

ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

FACTORS AFFECTING SUSTAINABLE GROWTH OF SUSTAINABLE  
INVESTMENT GROUP IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND\*

ชนิษฐา อมาตยกุล, ธารินี พงศ์สุพัฒน์, อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

Kanidtha Amatyakul, Tharinee Pongsupatt, Apichat Pongsupatt

Faculty of Business Administration, Kasetsart University

E-mail: kanidtha.a2021@gmail.com

\*\*\*\*\*

### บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเก็บข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) แบบภาคตัดขวางและอนุกรมเวลา ของกลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 76 บริษัท ซึ่งตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษามี 6 ประเภท ได้แก่ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR), อัตราส่วนทุนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TATO), ความสามารถทำกำไร (ROA), อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E), อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) และขนาดของกิจการ (FRSIZE) โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยวิธี Panel Least Squares Method แบบ Fixed Effect Regression Model (FEM) โดยเก็บข้อมูลเป็นรายไตรมาสตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 2559 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี 2563 รวมระยะเวลา 5 ปีหรือ 20 ไตรมาส จำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 1,520 ข้อมูล

ผลการวิจัยพบว่าปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.05 ได้แก่ ความสามารถทำกำไร (ROA) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อการเติบโตอย่างยั่งยืน ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) และอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยมีค่า R-Square เท่ากับ 0.4048

**คำสำคัญ:** การเติบโตอย่างยั่งยืน; กลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### Abstract

The purpose of this study was to explore factors affecting sustainable growth of Sustainable Investment Group in the Stock Exchange of Thailand. In this study the secondary cross - sectional data and time series of 76 companies listed on the Stock Exchange of Thailand was collected. This study examined six independent variables including current

\* ได้รับบทความ: 6 พฤษภาคม 2564; แก้ไขบทความ: 10 ธันวาคม 2564; ตอปรับตีพิมพ์: 31 ธันวาคม 2564

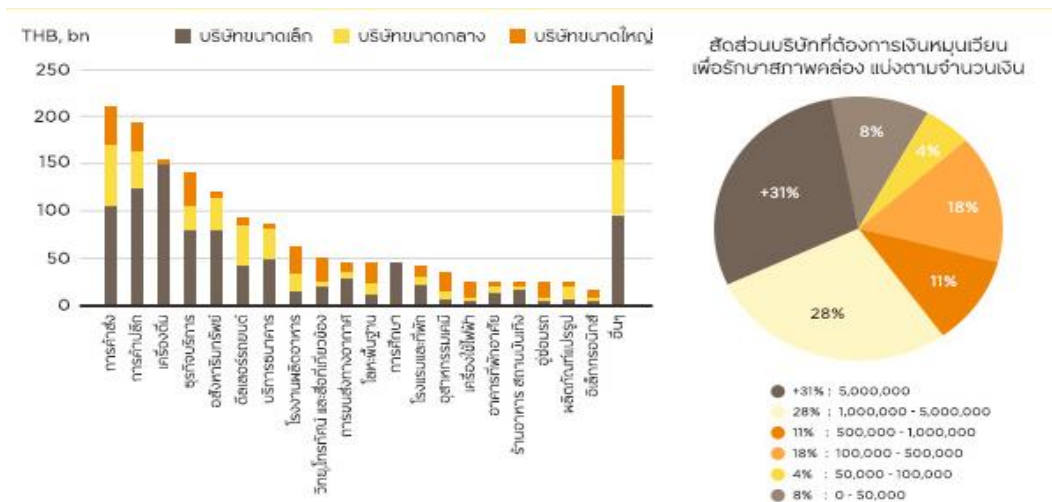
ratio, total asset turnover, profitability, debt to equity ratio, dividend payout ratio, and firm size. This data was analyzed by the Panel Least Squares Method, Fixed Effect Regression Model (FEM) on a quarterly basis starting from the first quarter of 2016 to the 4th quarter of 2020, entirely the 5 years period 20 quarters. The total amount of data was 1,520.

The results showed that information factor affecting the sustainable growth of listed companies with positively statistical significance level of 0.05 was profitability (ROA). Meanwhile, the debt-to-equity ratio (D/E) and dividend payout ratio (DPR) had negative correlation to sustainable growth with an R-Square of 0.4048.

**Keywords:** Sustainable growth; Sustainable Investment Group in the Stock Exchange of Thailand

## บทนำ

ในปัจจุบันการดำเนินธุรกิจมีการแข่งขันที่ค่อนข้างสูง การสร้างผลกำไรเพียงอย่างเดียวอาจจะไม่เพียงพอ กิจการต้องคำนึงถึงการดำเนินธุรกิจอย่างไรให้อยู่รอดกับสภาวะที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน และยั่งยืนในอนาคต ตลอดหลายปีที่ผ่านมาผลกำไรถือเป็นเป้าหมายที่สำคัญที่สุดของบริษัท แต่ในสถานการณ์ปัจจุบันที่มีการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา-19 ส่งผลกระทบต่อด้านลบต่อภาคอุตสาหกรรมและเศรษฐกิจเป็นอย่างมาก ภาคธุรกิจส่วนใหญ่ไม่สามารถรักษายอดขายและกำไรไว้ได้ บางบริษัทอาจมีกำไรและเงินทุนลดลง ผู้บริหารและผู้ประกอบการต้องปรับตัวอย่างรวดเร็ว และต้องตัดสินใจเรื่องสำคัญ ๆ ในระยะเวลาอันสั้น บริษัทที่มีสภาพคล่องสูงมีงบการเงิน (Balance Sheet) แข็งแกร่งจะผ่านพ้นสถานการณ์ที่ยากลำบากไปได้ แต่บางบริษัทอาจจะนำไปสู่การขาดสภาพคล่อง เกิดปัญหาการผิดชำระหนี้และอาจนำไปสู่การล้มละลายได้ ซึ่งตามที่ Fazzari *et al.* (1988) กล่าวไว้ว่า “ความทุกข์ทางการเงินจะเกิดขึ้นเมื่อบริษัทมีปัญหาในการชำระหนี้เงินต้นและภาระดอกเบี้ยซึ่งในกรณีที่รุนแรง บริษัทอาจล้มละลายได้ เดิมธุรกิจมุ่งเน้นแต่กำไร และเติบโตในระยะสั้นเมื่อเกิดเหตุการณ์ต่าง ๆ ที่ไม่คาดคิด เช่น กรณีภาวะโรคระบาดนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงวิธีการดำเนินธุรกิจอย่างไรให้อยู่รอดจากสถานการณ์ครั้งนี้” ซึ่งจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโคโรนา-19 ตั้งแต่ต้นปี 2563 ถึงปัจจุบันนี้ ได้ส่งผลให้บริษัทหลายแห่งเริ่มขาดสภาพหรือมีสภาพคล่องที่ตึงตัว แสดงได้ตามภาพที่ 1



ที่มา: รวบรวมและคาดการณ์โดยศูนย์วิจัยกรุงศรี

ภาพที่ 1 ข้อมูลจำนวนเงินหมุนเวียนที่ต้องการเพื่อรักษาสภาพคล่อง

จากภาพที่ 1 แสดงให้เห็นว่าเมื่อนำข้อมูลจัดที่รายภาคธุรกิจมาประเมินร่วมกันกับข้อมูลรายบริษัทพบว่า การระบาดของไวรัสโควิด-19 ส่งผลให้จำนวนบริษัทที่ขาดสภาพคล่องหรือสภาพคล่องตึงตัวมีจำนวนเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยเมื่อรัฐบาลใช้มาตรการล็อกดาวน์บริษัทที่เปราะบางและอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงสภาพคล่องรุนแรงจะเพิ่มขึ้นจาก 102,076 บริษัทก่อนที่จะมีการระบาด ไปเป็น 192,046 บริษัท จากจำนวนบริษัทที่มีในประเทศไทยทั้งหมด 747,390 บริษัท หรือเพิ่มขึ้นเกือบ 2 เท่าตัว

หากประเมินผลกระทบแบ่งตามขนาดบริษัท บริษัทขนาดเล็กคือกลุ่มที่เปราะบางที่สุด โดยจำนวนบริษัทที่มีสินทรัพย์หมุนเวียนไม่เพียงพอต่อการชำระหนี้เพิ่มขึ้น 19.3% ขณะที่บริษัทขนาดกลางและบริษัทขนาดใหญ่ที่อาจจะมีปัญหาสภาพคล่องมีจำนวนเพิ่มขึ้น 13.0% และ 7.2% ตามลำดับ

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาข้อมูลอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (D/E) ของบริษัทจดทะเบียน (บจ.) หลังรายงานงบการเงินสิ้นสุดไตรมาส 3/63 ยังพบว่า หนี้สินต่อทุนรวมของ บจ. อยู่ที่เฉลี่ย 3.12 เท่า สูงสุดรอบเกือบ 6 ปี (สิ้นปี 2557 เฉลี่ย 3.19 เท่า ) ทั้งนี้ หากไม่รวมอุตสาหกรรมการเงิน หนี้สินต่อทุนจะอยู่ที่ 1.63 เท่า เพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันปีก่อนที่อยู่ระดับเพียง 1.35 เท่า ขณะที่ช่วง 6 ปีหลังอยู่ระดับเพียง 1.2-1.4 เท่า (สำนักข่าวไอพีเนนซ์, 2563) ซึ่งในลักษณะนี้ถ้าธุรกิจที่มีหนี้มากเกินไปเมื่อเจอภาวะโรคระบาดหรือเหตุการณ์ต่าง ๆ ทำให้มีปัญหาในการชำระหนี้และส่งผลกระทบต่อดำเนินธุรกิจ และการเติบโตในอนาคต

ซึ่งสอดคล้องกับที่ Fauzias Mat Nor (2020) ได้กล่าวว่า “การเติบโตอย่างยั่งยืน” เป็นหนึ่งในเป้าหมายการอยู่รอดของบริษัท และเป็นอีกปัจจัยที่นักลงทุนสนใจ การระบาดใหญ่ของ COVID-19 ส่งผลให้บริษัทบางแห่งต้องเผชิญกับหนี้สินจำนวนมากโดยมีรายได้เพียงเล็กน้อยหรือไม่มีเลยซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร การเติบโตอย่างยั่งยืน จึงมีบทบาทสำคัญในการเพิ่มอัตราการเติบโตสูงสุดโดยไม่ต้องเพิ่มทุนหรือการออกตราสารทุนใหม่ และ Garrison (2005) ได้ศึกษาการเติบโตอย่างยั่งยืนทางธุรกิจพบว่า การดำเนินธุรกิจจากช่วงเวลาหนึ่ง ถึงช่วงเวลาหนึ่งธุรกิจอาจดำเนินไปสู่ปัญหา ถ้าไม่ควบคุมการเติบโต

อย่างเหมาะสม การเติบโตที่ไม่สามารถให้อยู่ภายใต้การควบคุมได้ จะนำไปสู่ผลการประกอบการที่น้อยกว่าที่ควรจะเป็น หรืออาจนำไปสู่ปัญหาด้านการเงิน ดังนั้นอุตสาหกรรมที่ยอดขายโตเป็นเพียงด้านแรกเท่านั้น ตัวบริษัทเองต้องมีการจัดการภายในที่ดีด้วย บริษัทจะต้องจัดการเรื่องการทำกำไร การสร้างเงินสด และการจัดการความอยู่รอด ถ้าไม่มีการเพิ่มทุนอะไรบริษัทก็จะโตในระดับยั่งยืน (Sustainable Growth) บริษัทควรจ่ายเงินปันผลแต่พอดี เมื่อบริษัทมีกำไรสะสมก็ให้นำไปซื้อสินทรัพย์ สร้างรายได้หักจ่าย บริษัทจะโตยั่งยืนได้ ต้องรักษาการทำกำไรให้อัตรากำไรสุทธิ และส่วนหนึ่งต้องทุนให้สมำเสมอด้วย (ห้องสมุดมารวย, 2018)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการจัดทำ Thailand Sustainability Investment (THSI) หรือรายชื่อหุ้นยั่งยืน ตั้งแต่ปี 2558 ซึ่งจะต้องเป็นหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม มีความรับผิดชอบต่อสังคม และมีการบริหารงานตามหลักบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance หรือ ESG) โดยหุ้นยั่งยืนนี้ไม่ได้แต่เน้นการคำนึงสิ่งแวดล้อม รับผิดชอบต่อสังคม และบริหารตามหลักบรรษัทภิบาลเท่านั้น แต่ยังรวมไปถึงผลประกอบการด้านกำไรสุทธิ และส่วนของผู้ถือหุ้นด้วย ซึ่งการคัดเลือกรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) ปีล่าสุดที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่น้อยกว่า 6 เดือนที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดไม่น้อยกว่า 5,000 ล้านบาท มีสัดส่วนผู้ถือหลักทรัพย์รายย่อย (Free-float) ไม่น้อยกว่าร้อยละ 20 ของทุนชำระแล้ว และมีจำนวนหุ้นซื้อขายไม่น้อยกว่าร้อยละ 0.5 ของจำนวนหุ้นจดทะเบียนของบริษัท เป็นเวลาไม่ต่ำกว่า 9 ใน 12 เดือน ดังนั้น หุ้นยั่งยืนอาจทำให้สามารถสะท้อนถึงความสัมพันธ์ที่แท้จริงของปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนได้ชัดเจนมากขึ้น

ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงสังเกตเห็นว่าการดำเนินธุรกิจนั้น นอกจากการมุ่งผลกำไรแล้ว การดำเนินธุรกิจเพื่อให้มีการเติบโตที่ยั่งยืนจึงเป็นสิ่งที่มีความสำคัญมากและเป็นที่น่าสนใจของนักลงทุนในปัจจุบัน ผู้ศึกษาจึงสนใจศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเป็นแนวทางที่เป็นไปได้ในการดำเนินธุรกิจสำหรับบริษัทที่กำลังเผชิญกับปัญหาที่เกิดผลกระทบต่าง ๆ หรือสำหรับนักลงทุนที่สนใจจะเลือกบริษัทในการลงทุน โดยเฉพาะผลกระทบจากการระบาดของ COVID-19 ว่ามีปัจจัยใดที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืน เพื่อที่จะได้นำข้อมูลเหล่านี้ไปใช้ในการแก้ปัญหาหรือเป็นประโยชน์ต่อองค์กรต่าง ๆ ต่อไป

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## วิธีการดำเนินวิจัย

### 1. วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

1.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) แบบ Panel data โดยเก็บข้อมูลของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ของปี 2559 จนถึงไตรมาสที่ 4 ของปี 2563 รวมเป็นระยะเวลา 5 ปี หรือ 20 ไตรมาส ซึ่งมีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย สินทรัพย์หมุนเวียน หนี้สินหมุนเวียน เงินปันผลต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี สินทรัพย์รวม ยอดขายสุทธิ หนี้สินรวม ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม เป็นต้น โดยมีแหล่งที่มาของข้อมูลต่าง ๆ จากรายงานประจำปี และฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งนี้ตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้

#### 1.1.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากร ประกอบด้วย บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน Thailand Sustainability Investment (THSI) ยกเว้นอุตสาหกรรมการเงิน เนื่องจากมีการบันทึกบัญชีและมีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างไปจากประเภทธุรกิจอื่น ๆ ผู้ศึกษาได้เก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินของแต่ละบริษัทรายไตรมาส ตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2559 - พ.ศ.2563 จำนวน 103 บริษัท

กลุ่มตัวอย่าง ประกอบด้วย บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน ซึ่งไม่พิจารณาบริษัทที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลที่มีค่าเป็นลบ หมายถึง บริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนแต่จ่ายเงินปันผลจากกำไรสะสม และไม่พิจารณาบริษัทที่มีวันที่เริ่มต้นซื้อขาย (IPO) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หลังจากวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2559 จึงทำให้มีกลุ่มตัวอย่าง จำนวน 76 บริษัท โดยรวบรวมข้อมูลจากงบการเงิน ในช่วงระยะเวลา ปี พ.ศ. 2559 – พ.ศ. 2563 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลเป็นรายไตรมาส

#### 1.1.2 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

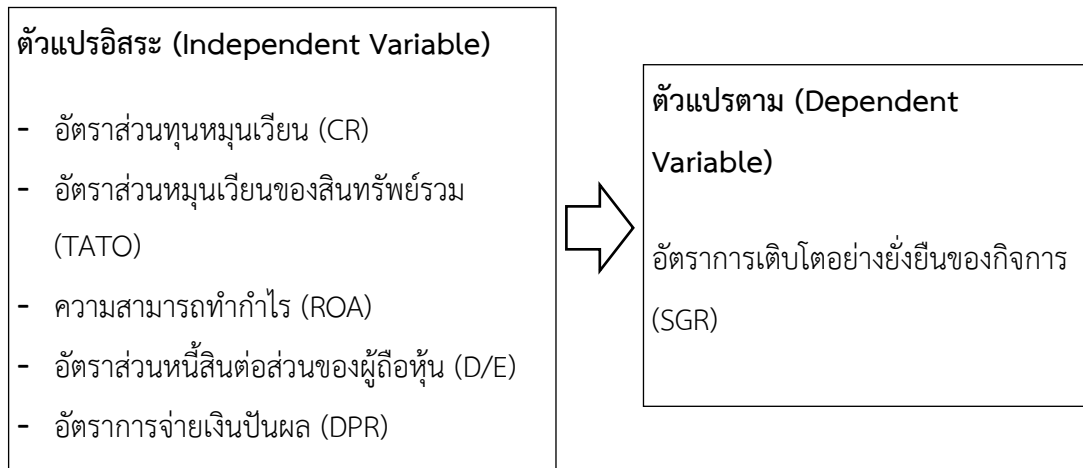
โปรแกรมสำเร็จรูป Microsoft Office Excel สำหรับการเก็บข้อมูล และใช้ โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ EViews ด้วยวิธีการสร้างรูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อนหลายตัวแปร (Multiple Regression) และใช้การประมาณค่าแบบจำลองโดยใช้วิธี Panel Data Analysis เพื่อหาค่าความสัมพันธ์ของปัจจัยดังกล่าวโดยมีแบบจำลองดังนี้

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$$SGR = f \{CR, TATO, ROA, D/E, DPR, FRSIZE\}$$

จากความสัมพันธ์ดังกล่าว นำมาเขียนในรูปแบบสมการ ดังนี้

$$SGR_{it} = \beta_1 + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 TATO_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 D/E_{it} + \beta_6 DPR_{it} + \beta_7 FRSIZE_{it} + \mu_{it}$$



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

### สมมติฐานในการศึกษา

อัตราส่วนทุนหมุนเวียน มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ความสามารถทำกำไร มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อัตราการจ่ายเงินปันผล มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 2. วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ในการวิจัย ดังนี้

2.1 การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Analysis) โดยวิเคราะห์ค่าสถิติเบื้องต้น คือ ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum), ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum), ค่าเฉลี่ยเลขคณิตของข้อมูล (Mean) และ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation)

2.2 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) โดยทำการสร้างแบบจำลองในรูปของสมการถดถอยเชิงซ้อนพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อให้ทราบถึงความสัมพันธ์ที่มีผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการทดสอบ Panel Cointegration เพื่อทดสอบความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระ

โดยมีขั้นตอนในการศึกษา ดังนี้

2.2.1 การวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Fixed Effect Regression Model (FEM) เป็นวิธีการวิเคราะห์ เมื่อตัวแปรภายนอกไม่ผันแปรตามเวลาและสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ (ชลิต ทองดี และ ภูมิฐาน รั้งคกุลนุวัฒน์, 2562) โดยในแบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM) จะกำหนดให้มีตัวแปร  $a_i$  เป็นตัวแปร ค่าคงที่ ที่แสดงปัจจัยที่ไม่สามารถสังเกตได้ แต่มีผลกระทบต่อตัวแปรตาม (Unobserved Effects) ซึ่งในที่นี้ คือ คุณลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทนั่นเอง โดยตัวประมาณค่า (Estimator) ที่ได้จากการวิเคราะห์ Fixed Effect Regression จะมีความไม่สอดคล้องกัน Inconsistent หากตัวแปร  $a_i$  มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่น ๆ ในแบบจำลอง แต่หากไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระใด ๆ ในทุกช่วงเวลา การวิเคราะห์ด้วยวิธี Random Effect Regression จะมีความเหมาะสมกว่า (กิตติศักดิ์ เคลือบหิรัญ, 2559:31)

2.2.2 การวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Random Effect Regression Model (REM) เป็นวิธีการวิเคราะห์เมื่อตัวแปรภายนอกไม่สัมพันธ์กับตัวแปรอิสระใด ๆ ในทุกช่วงเวลา (ชลิต ทองดี และ ภูมิฐาน รั้งคกุลนุวัฒน์, 2562) โดยตัวแปร  $a_i$  จะไม่มีความสัมพันธ์ (Uncorrelated) กับตัวแปรอิสระอื่น ๆ ในทุกช่วงเวลา

2.2.3 การทดสอบแบบจำลองด้วยวิธี Hausman Test และ Panel Cointegration Test โดยวิธี Hausman Test ใช้ในการเลือกระหว่างแบบจำลอง Random Effect Regression Model (REM) และ Fixed Effect Regression Model (FEM) และการทดสอบ panel cointegration ตามวิธีของ Kao (1999) เพื่อตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวมีความสัมพันธ์แบบโคอินทิเกรชันกับตัวแปรตาม ณ ระดับเดียวกัน โดยการทดสอบ Hausman Test จะทดสอบว่าตัวแปรผลกระทบที่ไม่สามารถสังเกตได้ (Unobserved Effect) มีสหสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่น ๆ หรือไม่ (Wooldridge, 2013) หากมีสหสัมพันธ์ แบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM) จะมีความเหมาะสมมากกว่า ในทางตรงกันข้ามหากตัวแปรดังกล่าวไม่มีสหสัมพันธ์ต่อกันแบบจำลอง Random Effect Regression Model (REM) จะมีความเหมาะสมมากกว่า โดยมีสมมติฐาน ดังนี้ (กิตติศักดิ์ เคลือบหิรัญ, 2559:32)

H0: Unobserved Effects และตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กัน (RE)

H1: Unobserved Effects และตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กัน (FE)

## ผลการศึกษา

### 1. การทดสอบเชิงพรรณนา

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 76 บริษัท จำนวนที่ใช้วิเคราะห์ทั้งสิ้น 1520 ข้อมูลผู้วิจัยได้วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติพรรณนาของตัวแปรอิสระ 6 ตัวแปรและตัวแปรตาม 1 ตัวแปร ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนามีรายละเอียดเป็นค่าทางสถิติ ได้แก่ ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum), ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum), ค่าเฉลี่ยเลขคณิตของข้อมูล (Mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation) มาวิเคราะห์ข้อมูลโดยมีรายละเอียด ดังนี้

ตารางที่ 1 ผลสถิติพรรณนาที่ศึกษาของกลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
ในช่วงไตรมาสที่ 1 ปี 2559 ถึง ไตรมาสที่ 4 ปี 2563

Variables	Maximum	Minimum	Mean	Std.Dev.
SGR (%)	39.90	-57.36	0.82	5.88
CR (เท่า)	15.75	0.094	2.09	1.95
TATO (เท่า)	1.70	0.01	0.22	0.20
ROA (%)	14.69	-15.65	2.03	1.86
D/E (เท่า)	10.03	0.06	1.13	0.99
DPR (เท่า)	50	0.00	0.84	2.57
FRSIZE (หน่วย)	21.66	12.19	16.74	1.71

จากตารางที่ 1 สรุปได้ว่า ผลการวิเคราะห์ผลสถิติเชิงพรรณนาของการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 76 บริษัท พบว่า การเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าสูงสุดที่ร้อยละ 39.90 ค่าต่ำสุดที่ร้อยละ -57.36 ค่าเฉลี่ยที่ร้อยละ 0.82 และ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ ร้อยละ 5.88 อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าสูงสุดที่ 15.75 เท่า ค่าต่ำสุดที่ 0.094 เท่า ค่าเฉลี่ยที่ 2.09 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 1.95 เท่า อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TATO) มีค่าสูงสุดที่ 1.70 เท่า ค่าต่ำสุดที่ 0.04 เท่า ค่าเฉลี่ยที่ 0.22 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 0.20 เท่า ความสามารถทำกำไร (ROA) มีค่าสูงสุดที่ร้อยละ 14.69 ค่าต่ำสุดที่ร้อยละ -15.65 ค่าเฉลี่ยที่ร้อยละ 2.03 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 1.86 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) มีค่าสูงสุดที่ 10.03 เท่า ค่าต่ำสุดที่ 0.06 เท่า ค่าเฉลี่ยที่ 1.13 เท่าและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 0.99 เท่า อัตราการจ่ายเงินปันผล มีค่าสูงสุดที่ 50 เท่า ค่าต่ำสุดที่ 0.00 เท่าค่าเฉลี่ย 0.84 เท่าและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 2.57 เท่า ขนาดบริษัท (FRSIZE) มีค่าสูงสุดที่ 21.66 หน่วย ค่าต่ำสุดที่ 12.19 หน่วย ค่าเฉลี่ยที่ 16.74 หน่วย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 1.71 หน่วย



## 2. การทดสอบเชิงปริมาณ

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์เชิงเส้นอย่างสมบูรณ์ (Multicollinearity)

	SGR	CR	TATO	ROA	DE	DPR	FRSIZE
SGR	1.0000						
CR	-0.0729	1.0000					
TATO	0.0760	-0.0854	1.0000				
ROA	0.2687	-0.0334	0.1665	1.0000			
DE	0.0250	-0.4182	0.0622	-0.0923	1.0000		
DPR	-0.5471	0.1156	-0.0412	-0.0414	-0.0325	1.0000	
FRSIZE	0.0836	-0.2701	-0.2756	-0.0253	0.4475	-0.0722	1.000

จากตารางที่ 2 พบว่า ผลการทดสอบไม่มีตัวแปรใดที่มีค่า (Correlation Coefficients) มากกว่า  $\pm 0.9$  แสดงว่าแบบจำลองไม่มีปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 3 ผลการทดสอบ Correlated Random Effects – Hausman Test

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	23.88997	5	0.0005

ที่มา: คำนวณด้วยโปรแกรม E-views

หมายเหตุ: ค่า Probability Value มีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 3 พบว่า ผลการทดสอบแบบจำลองด้วยวิธี Correlated Random Effects – Hausman Test ทดสอบว่าตัวแปรผลกระทบภายนอกที่ไม่สามารถสังเกตได้ (Unobserved Effect) มีสหสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่น ๆ หรือไม่ หากมีสหสัมพันธ์ แบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM) จะมีความเหมาะสมมากกว่า ในทางตรงกันข้ามหากตัวแปรดังกล่าวไม่มีสหสัมพันธ์ต่อกัน แบบจำลอง Random Effect Regression Model (REM) จะมีความเหมาะสมมากกว่า โดยมีสมมติฐาน ดังนี้

H0: Unobserved Effects และตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กัน (RE)

H1: Unobserved Effects และตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กัน (FE)

ดังนั้น จากผลการทดสอบ พบว่า ปฏิเสธสมมติฐานหลัก ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ความเชื่อมั่น 0.05 คือ ควรทำการประมาณค่าแบบจำลองในรูปแบบของ Fixed Effect Regression Model (FEM)

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบแบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM)

Fixed Effect Regression Model				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CR	-0.1079	0.1895	-0.5696	0.5691
TATO	1.0354	2.6204	0.3951	0.6928
ROA	0.8525	0.0831	10.2605	0.0000*
D/E	-0.7857	0.3058	-2.5689	0.0103*
DPR	-1.2035	0.0493	-24.4244	0.0000*
FRSIZE	-0.3442	0.7631	-0.4510	0.6521
C	6.7387	12.9153	0.5218	0.6019

Observations: 1520

R-squared 0.4048

Adj.R-squared 0.3712

Prob. (F-statistic) 0.0000

จากตารางที่ 4 ผลการทดสอบแบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM) ในการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเมื่อพิจารณาจากการทดสอบด้วยวิธี Correlated Random Effects - Hausman Test พบว่า แบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM) มีความเหมาะสมมากที่สุดและมีค่า R-squared ซึ่งสามารถอธิบายความแปรผันได้ร้อยละ 40.48 โดยสามารถสร้างสมการถดถอยเชิงซ้อนได้ดังนี้

$$SGR_{it} = 6.7387 + 0.8525ROA_{it} - 0.7857D/E_{it} - 1.2035DPR_{it}$$

(0.6019)      (0.0000)\*      (0.0103)\*      (0.0000)\*

โดยมีค่า R-squared = 0.4048

Adj R-squared = 0.3712

Prob. (F-statistic) = 0.0000

หมายเหตุ : ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า t-statistic

\*มีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.05 (Significant)

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4 ในช่วงไตรมาสที่ 1 ปี 2559 ถึง ไตรมาสที่ 4 ปี 2563 ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย

ความสามารถทำกำไร (ROA) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.05 โดยหากความสามารถทำ

กำไร (ROA) เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.8525 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (D/E) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.05 โดยหากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (D/E) เพิ่มขึ้น 1 เท่า จะส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยลดลงร้อยละ 0.7857 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.05 โดยหากอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) เพิ่มขึ้น 1 เท่า จะส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยลดลงร้อยละ 1.2035 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

ในขณะที่ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR), อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TATO), ขนาดของกิจการ (FRSIZE) ไม่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

โดยเมื่อพิจารณาค่า R-squared จากแบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM) มีค่าเท่ากับ 40.48 แสดงว่า ตัวแปรอิสระทั้งหมดสามารถอธิบายตัวแปรตามได้ถึงร้อยละ 40.48 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 59.52 สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอื่นที่ไม่ได้อยู่ในสมการ

## อภิปรายผล

ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ได้แก่

**ความสามารถทำกำไร (Return on Asset)** จากผลการศึกษาพบว่า ความสามารถทำกำไรมีผลเชิงบวกต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.05 เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยปริทัศน์ของ อรรวรรณ เชื้อเมืองพาน (2562), Pambayun Kinasih Yekti (2019) เนื่องจากกำไรที่ได้จากการใช้ประโยชน์สินทรัพย์ที่มีอยู่เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางธุรกิจ ยิ่งมีค่ามากแปลว่าบริษัทใช้สินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้เกิดกำไรสะสม มีสภาพคล่อง สามารถดำเนินธุรกิจ และสามารถลงทุนได้ตามเป้าหมายที่กำหนดไว้ ซึ่งส่งผลให้กิจการเติบโตอย่างยั่งยืนได้ สอดคล้องกับแนวคิดของ Dupont (2007) ที่ให้ความสำคัญกับความสามารถทำกำไรจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (return on asset) และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Martin, Handschuh *et al.* (2011) โดยประเมินอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนจากความสามารถทำกำไรให้สอดคล้องกับนโยบายทางการเงินของบริษัทที่กำหนดไว้

**อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio)** จากผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นส่งผลเชิงลบต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.05 เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้ สอดคล้องกับงานวิจัยปริทัศน์ของ อภิญา จ้อยดั่ง (2563), Rajesh Mamilla (2019), Fauzias Mat Nor (2020) เนื่องจากการก่อหนี้ไม่ควรสูงเกินไปควรมีระดับที่เหมาะสมตามนโยบายการเงิน อัตราส่วนนี้จะแสดงถึงโครงสร้างเงินทุนของกิจการว่าสินทรัพย์ของกิจการมาจากการกู้ยืมหรือมาจากทุนของกิจการ สอดคล้องกับแนวคิด Ashta (2008) พบว่า D/E Ratio มีความเกี่ยวข้องโดยตรงกับนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุน รวมถึงการตัดสินใจออกหุ้นเพิ่มทุน และงานวิจัยของ Platt (1955) พบว่าบริษัทที่มี D/E Ratio ในระดับสูง มักจะประสบปัญหาทางการเงิน และถูกจำกัดการเข้าถึงตลาดตราสารหนี้รวมถึงการออกหุ้นกู้ เนื่องจากมีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระสูง

**อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio)** ผลการศึกษาพบว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลส่งผลเชิงลบต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.05 เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยปริทัศน์ของ Fauzias Mat Nor, Nur Ainna Ramli *et al.* (2020), Siti Rahmi Utami-Lecturer and Rico Gunawan (2015) พบว่ากิจการที่มีการเติบโตอย่างต่อเนื่องจะควบคุมอัตราการจ่ายเงินปันผลในสัดส่วนที่เหมาะสม เพื่อให้กิจการเหลือกำไรสะสมเพียงพอต่อกิจกรรมการลงทุน โดยไม่กระทบโครงสร้างเงินทุนของกิจการ และสอดคล้องกับแนวคิดของ Johnson and Soenen (2003) ที่กล่าวว่า การมุ่งเก็บรักษากำไรสะสมไว้และจ่ายเงินปันผลในระบอบที่เหมาะสม จะเป็นกลยุทธ์ที่ทำให้บริษัทสามารถเผชิญกับความไม่แน่นอนในอนาคต อันนำไปสู่การเติบโตอย่างยั่งยืนได้

## สรุป

การศึกษาเรื่องปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือกลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 76 บริษัท โดยรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินเป็นรายไตรมาส ในช่วงระยะเวลา ปี พ.ศ. 2559 – พ.ศ. 2563 ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา มีทั้งหมด 6 ตัวแปร ได้แก่ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR), อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TATO), ความสามารถทำกำไร (ROA), อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E), อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) และขนาดของกิจการ (FRSIZE) โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยวิธี Panel Data Analysis แบบ Fixed Effect Regression Model (FEM) ซึ่งมีข้อค้นพบที่ได้จากการศึกษา โดยมีรายละเอียดดังนี้

ความสามารถทำกำไร (ROA) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.05 เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ ความสามารถทำกำไร (ROA) เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.8525

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (D/E) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.05 เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (D/E) เพิ่มขึ้น 1 เท่า จะส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยลดลงร้อยละ 0.7857

อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.05 เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) เพิ่มขึ้น 1 เท่าจะส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยลดลงร้อยละ 1.2035

## ข้อเสนอแนะ

### 1. ข้อเสนอแนะจากการศึกษา

จากผลการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้ศึกษามีข้อเสนอแนะบางประการที่อาจเป็นประโยชน์กับหน่วยงานที่เกี่ยวข้องและนักลงทุน ดังนี้

1) ผู้บริหารของบริษัทควรให้ความสำคัญกับการรักษาความสามารถทำกำไร นอกจาก ROA จะสะท้อนถึงศักยภาพในการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ของบริษัทแล้ว ยังเป็นหนึ่งในตัวแปรที่ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนให้ความสำคัญ เพื่อนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน ซึ่งองค์กรสามารถกระทำได้ โดยการเพิ่มยอดขายที่มากขึ้น เช่น การเปิดสาขาเพิ่มและทำการตลาดเพื่อเพิ่มยอดขายแต่ละสาขา การขยายกำลังการผลิต เพิ่มงบการตลาด และเพิ่มช่องทางการขาย เพื่อเพิ่มกำไรสุทธิ เป็นต้น ถ้าลงทุนแล้วให้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่ดีก็จะทำให้ผลกำไรเติบโตมากขึ้น ในขณะเดียวกัน บริษัทควรลงทุนในสินทรัพย์ที่สามารถเพิ่มรายได้ให้กับบริษัทและควรบริหารสินทรัพย์ที่มีอยู่ให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด

2) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) เป็นอีกหนึ่งตัวแปรที่นักลงทุนให้ความสำคัญและมักถูกนำมาวิเคราะห์เทียบกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมเพื่อตัดสินใจลงทุน สำหรับผู้บริหารกิจการควรให้ความสำคัญกับการควบคุม D/E Ratio ให้อยู่ในระดับที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม และควบคุมหนี้สินให้อยู่ในสัดส่วนที่เหมาะสม ไม่สูงจนเกินไป เพราะอาจนำไปสู่การสูญเสียเครดิตการค้าจาก Supplier และผู้ให้สินเชื่อ รวมถึงลดทอนความเชื่อมั่นจากนักลงทุน นอกจากนี้ถ้าบริษัทมี D/E Ratio ในระดับต่ำจะช่วยทำให้บริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินในระดับต่ำ ลดความเสี่ยงที่กิจการจะล้มละลายจากการก่อหนี้ที่สูงเกินไป

3) ผู้บริหารบริษัทควรให้ความสำคัญกับการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่เหมาะสมแก่นักลงทุน โดยบริษัทควรสื่อสารกับนักลงทุนอย่างสม่ำเสมอ และให้ข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการจ่ายปันผลอย่างตรงไปตรงมา และคำนึงถึงปัจจัยต่าง ๆ เช่น ภาวะเศรษฐกิจ ผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของบริษัท แผนการลงทุน การสำรองเงินไว้เพื่อจ่ายชำระหนี้สิน อีกทั้งยังคำนึงถึงความไม่แน่นอนในอนาคต เช่น ภัยธรรมชาติ การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด - 19 เป็นต้น เพื่อการเติบโตที่ยั่งยืนในอนาคต

4) นักลงทุนที่สนใจลงทุนในกลุ่มหุ้นยั่งยืน อาจพิจารณาจาก 3 ปัจจัย เพื่อประกอบการหาจังหวะในการเข้าลงทุนในหลักทรัพย์ ได้แก่ ความสามารถทำกำไร (ROA), อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (D/E) และ อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ทั้งนี้ นักลงทุนจะตัดสินใจบนพื้นฐานของบริษัทที่มีความสามารถทำกำไรจากสินทรัพย์ที่สูง และมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้นที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม รวมถึงอัตราการจ่ายเงินปันผลในระดับที่เหมาะสม

## 2. ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาค้างต่อไป

ในการศึกษาค้างต่อไป ผู้ศึกษาสามารถศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาที่แตกต่างจากการศึกษาค้างนี้ เช่น การเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างช่วงเวลาก่อนเกิดสถานการณ์โควิด-19 และช่วงเวลาที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 ว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่ เป็นต้น โดยในช่วงเวลาของการศึกษาที่ต่างกันอาจทำให้ผลการวิเคราะห์ที่ได้ มีความเหมือนหรือแตกต่างจากการศึกษาในครั้งนี

## เอกสารอ้างอิง

กิตติศักดิ์ เคลือบหิรัญ. (2559). ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อปริมาณหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2563). Thailand Sustainability Investment (THSI). สืบค้นเมื่อ 17 กรกฎาคม 2564. จาก

<https://www.setsustainability.com/libraries/710iitem/thailandsustainabilityinvestment-lists>

อภิญา จัยดวง. (2562). ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

อรรวรรณ เชื้อเมืองพาน. (2562). การวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ปริญญาดุขฎิบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี. มหาวิทยาลัยศรีปทุม.

วิจัยกรุงศรี. (2563). ผลกระทบของโรคระบาดโควิด-19 ต่อเศรษฐกิจไทย. สืบค้นเมื่อ 3 พฤษภาคม 2564. จาก <https://www.krungsri.com/th/plearn-plearn/economic-covid-impact>.

สำนักข่าวอีไฟแนนซ์. (2563). บจ.หนี้พุ่งสูงสุดรอบ 6 ปี โควิดลุบสภาพคล่องฝืด. สืบค้นเมื่อ 3 พฤษภาคม 2564. จาก

<https://www.efinancethai.com/HotTopic/HotTopicMain.aspx?id=bEVUTnLUNHgvblU9>.

- ห้องสมุดมารวย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.(2018). หุ่นเติบโตกับหุ่นอัยยาย. สืบค้นเมื่อ 28 มิถุนายน 2564. <https://www.maruey.com/article/contentinbook/335>.
- Fauzias Mat Nor ,Nur Ainna Ramli,Ainulashikin Marzuki and Norfhadzilahwati Rahim. (2020). Coporate Sustainable Growth Rate: The Potencial Impact of COVID-19 on Malaysian Company. *The Journal of Muamalat and Islamic Finance Research*. 20(17): 25-38.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R.G., & Petersen, B. C. (1988). Financial constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activities*. 1988(1): 141-195.
- Hands Schuh Martin. (2011). *What we can learn from self-made billionaires*. WHU Otto Beisheim School of Management lecture.
- Hands Schuh, Martin; Lösch, Hannes. (2011). *Optimal Growth – Does it exist and if so how to realize it*. Mannheim Business School lecture
- Johnson, R., & Soenen, L. (2003). Indicators of successful companies. *European Management Journal*. 21(3): 364-369.
- Pambayun Kinasih Yekti , Apriani Dorkas Rambu and Supramono. (2019). Working Capital Management and Its Influence on Profitability and Sustainable Growth. *Business : Theory and Practice*. 19(20) : 61-68
- Pambayun Kinasih Yekti Nastiti, Apriani Dorkas Rambu Atahau,Supramono and Supramono Supramono. (2020). Is Working Capital Management Able to Increase Sustainable Growth Through Asset Utilization. *The European Journal of Applied Economics*. 17(2): 136-146.
- Platt, H. D., Platt, M. B., & Chen, G. (1995). Sustainable growth rate of firms in financial distress. *Journal of Economics and Finance*. 19(2): 147-151.
- Rajesh Mamilla ,(2017). A study on sustainable growth rate for firm survival. *Strategic Change*. 2019(28): 273–277.
- Siti Rahmi Utami-Lecturer. (2015). Analyzing Sustainable Growth Rate of the Firms in Kehati Sustainable and Responsible Investment Index in Indonesia. *Impact Factor*. 4(6): 84-93.