

การวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความมั่นคงทางการเงิน
และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Analysis of Causal Factors that Affect the Financial Stability and
Stock Returns of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand

อุราภรณ์ รักมิตร¹ และ ฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์²

Uraporn Rakmit¹ and Titaporn Sincharoonsak²

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

School of Accountancy, Sripatum University

Email: U_rakmit@yahoo.com

Received August 10, 2023; **Revised** September 25, 2023; **Accepted** September 30, 2023

Abstract

The objective of this study was to study the causal factors of financial performance and non-financial performance that affect the financial stability and stock returns of listed companies on the Stock Exchange of Thailand. The design of the research was quantitative and qualitative. The sample used in this study is a company listed on the Stock Exchange of Thailand between 2016 and 2020. There are 322 listed companies that meet the criteria in this study. The study used influence analysis using a linear structural equation model (Path Analysis). The study found that financial performance factors that have a positive influence on financial stability, that is, earnings per share growth rate and revenue growth rate, have a negative influence on financial stability, as do the non-financial factors that affect financial stability, such as prevention and anti-corruption and corporate governance, which have a positive direct effect on financial stability. It was also found that financial stability also has a positive direct effect on stock returns, i.e., stock price, price-earnings ratio, and capital gains yield. The qualitative research results are consistent with quantitative research, which the researcher developed as a financial stability assessment form for stakeholders to use in decision-making. For companies listed on the Stock Exchange of Thailand, factors affecting financial stability can be used as guidelines for remediation. Improve the financial structure or non-financial structures

that may arise and have an effect on financial stability. Listed companies should pay attention to non-financial factors as well. Because of the financial factor, it may have the opportunity to arise from the management or decorate numbers in financial statements to make investors interested.

Keywords: Financial Stability; Financial Performance; Non-Financial Performance; Stock Return

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยเชิงสาเหตุของผลการดำเนินงานด้านการเงิน และผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงินที่มีอิทธิพลต่อความมั่นคงทางการเงิน และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รูปแบบของงานวิจัยเป็นแบบเชิงปริมาณและแบบเชิงคุณภาพ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาครั้งนี้ คือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลระหว่างปี 2559-2563 มีบริษัทจดทะเบียนที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ในการศึกษาครั้งนี้จำนวนทั้งสิ้น 322 บริษัท การศึกษาใช้การวิเคราะห์อิทธิพลโดยใช้แบบจำลองสมการโครงสร้างเชิงเส้น (Path Analysis) จากการศึกษาพบว่า ปัจจัยผลการดำเนินงานด้านการเงินที่มีอิทธิพลต่อความมั่นคงทางการเงินเชิงบวก ได้แก่ อัตราการโตของกำไรต่อหุ้น และอัตราการโตของรายได้ แต่กลับพบว่าอัตราการโตของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีอิทธิพลในเชิงลบต่อความมั่นคงทางการเงิน ส่วนปัจจัยด้านที่ไม่ใช่การเงินที่ส่งผลต่อความมั่นคงทางการเงิน ได้แก่ การป้องกันและต่อต้านการทุจริต และการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลทางตรงเชิงบวกต่อความมั่นคงทางการเงิน และยังพบว่าความมั่นคงทางการเงินยังส่งผลทางตรงเชิงบวกต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ประกอบด้วย ราคาหุ้น อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไร และอัตราผลตอบแทนส่วนต่างราคาหุ้น ผลการวิจัยเชิงคุณภาพสอดคล้องกับการวิจัยเชิงปริมาณซึ่งผู้วิจัยได้นำไปพัฒนาเป็นแบบประเมินความมั่นคงทางการเงินเพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียใช้ประกอบการตัดสินใจ

คำสำคัญ: ความมั่นคงทางการเงิน; ผลการดำเนินงานด้านการเงิน; ผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงิน; ผลตอบแทนหลักทรัพย์

บทนำ

วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจครั้งใหญ่ของประเทศไทยทั้งสองครั้ง ในปี พ.ศ. 2540 เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในเอเชีย (Asian Financial Crisis) โดยคนไทยรู้จักกันดีที่เรียกว่า “วิกฤตการณ์ต้มยำกุ้ง” และในปี พ.ศ. 2550 ประเทศไทยต้องพบกับผลกระทบจากภาวะวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจอีกครั้งที่เรียกว่า “วิกฤตการณ์สินเชื่อซับไพรม์” (Subprime Mortgage Crisis) ธุรกิจต่างๆ เกิดความกังวลในผลกระทบ แม้จะเป็นปัจจัยภายนอกที่ยากจะควบคุม แต่นักวิจัยจำนวนมากพยายามใช้หลักการทางสถิติ เพื่อวางแผนป้องกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้ทันเวลา ระบบการเงินที่มั่นคง จะสามารถจัดสรรทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ และดูดซับแรงสั่นสะเทือนหรือแรงกระแทกทางการเงิน ที่จะส่งผลเสียกระทบต่อเศรษฐกิจที่แท้จริง หรือระบบการเงินอื่น ๆ และนอกจากนี้ในตัวของระบบ

การเงินเองก็ไม่ควรเป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดแรงกระทบซึ่งคำจำกัดความนี้จึงบอกเป็นนัยได้ว่าระบบการเงินที่มั่นคงนั้นเงินจะสามารถทำหน้าที่ได้อย่างเหมาะสมในด้านการชำระหนี้ และเป็นหน่วยหนึ่งของการบัญชี ในขณะที่ระบบการเงินโดยรวมสามารถทำหน้าที่ได้อย่างเพียงพอ ในด้านการระดมเงินออม ในด้านการกระจายความเสี่ยง และในด้านการจัดสรรทรัพยากร ความมั่นคงทางการเงินเป็นเงื่อนไขที่สำคัญสำหรับการเติบโตทางเศรษฐกิจ เนื่องจากธุรกรรมส่วนใหญ่ในระบบเศรษฐกิจจะถูกชำระผ่านระบบการเงิน ความสำคัญของเสถียรภาพทางการเงินอาจมองเห็นได้ชัดเจนที่สุดในสถานการณ์ที่มีความไม่มั่นคงทางการเงิน ความมั่นคงทางการเงินนั้นในทางปฏิบัติจะกำหนดให้มีความชัดเจนเป็นไปได้ยากเพราะมีปัจจัย หลายอย่างเข้ามาประกอบ แต่ได้มีความพยายามในการกำหนดขอบเขตเพื่อการนิยามความหมายของความมั่นคงทางการเงินในระยะสั้นของธุรกิจไว้คือ ความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ ธุรกิจมีความสามารถในการชำระคืนเงินกู้ ธุรกิจมีความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน และธุรกิจมีสภาพคล่องทางการเงิน (Cihak & Hesse, 2011)

การวัดผลการดำเนินงานที่ดีมีความสำคัญเป็นอย่างมากต่อความสำเร็จขององค์กรเนื่องจากระบบการวัดผลการดำเนินงานมีหน้าที่เปลี่ยนกลยุทธ์ขององค์กรไปสู่กระบวนการการดำเนินงาน ซึ่งจะช่วยให้สื่อสารความคาดหวังขององค์กรผ่านกระบวนการวัดผลการดำเนินงานและการให้ข้อมูลย้อนกลับและนำผลย้อนกลับที่ได้ไปปรับปรุงผลการดำเนินงานต่อไปในอนาคต ซึ่งระบบข้อมูลที่จะช่วยให้ผู้บริหารได้รับข้อมูลเพิ่มมากขึ้นจะทำให้ผู้บริหารสามารถเข้าใจสถานการณ์ต่างๆ ได้ดียิ่งขึ้นและสามารถตัดสินใจได้อย่างเหมาะสมมากขึ้น การวิเคราะห์ทางการเงินมีจุดมุ่งหมายเพื่อให้ทราบถึงสุขภาพทางการเงินระยะบุดก่อนที่นำไปสู่ปัญหาและระยะบุดแข็งที่ธุรกิจสามารถสร้างได้ (Fedorova, Gilenko & Dovzhenko, 2013) เรื่องดังกล่าวนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประเมินสถานการณ์ทางการเงิน (สุขภาพทางการเงิน) ขององค์กรและเพื่อพิจารณาว่าปัจจัยใดและความเข้มข้นใดที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดสถานการณ์ทางการเงิน สำหรับการคาดการณ์ภัยคุกคามทางการเงินอย่างทันทั่วทั้งที่ เช่นค่าเตือนเพื่อป้องกันการล้มละลายที่อาจเกิดขึ้น และการล้มละลายในภายหลังเราให้ความสำคัญกับตัวบ่งชี้หลายประการเกี่ยวกับสุขภาพทางการเงินที่ไม่ดี (Ng, Wong & Zhang, 2011) แต่ก็ได้มีการโต้แย้งว่าอัตราส่วนทางการเงินเพียงอย่างเดียวอาจไม่เพียงพอสำหรับการประเมินความมั่นคงทางการเงิน นอกจากผลประกอบการทางการเงิน (Financial Performance) แล้วบริษัทจดทะเบียนหลายแห่งยังตระหนักถึงการเชื่อมโยงระหว่างผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงิน (Non-financial Performance) กับแนวโน้มพฤติกรรมการลงทุนโดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ลงทุนสถาบันที่ให้ความสำคัญกับการนำข้อมูล Non-financial Performance มาประกอบการตัดสินใจลงทุน บริษัทจดทะเบียนหลายแห่งมีความตระหนักถึงการเชื่อมโยงระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงิน (Financial Performance) และผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่การเงิน (Non-financial Performance) กับแนวโน้มพฤติกรรมการลงทุนของผู้ลงทุน การที่บริษัทมีธรรมาภิบาล (Good Governance: CG) การกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้มั่นใจได้ว่าสภาพแวดล้อมทางธุรกิจมีความยุติธรรมและโปร่งใสและบริษัทต่าง ๆ ต้องรับผิดชอบต่อการกระทำของตน อีกทั้งได้มีวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ภายในองค์กรระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของ บริษัท และสรุปว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (Vo, Hong Duc et al 2014) นอกจากนั้นยังมีการทุจริต การฉ้อโกง การรับสินบน การตกแต่งตัวเลขทางบัญชีที่ส่งผลต่อความมั่นคงทางการเงิน

นักวิชาชีพบัญชีจึงต้องหาแนวทาง พยายามพัฒนาด้านกฎระเบียบที่มีส่วนในการปรับปรุงการกระบวนการในการตรวจจับการทุจริต จนกระทั่งประสบความสำเร็จ รวมถึงความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (CSR) ก่อให้เกิดทุนทางสังคมที่สนับสนุนธุรกิจ บริษัทที่มีส่วนร่วมด้าน CSR จะมีโอกาสน้อยที่จะถูกยื่นฟ้องล้มละลายเมื่ออยู่ในภาวะที่ขาดความมั่นคงอย่างมาก และมีแนวโน้มที่จะสามารถเร่งการฟื้นตัวจากภาวะขาดความมั่นคงทางการเงินนั้น (Lin &

Dong, 2018; Zandi et al., 2019) ดังนั้นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงินที่ดีจะส่งผลดีต่อความมั่นคงทางการเงินของบริษัทได้

สำหรับในประเทศไทยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีฐานะการเงินและผลการดำเนินงานไม่เป็นไปตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด ขาดคุณสมบัติ การฝ่าฝืน หรือการละเลยไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ และมีการชำระบัญชีเพื่อเลิกกิจการ หรือศาลสั่งพิทักษ์ทรัพย์ จะอยู่ในสถานการณ์เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน ซึ่งบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องจัดทำแผนปรับปรุงแก้ไข เพื่อขอความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น ก่อนเสนอต่อตลาดหลักทรัพย์ หากบริษัทสามารถแก้ไขปัญหาดังกล่าวได้ตามแผนหลักทรัพย์ของบริษัทดังกล่าว ก็จะพ้นจากการเข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน แต่ถ้าบริษัทไม่อาจแก้ไขได้ตามแผนและตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าจะก่อให้เกิดความเสียหายร้ายแรง ตลาดหลักทรัพย์จะเพิกถอนหลักทรัพย์ดังกล่าว

การศึกษาถึงปัจจัยเชิงสาเหตุของผลการดำเนินงานด้านการเงิน (Financial Performance) และผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงิน (Non-financial Performance) ที่ส่งผลกระทบต่อความมั่นคงทางการเงิน และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อนำเสนอผลการศึกษาให้กับผู้ที่สนใจและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องไปเป็นข้อมูล การนำข้อมูลนี้ไปใช้เพื่อประโยชน์ที่เกี่ยวข้องกับทางเศรษฐศาสตร์ที่มีประโยชน์ต่อการวางแผนทางด้านเศรษฐกิจ จะได้ประโยชน์กิจกรรมทางเศรษฐกิจของมนุษย์ เพื่อผลิต บริโภค กระจาย แลกเปลี่ยนสินค้าและบริการ โดยการจัดสรรทรัพยากรในการวางแผนสร้างความมั่นคงทางการเงิน และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อไป

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาอิทธิพลของผลการดำเนินงานด้านการเงิน ได้แก่ อัตราการโตของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราการโตของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราการโตของกำไรต่อหุ้น และอัตราการโตของรายได้ ที่ส่งผลกระทบต่อความมั่นคงทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลของผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงิน ได้แก่ การป้องกันและต่อต้านการทุจริต ความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น ความรับผิดชอบต่อสังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลกระทบต่อความมั่นคงทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อศึกษาอิทธิพลของความมั่นคงทางการเงิน ได้แก่ โอกาสในการล้มละลาย และมูลค่ากิจการที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขอบเขตการวิจัย

ขอบเขตด้านเนื้อหา

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยมุ่งเน้นศึกษาถึงการพัฒนาโมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของผลการดำเนินงานด้านการเงิน (Financial Performance) และผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงิน (Non-financial Performance) ที่ส่งผลกระทบต่อความมั่นคงทางการเงิน และผลตอบแทนหลักทรัพย์ รวมถึงโอกาสในการล้มละลาย และมูลค่ากิจการที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขอบเขตด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 7 กลุ่มอุตสาหกรรม จำนวน 561 บริษัท (Stock Exchange of Thailand, 2018) โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจากไม่สามารถแทนค่าอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้วัดค่าได้ทุกรายการ อีกทั้งยังเป็นธุรกิจที่มีพระราชบัญญัติสถาบันการเงินควบคุมโดยเฉพาะ ในช่วง 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559 – 2563 โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งเท่ากับ 322 บริษัท

ทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีแรงจูงใจของผู้บริหาร (Positive Accounting Theory) ตามแนวคิดของ Watts and Zimmerman (1986) ได้แบ่งสมมติฐานออกเป็น 3 สมมติฐาน ได้แก่ สมมติฐานผลประโยชน์ทางการเมือง (Political Cost Hypothesis) สมมติฐานการให้ผลตอบแทนของผู้บริหาร (Bonus Plan Hypothesis) และสมมติฐานข้อตกลงตามสัญญาหนี้ (The Debt Covenant Hypothesis) ทฤษฎีตัวการและตัวแทนสามารถใช้อธิบายกลไกการกำกับดูแลกิจการซึ่งสะท้อนถึงพฤติกรรมของคนและความเป็นไปในองค์กรเพื่อใช้อธิบายมูลเหตุจูงใจของผู้บริหารในการประพฤติทุจริต เช่น การตกแต่งบัญชีเพื่อยกย้ายถ่ายเทผลประโยชน์ที่ควรจะเป็นของผู้ถือหุ้นให้กลายเป็นประโยชน์อันมิควรได้ของผู้บริหาร ผู้ซึ่งต้องการให้บริษัทมีกำไรและได้ผลประโยชน์สูงสุดเพื่อมุ่งให้บริษัทมีผลตอบแทนที่สูงและคุ้มค่างบที่ลงทุนไป ดังนั้นการสร้างกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยแก้ไขปัญหานี้ให้ลดลงได้ ซึ่งการเปิดเผยข้อมูลให้กับผู้ถือหุ้นหรือตัวการอย่างเต็มที่จะเป็นวิธีการหนึ่งที่จะช่วยลดโอกาสให้ตัวแทนเกิดการถ่ายเทความมั่งคั่ง เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพ และคำนึงสิทธิของผู้ถือหุ้นจะทำให้การบริหารจัดการของตัวแทนเป็นไปอย่างโปร่งใสมากยิ่งขึ้น

ทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) ทฤษฎีนี้มองว่าองค์กรจะพยายามให้ความเชื่อมั่นว่าพวกเขาจะทำงานภายใต้บรรทัดฐานทางสังคม นั่นคือปฏิบัติตามแบบแผน กฎเกณฑ์ข้อบังคับ หรือมาตรฐาน (Deegan, 2009) ถือเป็นสัญญาทางสังคม ระหว่างองค์กรกับสังคมที่เกี่ยวข้อง ซึ่งเป็นการอธิบายถึงการใช้ประโยชน์จากทรัพยากรธรรมชาติและทรัพยากรบุคคลของบริษัทสำหรับการดำเนินธุรกิจ ภายใต้เงื่อนไขในการดำเนินธุรกิจของบริษัทต้องตรงตามความคาดหวังของสังคมโดยรวม เช่น สินค้าและบริการสามารถตอบสนองความต้องการให้แก่สังคมได้หรือไม่ในเชิงของความรับผิดชอบต่อสังคมก็ยังคงไม่เพียงพอ ต้องมีการมองย้อนกลับถึงธรรมาภิบาลของบริษัท กระบวนการดำเนินธุรกิจมีผลกระทบต่อสังคมหรือไม่ มีการทำนุบำรุงสังคมในวงกว้างหรือไม่ ซึ่งสังคมจะทำการตรวจสอบอย่างสม่ำเสมอ ดังนั้นความก้าวหน้าหรือความอยู่รอดของบริษัทจึงขึ้นอยู่กับว่าบริษัทได้ดำเนินการตามที่สังคมคาดหวังมากน้อยเพียงใด แนวคิดนี้เป็นแนวคิดพื้นฐานสำหรับบริษัทในการสร้างความรู้ความเข้าใจเพื่อเป็นแนวทางการทำกิจกรรมเพื่อสังคมเพราะทำให้บริษัทเปลี่ยนแปลงแนวคิดทั้งในเรื่องของการดำเนินธุรกิจหรือแม้แต่นโยบายการดำเนินกิจกรรมเพื่อสังคมเองก็ตาม จากการที่บริษัทเป็นศูนย์กลาง เป็นผู้มุ่งเน้นว่าจะทำอะไร ทำอย่างไร ไปสู่รูปแบบที่เป็นความต้องการหรือความคาดหวังของสังคมเป็นหลัก เพื่อคงไว้ซึ่งสิทธิอันชอบธรรมในการคงอยู่ในสังคมต่อไป

สำหรับการศึกษาในมิติทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องสรุปโดยสังเขป ดังนี้

Beaver (1996) พัฒนาแบบจำลองในการพยากรณ์ความล้มเหลวทางการเงินด้วยอัตราส่วนทางการเงิน โดยเลือกกลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่ประสบปัญหาล้มละลาย เทียบกับกลุ่มบริษัทที่ไม่ประสบภาวะล้มละลาย จำนวน 79 บริษัท โดยทดสอบด้วยอัตราส่วนทางการเงินจำนวน 30 อัตราส่วน ในระยะเวลา 5 ปี ผลการศึกษาพบว่า มีอัตราส่วนจำนวน 3 อัตราส่วนที่สามารถทำนายภาวะล้มเหลวของธุรกิจได้อย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม อัตราส่วนส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนสินทรัพย์รวมต่อหนี้สินรวม

Altman (1968) ศึกษาเรื่องการใช้อัตราส่วนทางการเงินเป็นเครื่องมือในการพยากรณ์ภาวะล้มละลายด้วยกลุ่มอัตราส่วนวิเคราะห์สภาพคล่องของกิจการ กลุ่มอัตราส่วนวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไร กลุ่มอัตราส่วนวิเคราะห์ภาระผูกพันระยะยาวของบริษัท กลุ่มอัตราส่วนวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุน และกลุ่มอัตราส่วนวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงานปกติของบริษัท ผลการศึกษาพบว่า เทคนิค Multivariate Discriminant Analysis (MDA) สามารถสร้างโมเดลที่ช่วยพยากรณ์ภาวะล้มละลาย ซึ่งมีความสามารถในการพยากรณ์ได้ถูกต้องถึงร้อยละ 95 เมื่อคาดการณ์ล่วงหน้า 1 ปี ซึ่งสอดคล้องกับ Venkataramana, Azash and Ramakrishnaiah (2012) ได้ตรวจสอบผลการดำเนินงานด้านการเงินและการคาดการณ์ความเสี่ยงของการธนาคาร: กรณีของบริษัท ปูนซีเมนต์ในอินเดีย พบว่าผลการดำเนินงานทางการเงินสามารถทำนายความเสี่ยงของการล้มละลายด้วยคะแนน ของ Altman Z-Score

Al-Kassar and Soileau (2014) ตรวจสอบประสิทธิภาพของบริษัทเช่นเดียวกับแบบจำลองการทำนายความล้มเหลวทางสถิติจำนวนมากที่อธิบายไว้ในวรรณกรรม และทำการทดสอบว่าวิธีการดังกล่าวใช้งานได้จริงหรือไม่ โดยใช้แบบจำลองการวัดมูลค่าของประสิทธิภาพทางการเงิน (Al-Kassar & Soileau, 2012) และการใช้แบบจำลองความล้มเหลวทางการเงิน (Z-score) ที่ (Taffler, 1983) ใช้กับบริษัทหกแห่งที่ได้รับการตรวจสอบในช่วงปี 1998–2011 วิธีการที่ใช้ในการศึกษาเชิงประจักษ์รวมถึงการวัดประสิทธิภาพทางการเงินตามแบบจำลองทั้งสอง พบว่าแบบจำลองทั้งสองแบบแสดงความสัมพันธ์กันอย่างมาก ซึ่งทดสอบโดย T-test การวิจัยยังแสดงให้เห็นถึงความจำเป็นที่จะต้องวัดผลการดำเนินงานทั้งทางด้านการเงินและที่ไม่ใช่ด้านการเงินไว้ในการประเมินผลด้วย หากไม่มีทั้งทางการเงินและไม่ใช่ทางการเงินกระบวนการประเมินจะไม่สมบูรณ์และไม่ได้ให้ผลลัพธ์ที่ต้องการหรือภาพที่ถูกต้องของกระบวนการ

Nguyen et al. (2019) ทำการศึกษาผลกระทบของผลการดำเนินงานทางการเงินต่อความเสี่ยงในการล้มละลายของ บริษัท อสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของเวียดนาม ทั้งหมด 44 แห่ง ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เวียดนาม ตั้งแต่ปี 2554 ถึง 2560 โดยมีการสังเกตการณ์ 308 ราย ศึกษาโดยวิธีเชิงปริมาณตามแบบจำลองการถดถอยโลจิสติกด้วยความช่วยเหลือของซอฟต์แวร์เฉพาะ SPSS 25 ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด (TAT) มีผลย้อนกลับอย่างมีนัยสำคัญต่อความเสี่ยงจากการล้มละลายในขณะที่อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (OPM) ไม่ใช่ปัจจัยที่เกี่ยวข้อง อัตราความแม่นยำของแบบจำลองการทำนายโดยรวมคือ 90.9%

Ningsih and Rahayu (2018) ศึกษาผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการด้วยวิธีเชิงพรรณนาของรายงานทางการเงินตั้งแต่ปี 2557 ถึง 2560 ของ PT Main TBK จากเทคนิคการสุ่มตัวอย่างแบบพื้นที่โดยใช้การวิเคราะห์อัตราส่วน การวิเคราะห์หั่น และการวิเคราะห์ค่า Z-score เพื่อตอบสนองมาตรฐานผลการศึกษาจากการวิเคราะห์เชิงพรรณนาต่อตัวแปรที่ใช้กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าเครื่องมือวิเคราะห์ทั้งสามที่มีต่อตัวผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทได้รับการพิสูจน์แล้วว่าดี ผลการวิเคราะห์อัตราส่วนต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทได้รับการพิสูจน์แล้วว่าดี ผลการวิเคราะห์หั่นที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

ของบริษัทได้รับการพิสูจน์แล้วว่าดี และผลของการวิเคราะห์ค่า z-score ที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทได้รับการพิสูจน์แล้วว่าดี

Liberty and Zimmerman (1986), and Gilson (1989) พบว่า เหตุการณ์ในอดีตกรณีการล้มละลายของบริษัทขนาดใหญ่ เช่น Enron, Global Crossing และ WorldCom ซึ่งให้เหตุน่าสงสัยเกี่ยวกับ การตกแต่งกำไรหรือทุจริต เพื่อปกปิดสถานะความไม่มั่นคงทางการเงินของกิจการ นอกจากจะเพิ่มโอกาสในการล้มละลาย เพราะกิจการไม่สามารถปฏิบัติตามภาระผูกพันทางการเงินกับเจ้าหนี้แล้ว ยังส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย โดยผู้บริหารอาจจะสูญเสียโบนัส เพิ่มความเป็นไปได้ที่จะถูกแทนที่ ชื่อเสียงและภาพลักษณ์ทางอาชีพ เสียหาย และทำให้นักลงทุนและเจ้าหนี้ขาดความเชื่อมั่นในกิจการเพราะอาจจะนำไปสู่การประสบกับปัญหาความสูญเสียทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญ

Lin and Dong (2018) ศึกษาถึงความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) ของบริษัทที่มีปัญหาทางการเงินและโอกาสในการล้มละลาย พบว่าความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (CSR) ก่อให้เกิดทุนทางสังคมที่สนับสนุนธุรกิจ บริษัทที่มีประวัติของการมีส่วนร่วมด้าน CSR เชิงบวกจะมีโอกาสน้อยที่จะถูกยื่นฟ้องล้มละลายเมื่ออยู่ในภาวะปัญหาทางการเงินอย่างหนักและมีแนวโน้มที่จะประสบปัญหาเร่งการฟื้นตัวจากปัญหาทางการเงินนั้น

Amaral (2019) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) ผลการดำเนินงานและปัญหาทางการเงินระหว่างปี 2550 ถึง 2560 ในบริบทยุโรปใต้ โดยใช้คะแนน ESG (สิ่งแวดล้อมสังคมและธรรมาภิบาล) ในการประเมิน และวัดระดับปัญหาทางการเงิน รวมถึงคะแนน Altman-Z พบว่าบริษัทที่มีประสิทธิภาพของ CSR ในระดับที่สูงกว่าจะมีความมั่นคงทางการเงินสูง

Fich and Slezak (2008) พบว่าคณะกรรมการที่มีขนาดเล็กและเป็นอิสระมากกว่าซึ่งมีอัตราส่วนของกรรมการที่เป็นนักลงทุนสถาบันสูงกว่าและมีกรรมการภายในที่มีสัดส่วนการถือหุ้นมากขึ้นจะมีประสิทธิภาพมากกว่าในการหลีกเลี่ยงการล้มละลายและลดปัญหาทางการเงิน ซึ่งสอดคล้องกับ (Darrat et al., 2016) พบว่าการมีขนาดของคณะกรรมการ ขนาดใหญ่จะช่วยลดความเสี่ยงในการล้มละลาย และยังชี้ให้เห็นว่าการควบตำแหน่งผู้จัดการใหญ่กับประธานกรรมการ และสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงของการล้มละลายของบริษัท

Haniffa and Hudaib (2006) พบว่า การควบรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในคนเดียวกันและสัดส่วนของจำนวนหุ้นที่ถือโดยกรรมการบริหารของบริษัทที่มีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงาน โดยที่สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารและสัดส่วนของกรรมการบริษัทที่ดำรงตำแหน่งกรรมการบริษัทมากกว่าหนึ่งแห่งไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน

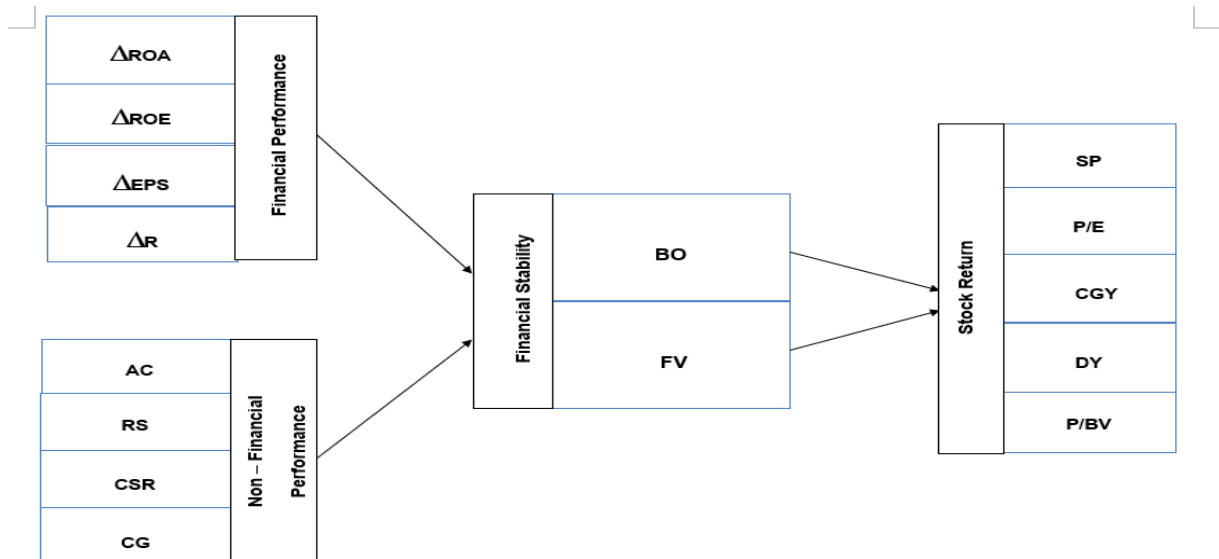
Campbell, Polk and Vuolteenaho (2010) ใช้แบบจำลองที่ให้ความแม่นยำสูงในการวัดความเสี่ยงด้านความล้มเหลวขององค์กร ใช้การวัดระดับปัญหาทางการเงินในการตรวจสอบประสิทธิภาพของหุ้นด้วยคุณภาพตั้งแต่ปี 2524 ถึง 2551 พบว่าหุ้นด้วยคุณภาพจะมีผลตอบแทนต่ำมากทั้งเมื่อเทียบกับตลาด

Tandiontong and Sitompul (2017) นำเสนอรูปแบบของปัญหาทางการเงินโดยใช้แบบจำลองทำนายความล้มเหลวขององค์กร และใช้ตัวแปรทางการเงินและตลาด พบว่ามีความน่าจะเป็นของความล้มเหลวทางการเงินที่แพร่กระจายมากขึ้นซึ่งเป็นข้อเท็จจริงที่อธิบายถึงความรุนแรงมากขึ้นจะทำให้ประสิทธิภาพของหุ้นด้วยคุณภาพ

จากการทบทวนวรรณกรรมผู้วิจัยได้สังเคราะห์องค์ประกอบตัวแปรผลการดำเนินงานด้านการเงิน และผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงินที่มีอิทธิพลต่อความมั่นคงทางการเงิน และผลตอบแทนหลักทรัพย์ สามารถสรุปตัวแปรได้ดังนี้ โดยที่

BO	หมายถึง	ความมั่นคงทางการเงินที่วัดด้วยโอกาสในการล้มละลาย (Bankruptcy Opportunities)
FV	หมายถึง	ความมั่นคงทางการเงินที่วัดด้วยมูลค่ากิจการ (Firm Value)
ΔROA	หมายถึง	อัตราการโตของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets Growth Rate)
ΔROE	หมายถึง	อัตราการโตของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity Growth Rate)
ΔEPS	หมายถึง	อัตราการโตของกำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share Growth Rate)
ΔR	หมายถึง	อัตราการโตของรายได้ (Revenue Growth Rate)
AC	หมายถึง	การป้องกันและต่อต้านการทุจริต (Against Corruption)
RS	หมายถึง	ความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น (Responsibilities to Shareholders)
CSR	หมายถึง	ความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility)
CG	หมายถึง	การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)
SP	หมายถึง	ราคาหุ้น (Stock Price)
P/E	หมายถึง	อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิ (Price-Earnings Ratio)
CGY	หมายถึง	อัตราผลตอบแทนส่วนต่างราคาหุ้น (Capital Gains Yield)
DY	หมายถึง	อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield)
P/BV	หมายถึง	อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (Price To Book Value Ratio)

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความมั่นคงทางการเงินและผลตอบแทนหลักทรัพย์
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ใช้รูปแบบการวิจัยเชิงผสานวิธี ทั้งเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพ

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 7 กลุ่มอุตสาหกรรม จำนวน 561 บริษัท โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน ในช่วง 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559 – 2563 เพื่อให้ได้ข้อมูลในการวัดตัวแปรต่าง ๆ อย่างครบถ้วน ดังนั้นกลุ่มตัวอย่างมีจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมดเท่ากับ 322 บริษัท จำนวน 5 ปี การคัดเลือกบริษัทที่จะนำมาเป็นกลุ่มตัวอย่างในแต่ละกลุ่มจะต้องเป็นบริษัทที่มีงบการเงิน แบบแสดงรายงานข้อมูลประจำปี (56-1) รายงานประจำปี (56-2) ข้อมูลผู้ถือหุ้น และอื่น ๆ ที่สมบูรณ์เพียงพอในการคำนวณหาตัวแปรตามที่กำหนด

การเก็บรวบรวมข้อมูล

โดยเก็บข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ที่เผยแพร่สาธารณะของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ 1. งบการเงิน 2. แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) 3. รายงานประจำปี (แบบ 56-2) 4. ข้อมูลการเป็นแนวร่วมในการต่อต้านการทุจริต (Thai CAC) 5. ประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) 6. ข้อมูลการได้รับการคัดเลือก (THIS) ดัชนีแห่งความยั่งยืน 7. ข้อมูลคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

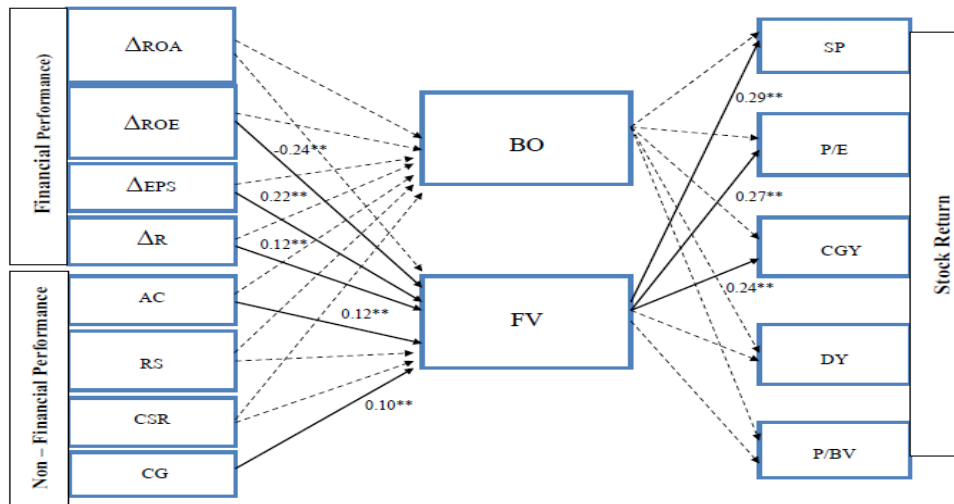
โดยมีเครื่องมือคือแบบบันทึกเพื่อรวบรวมข้อมูลเพื่อนำข้อมูลมาสังเคราะห์และวิเคราะห์ผลการศึกษา

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยเชิงปริมาณใช้การบรรยายโดยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และการวิเคราะห์สถิติพหุตัวแปรโมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model) ในการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของผลการดำเนินงานด้านการเงิน และผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงินที่มีผลกระทบต่อความมั่นคงทางการเงิน และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติลิซเรล การศึกษาใช้แบบจำลองสมการโครงสร้างเชิงเส้น โดยใช้ แบบจำลองสมการโครงสร้างเชิงเส้น (Path Analysis)

ผลการวิจัย

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรผลการดำเนินงานด้านการเงิน ผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงิน และผลตอบแทนหลักทรัพย์มีประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พบว่าตัวแปรทั้งหมดมีค่าความสัมพันธ์อยู่ระหว่าง -0.292 ถึง 0.919 ซึ่งถือว่ามีความสัมพันธ์กันไม่มากเกินไปที่จะทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity หรือภาวะตัวแปรมีความสัมพันธ์กันมากเกินไป (Hair et al., 1998) จึงไม่ส่งผลให้การวิเคราะห์คลาดเคลื่อน สรุปได้ว่าตัวแปรที่นำมาวิเคราะห์จึงเหมาะสมที่จะนำไปวิเคราะห์สมการโครงสร้างเชิงเส้น (Path Analysis) ปัจจัยเชิงสาเหตุของผลการดำเนินงานด้านการเงิน และผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงินที่มีอิทธิพลต่อความมั่นคงทางการเงิน และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังภาพที่ 2



ภาพที่ 2 เส้นแสดงความสัมพันธ์ของปัจจัยเชิงสาเหตุของผลการดำเนินงานด้านการเงิน และผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงินที่มีอิทธิพลต่อความมั่นคงทางการเงิน และผลตอบแทนหลักทรัพ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 1 แสดงผลการทดสอบปัจจัยด้านผลการดำเนินงานด้านการเงิน

ตัวแปร เชิงสาเหตุ	ตัวแปรผล (Consequences)																				
	BO			FV			SP			P/E			CGY			DY			P/BV		
	DE	IE	TE	DE	IE	TE	DE	IE	TE	DE	IE	TE	DE	IE	TE	DE	IE	TE	DE	IE	TE
ΔROA	0.00	-	0.00	-0.01	-	-0.01	-0.03	-	-0.03	-0.16*	-	-0.16*	-0.10	-	-0.10	-0.08	-	-0.08	0.00	-	0.00
ΔROE	0.00	-	0.00	-	-	-	-	-	-	0.10	-	0.10	-0.03	-	-0.03	-0.05	-	-0.05	0.00	-	0.00
ΔEPS	0.00	-	0.00	0.22**	-	0.22**	0.19	-	0.19	0.02	-	0.02	0.40**	-	0.40**	-0.13*	-	-0.13*	0.00	-	0.00
ΔR	0.00	-	0.00	0.12**	-	0.12**	0.01	-	0.01	0.07**	-	0.07**	-0.02	-	-0.02	-	-	-	0.00	-	0.00
AC	0.00	-	0.00	0.12**	-	0.12**	-0.02	-	-0.02	-0.02	-	-0.02	0.05	-	0.05	0.08	-	0.08	0.00	-	0.00
RS	0.00	-	0.00	-0.08	-	-0.08	0.08	-	0.08	0.08	-	0.08	0.03	-	0.03	0.11**	-	0.11**	0.00	-	0.00
CSR	0.00	-	0.00	0.00	-	0.00	0.25*	-	0.25*	-0.04	-	-0.04	-0.01	-	-0.01	0.07**	-	0.07**	0.00	-	0.00
CG	0.00	-	0.00	0.10**	-	0.10**	0.05	-	0.05	0.03	-	0.03	0.14**	-	-0.14**	0.11**	-	0.11**	0.00	-	0.00
BO	-	-	-	-	-	-	0.00	-	0.00	0.00	-	0.00	0.00	-	0.00	0.00	-	0.00	0.00	-	0.00
FV	-	-	-	-	-	-	0.29*	-	0.29*	0.27**	-	0.27**	0.24**	-	0.24**	-0.02	-	-0.02	0.00	-	0.00
R ²	1.7%			4.7%			21.7%			9.7%			15.8%			23.8%			45.8%		

**มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากภาพที่ 2 และตารางที่ 1 ผลการทดสอบปัจจัยด้านผลการดำเนินงานด้านการเงิน (Financial Performance : FP) ที่มีผลกระทบต่อความมั่นคงทางการเงิน (Financial Stability : FS) พบว่า อัตราการโตของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ΔROE) มีอิทธิพลต่อความมั่นคงทางการเงินที่วัดด้วยมูลค่ากิจการ (FV) จากค่า Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยเป็นทิศทางลบ มีค่าอิทธิพลเท่ากับ -0.24 อัตราการโตของกำไรต่อหุ้น (ΔEPS) และอัตราการโตของรายได้ (ΔR) มีอิทธิพลต่อความมั่นคงทางการเงินที่วัดด้วยมูลค่ากิจการ (FV) จาก

ค่า Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยเป็นทิศทางบวก มีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.22 และ 0.12 ตามลำดับ ส่วนอัตราการใช้ของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ΔROA) ไม่มีอิทธิพลทั้งต่อความมั่นคงทางการเงินที่วัดด้วยโอกาสในการล้มละลาย (BO) จากค่า Altman Z-score และมูลค่ากิจการ (FV) จากค่า Tobin's Q ซึ่งพบว่าไม่มีตัวแปรใดเลยที่มีอิทธิพลต่อความมั่นคงทางการเงินที่วัดด้วยโอกาสในการล้มละลาย (BO) จากค่า Altman Z-score อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากผลการทดสอบปัจจัยด้านผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงิน (Non-financial Performance : NFP) ที่มีผลกระทบต่อความมั่นคงทางการเงิน (Financial Stability : FS) พบว่า การป้องกันและต่อต้านการทุจริต (AC) และการกำกับดูแลกิจการ (CG) มีอิทธิพลต่อความมั่นคงทางการเงินจากค่า Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยเป็นทิศทางบวก มีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.12 และ 0.10 ตามลำดับ ส่วนความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น (RS) และความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) ไม่มีอิทธิพลต่อความมั่นคงทางการเงินทั้งที่วัดด้วยโอกาสในการล้มละลาย (BO) จากค่า Altman Z-score และมูลค่ากิจการ (FV) จากค่า Tobin's Q

จากผลการทดสอบตัวแปรความมั่นคงทางการเงิน (Financial Stability : FS) ที่วัดด้วยโอกาสในการล้มละลาย (BO) จากค่า Altman Z-score และมูลค่ากิจการ (FV) จากค่า Tobin's Q ที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ (SR) พบว่า ความมั่นคงทางการเงิน (Financial Stability : FS) ที่วัดด้วยมูลค่ากิจการ (FV) จากค่า Tobin's Q มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ (SR) ซึ่งได้แก่ ราคาหุ้น (SP) อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไร (P/E) และอัตราผลตอบแทนส่วนต่างราคาหุ้น (CGY) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.29, 0.27 และ 0.24 ตามลำดับ ส่วนความมั่นคงทางการเงินที่วัดด้วยโอกาสในการล้มละลาย (BO) จากค่า Altman Z-score ไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ (SR) ซึ่งประกอบด้วย ราคาหุ้น (SP) อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไร (P/E) อัตราผลตอบแทนส่วนต่างราคาหุ้น (CGY) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (DY) และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV)

อภิปรายผล

ผลการทดสอบปัจจัยด้านผลการดำเนินงานด้านการเงินที่มีอิทธิพลต่อความมั่นคงทางการเงินนั้นพบว่า อัตราการใช้ของกำไรต่อหุ้น (ΔEPS) และอัตราการใช้ของรายได้ (ΔR) มีอิทธิพลและส่งผลทางบวกต่อความมั่นคงทางการเงิน เนื่องจากกำไรต่อหุ้นเป็นตัวบ่งชี้ถึงประสิทธิภาพในการสร้างกำไรให้กับเจ้าของกิจการ และรายได้เป็นผลตอบแทนที่เกิดจากการให้ใช้สินทรัพย์ หากกิจการมีความสามารถในการสร้างรายได้ที่ดี ก็จะส่งผลให้การเติบโตของกำไรดีขึ้นตามไปด้วย และนำไปสู่ความมั่งคั่งและความมั่นคงทางการเงินนั่นเอง ซึ่งจะทำให้โอกาสในการล้มละลายของกิจการนั้นลดลงตามไปด้วย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Cihak and Hesse (2011), and Al-Kassar and Soileau (2012) ที่พบว่าความสามารถในการทำกำไรยิ่งสูงโอกาสเสี่ยงในการล้มละลายยิ่งลดลง และสอดคล้องกับข้อมูลจากการสัมภาษณ์เชิงลึกจากผู้เชี่ยวชาญ ส่วนอัตราการใช้ของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ΔROE) มีอิทธิพลและส่งผลเชิงลบต่อความมั่นคงทางการเงิน ทั้งนี้อาจเป็นไปได้ว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นจะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถบริหารงานเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น หรืออัตราการใช้ของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ΔROE) ที่สูงขึ้นอาจเกิดจากการตกแต่งข้อมูลในเรื่องผลกำไรได้ จึงทำให้เกิดปัญหาไม่ไปในทิศทางเดียวกับความมั่นคงทางการเงิน ซึ่งสอดคล้องกับข้อมูลจากการสัมภาษณ์เชิงลึกจากผู้เชี่ยวชาญ

ผลการทดสอบปัจจัยด้านผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงินส่งผลต่อความมั่นคงทางการเงิน พบว่าการป้องกันและต่อต้านการทุจริต (AC) และการกำกับดูแลกิจการ (CG) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความมั่นคงทางการเงิน เนื่องจากการให้ความสำคัญต่อการต่อต้านการทุจริตและคอร์รัปชันในทุกรูปแบบจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นใจต่อผู้ถือหุ้น นักลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย และผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย นำไปสู่ความมั่นคง เจริญก้าวหน้าอย่างต่อเนื่อง และการกำกับดูแลกิจการที่ดีทำให้มั่นใจได้ว่าสภาพแวดล้อมทางธุรกิจมีความยุติธรรมและโปร่งใสและบริษัทต่าง ๆ ต้องรับผิดชอบต่อการกระทำของตน นั่นคือการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยทั่วไปคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการสามารถประเมินได้บนพื้นฐานของหลักการเปิดเผยและความโปร่งใสความสัมพันธ์กับผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียลักษณะของคณะกรรมการนโยบายและการปฏิบัติตามกฎระเบียบและโครงสร้างความเป็นเจ้าของและการควบคุมในขณะเดียวกันแนวปฏิบัติเหล่านี้ปกป้องบริษัทจากโอกาสในการเข้าใกล้ภาวะการล้มละลาย

ผลการทดสอบปัจจัยด้านความมั่นคงทางการเงินส่งผลทางบวกต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ พบว่าความมั่นคงทางการเงินที่วัดด้วยค่า Tobin's Q มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ (SR) ได้แก่ ราคาหุ้น (SP) อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไร (P/E) อัตราผลตอบแทนส่วนต่างราคาหุ้น (CGY) เนื่องจากความมั่นคงทางการเงินที่วัดด้วยค่า Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานในทางมูลค่าทางการตลาดที่สะท้อนถึงข้อมูลจากงบการเงินซึ่งเป็นข้อมูลในอดีตและมูลค่าตลาดซึ่งเป็นข้อมูลคาดการณ์ในอนาคตของนักลงทุนต่ออนาคตของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Campbell, Hilscher and Szilagyi (2011), Robu et al. (2014), and Saji (2018) ที่พบว่าเมื่อกิจการประสบปัญหาด้านความมั่นคงทางการเงินก็จะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ไปด้วย ดังนั้นบริษัทที่มีความมั่นคงทางการเงินที่ดีจะส่งผลดีต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ตามไปด้วย

สรุป

การวิจัยนี้ทำให้ทราบว่า การตัดสินใจในการลงทุนนั้นจำเป็นต้องพิจารณาและคำนึงถึงความระมัดระวังรอบคอบ อีกทั้งต้องอยู่ภายใต้การตัดสินใจที่มีความแม่นยำเพื่อให้การลงทุนนั้นเกิดประสิทธิภาพมากที่สุด ปัจจัยผลการดำเนินงานด้านการเงินที่มีอิทธิพลต่อความมั่นคงทางการเงินเชิงบวก ได้แก่ อัตราการโตของกำไรต่อหุ้น และอัตราการโตของรายได้ แต่กลับพบว่าอัตราการโตของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีอิทธิพลในเชิงลบต่อความมั่นคงทางการเงิน ส่วนปัจจัยด้านที่ไม่ใช่การเงินที่ส่งผลต่อความมั่นคงทางการเงิน ยังพบว่าความมั่นคงทางการเงินยังส่งผลทางตรงเชิงบวกต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ประกอบด้วย ราคาหุ้น อัตราส่วนได้แก่ การป้องกันและต่อต้านการทุจริต และการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลทางตรงเชิงบวกต่อความมั่นคงทางการเงิน และราคาหุ้นต่อกำไร และอัตราผลตอบแทนส่วนต่างราคาหุ้น ผลการวิจัยเชิงคุณภาพสอดคล้องกับการวิจัยเชิงปริมาณซึ่งผู้วิจัยได้นำไปพัฒนาเป็นแบบประเมินความมั่นคงทางการเงินเพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียใช้ประกอบกับการตัดสินใจ การดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงิน (Non-financial Performance) มาประกอบการตัดสินใจลงทุนควบคู่กันไป

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะจากการทำวิจัย

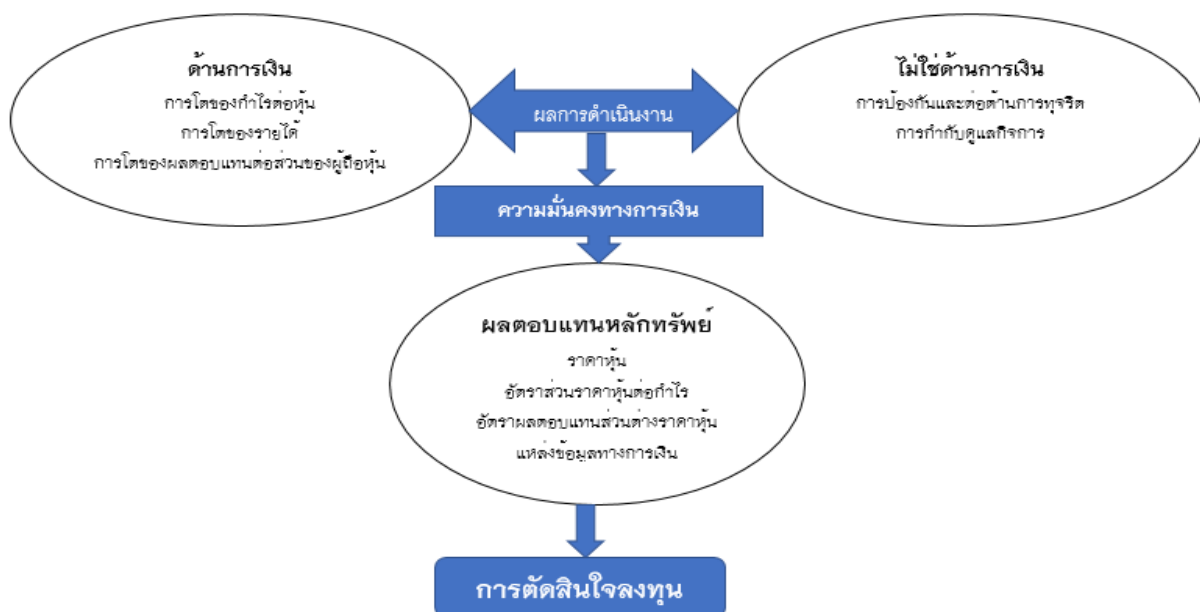
– บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถนำปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความมั่นคงทางการเงินเป็นแนวทางในการแก้ไข ปรับปรุงโครงสร้างทางการเงิน หรือโครงสร้างที่ไม่เกี่ยวกับการเงินที่อาจเกิดขึ้น และมีผลต่อความมั่นคงทางการเงิน บริษัทจดทะเบียนควรให้ความสำคัญต่อบัญชีที่ไม่เกี่ยวข้องกับการเงินด้วย เนื่องจากปัจจัยด้านการเงินนั้นอาจมีโอกาสดังกล่าวขึ้นจากการจัดการ หรือตกแต่งตัวเลขในงบการเงินเพื่อให้นักลงทุนสนใจ

ข้อเสนอแนะการวิจัยครั้งต่อไป

– ผู้ที่สนใจอาจทำการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์อื่น เช่น ตลาดหลักทรัพย์ MAI หรือทำการศึกษาซ้ำจากระยะเวลาที่เปลี่ยนไป และสถานการณ์การทางเศรษฐกิจที่คลี่คลาย รวมถึงการศึกษาเปรียบเทียบเฉพาะกลุ่มบริษัทที่ประสบปัญหาจากการถูกเพิกถอน หรือเข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนหุ้นจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเพิ่มความมั่นใจต่อความแม่นยำของงานวิจัยในครั้งนี้และในอนาคต

องค์ความรู้ใหม่

การวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความมั่นคงทางการเงิน และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ความมั่นคงทางการเงินที่วัดด้วยค่า Tobin's Q มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ได้แก่ ราคาหุ้น อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไร อัตราผลตอบแทนส่วนต่างราคาหุ้น และแหล่งข้อมูลทางการเงินซึ่งเป็นหนึ่งในข้อมูลสำคัญที่สะท้อนให้ทราบถึงฐานะทางการเงินและความมั่นคงของกิจการ อีกทั้งเป็นประโยชน์ต่อการประกอบการตัดสินใจของผู้ลงทุน ซึ่งนอกจากผลการดำเนินงานด้านการเงินแล้วบริษัทยังต้องคำนึงถึงผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงิน มาประกอบการตัดสินใจลงทุนควบคู่กันไปด้วย



ภาพที่ 3 แสดงองค์ความรู้ใหม่ที่ได้จากการวิจัย

References

- Al-Kassar, T.A., & Soileau, J.S. (2012). Design and applied mathematical model of measuring financial performance evaluation: Jordan results. *Oil Gas & Energy Quarterly*, 60(3), 621–636.
- Al-Kassar, T.A., & Soileau, J.S. (2014). Financial performance evaluation and bankruptcy prediction (Failure). *Arab Economic and Business Journal*, 9(2), 147–155.
- Altman, E.I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609.
- Amaral, J.M. (2019). *Is doing good, good for you? The relationship between financial distress and CSR: A study on southern europe*[Master of Science in Finance, University Católica, Portuguesa].
- Beaver, W. (1966). Financial ratio as predictor of failure. *Journal of Accounting Research*, 5, 77–111.
- Campbell, J.Y., Polk, C., & Vuolteenaho, T. (2010). Growth or Glamour? fundamentals and systematic risk in stock returns. *The Review of Financial Studies*, 23(1), 305–344.
- Campbell, J.Y., Hilscher, J., & Szilagyi, J. (2011). Predicting financial distress and the performance of distressed stocks. *Journal of Investment Management*, 9(2), 14–34.
- Cihak, M., & Hesse, H. (2011). Islamic mutual funds' financial performance and international investment style: Evidence from 20 countries. *The European Journal of Finance*, 17(9–10), 829–850.
- Darrat, A.F., Gray, S., Park, J.C., & Wu, Y. (2016). Corporate governance and bankruptcy risk. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(2), 163–202.
- Deegan, C. (2009). *Financial accounting theory*. McGraw Hill.
- Fedorova, E., Gilenko, E., & Dovzhenko, S. (2013). Bankruptcy prediction for Russian companies: Application of combined classifiers. *Expert Systems with Applications*, 40(18), 7285–7293.
- Fich, E.M., & Slezak, S.L. (2008). Can corporate governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30(2), 225–251.
- Gilson, S. (1989). Management turnover and financial distress. *Journal of Financial Economics*, 25(2), 241–262.

- Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., Anderson, R.E., & Tatham, R.L. (1998). *"Multivariate data analysis."*. Prentice Hall.
- Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006). Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7&8), 1034–1062.
- Liberty, S.E., & Zimmerman, J.L. (1986). Labor union contract negotiations and accounting choices. *The Accounting Review*, 61(4), 692–712.
- Lin, K.C., & Dong, X. (2018). Corporate social responsibility engagement of financially distressed firms and their bankruptcy likelihood. *Advances in accounting, Elsevier*, 43(C), 32–45.
- Ng, S.T., Wong, J.M.W., & Zhang, J. (2011). Applying Z-score model to distinguish insolvent construction companies in China. *Journal of International Habitat*, 35(4), 599–607.
- Nguyen, V.C., Nguyen, T.N., Oanh Le, T.T., & Nguyen, T.T. (2019). Determining the impact of financial performance factors on bankruptcy risk: An empirical study of listed real estate companies in Vietnam. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(3), 307–318.
- Ningsih, P.T. & Rahayu. (2018). The predict of company financial performance bankruptcy by ratio, stock and Z-score (PT Main TBK). *International Journal of Advanced Research*, 6(7), 293–303.
- Robu, I.B., Robu, M.A., Mironiuc, M., & Balu, F.O. (2014). The value relevance of financial distress risk in the case of RASDAQ Companies. *Journal of Accounting and Management Information Systems*, 13(4), 623–642.
- Saji, T.G. (2018). Financial distress and stock market failures: Lessons from Indian realty sector. *The Journal of Business Perspective*, 22(1), 50–60.
- Stock Exchange of Thailand. (2018). *Corporate governance policy and code of conduct for market groups. Securities of Thailand 2021*. <https://www.set.or.th/en/listing/equities/common-stocks/overview>
- Tandiontong, M., & Sitompul, M. (2017). The influence of financial distress using Altman Z-score, The beta of stocks and inflation to The Stock Return, *Journal of Finance and Banking Review*, 2(2), 21–27.
- Taffler, R.J. (1983). The assessment of company solvency and performance using a statistical model. *Accounting and Business Research*, 13(52), 295–307.

- Venkataramana, N., Azash, S., & Ramakrishnaiah, K. (2012). Financial performance and predicting the risk of bankruptcy: A case of selected cement companies in India. *International Journal of Public Administration and Management Research*, 1(1), 40–56.
- Vo, Hong Duc., & Nguyen, Minh Tri. (2014). The impact of corporate governance on firm performance: An empirical study in Vietnam. *International Journal of Economics and Finance*, 6(6), 1–13.
- Zandi, A., Faghani Makrani, K., & Fazeli, N. (2019). Test of corporate social responsibility engagement based on two approaches to the exchange capital and the moral capital of bankruptcy likelihood. *Management Accounting*, 12(43), 67–75.