility. *Marshall School of Business Working Paper*, July, 1–24.
- Erdogan, S. B. (2019). *Financial flexibility and corporate investment: does financial flexibility affect sustainability of firms?* Bosphorus University, Turkey: IGI Global.
- Erdogan, S. B. (2020). Does Financial Flexibility Enhance Firm Value? A Comparative Study Between Developed and Emerging Countries. *Verslas: Teorija ir praktika / Business: Theory and Practice*, 21(2), 723–736.
- Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The Value of Financial Flexibility. *The Journal of Finance*, 63(5), 2263-2296. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01397.x>
- Gordon, L. A. (2000). *Managerial Accounting: Concepts and Empirical Evidence* (5 th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2–3), 187–243.
- Guo, Z., Hou, S., & Li, Q. (2020). Corporate Social Responsibility and Firm Value: The Moderating Effects of Financial Flexibility and R&D Investment. *Sustainability*, 12(8452), 1-17. Retrieved from <https://doi.org/10.3390/su12208452>
- Harun, M. S., Hussainey, K., Kharuddin, K. A. M., & Farooque, O. A. (2020). CSR Disclosure, Corporate Governance and Firm Value: a study on GCC Islamic Banks. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(4), 607-638. Retrieved from <https://doi.org/10.1108/IJAIM-08-2019-0103>
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323 – 329.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- Kurt, D., & Hulland, J. (2013). Aggressive Marketing Strategy following Equity Offerings and Firm Value: The Role of Relative Strategic Flexibility. *J. Mark*, 77, 57-74.
- Lin, Y.-C. (2018). The consequences of audit committee quality. *Managerial Auditing Journal*, 33(2), 192-216.
- Marchica, M.-T., & Mura, R. (2010). Financial Flexibility, Investment Ability, and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity. *Financial Management*, 39(4), 1339-1365.

- Meier, I. (2013). *Financial flexibility and the performance during the recent financial crisis*, 23(2), 79-96.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. Retrieved from <https://doi.org/10.1086/294442>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 262-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Özcan, A. (2021). Audit Committee and Firm Value: An Empirical Investigation. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 23(2), 204-221. Retrieved from <https://doi.org/10.31460/mbdd.756299>
- Parkinson. (1994). *Corporate Power and Responsibility*. UK: Clarendon Press.
- Phadoongsitthi, M. (2005). Performance Evaluation Base on Tobin's Q. *Journal of Business Administration*, 28(106), 13-22. Retrieved from <http://www.jba.tbs.tu.ac.th/files/Jba106/Article/JBA106Monvika.pdf>
- Puni, A., Ghana, A., & Anlesinya, A. (2020). Corporate governance mechanisms and firm performance in a developing country. *International Journal of Law and Management*, 62(2), 147-169.
- Qureshi, M. A., Kirkerud, S., Theresa, K., & Ahsan, T. (2020). The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1199-1214. Retrieved from <https://doi.org/10.1002/bse.2427>
- Sabsombat, N., Sangthong, K., Yasaboo, N., Laddee, N., Chukaew, N., & Pongsri, S. (2020). The Relationship between Corporate Governance and Firm Value of Listed Companies on The Stock Exchange of Thailand in SET100 Index. *WMS Journal of Management*, 9(4), 1-14.
- Salem, W. F., Metawe, S. A., Youssef, A. A., & Mohamed, M. B. (2019). Boards of Directors' Characteristics and Firm Value: A Comparative Study between Egypt and USA. *Open Access Library Journal*, 6(e5323), 1-32.
- Sarang, A. A. A., Rind, A. A., Al-Faryan, M. A. S., & Saeed, A. (2022). Women on board and the cost of equity: the mediating role of information asymmetry. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, ahead-of-print(ahead-of-print).
- Shahid, M. S., & Abbas, M. (2019). Does corporate governance play any role in investor confidence, corporate investment decisions relationship? Evidence from Pakistan and India. *Journal of Economics and Business*, 105(September-October), 105839. Retrieved from <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2019.03.003>
- Shapiro, S. P. (2005). Agency Theory. *Annual Reviews*, 31, 263-284.

- State Street Global Advisors. (2018). *ESG Institutional Investor Survey*. Retrieved from <https://www.ssga.com/investment-topics/environmental-social-governance/2018/08/esg-institutional-investor-survey.pdf>
- Thomas, R., Stölzle, B., & Xu, J. (2016). Enterprise Risk Management and the Cost of Capital. *Journal of Risk and Insurance*, 85(1), 159-201. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/jori.12152>
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *A General Equilibrium Approach To Monetary Theory*, 1(1), 15-29. Retrieved from <https://doi.org/10.2307/1991374>