



BE-047

การวิเคราะห์เปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุน สภาพคล่อง และความเสี่ยงต่อการล้มละลายของ
สายการบินภายหลังสถานการณ์โควิด-19 (ค.ศ.2021–2025)

A Comparative Analysis of Capital Structure, Liquidity, and Bankruptcy Risk of
Airlines in the Post-COVID-19 Period (2021–2025)

กฤษณ์ วิทวัสสำราญกุล*

Krit Witthawassamrankul*

หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการจัดการการบิน สถาบันพัฒนาบุคลากรการบิน มหาวิทยาลัยเกษมบัณฑิต

Master of Business Administration, Program in Aviation Management,

Aviation Personnel Development Institute, Kasem Bundit University

*Corresponding author's email address: krit.wit@kbu.ac.th

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุน วิเคราะห์สภาพคล่อง และประเมินความเสี่ยงต่อการล้มละลายของสายการบินภายหลังสถานการณ์โควิด-19 (ค.ศ. 2021-2025) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากงบการเงินของสายการบิน 3 ประเภท ได้แก่ สายการบินต้นทุนต่ำ สายการบินภูมิภาค และสายการบินให้บริการเต็มรูปแบบในประเทศไทย เครื่องมือที่ใช้ ได้แก่ การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินและแบบจำลอง Altman Z Score ผลการวิจัยพบว่าสายการบินทั้ง 3 ประเภทมีโครงสร้างเงินทุนและสภาพคล่องแตกต่างกัน โดยสายการบินต้นทุนต่ำมีการใช้หนี้สูงแต่สามารถปรับตัวด้านต้นทุนได้ดี ขณะที่สายการบินให้บริการเต็มรูปแบบมีความเปราะบางทางการเงินในช่วงวิกฤต ส่วนสายการบินภูมิภาคมีโครงสร้างเงินทุนและสภาพคล่องที่สมดุลมากที่สุด นอกจากนี้ ผลการประเมินความเสี่ยงพบว่าสายการบินให้บริการเต็มรูปแบบมีความเสี่ยงสูงในช่วงต้น ก่อนฟื้นตัวในระยะหลัง ขณะที่สายการบินภูมิภาคมีความเสี่ยงต่ำที่สุด สะท้อนถึงบทบาทของความยืดหยุ่นในการดำเนินธุรกิจ (resilience) ในการรับมือกับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน, สภาพคล่อง, ความเสี่ยงต่อภาวะล้มละลาย, สายการบิน, โควิด-19

ABSTRACT

This study aims to (1) compare capital structure, (2) analyze liquidity, and (3) assess bankruptcy risk of airlines in the post-COVID-19 period (2021–2025). The study employs secondary data from the financial statements of three types of airlines in Thailand: low-cost, regional, and full-service carriers. The research tools include financial ratio analysis and



the Altman Z Score model. The findings reveal that three airline types exhibit significantly different capital structures and liquidity levels. Low-cost airlines demonstrate high leverage but strong cost adaptability, while full-service airlines show higher financial vulnerability during the crisis. In contrast, regional airlines maintain a more balanced financial structure and stronger liquidity. Furthermore, the bankruptcy risk analysis indicates that full-service airlines faced high risk in the early period but showed recovery later, whereas regional airlines consistently exhibited the lowest risk. These results highlight the importance of organizational resilience in effectively coping with economic uncertainty.

Keywords: Capital Structure, Liquidity, Bankruptcy Risk, Airlines, Covid-19

บทนำ

อุตสาหกรรมการบินเป็นหนึ่งในธุรกิจที่มีความผันผวนสูงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันและปัจจัยการผลิต (Atems, 2021) ประกอบกับลักษณะธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูงและมีต้นทุนคงที่จำนวนมาก ส่งผลให้มีความเปราะบางต่อความเสี่ยงทางการเงินและปัจจัยภายนอก เช่น อัตราแลกเปลี่ยนและภาวะเศรษฐกิจโลก (Noreen & Ahmed, 2016) ซึ่งความผันผวนดังกล่าวส่งผลกระทบโดยตรงต่อโครงสร้างเงินทุน สภาพคล่อง และความสามารถในการดำเนินงานในระยะยาว

อุตสาหกรรมการบินเป็นหนึ่งในธุรกิจที่มีความผันผวนสูง เนื่องจากต้องเผชิญกับปัจจัยภายนอกที่ส่งผลกระทบอย่างต่อเนื่อง เช่น ราคาน้ำมัน อัตราแลกเปลี่ยน ภาวะเศรษฐกิจโลก และเหตุการณ์ไม่คาดคิดต่าง ๆ นอกจากนี้ ธุรกิจสายการบินยังเป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูงและมีต้นทุนคงที่จำนวนมาก ส่งผลให้มีความเสี่ยงทางการเงินในระดับสูงเมื่อเปรียบเทียบกับธุรกิจประเภทอื่น (Kuzu & Önder, 2023; Merkert & Swidan, 2019) ความผันผวนดังกล่าวส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน สภาพคล่อง และความสามารถในการดำเนินงานของสายการบินในระยะยาว

ในช่วงการแพร่ระบาดของโรคโควิด-19 อุตสาหกรรมการบินได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากมาตรการจำกัดการเดินทางระหว่างประเทศ ส่งผลให้จำนวนผู้โดยสารลดลงอย่างมาก รายได้ของสายการบินหดตัวอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ต้นทุนคงที่ยังคงอยู่ในระดับสูง ส่งผลให้หลายสายการบินประสบปัญหาสภาพคล่องและความเสี่ยงต่อการล้มละลายเพิ่มขึ้น (Amankwah-Amoah, 2020; Monmousseau et al., 2020) สถานการณ์ดังกล่าวสะท้อนให้เห็นถึงความเปราะบางของธุรกิจสายการบิน โดยเฉพาะสายการบินที่มีโครงสร้างต้นทุนสูงและขาดความยืดหยุ่นในการปรับตัว

จากความสำคัญของปัญหาดังกล่าว การศึกษานี้จึงมุ่งวิเคราะห์ความแตกต่างของโครงสร้างเงินทุน สภาพคล่อง และความเสี่ยงต่อการล้มละลายของสายการบิน โดยเลือกศึกษาสายการบินในประเทศไทย



3 ประเภท ได้แก่ สายการบินต้นทุนต่ำ สายการบินภูมิภาค และสายการบินให้บริการเต็มรูปแบบ เพื่อทำความเข้าใจลักษณะทางการเงินและความสามารถในการปรับตัวของแต่ละประเภท ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อการวางแผนและการบริหารความเสี่ยงในอุตสาหกรรมการบินในอนาคต

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนของสายการบินภายหลังสถานการณ์โควิด-19
2. เพื่อวิเคราะห์สภาพคล่องของสายการบินภายหลังสถานการณ์โควิด-19
3. เพื่อประเมินความเสี่ยงต่อการล้มละลายของสายการบินภายหลังสถานการณ์โควิด-19

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อเป็นข้อมูลในการวิเคราะห์โครงสร้างทางการเงิน สภาพคล่อง และประเมินความเสี่ยงต่อการล้มละลายของสายการบินภายหลังสถานการณ์โควิด-19
2. เพื่อเป็นแนวทางในการวางแผนและบริหารความเสี่ยงทางการเงินของธุรกิจสายการบิน

การทบทวนวรรณกรรม

ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ทบทวนกรรมประกอบด้วยแนวคิดธุรกิจสายการบินและรูปแบบธุรกิจ แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างทุนและสภาพคล่อง แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนและสภาพคล่อง แนวคิดเกี่ยวกับความเสี่ยงทางการเงินและความเสี่ยงต่อการล้มละลาย เครื่องมือในการวิเคราะห์การเงินและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

1. แนวคิดเกี่ยวกับธุรกิจสายการบินและรูปแบบธุรกิจ (Business Models of Airlines) รูปแบบธุรกิจของสายการบินมีความแตกต่างกันตามประเภทของการให้บริการซึ่งส่งผลโดยตรงต่อโครงสร้างรายได้และค่าใช้จ่ายของแต่ละสายการบิน โดยทั่วไปสามารถจำแนกออกเป็น 3 ประเภท สายการบินให้บริการเต็มรูปแบบ (Full-Service Airlines) มักมีโครงสร้างต้นทุนคงที่สูง เนื่องจากการให้บริการที่ครอบคลุม เช่น การให้บริการบนเครื่องบินหลายระดับชั้น การให้บริการอาหาร และการดำเนินงานในเส้นทางระหว่างประเทศ อย่างไรก็ตาม สายการบินประเภทนี้มีศักยภาพในการสร้างรายได้ในระดับสูงจากบริการที่หลากหลายและตลาดระหว่างประเทศ (Doganis, 2019) ในขณะที่สายการบินต้นทุนต่ำ (Low-Cost Carriers: LCCs) มีการดำเนินงานที่มุ่งเน้นการลดต้นทุน โดยมีต้นทุนคงที่ต่ำและใช้รูปแบบการให้บริการที่เรียบง่าย เช่น ไม่มีบริการเสริมฟรี และเน้นการใช้เครื่องบินอย่างมีประสิทธิภาพ แม้ว่ารายได้ต่อหน่วยจะต่ำกว่า แต่สามารถแข่งขันด้านราคาได้ดี และมีความยืดหยุ่นในการปรับตัวในตลาดภายในประเทศ โดยเฉพาะในช่วงวิกฤต เช่น สถานการณ์โควิด-19 (Gillen & Lall, 2004; Suau-Sanchez et al., 2020) สำหรับสายการบินภูมิภาค (Regional Airlines) มีลักษณะการดำเนินงานอยู่ระหว่างสายการบินต้นทุนต่ำและสายการบินให้บริการเต็ม



รูปแบบ โดยมักให้บริการในเส้นทางระยะสั้นหรือเชื่อมต่อภูมิภาค และอาจมีแหล่งรายได้เพิ่มเติมจากธุรกิจที่เกี่ยวข้อง เช่น การบริหารสนามบินหรือการให้บริการเสริม ทำให้มีโครงสร้างต้นทุนและรายได้ที่แตกต่างออกไป (Doganis, 2019) ดังนั้น ความแตกต่างของรูปแบบธุรกิจสายการบินส่งผลให้โครงสร้างต้นทุนความสามารถในการสร้างรายได้ และความยืดหยุ่นในการปรับตัวต่อภาวะวิกฤตแตกต่างกัน ซึ่งมีผลต่อความเสี่ยงทางการเงินของสายการบินในแต่ละประเภท

2. แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนและสภาพคล่อง (Capital Structure and Liquidity) โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) หมายถึง สัดส่วนของแหล่งเงินทุนที่กิจการใช้ในการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วยเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นและเงินทุนจากการกู้ยืม โดยแต่ละแหล่งเงินทุนมีต้นทุนทางการเงินที่แตกต่างกัน เช่น หนี้สินมีต้นทุนในรูปของดอกเบี้ย ขณะที่ส่วนของผู้ถือหุ้นมีต้นทุนค่าเสียโอกาสรวมถึงต้นทุนในการระดมทุน (Flotation Cost) (Ross et al., 2022) การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนจึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงและผลตอบแทนของกิจการ โดยในทางทฤษฎี Trade-off Theory อธิบายว่ากิจการจะเลือกสัดส่วนหนี้และทุนที่เหมาะสมเพื่อให้เกิดความสมดุลระหว่างประโยชน์ทางภาษีของหนี้และต้นทุนของความเสี่ยงทางการเงิน ขณะที่ Pecking Order Theory อธิบายว่ากิจการมักเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายในก่อน และจะใช้หนี้หรือการออกหุ้นเมื่อจำเป็น (Myers, 1984) ในอุตสาหกรรมการบิน โครงสร้างเงินทุนมีความสำคัญอย่างยิ่ง เนื่องจากธุรกิจมีลักษณะใช้เงินลงทุนสูง (capital intensive) และมีภาระต้นทุนคงที่จำนวนมาก เช่น ค่าเครื่องบิน ค่าเช่าเครื่องบิน และค่าบำรุงรักษา ส่งผลให้สายการบินจำนวนมากมีการพึ่งพาเงินกู้ในระดับสูง ซึ่งเพิ่มภาระดอกเบี้ยและความเสี่ยงทางการเงิน (Doganis, 2019) เมื่อเกิดภาวะวิกฤต เช่น การระบาดของโควิด-19 หรือความผันผวนทางเศรษฐกิจ รายได้ของสายการบินลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ภาระต้นทุนยังคงอยู่ ส่งผลให้เกิดปัญหาสภาพคล่องได้ง่าย (Suau-Sanchez et al., 2020) นอกจากนี้ โครงสร้างเงินทุนยังมีความสัมพันธ์กับการบริหารสภาพคล่องและเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Management) โดยกิจการที่มีภาระหนี้สูงจะมีภาระดอกเบี้ยและภาระชำระหนี้ในระยะสั้นเพิ่มขึ้น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้น หากรายได้ไม่เพียงพอ (Brealey et al., 2020) สำหรับธุรกิจสายการบิน การบริหารสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน เช่น เงินสด ลูกหนี้การค้า และเจ้าหนี้การค้า มีความสำคัญอย่างยิ่ง เนื่องจากธุรกิจต้องเผชิญกับความไม่แน่นอนจากปัจจัยภายนอก เช่น ราคาน้ำมัน อัตราแลกเปลี่ยน และภาวะเศรษฐกิจโลก ซึ่งล้วนส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของกิจการ

3. แนวคิดเกี่ยวกับความเสี่ยงทางการเงินและความเสี่ยงต่อการล้มละลาย (Financial Risk and Bankruptcy Risk) ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) หมายถึง ความไม่แน่นอนที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการสร้างรายได้ การชำระหนี้ และการดำรงสภาพคล่องของกิจการ โดยทั่วไป ความเสี่ยงทางการเงินสามารถแบ่งออกได้หลายประเภท เช่น ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (Liquidity Risk) ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ (Default Risk) และความเสี่ยงจากภาระหนี้สิน (Leverage Risk) (Brealey et al., 2020) แม้ว่าความเสี่ยงดังกล่าวสามารถบริหาร



จัดการได้ผ่านการวางแผนทางการเงินและการควบคุมต้นทุน แต่ระดับความเสี่ยงจะขึ้นอยู่กับลักษณะของธุรกิจและสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ สำหรับอุตสาหกรรมการบิน ความเสี่ยงทางการเงินมีความสำคัญอย่างยิ่ง เนื่องจากเป็นธุรกิจที่มีต้นทุนคงที่สูงและมีความอ่อนไหวต่อปัจจัยภายนอก เช่น ราคาน้ำมัน อัตราแลกเปลี่ยน ภาวะเศรษฐกิจ และเหตุการณ์ไม่คาดคิด เช่น การแพร่ระบาดของโรคโควิด-19 ซึ่งส่งผลให้ความต้องการเดินทางลดลงอย่างรุนแรง ทำให้สายการบินจำนวนมากต้องหยุดหรือจำกัดการให้บริการ ส่งผลกระทบโดยตรงต่อรายได้และสภาพคล่องของกิจการ (Suau-Sanchez et al., 2020) ความเสี่ยงที่พบได้บ่อยในธุรกิจสายการบิน ได้แก่ ความเสี่ยงด้านสภาพคล่องและความเสี่ยงในการชำระหนี้ ซึ่งอาจนำไปสู่ปัญหาทางการเงินในระยะยาว ภาวะล้มละลาย (Bankruptcy) หมายถึง สถานการณ์ที่กิจการไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนด หรือมีหนี้สินมากกว่าสินทรัพย์ ซึ่งส่งผลให้ต้องเข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการหรือเลิกดำเนินธุรกิจ (Altman, 2000) ในอุตสาหกรรมการบิน ภาวะล้มละลายอาจส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย เช่น ผู้โดยสาร พนักงาน และเจ้าหนี้ รวมถึงส่งผลต่อความเชื่อมั่นในตลาดทุน ดังนั้น สายการบินจึงจำเป็นต้องบริหารความเสี่ยงทางการเงินอย่างรอบคอบ โดยเฉพาะการรักษาสภาพคล่องและการควบคุมระดับหนี้สิน เพื่อป้องกันการเกิดภาวะล้มละลายและเสริมสร้างความมั่นคงทางการเงินในระยะยาว (Doganis, 2019)

4. เครื่องมือในการวิเคราะห์ทางการเงิน (Financial Analysis Tools)

ในการวิเคราะห์ทางการเงินของธุรกิจ มีเครื่องมือที่ใช้กันอย่างแพร่หลายเพื่อประเมินสถานะทางการเงินและความเสี่ยงของกิจการ โดยเครื่องมือสำคัญที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน และแบบจำลองการพยากรณ์ความเสี่ยงต่อการล้มละลาย การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio Analysis) เป็นเครื่องมือพื้นฐานที่ใช้ในการประเมินประสิทธิภาพและสถานะทางการเงินของกิจการ โดยอัตราส่วนที่ใช้ในการศึกษานี้ประกอบด้วย อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน เช่น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt-to-Equity Ratio) และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio) รวมถึงอัตราส่วนสภาพคล่อง เช่น อัตราส่วนสภาพคล่อง (Current Ratio) และอัตราส่วนสภาพคล่องเร็ว (Quick Ratio) ซึ่งช่วยสะท้อนความสามารถในการบริหารหนี้สินและการรักษาสภาพคล่องของกิจการ (Ross et al., 2022) นอกจากนี้ แบบจำลองการพยากรณ์ความเสี่ยงต่อการล้มละลาย (Bankruptcy Prediction Models) เป็นเครื่องมือสำคัญที่ใช้ในการประเมินความมั่นคงทางการเงินของกิจการ โดยแบบจำลองที่ได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลายคือ Altman's Z-score Model ซึ่งพัฒนาโดย Edward I. Altman (1968) และได้รับการปรับปรุงให้เหมาะสมกับธุรกิจที่ไม่ใช่อุตสาหกรรมการผลิตในภายหลัง (Altman, 2000) แบบจำลองดังกล่าวได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางในงานวิจัยด้านการเงิน เนื่องจากมีความสามารถในการพยากรณ์ความเสี่ยงต่อการล้มละลายได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยเลือกใช้แบบจำลอง Altman Z-score เนื่องจากเหมาะสมกับธุรกิจบริการและธุรกิจในตลาดเกิดใหม่ รวมถึงสามารถนำมาประยุกต์ใช้กับอุตสาหกรรมการบินซึ่งมีลักษณะเป็นธุรกิจที่ไม่ใช่อุตสาหกรรมการผลิตได้อย่างเหมาะสม



จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่า ปัจจัยด้านโครงสร้างเงินทุน สภาพคล่อง และความเสี่ยงต่อการล้มละลายมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิด โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมการบินที่มีความอ่อนไหวต่อปัจจัยภายนอกอย่างสูง งานของ Suau-Sanchez et al. (2020) พบว่าสถานการณ์โควิด-19 ส่งผลให้รายได้ของสายการบินลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ต้นทุนคงที่ยังคงอยู่ ส่งผลให้เกิดปัญหาสภาพคล่องและเพิ่มความเสี่ยงทางการเงิน ขณะเดียวกัน รายงานของ IATA (2021) ระบุว่าสายการบินทั่วโลกมีการเพิ่มระดับหนี้สินเพื่อรักษาสภาพคล่องในช่วงวิกฤต ส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนมีความเสี่ยงมากขึ้นและเพิ่มโอกาสในการเกิดภาวะล้มละลาย นอกจากนี้ แบบจำลอง Altman Z-score ซึ่งพัฒนาโดย Altman (2000) ได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลายในการพยากรณ์ความเสี่ยงต่อการล้มละลาย และสามารถนำไปประยุกต์ใช้ในธุรกิจบริการ รวมถึงอุตสาหกรรมการบินได้อย่างมีประสิทธิภาพ สอดคล้องกับการศึกษาของ Gudmundsson (2004) ที่พบว่าอุตสาหกรรมการบินมีความเสี่ยงทางการเงินสูงจากโครงสร้างต้นทุนและความผันผวนของรายได้ และการศึกษาของ Sun et al. (2021) ที่ชี้ให้เห็นว่าการบริหารสภาพคล่องและการควบคุมต้นทุนเป็นปัจจัยสำคัญต่อความอยู่รอดของสายการบินในช่วงหลังวิกฤต

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัยนี้มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางการเงินกับความเสี่ยงต่อการล้มละลายของสายการบิน

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากงบการเงินของสายการบิน 3 ประเภท ได้แก่ สายการบินต้นทุนต่ำ สายการบินภูมิภาค และสายการบินให้บริการเต็มรูปแบบ โดยคัดเลือกสายการบินตัวแทนประเภทละ 1 แห่ง ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาได้มาจากรายงานประจำปีและงบการเงินที่เผยแพร่ผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บรวบรวมข้อมูลย้อนหลังเป็นระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2021 ถึง 2025



การวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยใช้เครื่องมือทางการเงินและอัตราส่วนทางการเงินเพื่อให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการวิจัย โดยแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 3 ด้าน ดังนี้

1. การวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) เพื่อเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนของสายการบินภายหลังสถานการณ์โควิด-19 ผู้วิจัยใช้อัตราส่วนทางการเงินจำนวน 3 ตัว ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt-to-Equity Ratio: D/E) เพื่อวิเคราะห์ระดับการใช้หนี้สินเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio) เพื่อสะท้อนสัดส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมของกิจการ อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) เพื่อประเมินความสามารถของกิจการในการชำระดอกเบี้ยจากผลการดำเนินงาน

2. การวิเคราะห์สภาพคล่อง (Liquidity) เพื่อวิเคราะห์สภาพคล่องของสายการบิน ผู้วิจัยใช้อัตราส่วนสภาพคล่องจำนวน 3 ตัว ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่อง (Current Ratio) เพื่อวัดความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้น อัตราส่วนสภาพคล่องเร็ว (Quick Ratio หรือ Acid-Test Ratio) เพื่อวัดสภาพคล่องโดยไม่รวมสินค้าคงเหลือ อัตราส่วนเงินสด (Cash Ratio) เพื่อวัดความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นด้วยเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด

3. การประเมินความเสี่ยงต่อการล้มละลาย (Bankruptcy Risk) เพื่อประเมินความเสี่ยงต่อการล้มละลายของสายการบิน ผู้วิจัยใช้แบบจำลอง Altman Z-score ซึ่งเป็นแบบจำลองที่พัฒนาโดย Edward I. Altman (2000) และเหมาะสมสำหรับธุรกิจที่ไม่ใช่อุตสาหกรรมการผลิต รวมถึงตลาดเกิดใหม่ แบบจำลองดังกล่าวพัฒนาขึ้นโดยใช้วิธีการวิเคราะห์จำแนก (Multiple Discriminant Analysis: MDA) ซึ่งเป็นวิธีทางสถิติที่ใช้ในการจำแนกกลุ่มตัวอย่างออกเป็นกลุ่มที่มีความเสี่ยงและไม่มีความเสี่ยงต่อการล้มละลาย โดยค่าสัมประสิทธิ์ในสมการเป็นค่าที่ได้จากการประมาณค่าทางสถิติจากข้อมูลในอดีต ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยใช้ข้อมูลทางการเงินย้อนหลัง 5 ปี (ค.ศ. 2021–2025) เพื่อคำนวณค่า Z-score สำหรับแต่ละสายการบิน โดยมีสมการที่ใช้ในการคำนวณ

$$Z = 6.56X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4$$

โดยที่: X_1 = เงินทุนหมุนเวียน / สินทรัพย์รวม

X_2 = กำไรสะสม / สินทรัพย์รวม

X_3 = กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี / สินทรัพย์รวม

X_4 = มูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น / หนี้สินรวม

สรุปผลการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการวิจัย โดยสามารถสรุปผลการศึกษาก่อเป็น 3 ประเด็น ได้แก่ การเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุน การวิเคราะห์สภาพคล่อง และการประเมินความเสี่ยงต่อการล้มละลายของสายการบินภายหลังสถานการณ์โควิด-19 ดังนี้



1. เพื่อเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนของสายการบินภายหลังสถานการณ์โควิด-19

ตารางที่ 1 การเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนของสายการบิน (ค.ศ. 2021–2025)

อัตราส่วนทางการเงิน	สายการบิน ต้นทุนต่ำ	สายการบินภูมิภาค	สายการบินเต็มรูปแบบ
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt-to-Equity Ratio: D/E)	สูงมาก (≈ 4.63 – 7.13)	ปานกลาง (≈ 2.41 – 2.81)	ผันผวนสูง / ติดลบ (ช่วงแรก) $\rightarrow$ 3.01–5.43
อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio)	สูง (≈ 0.76 –0.88)	ปานกลาง (≈ 0.71 – 0.74)	สูงมาก (>1 ในช่วงแรก $\rightarrow$ ลดลง เหลือ ~ 0.75)

จากตารางที่ 1 พบว่า โครงสร้างเงินทุนของสายการบินทั้ง 3 ประเภทมีความแตกต่างกันอย่างชัดเจน โดยสายการบินต้นทุนต่ำ มีการใช้หนี้สินในระดับสูงมาก สะท้อนจากค่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของทุน (Debt-to-Equity Ratio) ที่อยู่ในระดับสูง โดยเฉพาะในช่วงหลังสถานการณ์โควิด-19 ซึ่งแสดงถึงการพึ่งพาเงินกู้เพื่อรักษาสภาพคล่องของกิจการ ในขณะที่สายการบินภูมิภาค มีโครงสร้างเงินทุนที่สมดุลกว่า โดยอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt-to-Equity Ratio) และ Debt Ratio อยู่ในระดับปานกลางและมีความผันผวนน้อย สะท้อนถึงเสถียรภาพทางการเงินและการบริหารหนี้สินที่มีประสิทธิภาพ ส่วนสายการบินให้บริการเต็มรูปแบบ พบว่ามีความเสี่ยงทางการเงินสูงที่สุดในช่วงปี 2021–2023 โดยมีส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบ ส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt-to-Equity Ratio) ไม่สามารถตีความได้ในเชิงปกติ และมีค่าอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) สูงกว่า 1 ซึ่งสะท้อนถึงภาวะหนี้สินเกินสินทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ในช่วงปี 2024–2025 พบว่าบริษัทมีแนวโน้มฟื้นตัว โดยโครงสร้างเงินทุนเริ่มกลับเข้าสู่ภาวะปกติ

2. ผลการวิเคราะห์สภาพคล่องของสายการบินภายหลังสถานการณ์โควิด-19

ตารางที่ 2 การเปรียบเทียบสภาพคล่องของสายการบิน (ค.ศ. 2021–2025)

อัตราส่วนทางการเงิน	สายการบินต้นทุนต่ำ	สายการบินภูมิภาค	สายการบินเต็มรูปแบบ
อัตราส่วนหมุนเวียน (Current Ratio)	ต่ำ (<1 ในช่วงแรก $\rightarrow$ ปรับดีขึ้น)	ปานกลาง–สูง (>1 อย่าง ต่อเนื่อง)	ต่ำมาก (ช่วงแรก $<1 \rightarrow$ ฟื้นตัว ภายหลัง)



ตารางที่ 2 (ต่อ)

อัตราส่วนทางการเงิน	สายการบินต้นทุนต่ำ	สายการบินภูมิภาค	สายการบินเต็มรูปแบบ
อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio)	ต่ำ (สภาพคล่องจำกัด)	ปานกลาง (ใกล้เคียง Current Ratio)	ต่ำมาก (ได้รับผลกระทบจากวิกฤต)
อัตราส่วนเงินสด (Cash Ratio)	ต่ำมาก (พึ่งพาเงินสดจำกัด)	ปานกลาง (บริหารเงินสดได้ดี)	ต่ำมากในช่วงแรก → ดีขึ้นภายหลัง

จากตารางที่ 2 พบว่า สภาพคล่องของสายการบินทั้ง 3 ประเภทมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยสายการบินต้นทุนต่ำมีระดับสภาพคล่องค่อนข้างต่ำในช่วงหลังสถานการณ์โควิด-19 สะท้อนจากค่า Current Ratio และ Quick Ratio ที่อยู่ในระดับต่ำกว่า 1 ในบางช่วง ซึ่งแสดงถึงความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นที่จำกัด และการพึ่งพาเงินทุนจากภายนอก ในขณะที่สายการบินภูมิภาคมีสภาพคล่องอยู่ในระดับที่ดีกว่า โดยค่า Current Ratio และ Quick Ratio อยู่ในระดับมากกว่า 1 อย่างต่อเนื่อง แสดงถึงความสามารถในการบริหารสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียนได้อย่างมีประสิทธิภาพ และมีเสถียรภาพทางการเงินมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับสายการบินประเภทอื่น ส่วนสายการบินให้บริการเต็มรูปแบบ พบว่ามีปัญหาสภาพคล่องอย่างรุนแรงในช่วงปี 2021–2023 โดยค่าอัตราส่วนสภาพคล่องอยู่ในระดับต่ำมาก ซึ่งสอดคล้องกับภาวะส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบในช่วงเวลาดังกล่าว อย่างไรก็ตาม ในช่วงปี 2024–2025 พบว่าสภาพคล่องของบริษัทเริ่มปรับตัวดีขึ้นตามการฟื้นตัวของผลประกอบการและโครงสร้างทางการเงิน

3. เพื่อประเมินความเสี่ยงต่อการล้มละลายของสายการบินภายหลังสถานการณ์โควิด-19

ตารางที่ 3 การเปรียบเทียบความเสี่ยงต่อการล้มละลายของสายการบิน (ค.ศ. 2021–2025)

ปี	สายการบินต้นทุนต่ำ	สายการบินภูมิภาค	สายการบินเต็มรูปแบบ
2021	0.45 (Distress)	1.80 (Grey zone)	-0.50 (Distress)
2022	0.30 (Distress)	2.10 (Safe)	-0.40 (Distress)
2023	1.20 (Grey zone)	2.80 (Safe)	0.60 (Distress)
2024	2.40 (Safe)	3.10 (Safe)	1.90 (Grey zone)
2025	2.10 (Safe)	2.90 (Safe)	2.50 (Safe)



เกณฑ์การแปลผล (Interpretation Criteria)

$Z < 1.1$ = มีความเสี่ยงต่อการล้มละลายสูง (Distress Zone)

$1.1 - 2.6$ = อยู่ในช่วงไม่แน่นอน หรือต้องเฝ้าระวัง (Grey Zone)

$Z > 2.6$ = มีความมั่นคงทางการเงิน หรือความเสี่ยงต่ำ (Safe Zone)

จากตารางที่ 3 แสดงให้เห็นว่าความเสี่ยงต่อการล้มละลายของสายการบินทั้ง 3 ประเภท มีความแตกต่างกันอย่างชัดเจนในช่วงภายหลังสถานการณ์โควิด-19 โดยสายการบินต้นทุนต่ำ มีค่า Z-score อยู่ในระดับต่ำในช่วงปี 2021–2022 ซึ่งจัดอยู่ในกลุ่มที่มีความเสี่ยงสูงต่อการล้มละลาย (Distress zone) ก่อนที่จะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงปี 2023–2025 โดยเข้าสู่ระดับอยู่ในช่วงต้องเฝ้าระวัง (Grey zone) และช่วงที่มีความเสี่ยงต่ำ (Safe zone) ตามลำดับ สะท้อนถึงการฟื้นตัวของผลการดำเนินงานและการปรับโครงสร้างทางการเงินของกิจการ ในขณะที่สายการบินภูมิภาค มีค่า Z-score อยู่ในระดับที่สูงกว่าอย่างต่อเนื่อง โดยสามารถเข้าสู่ความเสี่ยงต่ำ (Safe zone) ได้ตั้งแต่ปี 2022 และรักษาระดับดังกล่าวได้ตลอดช่วงเวลาการศึกษา แสดงให้เห็นถึงความมั่นคงทางการเงินและความสามารถในการบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพเมื่อเปรียบเทียบกับสายการบินประเภทอื่น สำหรับสายการบินให้บริการเต็มรูปแบบ พบว่ามีความเสี่ยงต่อการล้มละลายในระดับสูงในช่วงปี 2021–2023 โดยมีค่า Z-score อยู่ในระดับเสี่ยงต่อการล้มละลายสูง (Distress zone) ซึ่งสอดคล้องกับภาวะส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบในช่วงเวลาดังกล่าว อย่างไรก็ตาม ในช่วงปี 2024–2025 พบว่าค่า Z-score มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยเข้าสู่ช่วงต้องเฝ้าระวัง (Grey zone) และมีความเสี่ยงต่ำ (Safe zone) ตามลำดับ สะท้อนถึงการฟื้นตัวของกิจการและความสามารถในการปรับโครงสร้างทางการเงินภายหลังวิกฤต โดยสรุป สายการบินภูมิภาคมีความเสี่ยงทางการเงินต่ำที่สุด ขณะที่สายการบินเต็มรูปแบบมีความผันผวนสูงที่สุด ส่วนสายการบินต้นทุนต่ำอยู่ในระดับกึ่งกลาง โดยมีลักษณะของการฟื้นตัวแบบค่อยเป็นค่อยไปหลังสถานการณ์โควิด-19

อภิปรายผลการวิจัย

จากผลการวิจัยที่ได้ สามารถอภิปรายผลตามวัตถุประสงค์การวิจัยได้ 3 ประเด็น ดังนี้

วัตถุประสงค์ที่ 1 ผลการเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนของสายการบินภายหลังสถานการณ์โควิด-19 พบว่าสายการบินแต่ละประเภทมีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกันอย่างชัดเจน โดยสายการบินต้นทุนต่ำมีแนวโน้มใช้หนี้สินในระดับสูง ขณะที่สายการบินให้บริการเต็มรูปแบบมีปัญหาทางการเงินในช่วงวิกฤต โดยเฉพาะกรณีที่มีส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดด้านโครงสร้างเงินทุนที่ระบุว่าธุรกิจที่มีต้นทุนคงที่สูงและมีภาระหนี้จำนวนมากจะมีความเสี่ยงทางการเงินสูงขึ้น (Brealey et al., 2020) และสอดคล้องกับงานของ Doganis (2019) ที่อธิบายว่าธุรกิจสายการบินเป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูงและมีความเสี่ยงจากโครงสร้างต้นทุน



วัตถุประสงค์ที่ 2 ผลการวิเคราะห์สภาพคล่องพบว่าสายการบินต้นทุนต่ำสามารถปรับตัวได้ดีกว่าสายการบินให้บริการเต็มรูปแบบ โดยสามารถรักษาการดำเนินงานและฟื้นตัวได้รวดเร็วกว่า ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของสายการบินต้นทุนต่ำที่เน้นการควบคุมต้นทุนและความยืดหยุ่นในการดำเนินงาน (Gillen & Lall, 2004) และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Suau-Sanchez et al. (2020) ที่พบว่าสายการบินที่มีโครงสร้างต้นทุนยืดหยุ่นสามารถปรับตัวได้ดีกว่าในช่วงวิกฤต อย่างไรก็ตาม สายการบินให้บริการเต็มรูปแบบมีข้อจำกัดจากต้นทุนคงที่และภาระทางการเงินที่สูง ส่งผลให้การฟื้นตัวเป็นไปอย่างช้ากว่า

วัตถุประสงค์ที่ 3 ผลการประเมินความเสี่ยงต่อการล้มละลายพบว่าสายการบินภูมิภาคมีความสามารถในการรักษาระดับความมั่นคงทางการเงินได้ดีที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับสายการบินประเภทอื่น แม้ว่าจะมีขนาดธุรกิจเล็กกว่า แต่มีความยืดหยุ่นในการดำเนินงานและสามารถปรับตัวได้ดีในช่วงวิกฤต ซึ่งสะท้อนแนวคิดด้านความยืดหยุ่นขององค์กร (Organizational Resilience) ที่เน้นความสามารถในการปรับตัวและฟื้นตัวจากความไม่แน่นอน (Duchek, 2020) นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับแนวคิดด้านการบริหารความเสี่ยงทางการเงินที่ระบุว่าการรักษาสมดุลระหว่างรายได้ ต้นทุน และสภาพคล่องเป็นปัจจัยสำคัญต่อความอยู่รอดของธุรกิจ (Brealey et al., 2020)

โดยสรุป ผลการวิจัยครั้งนี้แสดงให้เห็นว่ารูปแบบธุรกิจสายการบินมีผลต่อโครงสร้างเงินทุน สภาพคล่อง และความเสี่ยงต่อการล้มละลายอย่างมีนัยสำคัญ โดยสายการบินต้นทุนต่ำปรับตัวได้ดีตามแนวคิดด้านประสิทธิภาพต้นทุน สายการบินให้บริการเต็มรูปแบบเปราะบางทางการเงินสูงกว่าในช่วงวิกฤต ส่วนสายการบินภูมิภาคมีลักษณะเด่นด้านความยืดหยุ่นและความสามารถในการรักษาเสถียรภาพทางการเงินได้ดีที่สุด

ข้อเสนอแนะ

ผลการวิจัยครั้งนี้แสดงให้เห็นถึงความแตกต่างของรูปแบบธุรกิจสายการบิน โดยสายการบินต้นทุนต่ำมีจุดเด่นด้านประสิทธิภาพในการควบคุมต้นทุน (efficiency) ขณะที่สายการบินให้บริการเต็มรูปแบบมีความเปราะบางทางการเงินมากกว่า (vulnerability) ในช่วงภาวะวิกฤต อย่างไรก็ตาม สายการบินภูมิภาคกลับมีความโดดเด่นด้านความยืดหยุ่นในการดำเนินงาน (resilience) และสามารถรักษาเสถียรภาพทางการเงินได้ดีที่สุด ดังนั้น ผู้ประกอบการและผู้บริหารสามารถนำแนวคิดของสายการบินภูมิภาคมาเป็นแนวทางในการปรับกลยุทธ์ทางธุรกิจ โดยเน้นความยืดหยุ่นในการสร้างรายได้ การควบคุมต้นทุน และการบริหารสภาพคล่อง เพื่อให้สามารถรับมือกับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจในอนาคตได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ในการวิจัยครั้งต่อไปควรขยายขอบเขตการศึกษาโดยเพิ่มจำนวนสายการบินในแต่ละประเภทเท่าที่สามารถเข้าถึงข้อมูลได้ เพื่อให้ผลการวิเคราะห์สะท้อนภาพรวมของอุตสาหกรรมการบินได้มากยิ่งขึ้น อาจพิจารณาใช้แบบจำลองทางสถิติหรือเศรษฐมิติ เช่น การวิเคราะห์ข้อมูลพาเนล (Panel Data Analysis)



เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน สภาพคล่อง และความเสี่ยงต่อการล้มละลายได้อย่างลึกซึ้งยิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- Amankwah-Amoah, J. (2020). Stepping up and stepping out of COVID-19: New challenges for environmental sustainability policies in the global airline industry. *Journal of Cleaner Production*, 271, Article 122500. doi.org
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609.
- Altman, E. I. (2000). *Predicting financial distress of companies: Revisiting the Z-score and ZETA models*. NYU Stern School of Business.
- Atems, B. (2021). The response of the US aviation industry to demand and supply shocks in the oil and jet fuel markets. *Transportation Research Interdisciplinary Perspectives*, 11, Article 100452. doi.org
- Brealey, R. A., Myers, S. C. and Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill.
- Doganis, R. (2019). *Flying off course: Airline economics and marketing* (5th ed.). Routledge.
- Duchek, S. (2020). Organizational resilience: A capability-based conceptualization. *Business Research*, 13(1), 215–246.
- Gillen, D. and Lall, A. (2004). Competitive advantage of low-cost carriers: Some implications for airports. *Journal of Air Transport Management*, 10(1), 41–50.
- Kuzu, S. and Önder, E. (2023). Macroeconomic determinants of financial failure risk in airlines. *Journal of Air Transport Management*, 112, Article 102452. doi.org
- Merkert, R. and Swidan, H. (2019). The value of passenger convenience and its impact on airline profitability. *Journal of Air Transport Management*, 75, 106–112. doi.org
- Monmousseau, P., Marzuoli, A., Feron, E. and Delahaye, D. (2020). Impact of COVID-19 on global aviation, as seen from stopping patterns. *PLOS ONE*, 15(10), Article e0240348. doi.org
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.



- Noreen, Y. and Ahmed, R. (2016). Financial risk exposures of the airlines industry. *International Journal of Business and Society*, 17(3), 513-530
<https://doi.org/10.33736/ijbs.522.2016>
- Ross, S. A., Westerfield, R. and Jaffe, J. (2022). *Corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill.
- Suau-Sanchez, P., Voltes-Dorta, A. and Cugueró-Escofet, N. (2020). An early assessment of the impact of COVID-19 on air transport: Just another crisis or the end of aviation as we know it? *Journal of Transport Geography*, 86, 102749.