โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อภาวะล้มเหลวทางการเงิน : การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

THE OWNERSHIP STRUCTURE THAT FINANCIAL DISTRESS: AN EMPIRICAL STUDY OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

อัฏฐวัณณ์ จันทสุทโธ[1], ดารารัตน์ พัฒเวช[2]
Attawan Juntasutho[1], Dararat Pattavet[2]

(Received: December 8, 2025 ; Revised: February 12, 2026 ; Accepted: May 11, 2026)

บทคัดย่อ

บทความวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ ศึกษาผลกระทบจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อภาวะความล้มเหลวทางการเงิน และสร้างแบบจำลองการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงิน โดยมีคุณลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยพยากรณ์ กลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 528 บริษัท ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ระยะเวลาการศึกษาอยู่ในช่วง พ.ศ. 2565-2567 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย คือ การวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก ผลการวิจัย พบว่า การกระจุกตัวของการเป็นเจ้าของ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีอิทธิพลเชิงลบกับภาวะล้มเหลวทางการเงิน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และพบว่าแบบจำลองมีความถูกต้องในการพยากรณ์ก่อนเกิดภาวะล้มเหลวทางเงิน หนึ่งปี และสองปี ที่ 97.35% และ 96.21% ตามลำดับ ผลการวิจัยเสนอแนะให้ผู้บริหาร นักลงทุน เจ้าหนี้ และหน่วยงานกำกับดูแลให้ความสำคัญกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น ซึ่งพบว่ามีส่วนช่วยลดโอกาสการเกิดภาวะล้มเหลวทางการเงินของบริษัท นอกจากนี้ ผู้มีส่วนได้เสียสามารถนำแบบจำลองพยากรณ์สัญญาณเตือนภัยไปประยุกต์ใช้ประกอบการตัดสินใจด้านการลงทุนและการให้สินเชื่อ ทั้งนี้หน่วยงานกำกับดูแลสามารถนำแบบจำลองดังกล่าวไปใช้เป็นเครื่องมือเชิงระบบในการติดตาม ประเมิน และ ป้องกันความเสี่ยงทางการเงินของธุรกิจได้อย่างมีประสิทธิผล

คำสำคัญ : โครงสร้างผู้ถือหุ้น ภาวะล้มเหลวทางการเงิน การพยากรณ์

[1] อาจารย์ประจำ คณะบัญชี มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
Instructor, School of Accounting, Bangkok University. e-mail: attawan.j@bu.ac.th
[2] อาจารย์ประจำ คณะบริหารธุรกิจบัณฑิต วิทยาลัยนานาชาติ มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
Instructor, Business Administration, Bangkok University International. e-mail: dararat.p@bu.ac.th

Abstract

This research aims to examine the impact of ownership structure on financial distress and to develop a financial distress prediction model using ownership structure characteristics as predictors. The sample comprised 528 listed companies in all industry groups, excluding the financial industry, for the study period from 2022 to 2024. Logistic regression analysis was used as the research tool. The results revealed that ownership, ownership institutional, and ownership foreign had a statistically significant negative influence on financial distress. The model was found to be effective, with one- and two-year forecast accuracy of 97.35 % and 96.21 %, respectively, before financial distress. The research suggests that executives, investors, creditors, and regulatory agencies should focus on ownership structure, which has been found to help reduce the likelihood of a company's financial distress. Furthermore, stakeholders should apply early warning system models to their investment and lending decisions. Regulatory agencies can also use these models as a systematic tool to effectively monitor, assess, and prevent financial risks to businesses.

Keywords: Ownership Structure, Financial Distress, Prediction

บทนำ

ภาวะล้มเหลวทางการเงินและการล้มละลายของบริษัทเป็นปรากฏการณ์ที่ส่งผลกระทบอย่างรุนแรงต่อเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจทั้งในระดับจุลภาคและมหภาค โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดทุนอันประกอบด้วยผู้มีส่วนได้เสียหลากหลายกลุ่ม อาทิ ผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ นักลงทุน พนักงาน และสาธารณชน การล้มเหลวทางการเงินของบริษัทมักเกิดขึ้นอย่างไม่ทันตั้งตัว ส่งผลให้บริษัทไม่สามารถเตรียมมาตรการรับมือได้ทันท่วงที การพยากรณ์ความล้มเหลวทางการเงินจึงเข้ามามีบทบาทสำคัญในการเป็นสัญญาณเตือนภัยล่วงหน้า ซึ่งสามารถช่วยให้บริษัทและผู้มีส่วนได้เสียสามารถบริหารความเสี่ยงและกำหนดกลยุทธ์เชิงป้องกันได้อย่างมีประสิทธิภาพ

การประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินหรืออยู่ในสภาวะที่มีหนี้สินสูงเกินความสามารถในการชำระคืน ซึ่งสะท้อนถึงความเปราะบางทางการเงินและเสถียรภาพในการดำเนินธุรกิจของกิจการ ตลอดช่วงหลายทศวรรษที่ผ่านมาพบงานวิจัยจำนวนมากที่ศึกษาการพัฒนาแบบจำลองเพื่อประเมินความเสี่ยงของการล้มเหลวทางการเงิน โดยใช้ข้อมูลทางการเงินและปัจจัยเชิงโครงสร้างต่าง ๆ เพื่อระบุสัญญาณเตือนภัยในการเกิดความล้มเหลวทางการเงิน (ไพฑูรย์ อินต๊ะขัน และคณะ, 2563) การศึกษาความแม่นยำของแบบจำลองพยากรณ์ภาวะล้มเหลวมีความสำคัญอย่างยิ่ง โดยเฉพาะในบริบทของประเทศไทยที่ยังมีช่องว่างทางวิชาการด้านปัจจัยชี้นำภาวะความเสี่ยง ตลอดจนความจำเป็นในการพัฒนากรอบวิเคราะห์ที่ทันสมัยและสอดคล้องกับข้อมูลในปัจจุบัน (อรญา ใจสมัคร และรวี ลงกาน, 2566)

การประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ถือเป็นประเด็นสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียทั้งในระดับองค์กรและนักลงทุน หนึ่งในปัจจัยที่ได้รับการกล่าวถึงอย่างต่อเนื่องในวรรณกรรมด้านการกำกับดูแลกิจการ คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้น ซึ่งมีบทบาทสำคัญต่อกลไกการตรวจสอบ การบริหารจัดการ และการลดความเสี่ยงในการตัดสินใจของฝ่ายบริหารที่อาจนำไปสู่ภาวะล้มเหลวทางการเงิน โครงสร้างผู้ถือหุ้นในรูปแบบต่าง ๆ ล้วนสะท้อนอิทธิพลในการกำกับดูแลกิจการและประสิทธิภาพเชิงโครงสร้างที่แตกต่างกัน ซึ่งส่งผลได้ทั้งในเชิงบวกและลบต่อความมั่นคงทางการเงินของกิจการ ทั้งนี้ ผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือครองในระดับสูงมักมีอำนาจในการกำหนดนโยบายผ่านการบริหารงานโดยตรงหรือการแต่งตั้งตัวแทน ส่งผลต่อทิศทางการดำเนินงานและผลประกอบการของกิจการ (วรปรียา ช้างเอก, 2565)

โครงสร้างผู้ถือหุ้นนับเป็นองค์ประกอบสำคัญของกลไกกำกับดูแลกิจการ ซึ่งส่งผลต่อการดำเนินงานของผู้บริหารและความมั่นคงทางการเงินของกิจการ ตามแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) พบว่าการมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ นักลงทุนสถาบัน ผู้ถือหุ้นภายนอก หรือผู้ถือหุ้นต่างชาติในสัดส่วนที่แตกต่างกันมีอิทธิพลต่อการตรวจสอบและการบริหารความเสี่ยงขององค์กร ในบริบทของประเทศไทยยังขาดการศึกษาเชิงลึกเกี่ยวกับอิทธิพลของโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีต่อความเป็นไปได้ในการเกิดภาวะล้มเหลวทางการเงิน ซึ่งสะท้อนให้เห็นช่องว่างขององค์ความรู้ที่ควรได้รับการเติมเต็มอย่างเป็นระบบ ผู้วิจัยจึงมีความประสงค์ที่จะศึกษาผลกระทบขององค์ประกอบโครงสร้างผู้ถือหุ้น ได้แก่ การกระจุกตัวของการเป็นเจ้าของ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ภายนอก (ไม่รวมนักลงทุนสถาบัน) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ ต่อความเป็นไปได้ที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน โดยมุ่งเน้นการพัฒนาแบบจำลองพยากรณ์ความเสี่ยงทางการเงินล่วงหน้าในบริบทของตลาดทุนไทย เพื่อส่งเสริมองค์ความรู้เชิงประจักษ์ด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น เสริมประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการ และสร้างแนวทางเชิงนโยบายที่เอื้อต่อความยั่งยืนของภาคธุรกิจ

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาผลกระทบจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อภาวะความล้มเหลวทางการเงิน
2. เพื่อสร้างแบบจำลองการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงิน โดยมีคุณลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยพยากรณ์

วิธีการวิจัย

ประชากร เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2565–2567 โดยจากการสำรวจจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2565

กลุ่มตัวอย่าง ใช้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน โดยแบ่งประเภทกลุ่มตัวอย่างเป็นสองกลุ่ม คือกลุ่มบริษัทที่ประสบภาวะความล้มเหลวทางการเงิน คือบริษัทที่อยู่ในประกาศรายชื่อหลักทรัพย์จดทะเบียนที่ถูกเพิกถอน (Delisted Securities) และบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน (Companies Under Rehabilitation) รวมถึงบริษัทจด

ทะเบียนที่มีสถานะ NC (Non-Compliance) หรือ C (Caution) หรือ NP (Notice Pending) ที่บ่งบอกว่าบริษัทจดทะเบียนนั้น มีความเสี่ยงในเรื่องฐานะการเงิน และกลุ่มบริษัทที่ไม่ประสบภาวะความล้มเหลวทางการเงิน และยังคงดำเนินงานอยู่ ซึ่งจะเลือกจากกลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลงบการเงินครบถ้วน 3 ปี ระหว่างปี 2565-2567 ได้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 528 บริษัท

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) การวัดค่าข้อมูลของตัวแปรอิสระมี 4 ตัวแปร ดังนี้

1. การกระจุกตัวของการเป็นเจ้าของ (Ownership Concentration: CON) วัดจากร้อยละสัดส่วนการถือครองของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดสิบอันดับแรก

2. สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (Ownership Institutional Concentration: OIN) วัดจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ลงทุนสถาบัน ได้แก่ ผู้ลงทุนที่เป็นนิติบุคคล หรือบุคคลธรรมดาซึ่งมีความเชี่ยวชาญในการลงทุน เช่น สถาบันการเงิน บริษัทประกัน กองทุนรวม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนประกันสังคม ผู้จัดการกองทุน เป็นต้น (รวมทั้งสิ้น 26 สถาบัน)

3. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ภายนอก (ไม่รวมนักลงทุนสถาบัน) (Ownership Non-Institutional Concentration: ONM) วัดจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้เป็นกรรมการ และบุคคลในครอบครัว ซึ่งไม่รวมนักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนต่างชาติ

4. สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (Ownership Foreign Concentration: OFC วัดจากวัดจากสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงต่างประเทศ

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดยกำหนดให้กลุ่มบริษัทที่ประสบภาวะความล้มเหลวทางการเงิน เท่ากับ 1 และกลุ่มบริษัทที่ไม่ประสบภาวะความล้มเหลวทางการเงิน เท่ากับ 0

สมมติฐานของการวิจัย

การวิจัยนี้ได้กำหนดสมมติฐาน 4 ข้อ ดังนี้

H1: การกระจุกตัวของการเป็นเจ้าของมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อภาวะล้มเหลวทางการเงิน

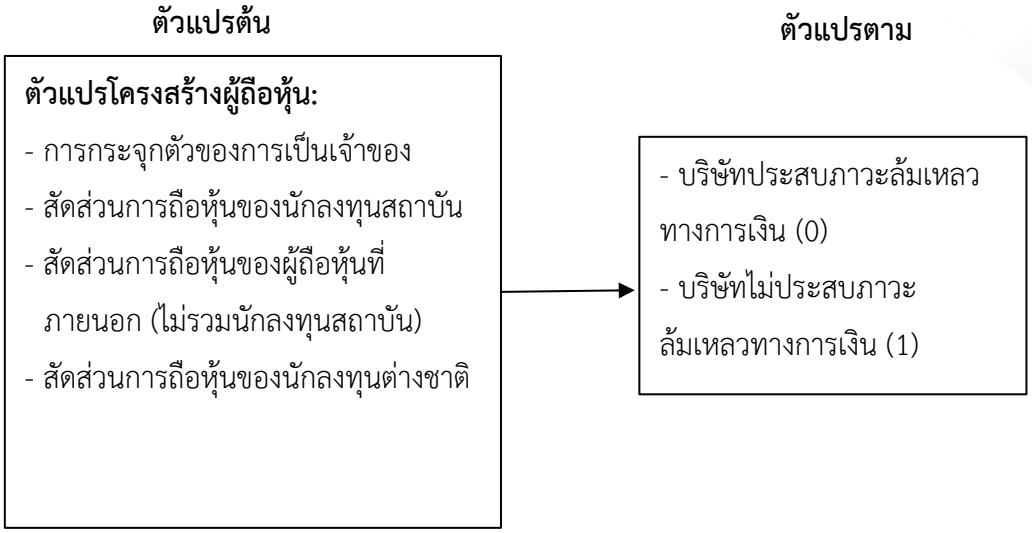
H2: สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อภาวะล้มเหลวทางการเงิน

H3: สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นภายนอก (ไม่รวมนักลงทุนสถาบัน) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อภาวะล้มเหลวทางการเงิน

H4: สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อภาวะล้มเหลวทางการเงิน

กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนงานการศึกษาและการวิจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น ซึ่งนำมาสู่กรอบแนวคิดของการวิจัย ดังรูปที่ 1



รูปที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

การรวบรวมข้อมูล

สำหรับงานวิจัยเชิงปริมาณนี้มีบริษัทจดทะเบียนเป็นหน่วยการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากการรวบรวมข้อมูลงบการเงินและรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่เปิดเผยต่อสาธารณะผ่านช่องทางออนไลน์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SETSMART

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลโดยวิธีการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติค มีขั้นตอนการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนี้

1. สร้างแบบจำลองการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงิน เพื่อใช้ในการศึกษาการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมการดังต่อไปนี้

สำหรับ 1 ปีก่อนที่จะประสบปัญหาภาวะล้มเหลวทางการเงิน

$$P(Y_t = 1) = \alpha + \beta_1 CON_{t-1} + \beta_2 OIN_{t-1} + \beta_3 ONM_{t-1} + \beta_4 OFC_{t-1} + \varepsilon$$

สำหรับ 2 ปีก่อนที่จะประสบปัญหาภาวะล้มเหลวทางการเงิน

$$P(Y_t = 1) = \alpha + \beta_1 CON_{t-2} + \beta_2 OIN_{t-2} + \beta_3 ONM_{t-2} + \beta_4 OFC_{t-2} + \varepsilon$$

โดยที่ตัวแปร t = year of company status

β = coefficient

ε = error

CON = การกระจุกตัวของการเป็นเจ้าของ

OIN = สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน

ONM = สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ภายนอก (ไม่รวมนักลงทุนสถาบัน)

OFC = สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ

2. ทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา เพื่อป้องกันการเกิดปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นพหุคอลิเนียร์ (Multicollinearity) หรือการที่ตัวแปรอิสระมากกว่า 2 ตัวมีความสัมพันธ์กันในระดับสูง ซึ่งการที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันในระดับที่สูงอาจส่งผลให้สมการที่ใช้ในการพยากรณ์ตัวแปรตามมีความคลาดเคลื่อน จึงทำการทดสอบความสัมพันธ์กันโดยใช้ค่า Tolerance และค่า Variance Inflation Factor (VIF) ถ้าหากค่า Tolerance ของตัวแปรมีค่าน้อยกว่า 0.1 และค่า VIF มีค่ามากกว่า 10.0 พบว่า ตัวแปรนั้นเกิด Multicollinearity (Hair, Anderson, Tatham, & Black, 1998) แสดงว่า ตัวแปรอิสระนั้นมีความสัมพันธ์กันเองสูง จึงต้องตัดตัวแปรออกจากการวิเคราะห์ ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุโดยวิธีเพิ่มตัวแปรอิสระแบบขั้นตอน (Stepwise Regression)

3. ในการวิเคราะห์ผล และสรุปผลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ STATA มาใช้ช่วยในการประมวลผลคัดเลือกตัวแปรอิสระเข้าตัวแบบจำลองและคำนวณค่าสถิติพื้นฐานกับค่าสถิติจากการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติค (Logistic Regression Analysis) ใช้วิธี Enter Method เพื่อเลือกตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดความล้มเหลวทางการเงิน

4. การตรวจสอบความเหมาะสมของสมการถดถอยโลจิสติก

4.1 ทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลองถดถอยโลจิสติกโดยพิจารณาค่าสถิติทดสอบของวอล์ด (Wald Statistic) เพื่อดูว่าตัวแปรนั้นมีอิทธิพลหรือมีผลต่อการพยากรณ์ผลลัพธ์ความน่าจะเป็นที่ทำให้บริษัทประสบความภาวะล้มเหลวทางการเงิน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่

4.2 ทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลองถดถอยโลจิสติกโดยใช้ สถิติ Hosmer and Lemeshow ซึ่งเป็นวิธีที่นิยมใช้ในการตรวจสอบว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและความน่าจะเป็นของเหตุการณ์ได้ดีเพียงใด

4.3 ทดสอบระดับความสัมพันธ์โดยค่า R2 เทียม (Pseudo R2) ที่ประกอบไปด้วยค่า Cox & Snell-R2 (Rcs2) และค่า Nagelkerke R2 (RN2) เป็นค่าสถิติที่บ่งบอกถึงความกลมกลืนของแบบจำลองในแง่ของการเปรียบเทียบคุณภาพของแบบจำลองที่สร้างขึ้นกับแบบจำลองที่แย่ที่สุด โดยปกติค่า Cox & Snell R square มีค่าน้อยกว่า 1 เสมอ และสถิติทดสอบ Nagelkerke R square มีลักษณะเหมือนกับ Cox & Snell R square แต่จะมีค่ามากกว่า Cox & Snell R square เสมอซึ่งเป็นค่าเปอร์เซ็นต์ที่สามารถอธิบายความผันแปรในการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติก

5. การเปรียบเทียบความแม่นยำของแบบจำลองในการพยากรณ์ความถูกต้องโดยเฉลี่ยของ 2 วิธี และการทดสอบค่าความผิดพลาดจากการพยากรณ์ คือ Type I Error และ Type II Error

ผลการวิจัย

1. การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา เพื่อป้องกันการเกิด ปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นพหุคอลิเนียร์ (Multicollinearity) โดยวิธีการตรวจสอบจากค่า Tolerance อยู่ระหว่าง 0.818-0.968 เข้าใกล้ 1 แสดงว่า ตัวแปรเป็นอิสระจากกัน และตรวจสอบจากค่า VIF อยู่ระหว่าง 1.035–1.534

ซึ่งมีค่าไม่เกิน 10 แสดงว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวแปรไม่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระอื่น จึงไม่เกิดปัญหา Multicollinearity ในการวิจัยครั้งนี้ ซึ่งได้ผลลัพธ์ตามตารางที่ 1 ดังนี้

ตารางที่ 1 ผลการทดสอบการวิเคราะห์ Multicollinearity โดยค่า Tolerance และค่า VIF

	1 ปีก่อนบริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน		2 ปีก่อนบริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน	
	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
CON	0.818	1.221	0.854	1.534
OIN	0.824	1.214	0.711	1.401
ONM	0.890	1.274	0.816	1.254
OFC	0.968	1.035	0.848	1.225

2. ผลการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก

	1 ปีก่อนบริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน				2 ปีก่อนบริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน			
	β	S.E.	Wald	Sig.	β	S.E.	Wald	Sig.
Constant	-1.525	-	-	0.001	-2.494	-	-	0.032
CON	-0.019	0.004	4.411	0.000**	-0.048	0.009	5.557	0.581
OIN	-0.025	0.003	6.554	0.000**	-0.027	0.006	4.743	0.000**
ONM	0.015	0.005	0.200	0.840	0.005	0.007	0.801	0.938
OFC	-2.790	0.008	0.645	0.005**	-2.269	0.008	0.487	0.000**

*p-value is significant at the 0.05 level

จากตารางที่ 2 ผลการทดสอบการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก โดยใช้ข้อมูลล่วงหน้า 1 ปีก่อนบริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน พบว่า การกระจุกตัวของการเป็นเจ้าของ (β = -0.019) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (β = -0.025) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (β = -2.790) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อภาวะล้มเหลวทางการเงิน และผลการทดสอบการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก โดยใช้ข้อมูลล่วงหน้า 2 ปีก่อนบริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (β = -0.027) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (β = -2.269) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อภาวะล้มเหลวทางการเงิน แสดงให้เห็นว่าหาก การกระจุกตัวของการเป็นเจ้าของ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ เพิ่มขึ้น 1 หน่วย ทำให้โอกาสของบริษัทที่จะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินลดลง

3. ผลการตรวจสอบความเหมาะสมของสมการถดถอยโลจิสติก

ผลการวิเคราะห์แบบจำลองถดถอยโลจิสติกโดยใช้ตัวแปรอิสระจำนวน 4 ตัวแปร เพื่อทำนายความน่าจะเป็นในการเกิดภาวะล้มเหลวทางการเงิน พบว่าแบบจำลองมีค่าไคสแควร์ (Chi-square: x^2) เท่ากับ 56.559 และ 49.641 (df = 4) และมีค่านัยสำคัญทางสถิติ (p-value = 0.000) ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้ที่ 0.05 แสดงให้เห็นว่าแบบจำลองโดยรวมมีความเหมาะสมและตัวแปรอิสระรวมกันสามารถทำนายความเป็นไปได้ของการเกิดภาวะล้มเหลวทางการเงินได้อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ การประเมินความสอดคล้องของโมเดลโดยใช้สถิติ Hosmer and Lemeshow พบว่ามีค่าเท่ากับ 0.561 และ 0.597 ซึ่งมากกว่า 0.05 ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่าสมการถดถอยโลจิสติกมีความเหมาะสมต่อข้อมูลเชิงประจักษ์ และมีความสามารถในการอธิบายโอกาสที่บริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินได้อย่างมีเสถียรภาพ

สำหรับความสามารถของตัวแปรอิสระในการอธิบายความผันแปรของตัวแปรตาม ผู้วิจัยพิจารณาค่า Cox & Snell R Square พบว่า มีค่าเท่ากับ 0.311 และ 0.487 ตามลำดับ โดยเฉพาะค่า Nagelkerke R Square ที่มีค่าสูงถึง 0.591 และ 0.648 สะท้อนว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายความผันแปรของภาวะล้มเหลวทางการเงินได้ ร้อยละ 59.1 และ 64.8 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับปานกลางแต่เพียงพอในการสร้างแบบจำลองที่มีนัยสำคัญทางสถิติและเชื่อถือได้ ซึ่งได้ผลการวิเคราะห์เงื่อนไขการใช้สมการถดถอยโลจิสติกตามตารางที่ 3 ดังนี้

ตารางที่ 3 ผลการใช้สมการถดถอยโลจิสติก

	Chi-square	p-value	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square	Hosmer & Lemeshow Test
1 ปีล่วงหน้า	56.559	0.000	0.311	0.591	0.561
2 ปีล่วงหน้า	49.641	0.000	0.487	0.648	0.597

4. ผลการทดสอบความแม่นยำของแบบจำลองโดยใช้ข้อมูลล่วงหน้า 1 และ 2 ปี ก่อนบริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน

จากตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบความแม่นยำของแบบจำลองชี้ให้เห็นว่า แบบจำลองสามารถจำแนกสถานะของบริษัทที่ประสบปัญหาความล้มเหลวทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยพิจารณาจากอัตราความผิดพลาดทั้งสองประเภท ได้แก่ ข้อผิดพลาดประเภทที่ 1 (Type I Error) ซึ่งเกิดขึ้นเมื่อแบบจำลองพยากรณ์ว่าบริษัทไม่มีความเสี่ยงต่อความล้มเหลวทางการเงิน ทั้งที่ในความเป็นจริงบริษัทประสบภาวะล้มเหลว และข้อผิดพลาดประเภทที่ 2 (Type II Error) ซึ่งเกิดขึ้นเมื่อแบบจำลองพยากรณ์ว่าบริษัทมีความเสี่ยงต่อความล้มเหลวทางการเงินทั้งที่บริษัทมิได้ประสบปัญหาดังกล่าว ในช่วงเวลา 1 ปี ก่อนที่บริษัทจะประสบปัญหาความล้มเหลวทางการเงิน แบบจำลองมีอัตราความแม่นยำโดยรวมอยู่ที่ 97.35% โดยพบข้อผิดพลาดประเภทที่ 1 เท่ากับ 32.50% และข้อผิดพลาดประเภทที่ 2 เท่ากับ 1.48% สำหรับช่วงเวลา 2 ปี

ก่อนที่บริษัทประสบปัญหาความล้มเหลวทางการเงิน แบบจำลองมีอัตราความแม่นยำโดยรวมอยู่ที่ 96.21% โดยมีข้อผิดพลาดประเภทที่ 1 เท่ากับ 45.45% และข้อผิดพลาดประเภทที่ 2 เท่ากับ 1.98%

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4 พบว่าแบบจำลองมีความสามารถในการพยากรณ์ผลได้อย่างถูกต้องโดยรวมคิดเป็นร้อยละ 97.35 และ 96.21 ตามลำดับ และยังสอดคล้องกับ ณัชชากมล ใสสุข และอรรถพงศ์ พีระเชื้อ (2566) ได้ทำการศึกษาการพยากรณ์ความล้มเหลวทางการเงินของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ความแม่นยำในการพยากรณ์ล่วงหน้า 1 ปี มีความแม่นยำที่ร้อยละ 81.33 แต่ความแม่นยำในการพยากรณ์ล่วงหน้า 2 ปีที่ร้อยละ 77.54

อย่างไรก็ตาม ความคลาดเคลื่อนของการพยากรณ์ส่วนใหญ่อยู่ในรูปของความผิดพลาดประเภทที่ I (Type I Error) กล่าวคือ แบบจำลองจำแนกว่าบริษัทไม่มีความเสี่ยงต่อการประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน ทั้งที่ในความเป็นจริงบริษัทดังกล่าวประสบภาวะล้มเหลว ซึ่งมีอัตราความผิดพลาดสูงถึงร้อยละ 31.71 และ 45.45 ตามลำดับ ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนให้เห็นถึงข้อจำกัดสำคัญของแบบจำลอง เนื่องจากความผิดพลาดประเภทที่ I อาจก่อให้เกิดผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผู้ใช้งาน โดยเฉพาะนักลงทุน หากนำแบบจำลองนี้ไปใช้เป็นเครื่องมือในการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงิน อาจจะไม่สามารถคัดกรองบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงออกจากการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ และเพิ่มโอกาสในการเผชิญกับความสูญเสียทางการเงินจากการตัดสินใจลงทุนที่คลาดเคลื่อนได้

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก โดยใช้ข้อมูลล่วงหน้า 1 และ 2 ปี ก่อนบริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน

สถานะจริงของบริษัท	ผลพยากรณ์			
	1 ปีล่วงหน้าก่อนบริษัทประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน		2 ปีล่วงหน้าก่อนบริษัทประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน	
	ล้มเหลวทางการเงิน	ไม่ล้มเหลวทางการเงิน	ล้มเหลวทางการเงิน	ไม่ล้มเหลวทางการเงิน
ล้มเหลวทางการเงิน (จำนวน)	28.00	13.00	12.00	10.00
ล้มเหลวทางการเงิน (ร้อยละ)	68.29	31.71	54.55	45.45
ไม่ล้มเหลวทางการเงิน (จำนวน)	15.00	1,000.00	10.00	496.00
ไม่ล้มเหลวทางการเงิน (ร้อยละ)	1.48	98.52	1.98	98.02
	ความถูกต้องในการพยากรณ์ = 97.35% n = 1,056		ความถูกต้องในการพยากรณ์ = 96.21%, n = 528	

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

ภาวะล้มเหลวทางการเงิน

จากการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อพยากรณ์โอกาสที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่อภาวะล้มเหลวทางการเงิน ซึ่งกลุ่มตัวอย่างแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มบริษัทที่ประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินและกลุ่มบริษัทที่ไม่ประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน ผลการวิจัย ผลการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกจากทั้งหมด 4 ตัวแปร พบว่ามีตัวแปรอิสระ จำนวน 3 ตัวแปร ที่มีความสามารถในการพยากรณ์ 1 ปีล่วงหน้าก่อนที่บริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน ได้แก่ การกระจุกตัวของการเป็นเจ้าของ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และสามารถนำค่าสัมประสิทธิ์มาสร้างและวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก ตามสมการดังต่อไปนี้

$$P(Y = 1) = -1.525 - 0.019\ CON - 0.025\ OIN - 2.790OFC + \varepsilon$$

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกจากทั้งหมด 4 ตัวแปร พบว่า มีตัวแปรอิสระจำนวน 2 ตัวแปร ที่มีความสามารถในการพยากรณ์ 2 ปีล่วงหน้าก่อนที่บริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และสามารถนำค่าสัมประสิทธิ์มากำหนดสมการในการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินได้ดังนี้

$$P(Y = 1) = -2.494 - 0.027\ OIN - 2.269\ OFC + \varepsilon$$

จากการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินโดยรวม พบว่า การกระจุกตัวของการเป็นเจ้าของมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อภาวะล้มเหลวทางการเงิน แสดงให้เห็นว่าหากการกระจุกตัวของการเป็นเจ้าของเพิ่มขึ้นโอกาสของบริษัทที่จะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินจะลดลงซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม สอดคล้องกับงานวิจัยของ วิชุดา สมงาม และคณะ (2566) พบว่า โครงสร้างความเป็นเจ้าของของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยส่วนใหญ่มีลักษณะการถือหุ้นแบบครอบครัว ซึ่งเป็นรูปแบบความเป็นเจ้าของที่มีความกระจุกตัวสูง โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นสมาชิกภายในครอบครัวเดียวกัน ลักษณะดังกล่าวมักเอื้อต่อประสิทธิภาพของการดำเนินงาน เนื่องจากผู้บริหารที่เป็นบุคคลภายในครอบครัวมีแนวทางการบริหารที่สอดคล้องกัน มีความผูกพันต่อกิจการ และมีแรงจูงใจในการธำรงรักษาผลประโยชน์ของบริษัทในระยะยาว ส่งผลให้บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยครอบครัวในระดับสูงมีแนวโน้มบรรลุผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการที่สูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นกระจายตัวมากกว่า สอดคล้องกับผลการศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาที่เผชิญกับความเสี่ยงทางการเงินในอดีตของ Daily and Dalton (1994) พบว่า ความเป็นการกระจุกตัวของการเป็นเจ้าของมีอิทธิผลเป็นอย่างมากต่อความสามารถของบริษัทในการหลีกเลี่ยงการเข้าสู่ภาวะล้มละลาย และสอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศไทยของ สุภาพร วงษ์ปัญญา และณคุณ ธรณีนิติญาณ (2565) พบว่า การกระจุกตัวของถือหุ้นมีแนวโน้มลดความเสี่ยงในการเกิดภาวะล้มเหลวทางการเงิน

จากการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินโดยรวม พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อภาวะล้มเหลวทางการเงิน แสดงให้เห็นว่าหากสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน

เพิ่มขึ้นโอกาสของบริษัทที่จะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินจะลดลงซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งสอดคล้องกับ ปิยานันทน์ ณัฐรุจิโรจน์ และศิลปพร ศรีจั่นเพชร (2563) พบว่า นักลงทุนสถาบันเป็นกลุ่มผู้ลงทุนที่เป็นนิติบุคคลซึ่งถือเป็นผู้มีบทบาทสำคัญในตลาดทุนของประเทศไทย เนื่องจากนักลงทุนสถาบันมีความรู้และความเชี่ยวชาญในด้านการลงทุน และมีอิทธิผลในการดูแลกำกับการบริหารงานของกิจการให้มีประสิทธิภาพ ส่งผลดีต่อกิจการในการกำกับดูแลการทำงาน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษา ศรัณย์พร รักษาพงษ์ และชุติมา นาคประสิทธิ์ (2562) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของเจ้าของสถาบัน มีความสัมพันธ์ในทางลบต่อการล้มละลายทางการเงิน และสอดคล้องกับผลการศึกษาในต่างประเทศของ Phan, Nguyen, Nguyen, Pham, and Huynh (2024) และ Fred Vincent and Onamariwari (2025) ชี้ให้เห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงหรือโอกาสในการประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน หรือการล้มละลายของกิจการ โดยนักลงทุนสถาบันในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีศักยภาพในการติดตามตรวจสอบการดำเนินงานของผู้บริหาร และมีแรงจูงใจในการผลักดันให้บริษัทดำเนินกิจการอย่างระมัดระวัง ลดการตัดสินใจที่เพิ่มความเสี่ยงด้านสภาพคล่องและโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) อธิบายว่าบทบาทของนักลงทุนสถาบันในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ช่วยติดตามและตรวจสอบการดำเนินงานของผู้บริหารของผู้บริหารลดความเสี่ยงเข้าสู่ภาวะปัญหาทางการหรือการเกิดการล้มละลาย

จากการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินโดยรวม พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อภาวะล้มเหลวทางการเงิน แสดงให้เห็นว่าหากการกระจุกตัวของการเป็นเจ้าของเพิ่มขึ้นโอกาสของบริษัทที่จะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินจะลดลงซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งสอดคล้องกับ งานวิจัยของ วณิชยา แสนท้าว และคณะ (2562) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ มูลค่ากิจการ และการสื่อสารทางธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ สะท้อนให้เห็นว่าการเข้ามาของผู้ถือหุ้นต่างชาติช่วยเพิ่มความโปร่งใส เพิ่มคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ และยกระดับประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท ส่งผลให้มูลค่ากิจการปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในเชิงกลไกทางการเงิน ผลลัพธ์ดังกล่าว สามารถเชื่อมโยงกับภาวะล้มละลายหรือความเสี่ยงล้มเหลวทางการเงินได้อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากบริษัทที่มีมูลค่ากิจการสูงขึ้นและมีประสิทธิภาพทางการสื่อสารที่ดี มักมีความเสี่ยงทางการเงินต่ำกว่า โดยเฉพาะเมื่อมีนักลงทุนต่างชาติเป็นหนึ่งในผู้ถือหุ้นหลัก นักลงทุนต่างชาติมักนำหลักธรรมาภิบาลที่เข้มงวดกว่าเข้ามาใช้ในการติดตามตรวจสอบผู้บริหาร และลดพฤติกรรมเอื้อประโยชน์ตนเอง สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Phan et al. (2024) ศึกษาภาวะล้มเหลวทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เวียดนาม พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติสูงขึ้นส่งผลต่อความเสี่ยงในการเกิดภาวะล้มเหลวทางการเงินลดลงอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากนักลงทุนต่างชาติเป็นหนึ่งในกลไกด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีบทบาทสำคัญต่อประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งการเข้ามาถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติช่วยลดความเสี่ยงในการเข้าสู่ภาวะล้มเหลวทางการเงิน และนักลงทุนกลุ่มนี้มีมาตรฐานด้านการกำกับดูแลกิจการที่สูงกว่า

ประสบการณ์การลงทุนในระดับสากล ความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลเชิงลึก รวมถึงการมีอำนาจต่อรองที่ทำให้สามารถผลักดันให้กิจการดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพและโปร่งใส ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยที่ทำการศึกษาบริษัทอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มในอินโดนีเซียของ Santoso and Nugrahanti (2022) พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีความหลากหลาย เช่น นักลงทุนต่างชาติมีบทบาทช่วยลดความเสี่ยงทางการเงินและลดโอกาสเกิดภาวะล้มเหลวทางการในบริษัทอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในอินโดนีเซีย

ในกรณีของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นภายนอก (ไม่รวมนักลงทุนสถาบัน) หมายถึง ผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ไม่ได้มีบทบาทในเชิงบริหาร หรือมิใช่นักลงทุนสถาบัน ผลการศึกษาพบว่า การถือหุ้นโดยผู้ลงทุนกลุ่มนี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในการลดความเสี่ยงของกิจการต่อภาวะล้มเหลวทางการเงิน โดยสะท้อนให้เห็นถึงข้อจำกัดเชิงโครงสร้างของการกำกับดูแลกิจการในมิติของสิทธิการมีส่วนร่วมและอิทธิพลในการตรวจสอบของผู้ถือหุ้นรายย่อย อย่างไรก็ตาม ในบริบทของผู้ถือหุ้นภายนอกนั้น แม้จะเป็นผู้มีส่วนได้เสียโดยตรงในฐานะเจ้าของทุน แต่โดยทั่วไปแล้ว มักขาดอำนาจในการควบคุมที่เพียงพอ ขาดความรู้ด้านการบริหารกิจการและการวิเคราะห์งบการเงิน รวมถึงขาดแรงจูงใจในการมีส่วนร่วมในการกำกับดูแล ทำให้บทบาทของผู้ถือหุ้นภายนอกมีข้อจำกัดในการทำหน้าที่เป็นกลไกตรวจสอบ และต่อฝ่ายบริหาร (Shleifer & Vishny, 1997)

คุณค่าเชิงวิชาการ (Academic Contributions)

1. ขยายองค์ความรู้ด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นและภาวะล้มเหลวทางการเงินในบริบทตลาดทุนไทย โดยงานวิจัยนี้สนับสนุนว่าตัวแปรด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น ได้แก่ การกระจุกตัวของการถือหุ้น สัดส่วนนักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนต่างชาติ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงในการเกิดภาวะล้มเหลวทางการเงิน ซึ่งช่วยเติมเต็มช่องว่างทางวิชาการ โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่อย่างประเทศไทย ที่ยังขาดงานวิจัยเชิงประจักษ์ในประเด็นดังกล่าว

2. สนับสนุนและขยายการประยุกต์ใช้ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) โดยผลการศึกษายืนยันว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นสามารถทำหน้าที่เป็นกลไกลการกำกับกิจการที่ดี เพื่อลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารตามแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ซึ่งช่วยลดโอกาสการตัดสินใจผิดพลาดหรือการบริหารที่ไม่ก่อให้เกิดมูลค่า

3. สร้างกรอบแนวคิดใหม่เพื่อการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงิน โดยใช้โครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรอธิบายเพิ่มเติมในแบบจำลองพยากรณ์ภาวะล้มเหลว ถือเป็นการขยายขอบเขตจากการพึ่งพาเฉพาะตัวแปรทางการเงินไปสู่มิติด้านธรรมาภิบาลเชิงโครงสร้าง

คุณค่าเชิงปฏิบัติ (Practical Implications)

1. ผู้บริหารสามารถใช้ผลการศึกษานี้เป็นแนวทางในการกำหนดกลยุทธ์ และออกแบบโครงสร้างผู้ถือหุ้นเพื่อเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุนและลดความเสี่ยงในการประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน

2. ผลการศึกษานี้เป็นเครื่องมือสำหรับนักลงทุนในการประเมินความเสี่ยงเชิงโครงสร้างของกิจการ

3. นักลงทุนสถาบันและรายย่อยสามารถใช้ผลการศึกษานี้เป็นใช้เป็นข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้นประกอบกับตัวชี้วัดทางการเงินเพื่อพิจารณาความมั่นคงของบริษัทในระยะยาว

4. ผลการวิจัยสามารถใช้สนับสนุนนโยบายของหน่วยงานกำกับดูแล อาทิเช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการสนับสนุนบทบาทของนักลงทุนสถาบันและต่างชาติ ซึ่งมีศักยภาพในการตรวจสอบและกำกับดูแลกิจการอย่างมีประสิทธิภาพ

ข้อเสนอแนะการวิจัย

ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้

1. การวิจัยนี้เป็นการต่อยอดองค์ความรู้ เพิ่มเติมช่องว่างแห่งความรู้ และเพิ่มผลการวิจัยเชิงวิชาการเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความล้มเหลวทางการเงินและแบบจำลองการพยากรณ์ความล้มเหลวทางการเงินโดยนำปัจจัย โครงสร้างผู้ถือหุ้น มาใช้ในการพยากรณ์ ซึ่งยังมีการศึกษาน้อยโดยเฉพาะในตลาดทุนที่เกิดใหม่

2. ผู้บริหารบริษัท นักลงทุน เจ้าหนี้ หน่วยงานกำกับดูแล และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ๆ สามารถนำผลการวิจัยมาใช้เป็นข้อมูลเชิงวิเคราะห์ เพื่อวางแผนตัดสินใจและนำมาใช้เป็นสัญญาณเตือนภัยภาวะล้มเหลวทางการเงินได้ โดยให้ความสำคัญกับปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น เนื่องจากผลการวิจัยพบว่ามีผลกระทบต่อภาวะล้มเหลวทางการเงิน

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

1. ในการศึกษาครั้งต่อไปสามารถนำแบบจำลองการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินที่ได้จากงานวิจัยนี้ไปทดสอบกับช่วงระยะเวลาอื่น ๆ ของกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อยืนยันผลการศึกษา หรืออาจนำแบบจำลองการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินไปทดสอบกับกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม ไอ ไอ หรือนำไปทดสอบกับกลุ่มตัวอย่างบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

2. ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจนำตัวแปรปัจจัยภายในอื่นของบริษัทมาเป็นปัจจัยในการทดสอบการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงิน อาทิเช่น คุณสมบัติและคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัท คุณสมบัติและคุณลักษณะของผู้ตรวจสอบบัญชีภายนอก เป็นต้น ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้จากการวิจัยอาจช่วยให้เข้าใจถึงอิทธิพลของปัจจัยภายในอื่นของบริษัทในการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินและเพิ่มประสิทธิภาพของแบบจำลองพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงินได้มากขึ้น

ข้อจำกัดงานวิจัย

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับภาวะล้มเหลวทางการเงินของบริษัท โดยมิได้นำตัวแปรควบคุมด้านขนาดกิจการและกลุ่มอุตสาหกรรมมารวมในการวิเคราะห์ ซึ่งอาจทำให้ไม่สามารถแยกอิทธิพลของโครงสร้างผู้ถือหุ้นออกจากความแตกต่างด้านขนาดของบริษัทและลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรมได้อย่างชัดเจน ทั้งนี้ขนาดกิจการและบริบทของอุตสาหกรรมอาจมีผลต่อระดับภาวะล้มเหลวทางการเงินและแนวทางการกำกับดูแลกิจการในรูปแบบที่แตกต่างกัน ดังนั้นการตีความผลการวิจัยและการนำไปใช้ควรพิจารณาภายใต้ข้อจำกัดดังกล่าว

เอกสารอ้างอิง

Changak, V. (2022). Khrōngsāng phū thư̄ hun læ kān kamkap dūlǣ kitčhakān thī dī song phon tọ̄ phon kāndamnoēn ngān khọ̄ng klum thurakit sapphayākọ̄n læ theknōlōyī thī čhotthabīan nai Talāt Laksap hǣng Prathet Thai. [Shareholder Structure and Good Corporate Governance Affect the Results of Operations of the Resources and Technology Business Groups Listed on the Stock Exchange of Thailand]. *Research and Development JournalSuan Sunandha Rajabhat University, 14*(1), 117-129.

วรปรียา ช้างเอก. (2565). โครงสร้างผู้ถือหุ้นและการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกลุ่มธุรกิจทรัพยากรและเทคโนโลยีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิจัยและพัฒนา มหาวิทยาลัยราชภัฏสวนสุนันทา*, *14*(1), 117–129.

Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1994). Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure. *Journal of Management*, *20*(3), 401–417.

Fred Vincent, F.-H., & Onamariwari, O., B. (2025). Institutional Ownership and Insolvency Risk: The Moderating Role of Share Ownership Concentration in Nigeria. *GPH-International Journal of Business Management*, *8*(1), 103-117.

Hair, J., Anderson, R., Tatham, R., & Black, W. (1998). *Multivariate Data Analysis* (5th ed.). New Jersey: Prentice Hall.

Intakhan, P., Thitiyapramote, N., Thonglard, B., Langkhunsaen, S., Kuma, K., Panya, P., Wongsirisathaporn, J. (2020). Khwāmsamphan rawāng ʻōkāt nai kān lomlalāi thurakit khrōpkhrūa læ kān toktǣng kamrai khọ̄ng bọrisat čhotthabīan nai Talāt Laksap hǣng Prathet Thai. [The Relationship among Bankruptcy Risk Level, Family Firm, and Earnings Management of Thai Listed Companies]. *Journal of Graduate Studies in Northern Rajabhat Universities, 10*(1), 49–62.

ไพฑูรย์ อินต๊ะขัน, ณัฐนันท์ ฐิติยาปราโมทย์, พรชนก ทองลาด, สุขเกษม ลางคุลเสน, กาญจนา คุมา, ปริยนุช ปัญญา,จตุรภัทร์ วงศ์สิริสถาพร. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการล้มละลาย ธุรกิจครอบครัว และการตกแต่งกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการเครือข่ายบัณฑิตศึกษามหาวิทยาลัยราชภัฏภาคเหนือ*, *10*(1), 49–62.

Jaisama, O., & Lonkani, R. (2023). Bǣpčhamlọ̄ng kān phayākọ̄n phāwa lomlalāi khọ̄ng wisāhakit khanāt klāng læ khọ̄ nāt yọ̄ ʻom nai prathet. [Thai Bankruptcy Prediction Model from Small and Medium Enterprises (SMEs) in Thailand]. *Journal of Business Administration Chiang Mai University, 9*(1), 169-176.

อรญา ใจสมัคร, และรวี ลงกานี. (2566). แบบจำลองการพยากรณ์ภาวะล้มละลายของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่*, *9*(1), 169–176.

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.

Nutrujiroj, P., & Srijunpetch, S. (2020). Khwāmsamphan rawāng satsūan phū thư̄ hun sathāban læ satsūan phū thư̄ hu nathī pen nūaingān ratthabān kap phon kān̄damnœ̄n ngān khō̜ng bō̜risat [The Relationship Between Institutional Ownership and Government Ownership on Firm Performance]. *Suthiparithat Journal, 34*(111), 110–125

ปิยานันทน์ ณัฐรุจิโรจน์, และศิลปพร ศรีจั่นเพชร. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันและสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัท. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, *34*(111), 110-125.

Phan, T. T. H., Nguyen, N. T., Nguyen, H. T., Pham, T. H. A., & Huynh, N. K. U. (2024). Impact of Equity Structure on Risk of Financial Distress in Vietnam. *Accounting, 10*(3), 139–154.

Raksaphong, S., & Nakprasit, C. (2019). Kān̄suksā prīapthīap kān̄ kamkap dūlǣ kitčhakān̄ rawāng bō̜risat thī mī khwām lom lēo thāng thurakit: kō̜ranī suksā Talāt Laksap hǣng Prathēt Thai. [A Comparative Study of Corporate Governance between Failed and Non-failed Firms Evidenced from the Stock Exchange of Thailand]. *KKBS Journal of Business Administration and Accountancy, 3*(1), 21–48.

ศรัณย์พร รักษาพงษ์, และชุติมา นาคประสิทธิ์. (2562). การศึกษาเปรียบเทียบการกำกับดูแลกิจการระหว่างบริษัทที่มีความล้มเหลวทางธุรกิจ: กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น*, *3*(1), 21–48.

Saenthaow, W., Phongpaiboon, N., Sangchan, S., Siripallop, K., Bunnag, J., Phatthamathammas, K. Janyangyuen, W. (2023). Khwāmsamphan khō̜ng kān̄ thư̄ hu nakha ʻong nak long thun tāng chāt kap mūnlakha kitčhakān̄ læ kān̄sūsān̄ thāng thurakit. [Relationships among Foreign Ownership, Firm Value, and Business Communication]. *Strategic Perspectives on Business and Marketing Management, 6*(1), 131–142.

วณิชยา แสนท้าว, นันทพล พงษ์ไพบูลย์, ศรายุธ แสงจันทร์, กิตติ สิริพัลลภ, จิระจิตต์ บุนนาค, กิ่งกาญจน์ ภัทรธรรมมาศ,...วรพงษ์ จันยั่งยืน. (2562). ความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติกับมูลค่ากิจการ และการสื่อสารทางธุรกิจ. *วารสารวิชาการการตลาดและการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี*, *6*(1), 131-142.

Saisuk, N., & Peeracheir, A. (2023). Bǣpc̆hamloṇg sanyān tūan phai lūangnā samrap thurakit prakan winātsaphai nai prathēt Thai. [Early Warning Signal Model for Non - Life Insurance Business in Thailand]. *Journal of Accountancy and Management, 15*(1), 165–182.

ณัชชากมล ใสสุข, และอรรถพงศ์ พีระเชื้อ (2566). แบบจำลองสัญญาณเตือนภัยล่วงหน้าสำหรับธุรกิจประกันวินาศภัยในประเทศไทย. *วารสารการบัญชีและการจัดการ, 15*(1), 165–182.

Santoso, L., & Nugrahanti, Y. W. (2022). The Effect of Ownership Structure on Financial Distress: Evidence in Indonesian Manufacturing Companies. *Jurnal Riset Akuntansi Kontemporer*, *14*(1), 55–64.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance, 52*(2), 737–783.

Somngam, W., Bonguleaum, P., Wimonsin, K., Lueanyod, C., Pinsno, C., Rungphueng, & Lamo, N. (2023). Khrōngsāng phū thư̄ hu nathī mī ʻitthi phon tọ̄ phon kān̄damnœ̄n ngān læ khunnaphāp kamrai khoṇg boṛisat c̆hotthabīan nai Talāt Laksap hǣng Prathēt Thai. [The Ownership Structure that Influences the Firm Performance and Earnings Quality of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand]. *The Journal of Accounting Review, Chiang Rai Rajabhat University, 8*(2), 100-113.

วิชุดา สมงาม, ปทุมวดี โบงูเหลือม, กมลวรรณ วิมลศิลป์, ชนวรา เลื่อนยศ, ชื่นนภา พิณเสนาะ, ธมนวรรณ รังผึ้ง, และนุศรา ลามอ. (2566). โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานและคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบัญชีปริทัศน์ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย, 8*(2), 100-113.

Wongpunya, S., & Thoraneenitiyan, N. (2022). Bǣpc̆hamloṇg thamnaī khwām lom lēo thāng kān̄ngœ̄n khoṇg sahakoṇ khrēdit yū nī yon nai prathēt Thai. [A Financial Failure Prediction Model of Credit Union Cooperatives in Thailand]. *KKBS Journal of Business Administration and Accountancy, 6*(2), 48–61.

สุภาพร วงษ์ปัญญา, และณคุณ ธรณีนิติญาณ. (2565). แบบจำลองทำนายความล้มเหลวทางการเงินของสหกรณ์เครดิตยูเนี่ยนในประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น*, *6*(2), 48–61.