



Received: 31 March 2025

Revised: 27 May 2025

Accepted: 27 May 2025

FINANCIAL DISTRESS WARNING SIGNALS PREDICTION: AN EMPIRICAL STUDY OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

Attawan JUNTASUTHO¹, Surang HANSWANG¹, Dhanawat SIRIWATTANAKUL¹
and Tipparat LAOHAVICHIE¹

¹ Faculty of Business Administration, Kasetsart University, Thailand; attawan.research@gmail.com
(A. J.); fbussum@ku.ac.th (S. H.); fbusedws@ku.ac.th (D. S.); fbustrl@ku.ac.th (T. L.)

Handling Editor:

Professor Dr.Duangduen BHANTHUMNAVIN National Institute of Development Administration, Thailand
(This article belongs to the Theme 1: Humanities & Social Sciences for Sustainability)

Reviewers:

- 1) Associate Professor Dr.Piyapatr BUSABABODHIN Mahasarakham University, Thailand
- 2) Associate Professor Dr.Thitivadee CHAIYAWAT Chulalongkorn University, Thailand
- 3) Dr.Chalit POLINHOM The Dynamic Coaching Company Limited, Thailand

Abstract

The purpose of this research is to examine the impact of corporate governance, shareholder structure, financial performance, and industry group on predicting financial distress. It also aims to develop a model for predicting financial distress in companies based on these factors. The evaluation model's sample comprises companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) from 2019 to 2022, covering all SET sectors except for finance. Logistic regression was used to analyze the data, and a holdout sample technique was applied for robustness testing. The results indicate that the frequency of the total debt to total asset ratio is positively associated with financial distress. Conversely, board size, institutional ownership concentration, total asset turnover, and return on total assets are negatively correlated with financial distress. The constructed model demonstrated effectiveness, achieving overall predictive accuracies of 90.07%, 89.40%, and 87.80% for one-year, two-year, and three-year predictions of financial distress, respectively.

Keywords: Financial Distress, Corporate Governance, Ownership Structure, Financial Ratios, Prediction

Citation Information: Juntasutho, A., Hanswang, S., Siriwattanakul, D., & Laohavichien, T. (2025). Financial Distress Warning Signals Prediction: An Empirical Study of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand. *Thai Interdisciplinary and Sustainability Review*, 14(2), Article 10. <https://doi.org/10.14456/tisr.2025.46>

การพยากรณ์สัญญาณเตือนภัยภาวะล้มเหลวทางการเงินของธุรกิจ: การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย

อัฐวิวัฒน์ จันทสุโข¹, สุรางค์ เห็นสว่าง¹, ธนาวัฒน์ สิริวัฒน์ธนกุล¹ และ ทิพย์รัตน์ เลาหิเชียร¹

1 คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์; attawan.research@gmail.com (อัฐวิวัฒน์);
fbussum@ku.ac.th (สุรางค์); fbudws@ku.ac.th (ธนาวัฒน์); fbustrl@ku.ac.th (ทิพย์รัตน์)

บรรณาธิการผู้รับผิดชอบบทความ:

ศาสตราจารย์ ดร.ดุจเดือน พันธมนาวิน

สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

(บทความนี้เป็นส่วนหนึ่งของหัวเรื่องที่ 1: มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์เพื่อความยั่งยืน)

ผู้ทรงคุณวุฒิผู้พิจารณาบทความ:

1) รองศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัทร บุษบาบดินทร์

มหาวิทยาลัยมหาสารคาม

2) รองศาสตราจารย์ ดร.จิตติวีร์ ชัยวัฒน์

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

3) อาจารย์ ดร.ชลิต ผลอินทร์หอม

บริษัท เดอะ ไดนามิก โค้ชิ่ง จำกัด

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการดำเนินงานทางการเงิน และกลุ่มอุตสาหกรรมต่อการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงิน และพัฒนาแบบจำลองการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินจากปัจจัยข้างต้น กลุ่มตัวอย่างได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นบริษัทในอุตสาหกรรมการเงิน ระยะเวลาการศึกษาอยู่ในช่วง พ.ศ.2562-2565 การวิเคราะห์ข้อมูลใช้วิธีถดถอยโลจิสติกส์และทดสอบความคงเส้นคงวาของแบบจำลองด้วยเทคนิคการแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็นกลุ่มทดสอบ ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมดมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับภาวะล้มเหลวทางการเงิน ในทางตรงกันข้าม ขนาดคณะกรรมการ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันสูง อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด และอัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมด มีอิทธิพลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และพบว่าแบบจำลองมีประสิทธิภาพ คือมีความถูกต้องในการพยากรณ์ก่อนเกิดภาวะล้มเหลวทางการเงิน หนึ่งปี สองปี และสามปี ที่ 90.07% 89.40% และ 87.80% ตามลำดับ

คำสำคัญ: วิกฤตทางการเงิน, การกำกับดูแลกิจการ, โครงสร้างผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนทางการเงิน, การพยากรณ์

ข้อมูลอ้างอิง: อัฐวิวัฒน์ จันทสุโข, สุรางค์ เห็นสว่าง, ธนาวัฒน์ สิริวัฒน์ธนกุล และ ทิพย์รัตน์ เลาหิเชียร. (2568). การพยากรณ์สัญญาณเตือนภัยภาวะล้มเหลวทางการเงินของธุรกิจ: การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *สหวิทยาการและความยั่งยืนปริทรรศน์ไทย*, 14(2), บทความที่ 10. <https://doi.org/10.14456/tisr.2025.46>

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

บทนำ

ความยั่งยืนในธุรกิจและการพยากรณ์สัญญาณเตือนภัยภาวะล้มเหลวทางการเงินของธุรกิจแม้จะดูเหมือนเป็นประเด็นคนละด้านแต่แท้จริงแล้วมีความเชื่อมโยงกันอย่างลึกซึ้ง ความยั่งยืนช่วยลดความเสี่ยงทางการเงิน กล่าวคือ ธุรกิจที่ดำเนินงานอย่างยั่งยืนมักมีการวางแผนระยะยาวมีการประเมินความเสี่ยงรอบด้านทั้งด้านการเงิน สิ่งแวดล้อม และสังคม การบริหารจัดการอย่างรัดกุมนี้ช่วยป้องกันหรือชะลอภาวะล้มเหลวทางการเงินได้ พฤติกรรมการดำเนินธุรกิจที่ไม่ยั่งยืนอาจส่งผลให้เกิดภาวะล้มเหลวตัวอย่างเช่น การใช้ทรัพยากรอย่างฟุ่มเฟือย หรือการไม่มีหลักธรรมาภิบาลที่ดีอาจนำไปสู่การถูกฟ้องร้อง เสียชื่อเสียง รายได้ลดลง เข้าสู่ภาวะขาดทุนและล้มเหลวทางการเงิน ความยั่งยืนในธุรกิจไม่เพียงแต่เป็นแนวทางเพื่อความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม แต่ยังเป็นเครื่องมือสำคัญในการป้องกันและพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงิน โดยธุรกิจที่มีแนวทางการดำเนินงานที่ยั่งยืน จะสามารถประเมิน ปรับตัว และรับมือกับความเสียหายได้ดีกว่าในระยะยาว

ความเสี่ยงต่อการประสบปัญหาทางการเงิน (Financial Distress Risk) หมายถึง สภาวะที่กิจการมีเงินสดหรือรายได้ไม่เพียงพอในการชำระหนี้สิน หรือไม่สามารถปฏิบัติตามข้อตกลงทางการเงินได้อย่างครบถ้วน ซึ่งสถานการณ์ดังกล่าวนี้ถือเป็นอุปสรรคสำคัญต่อความสามารถในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนของกิจการ หากกิจการมีความเสี่ยงในการประสบปัญหาทางการเงินในระดับสูง ย่อมส่งผลกระทบต่อในเชิงลบทั้งต่อองค์กรเองและผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ (ศิริลักษณ์ หน่อปิ่นพาน และ ดนัย ลิขิตรัตน์เจริญ, 2565) อย่างไรก็ตามการทุจริตยังคงเป็นปัญหาเรื้อรังที่เกิดขึ้นในประเทศไทยซึ่งก่อให้เกิดความเสี่ยงทางด้านการเงิน เช่น การทุจริตใน บริษัท สตาร์ค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ STARK การซื้อขายหุ้นบริษัท มอร์ รีเทิร์น จำกัด (มหาชน) หรือ MORE และคดียักษ์ยกทรัพย์ บริษัท ปิคนิก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ PICNIC ซึ่งเป็นหนึ่งในสาเหตุที่ก่อให้เกิดปัญหาทางการเงินในธุรกิจ (พรรณราย ละตา, 2564) หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีถือเป็นกลไกเชิงโครงสร้างที่มีบทบาทสำคัญในการลดความเสี่ยงจากการทุจริตภายในองค์กร โดยมุ่งส่งเสริมความโปร่งใส ความรับผิดชอบต่อสังคม และการตรวจสอบถ่วงดุลในการดำเนินงานของฝ่ายบริหาร การพยากรณ์ความล้มเหลวทางการเงินนั้นนับเป็นศาสตร์แขนงหนึ่งในด้านการเงินธุรกิจ ซึ่งมีความสำคัญต่อการประเมินความมั่นคงและความยั่งยืนทางการเงินของกิจการ ปัจจุบันมีการพัฒนาแบบจำลองการพยากรณ์การล้มละลายอย่างต่อเนื่องและหลากหลาย Chaganti, Mahajan, และ Sharma เป็นนักวิจัยกลุ่มแรกๆ ที่ทำการศึกษาศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการล้มละลาย อีกทั้งในทศวรรษ 1980 มีวรรณกรรมจำนวนมากที่เน้นการศึกษาความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อปัญหาทางการเงิน (Abidin et al., 2021) ภายหลังมีการศึกษาจำนวนมากที่มุ่งวิเคราะห์ประเด็นทางด้าน การกำกับดูแลกิจการ โดยผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าปัจจัยเชิงโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท อาทิ ขนาดของคณะกรรมการ ระดับความเป็นอิสระของกรรมการ และการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการควบคู่กับตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหาร อาจส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงในการล้มละลายหรือการเผชิญวิกฤตการณ์ทางการเงินของกิจการ (Farwis et al., 2020) อย่างไรก็ตามมีการศึกษาอื่นที่มีการผสมผสานข้อมูลการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นเพื่อพยากรณ์การล้มละลายที่เกิดขึ้นในกิจการ (Handriani et al., 2021) ตัวแปรในการพยากรณ์การล้มละลายของกิจการอาจจะมีอิทธิพลในการทำนายผลได้อย่างแม่นยำในประเทศใดประเทศหนึ่ง อย่างไรก็ตามตัวแปรดังกล่าว อาจจะไม่มียุทธผลในการพยากรณ์การล้มละลายในอีกประเทศหนึ่งเนื่องจากสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่แตกต่างกันส่งผลกระทบต่อตัวแปรเดียวกันซึ่งแตกต่างกันออกไป (Begovic et al., 2022) ผลการวิจัยยืนยันว่าอัตราส่วนทางการเงิน และข้อมูลตลาดหุ้น สามารถอธิบายการพยากรณ์ความน่าจะเป็นของการล้มละลายได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Bredart, 2020)

จากการทบทวนวรรณกรรมทำให้พบว่า ยังไม่พบงานวิจัยที่ทำการศึกษาแบบจำลองการพยากรณ์ภาวะวิกฤติทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ ตัวแปรโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการดำเนินงานทางการเงิน และกลุ่มอุตสาหกรรมในการศึกษา อีกทั้งในช่วงเวลาที่สภาวะการณ์เปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น อันเนื่องมาจากผลกระทบที่มิสาเหตุจากสถานการณ์โควิด 19 จึงควรมีการศึกษา

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

ใหม่ภายหลังจากสภาวะการเปลี่ยนแปลงไปจากเดิม หรืออีกประการหนึ่ง งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อเติมเต็มช่องว่างการวิจัยดังกล่าว เพื่อสามารถนำแบบจำลองทางการเงินที่ได้มาใช้ในวางแผน การประเมิน หรือป้องกันความเสี่ยงเพื่อไม่ให้ธุรกิจล้มเหลว

การทบทวนวรรณกรรม

กลไกการกำกับดูแลกิจการ

การควบรวมตำแหน่งระหว่างประธานฝ่ายบริหารและประธานกรรมการ (CEO Duality): ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้แนะนำแนวทางปฏิบัติที่ดีในการกำกับดูแลกิจการโดยเสนอว่าควรแยกบทบาทระหว่างประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการใหญ่ (ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร) ออกจากกัน เพื่อให้การบริหารงานมีความเป็นอิสระและมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ทั้งนี้ เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดความขัดแย้งหรือการตัดสินใจที่ลำเอียงในเชิงกำกับดูแลและการดำเนินงานในเวลาเดียวกัน งานวิจัยหลายฉบับชี้ให้เห็นว่า การรวมตำแหน่งประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารไว้ในบุคคลเดียวกัน (CEO Duality) อาจส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการ ตัวอย่างเช่น งานวิจัยของ Farwis et al. (2020) พบว่า บริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงินมักมีลักษณะของการรวมอำนาจบริหาร โดยประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการใหญ่เป็นบุคคลเดียวกัน ซึ่งสะท้อนถึงโครงสร้างการกำกับดูแลที่อ่อนแอ จากงานวิจัยบางชิ้นยังระบุว่า CEO Duality อาจนำไปสู่การครอบงำภายในองค์กร และทำให้กลไกการตรวจสอบถ่วงดุลอำนาจขาดประสิทธิภาพ ซึ่งเป็นปัจจัยเสี่ยงที่อาจนำไปสู่ความล้มเหลวทางการเงินของบริษัท ในการวิจัยนี้กำหนดให้ 1 = การควบรวมตำแหน่งระหว่างประธานฝ่ายบริหารและประธานกรรมการ และ 0 = ถ้าไม่ใช้การควบรวมตำแหน่งระหว่างประธานฝ่ายบริหารและประธานกรรมการ

สัดส่วนกรรมการอิสระ (Independent Director): กรรมการอิสระถือเป็นกลไกสำคัญในการส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมีบทบาทในการสนับสนุนนโยบายที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น และทำหน้าที่ถ่วงดุลอำนาจในการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร โดยเฉพาะในกรณีที่มีนโยบายหรือการตัดสินใจของบริษัทอาจขาดความเป็นธรรมและโปร่งใส ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ งานวิจัยของ เอกภาพ เอกวิริยะ (2562) พบว่า การเพิ่มจำนวนกรรมการอิสระไม่ได้ส่งผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากกรรมการอิสระบางรายอาจได้รับการแต่งตั้งเพียงเพื่อให้เป็นไปตามข้อกำหนดของกฎหมายหรือข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องมีกรรมการอิสระในสัดส่วนที่เหมาะสม ในทำนองเดียวกัน Handriani et al. (2021) พบว่า องค์กรที่มีสัดส่วนกรรมการภายนอกน้อยกว่ากรรมการภายใน อาจมีแนวโน้มประสิทธิภาพจะล้มละลายได้มากกว่า ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความสำคัญของความเป็นอิสระในการบริหารงานและการกำกับดูแล ในการวิจัยนี้กำหนดให้สัดส่วนกรรมการอิสระวัดจากจำนวนกรรมการบริหารอิสระต่อจำนวนคณะกรรมการบริหารทั้งหมด

ขนาดคณะกรรมการ (Board Size): ตามแนวคิดของทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory) ข้อดีของคณะกรรมการขนาดใหญ่ ประการแรก คณะกรรมการขนาดใหญ่มีความรู้และความเชี่ยวชาญและหลากหลายในการบริหารงาน ประการที่สอง คณะกรรมการขนาดใหญ่จะเชื่อมโยงความร่วมมือกับภายนอกได้ดีกว่าคณะกรรมการขนาดเล็ก Farwis et al. (2020) ให้เหตุผลว่าเมื่อมีกรรมการจำนวนมากขึ้น การทำงานของคณะกรรมการมีความเชื่อมโยงกับทรัพยากรในกิจการมากขึ้น มีนักวิจัยหลายท่านมองเห็นข้อดีของคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ อาทิเช่น องค์กรที่มีคณะกรรมการขนาดใหญ่จะมีทรัพยากรบุคคลช่วยแก้ปัญหาที่เกิดขึ้นได้มากกว่า เนื่องจากคณะกรรมการขนาดใหญ่ประกอบด้วยบุคคลที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญหลากหลาย สร้างความร่วมมือ และดึงทรัพยากรจากภายนอกมาใช้ได้อย่างกว้างขวาง นอกจากนี้ นักวิจัยหลายท่านยังเห็นพ้องว่าคณะกรรมการขนาดใหญ่สามารถรับมือกับปัญหาที่ซับซ้อนได้ดีกว่า เนื่องจากมีบุคลากรที่มีทักษะและความสามารถที่หลากหลาย ช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นในการบริหารและการตัดสินใจ ในการวิจัยนี้กำหนดให้ขนาดคณะกรรมการวัดจากจำนวนของกรรมการบริษัท

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

โครงสร้างผู้ถือหุ้น

การกระจุกตัวของการเป็นเจ้าของ (Ownership Concentration): โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทในประเทศไทยส่วนใหญ่มีลักษณะเป็นแบบกระจุกตัว โดยเฉพาะในองค์กรธุรกิจขนาดใหญ่ที่มักมีลักษณะเป็นธุรกิจครอบครัว การถือหุ้นแบบกระจุกตัวนี้ถูกมองว่าเป็นกลไกหนึ่งซึ่งช่วยส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการอย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอำนาจและแรงจูงใจในการติดตามการดำเนินงานของฝ่ายบริหาร เพื่อปกป้องผลประโยชน์ของตนเอง งานวิจัยของ Manzanque et al. (2016) ชี้ให้เห็นว่า การถือหุ้นแบบกระจุกตัวถูกมองว่าเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี เนื่องจากผู้ถือหุ้นกลุ่มใหญ่มีอำนาจในการติดตามการทำงานของผู้บริหาร เนื่องจากมีแรงจูงใจมากพอที่จะปกป้องผลประโยชน์ที่พวกเขาจะได้รับ ในการวิจัยนี้กำหนดให้การกระจุกตัวของการเป็นเจ้าของวัดจากร้อยละสัดส่วนการถือครองของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดห้าอันดับแรก

สัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายนอก (Outsider Ownership): ผู้ถือหุ้นสถาบัน (Institutional Ownership) ถือเป็นนักลงทุนที่มีความรู้ ความเชี่ยวชาญ และประสบการณ์ในการลงทุน เช่น ธนาคาร บริษัทประกันภัย กองทุนรวม กองทุนบำเหน็จบำนาญ และกองทุนทรัสต์ เป็นต้น โดยทั่วไป ผู้ถือหุ้นสถาบันมักถือหุ้นในสัดส่วนที่มีนัยสำคัญ ส่งผลให้มีแรงจูงใจในการติดตาม ตรวจสอบ และปกป้องผลประโยชน์ของตนเองอย่างใกล้ชิด ตามที่ ปิยานันท์ ฌ์รัฐจิโรจน์ และ ศิลปพร ศรีจันทร์เพชร (2563) ระบุไว้ว่า นักลงทุนสถาบันสามารถกำกับดูแลกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่านักลงทุนรายย่อย เนื่องจากมีต้นทุนในการตรวจสอบต่ำกว่าและสามารถเข้าถึงข้อมูลได้ดีกว่า งานวิจัยของ ศรีจันทร์พร รักษาพงษ์ และ ชุตินา นาคประสิทธิ์ (2562) พบว่า การเพิ่มขึ้นของการถือหุ้นโดยบุคคลภายนอก (โดยเฉพาะผู้ถือหุ้นนอกรายใหญ่) ช่วยลดความน่าจะเป็นของการเกิดปัญหาทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในการวิจัยนี้กำหนดให้ผู้ถือหุ้นสถาบันวัดจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ลงทุนสถาบัน ได้แก่ ผู้ลงทุนที่เป็นนิติบุคคล หรือ บุคคลธรรมดาซึ่งมีความเชี่ยวชาญในการลงทุน เช่น สถาบันการเงิน บริษัทประกัน กองทุนรวม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนประกันสังคม ผู้จัดการกองทุน เป็นต้น (รวมทั้งสิ้น 26 สถาบัน) และผู้สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ภายนอก (ไม่รวมนักลงทุนสถาบัน) วัดจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้เป็นกรรมการ และบุคคลในครอบครัว ซึ่งไม่รวมนักลงทุนสถาบัน

ผลการดำเนินงานทางการเงิน

อัตราส่วนหมุนเวียน (Current Ratio): เป็นอัตราส่วนแสดงความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้น ถ้าค่าที่คำนวณได้สูงเท่าใด แสดงว่าบริษัทมีสินทรัพย์หมุนเวียน ประกอบไปด้วย เงินสด ลูกหนี้ และสินค้าคงเหลือ มากกว่าหนี้สินระยะสั้น ทำให้ความคล่องตัวในการชำระหนี้ระยะสั้นมีค่อนข้างมาก จากการศึกษา Abidin et al. (2021) พบว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์ในทางลบต่อการล้มละลายทางการเงิน กล่าวคือ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีค่าเพิ่มขึ้น สัญญาณการล้มละลายลดลง ในการวิจัยนี้อัตราส่วนหมุนเวียนคำนวณจาก สินทรัพย์หมุนเวียนหารหนี้สินหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (Total Debt to Total Asset Ratio): เป็นตัวชี้วัดที่ใช้เปรียบเทียบระดับหนี้สินกับสินทรัพย์รวมทั้งหมดของกิจการ หากอัตราส่วนนี้อยู่ในระดับสูง หมายความว่าบริษัทพึ่งพาเงินทุนจากหนี้สินในสัดส่วนมาก ซึ่งอาจสะท้อนถึงความเสี่ยงทางการเงินที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากกิจการจะมีภาระในการชำระคืนหนี้สูง อาจเผชิญข้อจำกัดในการกู้ยืมเพิ่มเติมในอนาคต และมีโอกาสจะกู้ยืมหนี้สินครั้งต่อไปได้น้อย จากการศึกษาปัญหาทางการเงิน และการล้มละลายทางการเงิน พบว่า อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมดมีความสัมพันธ์ ในทางบวกต่อการล้มละลายทางการเงิน (Abidin et al., 2021) ในการวิจัยนี้กำหนดให้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมคำนวณจากหนี้สินรวมหารสินทรัพย์รวม

อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด (Total Asset Turnover): เป็นตัวชี้วัดที่แสดงถึงประสิทธิภาพของกิจการในการใช้สินทรัพย์ทั้งหมดในการสร้างรายได้ โดยอัตราส่วนที่คำนวณได้มีค่าสูงบ่งชี้ว่ากิจการสามารถใช้ทรัพยากรที่มีอยู่ได้อย่างมีประสิทธิภาพและคุ้มค่า ในทางตรงกันข้าม หากอัตราส่วนที่คำนวณได้มีค่าสูงต่ำ อาจสะท้อนถึงการมีสินทรัพย์มากเกินไปจนความจำเป็นเมื่อเทียบกับระดับรายได้ที่กิจการสามารถสร้างได้ จากผลการศึกษา Abidin et al.

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

(2021) พบว่า อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมดมีความสัมพันธ์ในทางลบต่อการล้มละลายทางการเงิน ในการวิจัยนี้กำหนดให้อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมดคำนวณจากกำไรสุทธิหารสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (Return on Total Assets): เป็นตัวชี้วัดทางการเงินที่แสดงถึงความสามารถของกิจการในการสร้างผลกำไรจากสินทรัพย์ที่มีอยู่ โดยอัตราส่วนที่คำนวณได้ยิ่งมีค่าสูง ยิ่งสะท้อนถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างผลตอบแทน หากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่คำนวณได้มีค่าต่ำ แสดงว่ากิจการได้นำสินทรัพย์ที่มีอยู่ไปใช้ในการดำเนินงานได้อย่างไร้ประสิทธิภาพ ทำให้ผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ไม่ดีเท่าที่ควรซึ่งอาจนำไปสู่ปัญหาทางการเงินในระยะยาว Shetty et al. (2022) พบว่า อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมดมีความสัมพันธ์ในทางลบต่อการล้มละลายทางการเงิน ในการวิจัยนี้กำหนดให้อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมดคำนวณจาก รายได้รวมหารสินทรัพย์รวม

มูลค่าทางตลาด: อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ (Price/Earnings Per Share: P/E) เป็นตัวชี้วัดที่เปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นกับกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) ของบริษัทในรอบปีล่าสุด โดยปกติ หุ้นที่มีแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่ดีและมีสภาพคล่องสูงมักมีค่า P/E สูง ซึ่งแสดงถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุนและความมั่นคงทางการเงินของกิจการ ส่งผลให้ความเสี่ยงในการล้มละลายทางการเงินลดลง ในทำนองเดียวกัน อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Market/book ratio: M/B) เป็นอัตราส่วนที่เปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นกับมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น โดยหุ้นที่มีค่า P/BV สูง มักสะท้อนถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ และมักมีความเสี่ยงในการล้มละลายน้อยกว่าหุ้นที่มีค่า P/BV ต่ำ Darmawan & Supriyanto (2018) พบว่า อัตราส่วน P/E และ P/BV มีความสัมพันธ์ในทางลบกับความเสี่ยงในการล้มละลายทางการเงิน กล่าวคือ หากทั้งสองอัตราส่วนเพิ่มขึ้น ความเป็นไปได้ที่กิจการจะประสบภาวะล้มละลายทางการเงินจะลดลง ในการวิจัยนี้กำหนดให้อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิคำนวณจาก ราคาตลาดต่อหุ้นหารราคาตามบัญชีต่อหุ้นและอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชีคำนวณจากราคาตลาดต่อหุ้นหารราคาตามบัญชีต่อหุ้น

กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry Group)

ตามแนวคิดจากหลายทฤษฎีระดับของอุตสาหกรรมมีผลกระทบต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าปัจจัยในระดับอุตสาหกรรมควรถูกนำมาพิจารณาเป็นองค์ประกอบสำคัญในการทำนายโอกาสการล้มละลายของกิจการ เนื่องจากบริษัทในอุตสาหกรรมต่างกัน แม้จะมีข้อมูลทางการเงินใกล้เคียงกัน แต่ก็อาจมีแนวโน้มการเกิดปัญหาทางการเงินแตกต่างกัน ดังนั้น โอกาสของการล้มละลายอาจแตกต่างกันไปสำหรับบริษัทในอุตสาหกรรมที่ต่างกัน ซึ่งมีงบการเงินเหมือนกัน ในการวิจัยนี้กำหนดให้กลุ่มอุตสาหกรรม Safe Zone แทนค่าด้วยค่า 1 คือ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มบริการ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (สุพัตรา อภิชัยมงคล, 2566) ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมที่บริษัทส่วนใหญ่อยู่ในเกณฑ์ Distress Zone แทนค่าด้วยค่า 0 คือ กลุ่มทรัพยากร กลุ่มเทคโนโลยี และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Angheliescu & Tai, 2005)

ขนาดกิจการ (Firm Size)

ขนาดของกิจการวัดจากมูลค่าสินทรัพย์รวมตามงบการเงินรวม ซึ่งสะท้อนถึงปริมาณทรัพยากรที่กิจการครอบครอง ไม่ว่าจะเป็นโรงงาน เครื่องจักร อุปกรณ์ สินค้า และทรัพย์สินอื่นๆ ที่ใช้ในการดำเนินธุรกิจ โดยทั่วไป กิจการที่มีสินทรัพย์รวมในระดับสูงมักมีศักยภาพในการแข่งขันทางธุรกิจมากกว่า และมีแนวโน้มที่จะสร้างผลกำไรได้ดีกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก เนื่องจากมูลค่าสินทรัพย์รวมของแต่ละกิจการมีความแตกต่างกันอย่างมาก จึงนิยมแปลงค่าด้วย วิธีลอการิทึม (Logarithm) เพื่อให้ค่ามีสเกลที่ใกล้เคียงกันมากขึ้น ช่วยลดความเบี่ยงเบนของข้อมูล และทำให้การวิเคราะห์ทางสถิติมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น (นฤพล อ่อนวิมล และ พิธาน แสนภักดี, 2566) ในการวิจัยนี้กำหนดให้ ขนาดของกิจการเป็นตัวแปรควบคุม

สมมติฐานการวิจัย

การวิจัยนี้ได้กำหนดสมมติฐาน 13 ข้อ ดังนี้

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

H1: การควมรวมตำแหน่งระหว่างประธานฝ่ายบริหารและประธานกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อความล้มเหลวทางการเงิน

H2: กรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความล้มเหลวทางการเงิน

H3: ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความล้มเหลวทางการเงิน

H4: การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความล้มเหลวทางการเงิน

H5: สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความล้มเหลวทางการเงิน

H6: สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นภายนอก (ไม่รวมนักลงทุนสถาบัน) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความล้มเหลวทางการเงิน

H7: อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความล้มเหลวทางการเงิน

H8: อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมดมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อความล้มเหลวทางการเงิน

H9: อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมดมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความล้มเหลวทางการเงิน

H10: อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมดมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความล้มเหลวทางการเงิน

H11: อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความล้มเหลวทางการเงิน

H12: อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความล้มเหลวทางการเงิน

H13: กลุ่มอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความล้มเหลวทางการเงิน

วิธีการดำเนินงานวิจัย

1) เลือกกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยแบ่งประเภทกลุ่มตัวอย่างเป็นสองกลุ่มคือ บริษัทประสบปัญหาทางการเงินและบริษัทไม่ประสบปัญหาทางการเงิน ซึ่งจะเลือกจากตัวอย่างที่มีข้อมูลงบการเงินครบถ้วนย้อนหลัง 4 ปี ระหว่างปี 2562-2565 จำนวน 500 บริษัท หากในปีใดปีหนึ่งมีข้อมูลไม่ครบถ้วนจะไม่นำมาเป็นตัวอย่างในการศึกษา โดยกำหนดให้บริษัทประสบความล้มเหลวทางการเงิน คือ บริษัทที่อยู่ในประกาศรายชื่อหลักทรัพย์จดทะเบียนที่ถูกเพิกถอน (Delisted Securities) และบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน (Companies Under Rehabilitation) รวมถึงบริษัทจดทะเบียนที่มีสถานะ NC (Non-Compliance) หรือ C (Caution) หรือ NP (Notice Pending) ที่บ่งบอกว่าบริษัทจดทะเบียนนั้นมีความเสี่ยงในเรื่องฐานะการเงิน หรือ ขาดทุนสุทธิติดลบในช่วงสองปีติดต่อกัน จะถูกจัดกลุ่มว่าประสบความล้มเหลวทางการเงินแทนค่าด้วยค่า 0 และบริษัทไม่ประสบความล้มเหลวทางการเงิน คือ บริษัทจดทะเบียนที่มีการซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยไม่มีสถานะตามที่กำหนดของบริษัทที่มีความล้มเหลวทางธุรกิจ และยังคงดำเนินงานอยู่แทนค่าด้วยค่า 1 โดยมีรายละเอียดจำนวนตัวแปรตามแต่ละช่วงระยะเวลาได้ตามตารางที่ 1 ดังนี้

ตารางที่ 1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา จำแนกตามช่วงระยะเวลา

ช่วงระยะเวลา	จำนวนบริษัท		
	ไม่มีภาวะล้มเหลวทางการเงิน	มีภาวะล้มเหลวทางการเงิน	กลุ่มตัวอย่าง
1 ปีก่อนประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน	290	1,210	1,500
2 ปีก่อนประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน	194	806	1,000
3 ปีก่อนประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน	92	408	500
รวมทั้งสิ้น	576	2,424	3,000

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

2) สร้างแบบจำลองการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงิน โดยการใช้วิธีทางสถิติวิเคราะห์การถดถอยแบบโลจิสติกส์ เพื่อใช้ในการศึกษาการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมการดังต่อไปนี้

สำหรับ 1 ปีก่อนที่จะประสบปัญหาความล้มเหลวทางการเงินจะสามารถสร้างและวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ ตามสมการดังต่อไปนี้

$$P(Y=1) = \alpha + \beta_1 \text{DUAL}_{t-1} + \beta_2 \text{BIN}_{t-1} + \beta_3 \text{BSZ}_{t-1} + \beta_4 \text{CON}_{t-1} + \beta_5 \text{OIN}_{t-1} + \beta_6 \text{ONM}_{t-1} + \beta_7 \text{CR}_{t-1} + \beta_8 \text{DT}_{t-1} + \beta_9 \text{AT}_{t-1} + \beta_{10} \text{ROA}_{t-1} + \beta_{11} \text{P/BV}_{t-1} + \beta_{12} \text{P/V}_{t-1} + \beta_{13} \text{INDUS}_{t-1} + \beta_{14} \text{FSZ}_{t-1} + \epsilon$$

สำหรับ 2 ปีก่อนที่จะประสบปัญหาความล้มเหลวทางการเงินจะสามารถสร้างและวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ ตามสมการดังต่อไปนี้

$$P(Y=2) = \alpha + \beta_1 \text{DUAL}_{t-2} + \beta_2 \text{BIN}_{t-2} + \beta_3 \text{BSZ}_{t-2} + \beta_4 \text{CON}_{t-2} + \beta_5 \text{OIN}_{t-2} + \beta_6 \text{ONM}_{t-2} + \beta_7 \text{CR}_{t-2} + \beta_8 \text{DT}_{t-2} + \beta_9 \text{AT}_{t-2} + \beta_{10} \text{ROA}_{t-2} + \beta_{11} \text{P/BV}_{t-2} + \beta_{12} \text{P/V}_{t-2} + \beta_{13} \text{INDUS}_{t-2} + \beta_{14} \text{FSZ}_{t-2} + \epsilon$$

สำหรับ 3 ปีก่อนที่จะประสบปัญหาความล้มเหลวทางการเงินจะสามารถสร้างและวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ ตามสมการดังต่อไปนี้

$$P(Y=3) = \alpha + \beta_1 \text{DUAL}_{t-3} + \beta_2 \text{BIN}_{t-3} + \beta_3 \text{BSZ}_{t-3} + \beta_4 \text{CON}_{t-3} + \beta_5 \text{OIN}_{t-3} + \beta_6 \text{ONM}_{t-3} + \beta_7 \text{CR}_{t-3} + \beta_8 \text{DT}_{t-3} + \beta_9 \text{AT}_{t-3} + \beta_{10} \text{ROA}_{t-3} + \beta_{11} \text{P/BV}_{t-3} + \beta_{12} \text{P/V}_{t-3} + \beta_{13} \text{INDUS}_{t-3} + \beta_{14} \text{FSZ}_{t-3} + \epsilon$$

โดยที่ตัวแปร $t = \text{year of company status}$

B = coefficient

E = error

DUAL = การรวมตำแหน่งระหว่างประธานฝ่ายบริหารและประธานกรรมการ

BIN = สัดส่วนกรรมการอิสระ

BSZ = ขนาดคณะกรรมการ

CON = ความเข้มข้นของการเป็นเจ้าของ

OIN = สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน

ONM = สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ภายนอก (ไม่รวมนักลงทุนสถาบัน)

CR = อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน

DT = อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด

AT = อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด

ROA = อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมด

P/BV = อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี

P/E = อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ

INDUS = กลุ่มอุตสาหกรรม

FSZ = ขนาดกิจการ

3) ตรวจสอบเงื่อนไขและข้อตกลงเบื้องต้นอาทิเช่น การหาความสัมพันธ์ร่วมพหุเชิงเส้นระหว่างกัน (Multicollinearity) การวิเคราะห์องค์ประกอบความแปรปรวน Variance Inflation Factor (VIF) การตรวจสอบโดยการดูค่า Tolerance เป็นต้น

4) การตรวจสอบความเหมาะสมโดยการพิจารณาผลจากสัดส่วนของตัวอย่างที่ได้จากการสังเกต ซึ่งมีการพยากรณ์ได้อย่างถูกต้อง (Classification Table)

ผลการวิจัย

การศึกษานี้ใช้การทดสอบค่าเฉลี่ยของตัวแปรอิสระ (Independent Sample t-test) เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่มบริษัทที่ประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินกับกลุ่มที่ไม่ล้มเหลว โดยอาศัยการพิจารณาค่าระดับนัยสำคัญทางสถิติจาก Levene's Test for Equality of Variances และค่า Sig. (2-tailed) จากการทดสอบ t-test for Equality of Means หากค่า Sig. ของ Levene's Test มากกว่า 0.05 ค่าเฉลี่ยของตัวแปรอิสระทั้งสองกลุ่มไม่มีความแตกต่างกัน หากค่า Sig. ของ Levene's Test น้อยกว่า 0.05 ค่าเฉลี่ยของตัวแปรอิสระทั้งสองกลุ่มมีความแตกต่างกัน ผลการทดสอบ พบว่า ตัวแปรอิสระทั้งหมดที่ถูกคัดเลือกมีค่า Sig. (2-tailed) น้อยกว่า 0.05 แสดงถึงความแตกต่างของค่าเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างสองกลุ่ม ซึ่งชี้ให้เห็นว่าตัวแปรเหล่านี้มีศักยภาพในการใช้เป็นตัวแปรพยากรณ์ภาวะความล้มเหลวของบริษัทในอนาคต ตัวแปรอิสระทั้ง 7 ตัว สำหรับ 1 และ 2 ปีก่อนบริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน และตัวแปรอิสระ 4 ตัว สำหรับ 3 ปีก่อนบริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน (ด้วยข้อจำกัดด้านพื้นที่การนำเสนอจำไม่ได้แสดงตารางทดสอบค่าเฉลี่ยตัวแปรอิสระ)

การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา เพื่อป้องกันการเกิดปัญหา Multicollinearity หรือการมีสหสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระมากกว่า 2 ตัว ซึ่งการที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันในระดับที่สูง อาจส่งผลให้สมการที่ใช้ในการพยากรณ์ตัวแปรตามมีความคลาดเคลื่อน จึงทำการทดสอบความสัมพันธ์กันโดยใช้ค่า Tolerance และค่า Variance Inflation Factor (VIF) ถ้าหากค่า Tolerance ของตัวแปรมีค่าน้อยกว่า 0.1 และค่า VIF มีค่ามากกว่า 1.0 พบว่าตัวแปรนั้นเกิด Multicollinearity แสดงว่าตัวแปรอิสระนั้นมีความสัมพันธ์กันเองสูง จึงต้องตัดตัวแปรออกจากการวิเคราะห์ ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุ โดยวิธีเพิ่มตัวแปรอิสระแบบขั้นตอน (Stepwise Regression) ซึ่งได้ผลลัพธ์ตามตารางที่ 2 ดังนี้

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์ Multicollinearity โดยค่า Tolerance และค่า VIF

	1 ปีก่อนประสบปัญหาทางการเงิน			2 ปีก่อนประสบปัญหาทางการเงิน			3 ปีก่อนประสบปัญหาทางการเงิน		
	Sig.	Tolerance	VIF	Sig.	Tolerance	VIF	Sig.	Tolerance	VIF
DUAL	-	-	-	0.009	0.991	1.010	-	-	-
BSZ	0.000	0.934	1.070	0.009	0.991	1.010	0.007	0.977	1.024
OIN	0.009	0.945	1.006	0.001	0.926	1.081	0.000	0.956	1.035
CR	0.003	0.969	1.030	0.008	0.943	1.065	-	-	-
DT	0.000	0.926	1.080	0.001	0.973	1.030	-	-	-
AT	0.000	0.916	1.090	0.007	0.915	1.099	0.002	0.966	1.047
ROA	0.000	0.911	1.010	0.000	0.900	1.101	0.000	0.946	1.068

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ จากตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ โดยใช้ข้อมูลล่วงหน้า 1 ปีก่อนบริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน พบว่า ขนาดของคณะกรรมการ (H3) ($\beta = -1.090$) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (H5) ($\beta = -1.010$) อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด (H9) ($\beta = -90.322$) อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (H10) ($\beta = -2.790$) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความล้มเหลวทางการเงิน ในทางกลับกัน อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (H8) ($\beta = 0.454$) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อความล้มเหลวทางการเงิน ผลการทดสอบการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ โดยใช้ข้อมูลล่วงหน้า 2 ปีก่อนบริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินขนาดของคณะกรรมการ (H3) ($\beta = -1.124$) อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

ทั้งหมด (H9) ($\beta = -86.789$) อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (H10) ($\beta = -3.871$) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความล้มเหลวทางการเงิน ในทางกลับกัน อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (H8) ($\beta = 0.489$) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อความล้มเหลวทางการเงิน และผลการทดสอบการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ โดยใช้ข้อมูลล่วงหน้า 3 ปีก่อนบริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน ขนาดของคณะกรรมการ (H3) ($\beta = -1.145$) อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด (H9) ($\beta = -36.043$) และอัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (H10) ($\beta = -3.780$) ความสัมพันธ์เชิงลบต่อความล้มเหลวทางการเงิน

สถิติหลายรายการที่ใช้เพื่อวัดแบบจำลองขั้นสุดท้ายสำหรับระยะเวลา 1 ปี 2 ปี และ 3 ปีก่อนที่จะเกิดภาวะวิกฤตทางการเงิน ซึ่งทั้งหมดมีความเหมาะสมและยอมรับได้ รวมถึงค่าไคสแควร์ ($p < 0.05$) ฮอสเมอร์-เลเมียร์ ($p > 0.05$) วาลด์ ($p < 0.05$) และ -2LL ($p < 0.05$) นอกจากนี้ ค่าของ Cox & Snell R2 และ Nagelkerke R2 สามารถอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายความผันแปรต่อตัวแปรตาม คือ สามารถอธิบายภาวะล้มเหลวทางการเงินได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (ด้วยข้อจำกัดด้านพื้นที่การนำเสนอจำไม่ได้แสดงตารางทดสอบค่าเฉลี่ยตัวแปรอิสระ)

ตารางที่ 3 ผลการทดสอบการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ โดยใช้ข้อมูลล่วงหน้า 1 2 และ 3 ปีก่อนบริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน

ตัวแปร	1 ปีก่อนประสบปัญหาทางการเงิน			2 ปีก่อนประสบปัญหาทางการเงิน			3 ปีก่อนประสบปัญหาทางการเงิน		
	β	Wald	Sig.	β	Wald	Sig.	β	Wald	Sig.
Constant	-1.117	2.564	0.013	-1.768	0.000	3.454	-2.089	4.505	0.004
BSZ	-1.090	1.009	0.027*	-1.124	1.030	0.009**	-1.145	1.011	0.032*
OIN	-1.010	0.999	0.044*	-	-	-	-	-	-
DT	0.454	0.246	0.012**	0.489	0.263	0.023*	-	-	-
AT	-90.322	16.961	0.000**	-86.789	13.873	0.000**	-36.043	3.582	0.002**
ROA	-2.790	4.991	0.000**	-3.871	18.114	0.000**	-3.780	14.725	0.005**

**p-value is significant at the 0.01 level, *p-value is significant at the 0.05 level

การทดสอบความแม่นยำของแบบจำลองที่ถูกสร้างขึ้นซึ่งข้อผิดพลาดประเภทที่ I (Type I Error) คือ การพยากรณ์ผิดพลาดโดยพยากรณ์ว่าบริษัทที่ไม่ประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินเป็นบริษัทที่ประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน และข้อผิดพลาดประเภทที่ II (Type II Error) คือ การพยากรณ์ผิดพลาดโดยพยากรณ์ว่าบริษัทที่ประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินเป็นบริษัทที่ไม่ประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน ซึ่งการแสดงความแม่นยำของแบบจำลองในการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงิน กำหนดให้ 1 2 และ 3 ปีก่อนบริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน โดยที่อัตราความแม่นยำโดยรวมของแบบจำลอง คือ 90.07% สำหรับข้อผิดพลาดประเภท I และประเภท II คือ 20.69% และ 7.36% ตามลำดับ ในช่วง 2 ปีก่อนบริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน อัตราความแม่นยำโดยรวมอยู่ที่ 89.4% โดยมีข้อผิดพลาดประเภท I อยู่ที่ 20.10% และข้อผิดพลาดประเภท II อยู่ที่ 8.31% นอกจากนี้ ในช่วง 3 ปีก่อนบริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน สามารถจำแนกประเภทความแม่นยำโดยรวมได้อย่างถูกต้องที่ 87.80% ซึ่งประกอบด้วยข้อผิดพลาดประเภท I อยู่ที่ 25.00% และข้อผิดพลาดประเภท II อยู่ที่ 9.31%

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

การศึกษาการพยากรณ์สัญญาณเตือนภัยภาวะล้มเหลวทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถือเป็นการเสริมสร้างกลไกป้องกันเชิงรุกให้กับภาคธุรกิจ ซึ่งส่งผลต่อความยั่งยืนในมิติเศรษฐกิจผ่านปัจจัย

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

ที่สามารถพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงิน เช่น ขนาดคณะกรรมการ (BSZ) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (OIN) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DT) อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด (AT) และอัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์ (ROA) ล้วนแล้วแต่เป็นตัวบ่งชี้ที่สะท้อนเสถียรภาพและความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของกิจการอันเป็นพื้นฐานของการเติบโตอย่างยั่งยืน และความยั่งยืนในมิติสังคมและธรรมาภิบาล ประกอบด้วยการกำกับดูแลกิจการที่ดี เช่น ขนาดของคณะกรรมการ และบทบาทของนักลงทุนสถาบัน ซึ่งเป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนองค์กรอย่างโปร่งใส รับผิดชอบ และตรวจสอบได้ ซึ่งมีบทบาทในการป้องกันพฤติกรรมที่นำไปสู่ความล้มเหลวทางการเงิน และเสริมสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย อันเป็นหัวใจของการพัฒนาที่ยั่งยืนในระยะยาว

การวิเคราะห์คุณสมบัติของการกำกับดูแลกิจการ พบว่า ขนาดคณะกรรมการ (BSZ) สามารถพยากรณ์ความล้มเหลวทางการเงินของบริษัทได้ ขนาดคณะกรรมการมีจำนวนเพิ่มมากขึ้นบริษัทมีโอกาสประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินน้อยลง ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource dependence theory) อธิบายถึงข้อดีของคณะกรรมการขนาดใหญ่ ประการแรก การมีคณะกรรมการขนาดใหญ่ส่งผลให้คณะกรรมการเพิ่มขึ้นนั้นมีความรู้และความเชี่ยวชาญที่มากขึ้นและหลากหลายในการบริหารงาน ประการที่สอง คณะกรรมการขนาดใหญ่จะเชื่อมโยงความร่วมมือกับภายนอกได้ดีกว่าการมีคณะกรรมการขนาดเล็ก ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ นฤพล อ่อนวิมล และ พิธาน แสนภักดี (2566) ประสิทธิภาพของคณะกรรมการ เช่น คณะกรรมการขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะประสานกันและมีเครือข่ายสภาพแวดล้อมในทางธุรกิจขนาดใหญ่และสามารถดึงทรัพยากรภายนอกเข้าสู่กิจการได้มากขึ้น และ Abidin et al. (2021) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางลบต่อการล้มละลายทางการเงิน

การวิเคราะห์โครงสร้างผู้ถือหุ้น พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (OIN) สามารถพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันเพิ่มขึ้นบริษัทมีโอกาสประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินน้อยลง เนื่องจาก ผู้ถือหุ้นสถาบันถือเป็นนักลงทุนที่มีความรู้และความเชี่ยวชาญในด้านการลงทุน และมีอิทธิพลในการดูแลกำกับกิจการให้มีประสิทธิภาพ ส่งผลดีต่อกิจการในการกำกับดูแลการทำงาน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษา ศรีณีย์พร รักษาพงษ์ และ ชุตินา นาคประสิทธิ์ (2562) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของเจ้าของสถาบัน มีความสัมพันธ์ในทางลบต่อการล้มละลายทางการเงิน

ผลการศึกษาของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DT) พบว่า สามารถพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินของบริษัท หากบริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นบริษัทมีโอกาสประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน Dwiarti et al. (2021) และ ชินทัต โกศลวิตร และคณะ (2564) ที่แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมที่มีค่าน้อยนั้นแปลว่าสินทรัพย์ของบริษัทมาจากเงินของเจ้าของเป็นส่วนใหญ่ แต่ถ้ามีค่าที่สูงก็แปลว่าสินทรัพย์โดยส่วนใหญ่้นั้นมาจากการก่อหนี้ ซึ่งการที่บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินอยู่ในระดับที่สูงแปลว่ามีหนี้สินอยู่ในระดับที่สูงเมื่อเทียบกับเงินของเจ้าของ นอกจากบริษัทจะต้องแบกรับภาระดอกเบี้ยแล้ว ในอนาคตถ้าหากขาดสภาพคล่องทางการเงิน ทำให้บริษัทมีโอกาสที่จะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน

ผลการศึกษาของอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด (AT) พบว่า อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด เป็นตัวแปรอิสระที่สามารถพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินของบริษัท หากบริษัทมีอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมดเพิ่มขึ้น บริษัทจะมีโอกาสประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินลดลง สอดคล้องกับผลการศึกษาของ เปรมารัช วิลาลัย (2564) และ Abidin et al. (2021) ซึ่งแสดงให้เห็นความสามารถในการนำทรัพย์สินไปใช้เพื่อก่อให้เกิดรายได้ ซึ่งอัตราส่วนมีค่ามากหมายถึงกิจการสามารถบริหารสินทรัพย์ให้เกิดผลตอบแทนได้อย่างคุ้มค่า กิจการสามารถนำทรัพย์สินไปใช้เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์อื่นๆ และลดความเสี่ยงที่จะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน

ผลการศึกษาของอัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (ROA) พบว่า อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมดสามารถพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินของบริษัท หากบริษัทมีอัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมดเพิ่มขึ้นบริษัทมีโอกาสประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินลดลง สอดคล้องกับผลการศึกษาของ สุภาพร วงษ์ปัญญา และ ณคุณ

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

ธรณินิติญาณ (2565) และ Shetty et al. (2022) พบว่า หากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่คำนวณได้มีค่ามาก แสดงว่ากิจการได้นำสินทรัพย์ที่มีอยู่ไปใช้ในการดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้ได้ผลตอบแทนรับผลตอบแทนสูง และลดความเสี่ยงในการล้มละลายทางการเงินของกิจการ

การศึกษานี้ ไม่เพียงมุ่งพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงิน แต่ยังมีนัยยะสำคัญต่อการสร้างรากฐานของ “ความยั่งยืนทางธุรกิจ” ผ่านมุมมองของการวิเคราะห์ความเสี่ยง เสถียรภาพทางการเงิน และธรรมาภิบาลที่ดี ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยให้กิจการสามารถดำรงอยู่ในสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วและท้าทายได้อย่างยั่งยืน

ข้อเสนอแนะที่ได้รับจากการวิจัย

จากการศึกษาการประสพความล้มเหลวทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยพิจารณาจากตัวแปรจำนวน 13 ตัว ซึ่งครอบคลุมข้อมูลด้านการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการดำเนินงานทางการเงิน และกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า ในช่วงเวลา 1 ปี ก่อนที่บริษัทจะประสพภาวะล้มเหลวทางการเงิน ตัวแปรที่สามารถนำมาใช้พยากรณ์ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ขนาดคณะกรรมการ (BSZ), สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (OIN), อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DT), อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (AT) และ อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ในช่วงเวลา 2 ปี ก่อนการล้มเหลว พบว่า ตัวแปรขนาดคณะกรรมการ (BSZ), อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DT), อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (AT) และ อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ยังคงมีอิทธิพลในการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และในขณะที่ช่วงเวลา 3 ปี ก่อนเกิดภาวะล้มเหลว ตัวแปรที่สามารถใช้พยากรณ์ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ขนาดคณะกรรมการ (BSZ), อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (AT) และ อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) การศึกษานี้แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรด้านโครงสร้างการกำกับดูแลและผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยเฉพาะขนาดคณะกรรมการ (BSZ), อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (AT) และ อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีบทบาทสำคัญต่อการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินของบริษัทในระยะเวลา 1-3 ปีล่วงหน้า จึงสามารถนำผลลัพธ์นี้ไปใช้ในการพยากรณ์สัญญาณเตือนภัยภาวะล้มเหลวทางการเงินของธุรกิจในอนาคตได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

ควรมีการวิจัยเกี่ยวกับตัวแปรอิสระในด้านอื่นๆ เช่น สัดส่วนของคณะกรรมการบริหารเพศหญิง รายงานความคิดเห็นของผู้สอบบัญชี ชื่อเสียงประวัติผู้บริหาร ทิศนคติของผู้บริหารในด้านการบริหารความเสี่ยง ซึ่งอาจส่งผลให้แบบจำลองในการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินของบริษัทที่ได้สามารถชี้วัดปัญหาล้มเหลวทางการเงินได้มากขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- ธินทัต โกศลวิตร, เคียงขวัญ อักษรวงศ์ และ วิชดา ลิวานนท์ชัย. (2564). การพยากรณ์ความล้มเหลวทางการเงินของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารศาสตร์ มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี*, 10(2), 41-56.
- นฤพล อ่อนนิมล และ พิธาน แสนภักดี. (2566). ผลกระทบประสิทธิภาพของคณะกรรมการและกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีต่อต้นทุนของหนี้ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารมหาจุฬานาครธรรมศาสตร์*, 10(5), 153-163.
- ปิยานันท์ ฌ์รัฐจิโรจน์ และ ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันและสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัท. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, 34(111), 110-125.
- เปรมราช วิลาลัย. (2564). โอกาสในการล้มเหลวทางการเงิน กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ถูกเพิกถอน. *วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏนครปฐม*, 8(1), 162-173.
- พรรณราย ละตา. (2564). อิทธิพลของการป้องกันการทุจริตและการจงใจโดยให้ผลประโยชน์ที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลทางการเงิน: หลักฐานเชิงประจักษ์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *BU Academic Review*, 20(1), 148-168.

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

ศรัณย์พร รักษาพงษ์ และ ชุติมา นาคประสิทธิ์. (2562). การศึกษาเปรียบเทียบการกำกับดูแลกิจการระหว่างบริษัทที่มีความล้มเหลวทางธุรกิจกับบริษัทที่ไม่มีความล้มเหลวทางธุรกิจกรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น*, 3(1), 21-44.

ศิริลักษณ์ หน่อปันปน และ ดนัย ลิขิตรัตน์เจริญ. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงต่อการประสบปัญหาทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่*, 11(1), 14-21.

สุพัตรา อภิชัยมงคล. (2566). ความสัมพันธ์ระหว่างความล้มเหลวทางการเงินกับอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารรัชต์ภาคย์*, 17(54), 48-58.

สุภาพร วงษ์ปัญญา และ ฤศณิ นิตินิธิคุณ. (2565). แบบจำลองทำนายความล้มเหลวทางการเงินของสหกรณ์เครดิตยูเนียนในประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น*, 6(2), 48-61.

เอกภาพ เอกวิกรัย. (2562). ผลของการกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุด ต่อผลการดำเนินงานและความเสี่ยงของบริษัท. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 15(46), 27-44.

Abidin, J., Abdullah, N., & Khaw, K. (2021). Bankruptcy prediction: smes in the hospitality industry. *International Journal of Banking and Finance*, 16(2), 51-80.

Angelescu, A., & Tai, B. (2005). *Bankruptcy Prediction in the High-Tech Industry*. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.649501>.

Begovic, V., Tomasevic, S., & Ercegovac, D. (2022). Selection of variables in the function of improving the bankruptcy prediction model. *Ekonomika*, 67(3), 45-59.

Bredart, X. (2020). Bankruptcy prediction: Mediating effects of board size. *Recherches en Sciences de Gestion*, 138(3), 243-262.

Darmawan, A., & Supriyanto, J. (2018). The Effect of Financial Ratio on Financial Distress in Predicting Bankruptcy. *Journal of Applied Managerial Accounting*, 2(1), 110-120.

Dwiarti, R., Hazmi, S., Santosa, A., & Rahman, Z. (2021). Does Bankruptcy Matter in Non-Banking Financial Sector Companies?: Evidence from Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 441-449.

Farwis, M., Nazar, C., & Azeez, A. (2020). Corporate Board and Firm Risk: An Emerging Market Perspective. *International Journal of Financial Research*, 11(6), 301-317.

Handriani, E., Ghozali, I., & Hersugodo. (2021). Corporate governance on financial distress: Evidence from Indonesia. *Management Science Letters*, 11, 1833-1844.

Manzaneque, M., Priego, M., & Merino, E. (2016). Corporate governance effect on financial distress likelihood: Evidence from Spain. *Revista de Contabilidad*, 19(1), 111-121.

Shetty, S., Musa, M., & Brédart, X. (2022). Bankruptcy Prediction Using Machine Learning Techniques. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(1), 35.

Data Availability Statement: The raw data supporting the conclusions of this article will be made available by the authors, without undue reservation.

Conflicts of Interest: The authors declare that the research was conducted in the absence of any commercial or financial relationships that could be construed as a potential conflict of interest.

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

Publisher's Note: All claims expressed in this article are solely those of the authors and do not necessarily represent those of their affiliated organizations, or those of the publisher, the editors and the reviewers. Any product that may be evaluated in this article, or claim that may be made by its manufacturer, is not guaranteed or endorsed by the publisher.



Copyright: © 2025 by the authors. This is a fully open-access article distributed under the terms of the Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0).