

ผลกระทบของการระบาดของโรค COVID-19 ต่อความสัมพันธ์ของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน กับผลการดำเนินงาน : หลักฐานจากประเทศไทย

ศรัณย์ ชูเกียรติ

รองศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภักพงศ์ บุญเกียรติ

อาจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

(ผู้ประสานงานหลัก)

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 24 กันยายน 2567

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 7 ธันวาคม 2567

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 23 มกราคม 2568

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานในปัจจุบันและอนาคต และศึกษาเพิ่มเติมถึงผลกระทบของ Covid-19 ที่มีต่อความสัมพันธ์ของการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานในปัจจุบันและอนาคต โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2547-2565 จำนวน 5,831 ตัวอย่าง โดยทดสอบสมมติฐานการวิจัยด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานปัจจุบันและอนาคต นอกจากนี้ยังพบว่า การระบาดของ Covid-19 ส่งผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานในอนาคต 1 ปี และ 2 ปี ผลงานวิจัยนี้มีประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น นักลงทุน และผู้สนใจทั่วไปในการทำความเข้าใจถึงประโยชน์ของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อนำไปใช้สนับสนุนการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจ

คำสำคัญ: การเติบโตอย่างยั่งยืน ผลการดำเนินงาน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Impact COVID-19 Pandemic on Relationship Between Sustainable Growth Rate and Firm Performance: Evidence from Thailand

Sarun Chookhiatti

*Associate Professor of Department of Accountancy,
Chulalongkorn Business School, Chulalongkorn University*

Received: September 24, 2024

Revised: December 7, 2024

Accepted: January 23, 2025

Pakapong Boonyakiat

*Lecturer of Department of Accountancy,
Chulalongkorn Business School, Chulalongkorn University
(Corresponding Author)*

ABSTRACT

This research aims to study the relationship between sustainable growth rate and current and future performance and examine the impact of Covid-19 on this relationship using data from listed companies on the Stock Exchange of Thailand from 2004 to 2022, total 5,831 samples. The research hypothesis was tested using multiple regression analysis. The results indicate that sustainable growth has a positive relationship with current and future performance. Furthermore, the Covid-19 outbreak negatively affects the relationship between sustainable growth rate and future performance over one—and two-year periods. This research is useful for shareholders, investors, and the general public to understand the benefits of sustainable growth rate on company performance and support economic decision-making.

Keywords: Sustainable Growth, Firm Performance, The Stock Exchange of Thailand

ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การเติบโตอย่างยั่งยืนเป็นสิ่งสำคัญที่ผู้มีส่วนได้เสียต่าง ๆ เช่น ผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร ให้ความสนใจเป็นพิเศษในการใช้เพื่อประเมินความสามารถของผู้บริหารในการบริหารจัดการ ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) มักเกิดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการ (ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการ) กับตัวแทน (ผู้บริหาร) เพราะผู้บริหารอาจตัดสินใจโดยมีแนวทางที่ไม่สอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น เนื่องจากผู้บริหารต้องการผลประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าการคำนึงถึงผลตอบแทนในระยะยาว จึงทำให้ต้นทุนการกำกับดูแลการบริหารงานของผู้บริหารสูงขึ้น และอาจนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่ลดลง (Jensen & Meckling, 1976) ในบางกรณี ผู้บริหารอาจต้องการส่งสัญญาณเชิงในเชิงบวกไปยังสาธารณชนเกี่ยวกับความสามารถในการบริหารงานของตนเอง (เช่น อัตราการเติบโตของบริษัท) อาจไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานโดยตรง เนื่องจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Karim, Vigne, Lucey, & Naeem, 2024) หากผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นมีความสอดคล้องกันของผลประโยชน์อาจทำให้ผู้บริหารตัดสินใจและบริหารงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ตามทฤษฎีลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ผู้บริหารอาจตัดสินใจเลือกใช้แหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำและส่งผลกระทบท่อราค่าหุ้นน้อยที่สุดก่อน เช่น ใช้เงินทุนจากกำไรสะสมหรือหนี้สินก่อนที่จะระดมทุนจากการออกหุ้นทุนใหม่ (Myers & Majluf, 1984) นอกจากนี้ เมื่อบริษัทเติบโตมากขึ้นอาจปรับเปลี่ยนการใช้แหล่งเงินทุนให้เหมาะสม เช่น เปลี่ยนจากทุนของเจ้าของไปเป็นการกู้ยืม เพื่อช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้เป็นเจ้าของ และทำให้โครงสร้างทางการเงินของบริษัทมีความยั่งยืนมากขึ้น (Ramli, Rahim, Mat Nor, & Marzuki, 2022) หากผู้บริหารเลือกใช้เงินทุนไม่เหมาะสมอาจรักษาระดับการเติบโตของบริษัทที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและเป้าหมายในระยะยาวของบริษัทได้

อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate: SGR) คือ อัตราการเติบโตสูงสุดที่เกิดจากความสามารถของบริษัทที่จะสามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้อย่างยั่งยืนโดยไม่พึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอก หรือก่อหนี้เพิ่มเติม ซึ่งเป็นมุมมองการเติบโตในระยะสั้นที่มีความสัมพันธ์กับการเติบโตในระยะยาว ดังนั้นอัตราส่วนดังกล่าวจึงมีความสำคัญต่อเป้าหมายการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากการแสดงให้เห็นว่า บริษัทจะสามารถรักษาประสิทธิภาพการทำงานโดยไม่จำเป็นต้องจัดหาเงินทุนเพิ่มเติม (Rahim, 2017) ในปัจจุบันผู้บริหารและนักลงทุนให้ความสนใจกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน เพื่อสนับสนุนในการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ในเรื่องต่าง ๆ ได้อย่างเหมาะสม ในบางบริบทอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนสะท้อนถึงการเติบโตสูงสุดที่บริษัททำได้ โดยไม่ต้องเสนอขายหุ้นทุนใหม่ (Ramli et al., 2022) รวมทั้ง อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนส่งผลต่อการเติบโตของเศรษฐกิจ ซึ่งจะทำให้เกิดความสมดุลในตลาดทุน ทำให้เกิดการปรับปรุงการดำเนินงานที่ช่วยลดระบบการเงินที่ไม่มั่นคง และสามารถอยู่รอดได้ในช่วงวิกฤตตลาดทุน (Kumar, 2018) และมีหลักฐานในอดีตพบว่า อัตราความยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน (Thongjang, & Nimtrakoon, 2022) จึงเกิดคำถามงานวิจัยที่ 1 (RQ1) ว่าการเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันและอนาคตหรือไม่อย่างไร

จากหลักฐานในอดีตแสดงให้เห็นประโยชน์ของการเติบโตอย่างยั่งยืนที่มีต่อผลการดำเนินงาน งานวิจัยนี้มีข้อสังเกตเพิ่มเติมว่า หากบริษัทต้องอยู่ในช่วงวิกฤตที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานความสัมพันธ์ดังกล่าวจะเป็นอย่างไร เนื่องจากในช่วงปี พ.ศ. 2563–2564 ที่ผ่านมามีประเทศไทยได้รับผลกระทบจากโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (ต่อไปนี้จะเรียกว่า “Covid-19”) ทำให้กิจกรรมทางธุรกิจหยุดชะงักและส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในภาพรวม เช่นเดียวกันกับ

ในระดับมหภาคที่ Covid-19 เป็นสาเหตุหลักที่ก่อให้เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยทั่วโลก ซึ่งถือเป็นผลกระทบที่รุนแรงที่สุดนับตั้งแต่ปี 1930 ซึ่งเศรษฐกิจตกต่ำอย่างรุนแรง (Shen Fu, Pan, Yu, & Chen, 2020) ดังนั้นในระดับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Covid-19 อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและทำให้ความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยได้อย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ลดลง ซึ่งงานวิจัยในประเทศไทยพบว่า Covid-19 ส่งผลต่อความสามารถในการพยากรณ์กำไรในอนาคตและลดความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน (Narktabtee & Jarungidanan, 2022; Phakdee & Srijunpetch, 2024; Thanaanawat & Phakdee, 2024) จึงเกิดคำถามงานวิจัยที่ 2 (RQ2) ว่า Covid-19 ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยได้อย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันและอนาคตหรือไม่อย่างไร

ถึงแม้ว่า จะมีหลักฐานศึกษาเกี่ยวกับการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงาน (Naumoski, 2022; Mumu, Susanto, & Gainau, 2019; Amouzes, Moeinfar, & Mousavi, 2011) แต่หลักฐานดังกล่าวเป็นการศึกษาในต่างประเทศ หรือจะมีหลักฐานในประเทศไทยที่ได้ศึกษาอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนใช้ข้อมูลเฉพาะปี พ.ศ. 2563 ซึ่งเป็นปีที่เกิดการแพร่ระบาดของ Covid-19 ซึ่งทำให้ผลการวิจัยไม่สามารถอ้างอิงไปยังปีอื่นได้ (Thongjang, & Nimtrakoon, 2022) รวมทั้ง งานวิจัยของ Poowadin, Ekkaphol, Thongchan, Chayprapak, and Waiyawout (2024) ทบทวนปัญหามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยใช้ข้อมูลช่วงปี พ.ศ. 2560–2563 จึงทำให้งานวิจัยนี้ยังมีช่องว่างการวิจัย (Research Gap) ความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานของบริษัทในบริบทของประเทศไทย เนื่องจากประเทศไทยเป็นประเทศกำลังพัฒนา (Developing Country) ซึ่งมีปัจจัยเฉพาะที่ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ รวมถึงสภาพแวดล้อมทางธุรกิจของประเทศไทยและวัฒนธรรมมีความแตกต่างจากประเทศอื่น รวมทั้ง ยังไม่พบการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันและในงวดอนาคตในบริบทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลการดำเนินงานในงวดอนาคตถือเป็นตัวชี้วัดสำคัญที่ผู้ใช้งบการเงิน เช่น นักลงทุน ต้องการนำไปใช้สนับสนุนการตัดสินใจ และงานวิจัยในอดีตมักศึกษากับผลการดำเนินงานเพียงความสัมพันธ์ในช่วงเวลาเดียวกัน (Amouzes et al., 2011; Naumoski, 2022) รวมทั้งยังขาดหลักฐานที่แสดงให้เห็นผลกระทบของ Covid-19 ที่มีต่อความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันและอนาคต

จากที่มาและความสำคัญการวิจัยข้างต้น งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานในปัจจุบันและอนาคต และได้วิเคราะห์เพิ่มเติมถึงผลกระทบของ Covid-19 ที่มีต่อความสัมพันธ์ของการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานในปัจจุบันและอนาคต โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2547–2565 งานวิจัยนี้มีประโยชน์ 3 ประการ ดังนี้ **ประการแรก** คือ ให้หลักฐานงานวิจัยเพิ่มเติมเกี่ยวกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันและอนาคต เนื่องจากยังไม่มีการศึกษาในบริบทของประเทศไทย ซึ่งถือเป็นประเทศตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) และงานวิจัยดังกล่าวยังช่วยสนับสนุนแนวคิดการเติบโตอย่างยั่งยืนตามทฤษฎีลำดับขั้นในการเลือกแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำสุดที่มีประโยชน์ต่อผลการดำเนินงานของบริษัท **ประการที่สอง** คือ นักลงทุน ผู้ถือหุ้นและผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถใช้ข้อมูลเกี่ยวกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนเป็นข้อมูลสนับสนุนการตัดสินใจเกี่ยวกับการคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งเป็นสะท้อนให้เห็นถึงความยั่งยืนในระยะยาว เนื่องจากใช้ข้อมูลผลการดำเนินงานในอนาคต

1-2 ปี และ**ประการที่สาม** คือ ให้หลักฐานเพิ่มเติมเกี่ยวกับผลกระทบของ Covid-19 ที่มีต่อความสัมพันธ์ของอัตราเติบโตกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันและอนาคต โดยผู้ถือหุ้นและ/หรือผู้บริหารอาจนำประเด็น Covid-19 ที่ถือเป็นปัจจัยภายนอก ไปใช้เป็นแนวทางในการกำหนดกลยุทธ์ในการบริหารจัดการในกรณีที่มีเหตุการณ์ที่เป็นปัจจัยภายนอกอื่นที่ไม่สามารถควบคุมได้ แต่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์อัตราเติบโตกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันและอนาคต

การทบทวนวรรณกรรม

ในส่วนนี้เป็นการอธิบายถึงทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง แนวคิดเกี่ยวกับการเติบโตอย่างยั่งยืน และการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงาน ดังนี้

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ชี้ให้เห็นถึงความขัดแย้งที่อาจเกิดขึ้นระหว่างตัวแทนกับตัวการ ในความสัมพันธ์แบบตัวแทน การกำหนดนโยบายที่เกิดจากทฤษฎีนี้มักเป็นกลไกในการจัดแนวลผลประโยชน์ของตัวแทน ซึ่งมักจะดำเนินการในผลประโยชน์สูงสุดส่วนตัวและของตัวการ (Jensen and Meckling, 1979) ตามทฤษฎีดังกล่าวมี 2 แนวทาง ในการสร้างความสอดคล้องกันของผลประโยชน์ระหว่างตัวการกับตัวแทนนำไปสู่การเกิดต้นทุนที่เพิ่มขึ้นคือ การกำกับติดตามตัวแทน (Monitoring Cost) เพื่อป้องกันการใช้พฤติกรรมฉวยโอกาส และการให้แรงจูงใจและรางวัล (Bonding Cost) กับตัวแทนเพื่อให้ตัวแทนมีพฤติกรรมในการสร้างผลประโยชน์ให้สอดคล้องกัน (Karim et al., 2024) เมื่อผลประโยชน์ของตัวการกับตัวแทนสอดคล้องกันผู้บริหารของบริษัทจึงให้ความสำคัญกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยสอดคล้องกับผลประโยชน์ระยะยาวของบริษัทได้ การเติบโตอย่างยั่งยืนเป็นแนวคิดที่สามารถใช้ในทางปฏิบัติสำหรับการจัดการทางการเงินสมัยใหม่ โดยใช้เป็นเครื่องมือสำหรับการวางแผนเชิงกลยุทธ์และการควบคุมภายในบริษัทได้ นอกจากนี้ผู้ถือหุ้นอาจใช้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนในการควบคุม และการวางแผนกลยุทธ์การดำเนินงานและกลยุทธ์ทางการเงินเพื่อปรับปรุงประสิทธิภาพทางการเงินและช่วยให้ผู้บริหารตัดสินใจได้อย่างเหมาะสม (Fonseka, Ramos, & Tian, 2012) อย่างไรก็ตาม หากผู้บริหารใช้พฤติกรรมฉวยโอกาสในการตัดสินใจโดยต้องการให้อัตราการเติบโตเพิ่มขึ้น จึงลงทุนในสินทรัพย์ถาวรจำนวนมาก เพื่อเพิ่มอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ในกรณีนี้ อาจนำมาซึ่งปัญหาการกู้ยืมที่มากขึ้น ซึ่งเป็นไปตามแนวคิดของต้นทุนตัวแทน (Brigham & Houston, 2005) รวมทั้ง Kanani, Moradi, and Valipour (2013) อธิบายว่า การลงทุนที่มากเกินไป เพื่อรองรับการเติบโต อาจนำมาซึ่งความเสี่ยง ปัญหาทางการเงินและการล้มละลาย

จากมุมมองของทฤษฎีตัวแทนหากผู้บริหารบริหารงานโดยไม่คำนึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น จะทำให้ผู้ถือหุ้นมีต้นทุนในการกำกับติดตามสูงขึ้น (Karim et al., 2024) หรืออาจลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมากเกินความจำเป็น จึงส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการลดลง ในบางกรณีผู้บริหารอาจตัดสินใจเลือกการจัดการกำไรให้ผลการดำเนินงานเป็นไปตามเป้าหมาย ในการลดปัญหาตัวแทน ผู้ถือหุ้นอาจกำหนดให้อัตราการเติบโตจาก ROE เพิ่มขึ้น หรือกำหนดให้อัตราการจ่ายเงินปันผลที่มีความสม่ำเสมอ รวมถึงพิจารณาการลงทุนในโครงการที่ส่งผลให้ผลตอบแทนของบริษัทเพิ่มขึ้น ดังนั้นหากผู้บริหารมีผลประโยชน์ที่สอดคล้องกับผู้ถือหุ้น อาจทำให้ผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้นและช่วยเพิ่มให้เกิดการเติบโตของกิจการอย่างยั่งยืนได้เช่นกัน

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) แสดงให้เห็นว่า สัญญาณที่แสดงถึงการดำเนินการและการประกาศของบริษัทจะเป็นการถ่ายทอดข้อมูลที่สำคัญเกี่ยวกับความตั้งใจและความสามารถของบริษัท (Spence, 1973) โดยหลักการสำคัญของทฤษฎีการส่งสัญญาณสำหรับงานวิจัยนี้คือ ความไม่สมดุลของข้อมูลของบริษัทที่ส่งผลให้ผู้มีส่วนได้เสียภายนอกที่ต้องพึ่งพาสัญญาณต่าง ๆ ของบริษัทในการตัดสินใจเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน (Karim et al., 2024) ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าในมุมมองของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนถือเป็นการสื่อสารข้อมูลเกี่ยวกับฐานะการเงินและความสามารถในการเติบโตอย่างยั่งยืนให้กับนักลงทุน และตลาดทุน โดยบริษัทจะใช้ทรัพยากรภายในที่มีอยู่ในการรองรับการเจริญเติบโต ซึ่งไม่ต้องพึ่งพาการระดมทุนจากภายนอกมากนักเกินไป และช่วยให้บริษัทสามารถอยู่รอดภายใต้สถานการณ์ความไม่แน่นอนทางการเงิน (Rahim, 2017; Kumar, 2018)

ดังนั้น หากผู้บริหารตั้งใจบริหารงาน เพื่อคงไว้ซึ่งอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน อาจเป็นความตั้งใจที่ต้องการส่งสัญญาณในเชิงบวกให้กับนักลงทุนเกิดความสนใจในศักยภาพของบริษัท และความสามารถในการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนอยู่ในระดับที่น่าพอใจ ทั้งนี้ หากผู้บริหารมีผลประโยชน์ที่สอดคล้องกับผู้ถือหุ้นการบริหารงานดังกล่าวอาจสะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงเกิดการควบคุมภายในบริษัทที่ดี (Fonseka et al., 2012) อาจทำให้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน และช่วยคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตได้

แนวคิดเกี่ยวกับการเติบโตอย่างยั่งยืน

การเติบโตของบริษัทพิจารณาได้ 2 ลักษณะ (TFAC, n.d.) คือ การเติบโตแบบ Organic เป็นการเติบโตจากภายในของบริษัท (เช่น การเพิ่มผลิตภัณฑ์ การเพิ่มจำนวนลูกค้า เป็นต้น) และการเติบโตแบบ Inorganic Growth เป็นการเติบโตจากภายนอกบริษัท (เช่น การควบรวมกิจการ เป็นต้น) สำหรับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนเป็นมุมมองของการกำหนดนโยบายและกลยุทธ์ของผู้บริหาร Fonseka et al. (2012) กล่าวว่า อัตราการเติบโตสูงสุดในระยะยาวของบริษัทจะเท่ากับอัตราการเติบโตขององค์กรอย่างยั่งยืน โดย Huang and Liu (2009) ชี้ให้เห็นว่า แนวคิดทางการเงินของการเติบโตอย่างยั่งยืนคือ การเติบโตที่แท้จริงของบริษัทที่มีความสอดคล้องกับทรัพยากรของบริษัทที่มีอยู่ และการเติบโตอย่างรวดเร็วหรือช้าลงนั้นอาจนำไปสู่การเกิดวิกฤตทางการเงินหรือการอยู่รอดของบริษัทได้ ดังนั้นอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนจึงถือเป็นอัตราการวัดระดับการเติบโตระยะสั้นแต่มีความเกี่ยวข้องกับอัตราเติบโตสูงสุดในระยะยาว (Fonseka et al., 2012)

ในปัจจุบันผู้บริหารและนักลงทุนให้ความสนใจต่อความยั่งยืนมากขึ้น ซึ่งจะนำไปใช้สนับสนุนในการจัดการการลงทุนทางธุรกิจ สำหรับบริบททางการเงิน คำว่า “ความยั่งยืน” หมายถึง Sustainable Growth Rate (SGR) โดยที่ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนคือ อัตราการเติบโตสูงสุดที่บริษัทสามารถทำได้โดยไม่ต้องเพิ่มเงินทุนจากการก่อหนี้หรือขายหุ้นใหม่ (Ramli et al., 2022) ตามแนวคิดการเติบโตอย่างยั่งยืนอธิบายได้โดยใช้มุมมองตามทฤษฎีลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ที่มุ่งเน้นให้บริษัทเลือกแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำที่สุดและมีผลกระทบเชิงลบต่อราคาหุ้นน้อยที่สุด (Myers, & Majluf, 1984) ดังนั้นบริษัทจึงจำเป็นต้องจัดหาแหล่งเงินทุน เพื่อให้เกิดการรักษาผลกำไรไว้ก่อน อย่างไรก็ตาม เมื่อบริษัทประสบปัญหาทางการเงิน บริษัทต้องระดมทุนจากแหล่งหนี้สิน และตามด้วยส่วนของเจ้าของ

อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ช่วยในการพัฒนาผลการดำเนินงานทางการเงินและเป็นข้อมูลพื้นฐานให้ผู้บริหารใช้ในการตัดสินใจในการวางแผนทางการเงินได้ (Ramli et al., 2022) โดยที่ Arora, Kumar and Verma (2018)

อธิบายว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน เป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารในการสร้างสมดุลกันระหว่างกลยุทธ์ในการดำเนินงานกับกลยุทธ์ทางการเงิน ทั้งนี้ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนถือเป็นแนวคิดที่สามารถนำไปใช้ในทางปฏิบัติสำหรับการจัดการการเงินสมัยใหม่ ซึ่งเป็นเครื่องมือในการวางแผนเชิงกลยุทธ์และการควบคุมภายในองค์กร (Fonseka et al., 2012) รวมทั้ง การเติบโตอย่างยั่งยืนส่งผลบริษัทอยู่รอดได้ในช่วงวิกฤตตลาดทุนที่มักเกิดขึ้นในวัฏจักรเศรษฐกิจ (Kumar, 2018) การเติบโตอย่างยั่งยืนของธุรกิจจึงสำคัญต่อบริษัทส่งผลให้มีเงินทุนหรือทรัพยากรที่เพียงพอต่อการดำเนินกิจกรรมต่าง ๆ ของบริษัท (Rahim, 2017) จึงเป็นที่มาของความสนใจในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

การวัดการเติบโตอย่างยั่งยืนจากวรรณกรรมพบว่า มี 3 แบบจำลอง ได้แก่ แบบจำลองการเติบโตอย่างยั่งยืนของ Higgins (1997) สนใจการเติบโตจากความสามารถในการเก็บกำไรไว้ในระยะยาว เพื่อลงทุนต่อในอนาคตโดยพึ่งพาเงินทุนจากภายใน ในขณะที่แบบจำลองของ Zakon (1986) เป็นการพิจารณาถึงโครงสร้างเงินทุนในเรื่องของการรักษาอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน สัดส่วนกำไรสะสม สำหรับแบบจำลองของ Van Horne (1987) เป็นการพิจารณาในมุมมองที่กว้างขวาง โดยพิจารณาถึงประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ แต่ไม่พิจารณาถึงโครงสร้างเงินทุน จากแบบจำลองข้างต้นพบว่า แต่ละแบบจำลองมีสูตรการคำนวณและความซับซ้อนที่แตกต่างกัน (Thongjang, & Nimtrakoon, 2022) กล่าวคือ แบบจำลอง Higgins (1997) ให้มุมมองการเก็บกำไรของบริษัทโดยไม่พิจารณาถึงปัจจัยอื่น โดยมุ่งเน้นการวิเคราะห์เบื้องต้นของบริษัท ซึ่งใช้ข้อมูลที่เปิดเผยทั่วไป ในขณะที่แบบจำลองของ Zakon (1986) และแบบจำลองของ Van Horne (1987) จะมีความซับซ้อนและมีมิติที่หลากหลายกว่าและเหมาะสมกับการวิเคราะห์ในเชิงลึก โดยงานวิจัยของ Fonseka et al. (2012) ให้หลักฐานงานวิจัยว่า แบบจำลอง Higgins (1997) และแบบจำลองของ Van Horne (1987) มีผลการวิจัยไม่แตกต่างกัน เนื่องจากวัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้สนใจเพียงข้อมูลพื้นฐานที่สามารถสังเกตได้โดยง่าย ไม่มีความซับซ้อนซึ่งนักลงทุนหรือผู้สนใจทั่วไปนำไปวิเคราะห์ต่อได้ และเป็นที่นิยมนำมาใช้ในงานวิจัย งานวิจัยนี้จึงเลือกใช้แบบจำลองของ Higgins (1997) เช่นเดียวกับงานวิจัยในอดีต (Mumu et al., 2019; Kumar, 2018; Rahim, 2017)

การเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงาน

จากหลักฐานในอดีตแสดงให้เห็นว่า การเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน เช่น งานวิจัยของ Pham, Do, Doan, Nguyen, and Pham (2021) พบว่า ความยั่งยืนของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงิน เช่น ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) และผลตอบแทนจากเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน (Return on Capital Employed: ROCE) ในประเทศสวีเดน รวมทั้ง งานวิจัยของ Naumoski (2022) พบว่า ความสามารถในการทำกำไรที่วัดค่าจากอัตรากำไรสุทธิต่อยอดขาย และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน นอกจากนี้ Amouzesh et al. (2011) พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับสภาพคล่อง และผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดการเงินอิหร่านระหว่างปี ค.ศ. 2006–2009

งานวิจัยนี้พิจารณาผลการดำเนินงานจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งเป็นตัววัดผลการดำเนินงานจากฐานข้อมูลบัญชีที่นักลงทุนสามารถนำไปใช้ในการตัดสินใจ นอกจากผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันแล้ว รวมทั้ง นำแนวคิดของการคาดการณ์กำไรในงวดอนาคตของ Sloan (1996) ที่ทดสอบความสัมพันธ์ขององค์ประกอบของข้อมูลกำไรต่อ

กำไรในงวดอนาคตและงานวิจัยในอดีตที่วัดผลการดำเนินงานในอนาคตด้วยการใช้ข้อมูลผลการดำเนินงานของงวดถัดไป เช่น กระแสเงินสดในงวดอนาคต เป็นต้น (Phakdee & Selaratana, 2023) เพื่อพิจารณาให้เห็นถึงประโยชน์ของ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน งวดอนาคต 1 ปี และงวดอนาคต 2 ปี

Ramli et al. (2022) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ ที่วัดค่าจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ใช้ข้อมูลในช่วงปี ค.ศ. 2007–2016 ผลการวิจัย ดังกล่าวสะท้อนถึงประโยชน์ของการเติบโตอย่างยั่งยืนที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนเมื่อพิจารณาผ่านราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ Mukherjee and Sen (2018) พบว่า ผลการดำเนินงานจากอัตราส่วนกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์เชิงบวก กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนในประเทศอินเดีย ใช้ข้อมูลในช่วงปี ค.ศ. 2011–2015 สะท้อนให้เห็นว่า ในมุมมอง ผลการดำเนินงานที่วัดค่าจากกระแสเงินสด ในส่วนของผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดค่าจากข้อมูลในงบกำไรขาดทุน เช่น งานวิจัยของ Lim and Rokhim (2021) พบว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ กับความสามารถในการทำกำไรที่วัดค่าด้วย ROA ROE และ EPS ในประเทศอินโดนีเซีย ใช้ข้อมูลในช่วงปี ค.ศ. 2014–2018 Fonseka et al. (2012) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงาน นอกจากนี้ Asimakopoulou, Samitas, and Papadogonas (2009) พบว่า การเติบโตของรายได้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROA ในประเทศประเทศกรีซ โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี ค.ศ. 1995–2003 แต่งานวิจัยของ Lim and Rokhim (2021) พบว่า อัตราการเติบโตของยอดขายบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน จากหลักฐานดังกล่าวแสดงให้เห็นความสัมพันธ์ของ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันเป็นส่วนใหญ่ แต่ยังไม่พบหลักฐานของการเติบโตอย่างยั่งยืน ที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในงวดอนาคต

ผลกระทบของ Covid-19 ต่อบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของ Covid-19 ต่อระบบ เศรษฐกิจของประเทศไทยในปี พ.ศ. 2563 เช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอื่น หลักฐานการวิจัยในภาพรวมจาก ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของ Phakdee and Srijunpetch (2024) พบว่า Covid-19 ส่งผลต่อความสามารถของข้อมูลกำไร และองค์ประกอบของข้อมูลกำไรในการพยากรณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทุกอุตสาหกรรมยกเว้นอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ผลการวิจัยดังกล่าวสอดคล้อง กับงานวิจัยของ Narktabtee and Jarungidanan (2022) ที่ศึกษาเฉพาะกลุ่มบริษัทใน SET50 นอกจากนี้ยังมีมิติของ การกำกับดูแลกิจการที่ศึกษาโดย Thanaanawat and Phakdee (2024) พบว่า Covid-19 ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลง ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะคณะกรรมการกับผลการดำเนินงาน จากหลักฐานดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า Covid-19 เป็นปัจจัยภายนอกที่ไม่ใช่ปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย

อย่างไรก็ตาม เมื่อแยกพิจารณาในรายอุตสาหกรรมพบหลักฐานว่า บางอุตสาหกรรมได้รับผลกระทบเชิงลบ ในขณะที่ บางอุตสาหกรรมได้รับผลกระทบเชิงบวก เช่น Suwannapak and Chancharat (2022) พบว่า วิกฤต Covid-19 ส่งผลกระทบเชิงลบต่ออุตสาหกรรมการท่องเที่ยวและขนส่ง แต่ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อธุรกิจบริการด้านการดูแลสุขภาพ ผลการวิจัยดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า Covid-19 ส่งผลกระทบต่อบางอุตสาหกรรม เช่นเดียวกับงานวิจัย Phakdee and

Srijunpetch (2024) ที่แยกข้อมูลตัวอย่างในการศึกษาแบ่งออกเป็นรายอุตสาหกรรมพบว่า Covid-19 ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการคาดการณ์กำไรในอนาคตบางอุตสาหกรรม

จากหลักฐานดังกล่าวจึงเป็นเหตุผลที่ทำให้งานวิจัยนี้สนใจศึกษาเพิ่มเติมว่า Covid-19 จะส่งกระทบต่อความสัมพันธ์ของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานปัจจุบันและในอนาคต เนื่องจากยังไม่พบหลักฐานในอดีตที่ศึกษาเกี่ยวกับประเด็นดังกล่าว

การพัฒนาสมมติฐานงานวิจัย

การเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงาน

โดยทั่วไปบริษัทมักมีกลไกในการควบคุมพฤติกรรมในการสร้างผลประโยชน์ให้สอดคล้องกันระหว่างตัวการกับตัวแทน (Karim et al., 2024) ผู้บริหารอาจบริหารงานโดยคำนึงถึงอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) รวมทั้ง การเติบโตอย่างยั่งยืนถือเป็นเครื่องมือในการควบคุมได้ (Fonseka et al., 2012) อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนช่วยให้ผู้บริหารตัดสินใจแผนทางการเงินได้อย่างสมดุล (Arora et al., 2018; Ramli et al., 2022) นอกจากนี้ การบริหารงานเพื่อให้บริษัทมีการคงไว้ซึ่งการเติบโตอย่างยั่งยืนอาจเป็นข้อมูลสำคัญอย่างหนึ่งในการส่งสัญญาณไปยังสาธารณชนตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Karim et al., 2024) เพื่อให้นักลงทุนสนใจในกิจการ

Ramli et al. (2022) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์และงานวิจัยของ Lim and Rokhim (2021) พบว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับความสามารถในการทำกำไรที่วัดค่าด้วย ROA ROE และ EPS รวมทั้ง Pham et al. (2021) พบว่า ความยั่งยืนของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Amouzesh et al. (2011) พบว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROA นอกจากนี้ Fonseka et al. (2012) พบว่าอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กัน ในขณะที่ Asimakopoulos et al. (2009) พบว่า การเติบโตของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROA จากหลักฐานแสดงให้เห็นว่า หากบริษัทบริหารงานโดยคำนึงถึงอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงความเหมาะสมของการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์จะทำให้ผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันและงวดอนาคตเพิ่มขึ้น จึงกำหนดสมมติฐานงานวิจัยแบบมีทิศทาง ดังนี้

H1: การเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันและอนาคต

การเติบโตอย่างยั่งยืน ผลการดำเนินงาน และ Covid-19

หลักฐานในอดีตสนับสนุนความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงาน (Pham et al., 2021; Ramli et al., 2022; Rokhim, 2021) และเป็นเหตุผลสนับสนุนการกำหนดสมมติฐานงานวิจัย H1 แต่งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลตัวอย่างครอบคลุมระยะเวลา 19 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2547–2565 ซึ่งครอบคลุมช่วงเวลาที่เกิดการแพร่ระบาดของ Covid-19 จึงเกิดคำถามว่า Covid-19 จะเป็นวิกฤตที่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานหรือไม่ เนื่องจากงานวิจัยในประเทศไทยพบว่า Covid-19 ส่งผลกระทบต่อความสามารถของข้อมูลกำไรในการพยากรณ์กำไรในอนาคต (Narktabtee & Jarungidanan, 2022; Phakdee & Srijunpetch, 2024) และส่งผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ของคุณลักษณะคณะกรรมการกับผลการดำเนินงาน (Thanaanawat & Phakdee, 2024)

แต่เมื่อแยกวิเคราะห์เป็นรายอุตสาหกรรมกลับพบผลการวิจัยที่ขัดแย้งกัน (Mixed Results) เนื่องจาก Covid-19 ส่งผลกระทบเชิงลบในบางอุตสาหกรรม (Phakdee & Srijunpetch, 2024; Suwannapak & Chancharat, 2022) จากหลักฐานดังกล่าวสนับสนุนผลกระทบทางลบจากวิกฤต Covid-19 งานวิจัยนี้จึงคาดว่า Covid-19 จะส่งผลกระทบเชิงลบต่อความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันและงวดอนาคต เนื่องจาก Covid-19 อาจนำมาซึ่งความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่เพิ่มขึ้น จึงทำให้บริษัทต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอกเพิ่มเติม จึงกำหนดสมมติฐานงานวิจัยดังนี้

H2: การระบาด Covid-19 ส่งผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันและอนาคต

วิธีดำเนินงานวิจัย

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด 7 อุตสาหกรรม ประกอบด้วยอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทรัพยากร บริการ และเทคโนโลยี ครอบคลุมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2547–2565 รวมระยะเวลา 19 ปี คิดเป็น 5,831 ข้อมูล โดยไม่รวมข้อมูลจากบริษัทในอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจากอุตสาหกรรมดังกล่าวมีรายการในงบการเงินที่ต้องนำมาใช้คำนวณวัดค่าตัวแปรแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนตามวัตถุประสงค์การวิจัย

สำหรับการเลือกข้อมูลในช่วงเวลาดังกล่าว เนื่องจากตั้งแต่ปี พ.ศ. 2547 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการดำเนินการจนสามารถยกระดับการกำกับดูแลกิจการของประเทศไทย (SEC, 2024) และได้เข้าร่วมโครงการประเมินผลการดำเนินงานด้านบรรษัทภิบาลในระดับสากล (Srijunpetch, 2009) ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงบริษัทให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี และเพื่อให้ข้อมูลสามารถเปรียบเทียบกันได้ งานวิจัยนี้จึงกำหนดใช้ข้อมูลตั้งแต่ พ.ศ. 2547–2565 และเหตุผลที่เลือกใช้ข้อมูลครอบคลุมระยะเวลา 19 ปี เนื่องจากเป็นการใช้ข้อมูลในระยะยาว ซึ่งงานวิจัยในอดีตใช้เพียงช่วง 5 ปี (Lim & Rokhim, 2021; Mukherjee & Sen, 2018; Ramli et al., 2022) และ 10 ปี (Amouzesh et al., 2011) และใช้ช่วงเวลาที่ครอบคลุมระยะเวลาของวิกฤต Covid-19 เพื่อให้หลักฐานเพิ่มเติมเกี่ยวกับผลกระทบของ Covid-19 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งถือเป็นประเทศตลาดเกิดใหม่และมีสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่แตกต่างจากต่างประเทศ (Amouzesh et al., 2011; Lim & Rokhim, 2021; Mukherjee & Sen, 2018; Ramli et al., 2022)

การเก็บรวบรวมข้อมูลในงานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทตัวอย่าง ซึ่งถือเป็นแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูลออนไลน์ Thomson Reuters Eikon สำหรับข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยเป็นแบบภาคตัดขวาง (Cross sectional Data) งานวิจัยใช้สถิติพรรณนา ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุด และใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ในการอธิบายข้อมูลพื้นฐาน และใช้สถิติอนุมานคือ การถดถอยพหุคูณในการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย

การวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย

การวัดค่าตัวแปรผลการดำเนินงาน งานวิจัยนี้วัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจ และ ROA ยังสามารถประยุกต์ได้กับทุกบริษัท (Duarte, Lisboa, & Carreira, 2024) รวมทั้ง งานวิจัยจำนวนมากนิยมใช้เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน (Phakdee & Srijunpetch, 2024; Rokhim, 2021; Thongjang, & Nimtrakoon, 2022; Al-Haddad, Saidat, Seaman, & Gerged, 2024) นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ยังใช้ ROA เป็นตัวแทนผลการดำเนินงานในอนาคตจะใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์สำหรับปีถัดไป 1 และ 2 ปี โดยนำแนวคิดการคาดการณ์กำไรในงวดอนาคต (Sloan, 1996) และงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาผลการดำเนินงานในงวดอนาคต (Phakdee & Selaratana, 2023)

การวัดค่าอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนเป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนความสามารถในการเติบโตของบริษัทโดยไม่ต้องเพิ่มเงินทุน ไม่ว่าจะเป็นการกู้ยืมหรือการออกหุ้น จึงถือว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนคือ อัตราการเติบโตสูงสุดที่บริษัทสามารถบรรลุเป้าหมายโดยใช้ทรัพยากรภายใน (Ramli et al., 2022) ซึ่งแสดงให้เห็นถึงการคงไว้ซึ่งระดับของโครงสร้างทุนและความสามารถในการจ่ายชำระคืนหนี้สิน งานวิจัยในอดีตพบว่า มีแบบจำลองที่พัฒนาขึ้น เพื่อใช้ในการวัดค่าอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนไว้หลายแบบจำลอง (Thongjang, & Nimtrakoon, 2022) ซึ่งงานวิจัยนี้เลือกใช้แบบจำลองของ Higgins (1997) ซึ่งคำนวณจากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นคูณกับการเก็บรักษากำไร (Earnings Retention) โดยการเก็บรักษากำไรคือ $1 - \text{อัตราส่วนเงินปันผลต่อกำไร}$ (Mumu et al., 2019; Kumar, 2018; Thongjang, & Nimtrakoon, 2022) เหตุผลที่เลือกใช้ตัวชี้วัดดังกล่าว เนื่องจากเป็นตัววัดที่นิยมในการศึกษาเกี่ยวกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Mumu et al., 2019; Kumar, 2018) รวมทั้งมีการคำนวณที่ไม่ซับซ้อน เข้าใจง่าย และผู้สนใจทั่วไปสามารถนำไปใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจเช่นเดียวกับงานวิจัยในอดีต (Mumu et al., 2019; Kumar, 2018; Thongjang, & Nimtrakoon, 2022) การคำนวณแสดงดังนี้

$$\text{STGR} = \text{ROE} * (1 - \text{Dividend Payout Ratio})$$

โดยที่

STGR คือ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ROE คือ อัตราผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้น และ Dividend Payout Ratio คือ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล

ตัวแปรควบคุม (Control Variables) งานวิจัยใช้ตัวแปรควบคุมประกอบด้วย ขนาดของบริษัท (Size) และการเปลี่ยนแปลงในรายได้ของบริษัท (ChREV) เนื่องจากงานวิจัยในอดีตพบว่า ตัวแปรดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน (Al-Haddad et al., 2024; Duarte et al., 2024; Lim & Rokhim, 2021; Thanaanawat & Phakdee, 2024) นอกจากนี้ โครงสร้างเงินทุนของบริษัท (DE) ยังเป็นอีกปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัท รวมทั้งงานวิจัยนี้ได้ควบคุมผลกระทบของระยะเวลา และความแตกต่างของอุตสาหกรรม (Thanaanawat & Phakdee, 2024) ไว้ในแบบจำลองงานวิจัยด้วย

แบบจำลองงานวิจัย

แบบจำลองงานวิจัยเพื่อตอบคำถามวิจัยที่ 1 (RQ1) คือ การเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันและอนาคตหรือไม่อย่างไร โดยการตอบคำถามวิจัยที่ 1 นี้ ผู้วิจัยได้กำหนดแบบจำลองการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณในการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย โดยพิจารณาความสัมพันธ์ของการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันและอนาคต หากเป็นไปตามสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้ ตัวแปรการเติบโตอย่างยั่งยืนต้องมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัวแปรตาม โดยค่า α_1 (Model 1-3) ต้องมีค่ามากกว่า 0 และมีนัยสำคัญทางสถิติ แบบจำลองทดสอบสมมติฐานงานวิจัยแสดงได้ดังต่อไปนี้

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 STGR_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 DE_{i,t} + \alpha_4 ChREV_{i,t} + \sum_{n=1}^{n=6} \beta_n Industry + \sum_{k=1}^{k=18} \gamma_k Years + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Model 1}$$

$$ROA_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 STGR_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 DE_{i,t} + \alpha_4 ChREV_{i,t} + \sum_{n=1}^{n=6} \beta_n Industry + \sum_{k=1}^{k=18} \gamma_k Years + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Model 2}$$

$$ROA_{i,t+2} = \alpha_0 + \alpha_1 STGR_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 DE_{i,t} + \alpha_4 ChREV_{i,t} + \sum_{n=1}^{n=6} \beta_n Industry + \sum_{k=1}^{k=18} \gamma_k Years + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Model 3}$$

เมื่อ

$ROA_{i,t}$ = ผลการดำเนินงานของบริษัท i ปีที่ t วัดค่าจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ปีปัจจุบัน

$ROA_{i,t+1}$ = ผลการดำเนินงานของบริษัท i ปีที่ t+1 วัดค่าจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ปีถัดไป

$ROA_{i,t+2}$ = ผลการดำเนินงานของบริษัท i ปีที่ t+2 วัดค่าจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ปีถัดไป 2 ปี

$STGR_{i,t}$ = การเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท i ปีที่ t วัดค่าจากอัตราผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นคูณด้วย 1 ลบอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล [$ROE * (1 - \text{Dividend Payment Ratio})$] ซึ่งวัดค่าเช่นเดียวกับงานวิจัยในอดีต (Mumu et al., 2019; Kumar, 2018)

$Size_{i,t}$ = ขนาดของบริษัท i ปีที่ t วัดค่าจากค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม

$DE_{i,t}$ = โครงสร้างเงินทุนของบริษัท i ปีที่ t วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

$ChREV_{i,t}$ = การเปลี่ยนแปลงในรายได้ของบริษัท i ปีที่ t วัดค่ารายได้งวดปัจจุบันลบรายได้งวดก่อนหารด้วยรายได้งวดก่อน

Industry = อุตสาหกรรมทั้งหมด 7 อุตสาหกรรม วัดค่าเป็นตัวแปรหุ่น 6 ตัวแปร กำหนดให้อุตสาหกรรมที่สนใจเท่ากับ 1 หากไม่ใช่เท่ากับ 0

Years = ปี พ.ศ. ทั้งหมด 19 ปี วัดค่าเป็นตัวแปรหุ่น 18 ตัวแปร กำหนดให้ปีที่สนใจเท่ากับ 1 หากไม่ใช่เท่ากับ 0

$\varepsilon_{i,t}$ = ค่าความคลาดเคลื่อนของแบบจำลอง

แบบจำลองงานวิจัยเพื่อตอบคำถามวิจัยที่ 2 (RQ2) คือ Covid-19 ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ของตัวแปรอัตราเติบโตกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันและอนาคตหรือไม่อย่างไร โดยการตอบคำถามนี้ผู้วิจัยได้กำหนดแบบจำลองโดยพิจารณาผลกระทบร่วมของตัวแปร $STGR_{i,t} * Covid-19$ ที่ถือเป็นสถานการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Phakdee & Srijunpetch, 2024) หาก Covid-19 ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ของตัวแปรอัตราเติบโตกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันและอนาคตค่าสัมประสิทธิ์ α_3 (Model 4–6) ต้องมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนี้

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 STGR_{i,t} + \alpha_2 Covid-19 + \alpha_3 STGR_{i,t} * Covid-19 + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Model 4}$$

$$ROA_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 STGR_{i,t} + \alpha_2 Covid-19 + \alpha_3 STGR_{i,t} * Covid-19 + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Model 5}$$

$$ROA_{i,t+2} = \alpha_0 + \alpha_1 STGR_{i,t} + \alpha_2 Covid-19 + \alpha_3 STGR_{i,t} * Covid-19 + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Model 6}$$

เมื่อ Covid-19 คือ ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) กำหนดให้ข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2564–2565 มีค่าเท่ากับ 1 ซึ่งเป็นการระบาดของ Covid-19 ในประเทศไทย หากไม่ใช่ช่วงเวลาดังกล่าวกำหนดให้มีค่าเท่ากับ 0 การวัดค่าดังกล่าวใช้ตัวแปรหุ่นเช่นเดียวกับงานวิจัยในอดีต (Phakdee & Srijunpetch, 2024) โดยเหตุผลที่แบบจำลองดังกล่าวไม่ได้ควบคุมอุตสาหกรรมและปี พ.ศ. เช่นเดียวกับแบบจำลองที่ 1 และ 2 เนื่องจากต้องการให้เห็นผลกระทบที่เกิดจากสถานการณ์ Covid-19 ที่มีต่อค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย กล่าวคือ ตัวแปร $STGR_{i,t} * Covid-19$ จะมีค่าเท่ากับผลต่างของค่าสัมประสิทธิ์ในช่วง Covid-19 กับช่วง Non-Covid-19

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

สำหรับผลการวิจัยหัวข้อนี้ประกอบด้วยสถิติพรรณนา ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

ตารางที่ 1 สถิติพรรณนา

Panel A: ตัวแปรค่าต่อเนื่อง (ตัวอย่างทั้งหมด)						
ตัวแปร	n	Mean	Median	S.D.	Min	Max
$STGR_{i,t}$	5,831	0.087	0.055	0.128	-0.289	0.990
$ROA_{i,t}$	5,831	0.081	0.065	0.072	-0.051	1.221
$ROA_{i,t+1}$	5,831	0.067	0.059	0.079	-0.740	1.221
$ROA_{i,t+2}$	5,461	0.061	0.056	0.082	-0.740	0.953
$Size_{i,t}$	5,831	22.356	22.125	1.537	17.141	28.859
$DE_{i,t}$	5,831	1.169	0.838	1.200	0.003	8.939
$GrREV_{i,t}$	5,831	1.220	1.068	0.966	0.013	9.849

ตารางที่ 1 สถิติพรรณนา (ต่อ)

Panel B: ตัวแปรหุ่น Covid-19						
ตัวแปร	n	D = 1	D = 0	% of 1	% of 0	
Covid-19	5,831	5,103	728	12.50	87.50	
Panel C: สถิติพรรณนาของตัวแปรที่สนใจศึกษาในช่วง Covid-19 และไม่ใช่ช่วง Covid-19						
Panel C-1: สถิติพรรณนาของตัวแปรที่สนใจศึกษาในช่วง Covid-19						
ตัวแปร	n	Mean	Median	S.D.	Min	Max
STGR _{i,t}	728	0.072	0.048	0.098	-0.140	0.990
ROA _{i,t}	728	0.074	0.053	0.074	-0.004	0.634
ROA _{i,t+1}	728	0.054	0.044	0.070	-0.215	0.546
ROA _{i,t+2}	369	0.042	0.037	0.077	-0.495	0.347
Panel C-2: สถิติพรรณนาของตัวแปรที่สนใจศึกษาไม่ใช่ช่วง Covid-19						
ตัวแปร	n	Mean	Median	S.D.	Min	Max
STGR _{i,t}	5,103	0.089	0.055	0.132	-0.289	0.990
ROA _{i,t}	5,103	0.081	0.067	0.071	-0.051	1.221
ROA _{i,t+1}	5,103	0.069	0.062	0.081	-0.740	1.221
ROA _{i,t+2}	5,092	0.063	0.057	0.082	-0.740	0.953

หมายเหตุ : ตัวอย่างของตัวแปร ROA_{i,t+2} มีจำนวน n เท่ากับ 5,461 ตัวอย่าง รวมทั้งในช่วง Covid-19 และไม่ใช่ช่วง Covid-19 มีจำนวน n เท่ากับ 369 ตัวอย่าง และ 5,092 ตัวอย่าง ตามลำดับ เหตุผลที่มีจำนวน n แตกต่างจากตัวแปรอื่น เนื่องจากมีการตัดข้อมูลตัวแปรที่มีไม่ครบถ้วนออกจากการวิเคราะห์

จากตารางที่ 1 พบว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.087 แสดงให้เห็นว่า โดยภาพรวมของกลุ่มตัวอย่างบริษัทมีการเติบโตในอัตรา 8.7% โดยไม่ต้องใช้แหล่งเงินทุนเพิ่มเติมจากภายนอก นอกจากนี้ ผลการดำเนินงานของบริษัทในงวดปัจจุบัน (ROA_{i,t}) งวดปีถัดไป (ROA_{i,t+1}) และงวด 2 ปีถัดไป (ROA_{i,t+2}) ที่วัดค่าจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.1% (0.081) 6.7% (0.067) และ 6.1% (0.061) ตามลำดับ ซึ่งสามารถตีความได้ว่า ผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันมีอัตราที่สูงกว่าผลการดำเนินงานในงวดอนาคต และผลการดำเนินงานในงวดอนาคตจะลดลงเมื่อเวลาผ่านไป

เมื่อพิจารณาสถิติพรรณนา Panel C พบว่า ในช่วง Covid-19 ตัวแปรอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ผลการดำเนินงานของบริษัทในงวดปัจจุบัน ($ROA_{i,t}$) งวดปีถัดไป ($ROA_{i,t+1}$) และงวด 2 ปีถัดไป ($ROA_{i,t+2}$) มีค่าเฉลี่ยต่ำกว่าตัวแปรที่สนใจที่ไม่ใช่ช่วง Covid-19 อาจสะท้อนให้เห็นว่า ในช่วง Covid-19 ผลการดำเนินงานจะลดลง

ลำดับถัดไปเป็นการพิจารณาค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระในแบบจำลอง เนื่องจากงานวิจัยนี้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ตามข้อสมมติเบื้องต้นตัวแปรอิสระต้องไม่มีความสัมพันธ์กันสูงเกินไปจนนำไปสู่ปัญหา Multicollinearity ซึ่งปัญหาดังกล่าวจะทำให้ผลการวิจัยไม่เหมาะสม

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlations)

ตัวแปร	$ROA_{i,t}$	$ROA_{i,t+1}$	$ROA_{i,t+2}$	$STGR_{i,t}$	$Size_{i,t}$	$DE_{i,t}$	$GrREV_{i,t}$	Covid-19
$ROA_{i,t}$	1	0.629**	0.459**	0.530**	-0.117**	-0.202**	0.070**	-0.034**
$ROA_{i,t+1}$	0.674**	1	0.621**	0.281**	-0.090**	-0.142**	0.047**	-0.065**
$ROA_{i,t+2}$	0.534**	0.702**	1	0.175**	-0.065**	-0.113**	0.025	-0.063**
$STGR_{i,t}$	0.558**	0.303**	0.218**	1	-0.073**	0.332**	0.167**	-0.045**
$Size_{i,t}$	-0.124**	-0.115**	-0.092**	0.041**	1	0.265**	0.051**	0.134**
$DE_{i,t}$	-0.271**	-0.212**	-0.169**	0.266**	0.380**	1	0.125**	-0.017
$GrREV_{i,t}$	0.174**	0.091**	0.069**	0.284**	0.064**	0.176**	1	0.003
Covid-19	-0.063**	-0.088**	-0.073**	-0.038**	0.136**	-0.009	0.108**	1

หมายเหตุ: บนขวา Pearson Correlation ล่างซ้าย Spearman's rho ** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

จากตารางที่ 2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์พบว่า ตัวแปรอิสระในแต่ละคู่มีความสัมพันธ์อยู่ระหว่าง -0.202 ถึง 0.530 ซึ่งมีความสัมพันธ์กันไม่สูงเกินกว่า 0.65 นอกจากนี้ การพิจารณาความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรอิสระจากค่า VIF โดยพบว่า ในแต่ละแบบจำลองมีค่า VIF (ในตารางที่ 3) สูงสุดอยู่ระหว่าง 1.585–1.591 จากผลการวิเคราะห์ดังกล่าว การวิเคราะห์ถดถอยครั้งนี้อาจสรุปได้ว่า ไม่พบปัญหา Multicollinearity

สำหรับปัญหา Autocorrelation พิจารณาจากค่า Durbin-Watson (D.W.) ในตารางที่ 3 ทั้ง 3 แบบจำลอง (Model) อยู่ระหว่าง 2.031–2.071 ซึ่งถือว่า ไม่ทำให้เกิดปัญหา Autocorrelation

ตารางที่ 3 ความสัมพันธ์ของ STGR กับผลการดำเนินงาน

	Model 1: ROA			Model 2: ROA _{t+1}			Model 3: ROA _{t+2}		
	Coef.	t-stat	p-value	Coef.	t-stat	p-value	Coef.	t-stat	p-value
Constant	0.017	1.419	0.156	0.039**	2.393	0.017	0.015	0.839	0.401
STGR	0.376***	63.272	0.000	0.223***	27.344	0.000	0.151***	16.794	0.000
Size	0.003***	5.497	0.000	0.001	1.571	0.116	0.002**	2.005	0.045
DE	-0.027***	-40.606	0.000	-0.018***	-19.880	0.000	-0.013***	-13.513	0.000
ChREV	0.000	0.474	0.635	0.002	1.556	0.120	0.001	0.443	0.658
Industry	Yes			Yes			Yes		
Years	Yes			Yes			Yes		
F-stat	190.057***			45.924***			22.101***		
Adj.R ²	0.457			0.167			0.091		
Max. VIF	1.585			1.585			1.591		
D.W.	2.031			2.035			2.071		
n	5,831			5,831			5,461		

หมายเหตุ : *, **, *** คือ p-value < 0.10, < 0.05 และ < 0.01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 3 พบว่า ทั้ง 3 Model มีค่า F-stat เท่ากับ 190.057*** 45.924*** และ 22.101*** ซึ่งพบ
นัยสำคัญทางสถิติ และตัวแปรอิสระในสมการสามารถอธิบายผลการดำเนินงานได้ 45.7% 16.7% และ 9.1% ตามลำดับ
เมื่อพิจารณาตัวแปรการเติบโตอย่างยั่งยืน (STGR) พบว่า STGR มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับ ROA, ROA_{t+1}
และ ROA_{t+2} ตามลำดับ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเท่ากับ 0.376*** 0.223*** และ 0.151*** ตามลำดับ จึงยอมรับ
สมมติฐาน H1: การเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันและอนาคต

เนื่องจากในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาครอบคลุมช่วงการแพร่ระบาดของ Covid-19 จึงเกิดคำถามงานวิจัยที่ 2 (RQ2)
ว่า Covid-19 ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ของอัตราเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันและอนาคต
หรือไม่อย่างไร การทดสอบผลกระทบ โดยใช้แบบจำลองที่ 4-6 (Model 4-6) ผลการวิเคราะห์แสดงดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ผลกระทบของ Covid-19 ต่อความสัมพันธ์ของ STGR กับผลการดำเนินงาน

Model 4: ROA	Covid-19			Non-Covid-19			Full Samples		
	Coef.	t-stat	p-value	Coef.	t-stat	p-value	Coef.	t-stat	p-value
Constant	0.035***	14.744	0.000	0.057***	54.767	0.000	0.057***	55.732	0.000
STGR	0.539***	27.275	0.000	0.277***	42.661	0.000	0.277***	43.412	0.000
Covid-19							-0.021***	-7.238	0.000
STGR * Covid-19							0.262***	11.037	0.000
F-stat	743.905			1,819.931			817.425		
Adj.R ²	0.505			0.263			0.296		
Durbin-Watson	2.023			2.028			2.027		
n	728			5,103			5,831		
Model 5: ROAt+1	Covid-19			Non-Covid-19			Full Samples		
	Coef.	t-stat	p-value	Coef.	t-stat	p-value	Coef.	t-stat	p-value
Constant	0.046***	14.375	0.000	0.054***	41.092	0.000	0.054***	41.617	0.000
STGR	0.115***	4.392	0.000	0.177***	21.623	0.000	0.177***	21.899	0.000
Covid-19							-0.008**	-2.141	0.032
STGR * Covid-19							-0.062**	-2.079	0.038
F-stat	19.289***			467.549***			173.970***		
Adj.R ²	0.025			0.084			0.082		
Durbin-Watson	2.072			2.021			2.026		
n	728			5,103			5,831		
Model 6: ROAt+2	Covid-19			Non-Covid-19			Full Samples		
	Coef.	t-stat	p-value	Coef.	t-stat	p-value	Coef.	t-stat	p-value
Constant	0.043***	8.462	0.000	0.053***	38.549	0.000	0.053***	38.674	0.000
STGR	-0.016	-0.397	0.691	0.114***	13.365	0.000	0.114***	13.408	0.000
Covid-19							-0.009*	-1.659	0.097
STGR * Covid-19							-0.131***	-2.987	0.003
F-stat	0.158			178.615			67.576		
Adj.R ²	-0.002			0.034			0.035		
Durbin-Watson	2.063			2.060			2.060		
n	369			5,092			5,461		

หมายเหตุ: *, **, *** คือ p-value < 0.10, < 0.05 และ < 0.01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 4 สามารถอธิบายในแต่ละแบบจำลอง (Model) ได้ดังนี้

Model 4 พบว่า ตัวแปร STGR มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบัน ทุกช่วงเวลาทั้งในช่วง Covid-19 และ Non-Covid-19 แต่เมื่อเปรียบเทียบกับใน 2 ช่วงดังกล่าวพบว่า ขนาดความสัมพันธ์เมื่อพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) ของตัวแปร STGR ในช่วง Covid-19 มากกว่าช่วง Non-Covid-19 เท่ากับ 0.262 (0.539 – 0.277) ซึ่งในคอลัมน์ Full Samples เป็นการพิจารณาผลกระทบของ Covid-19 ต่อความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบัน (ROA) โดยพบว่า Covid-19 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบัน อย่างมีนัยสำคัญ มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.021 และมีค่า p-value เท่ากับ 0.000 แต่เมื่อพิจารณาผลกระทบร่วม (Interaction Term) ของตัวแปร STGR * Covid-19 พบว่า มีผลกระทบร่วมในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ต่อความสัมพันธ์ของตัวแปรการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงาน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ 0.262 ค่า p-value < 0.000 ซึ่งเท่ากับผลต่างที่เพิ่มขึ้นของค่าสัมประสิทธิ์เมื่อนำมาเปรียบเทียบกับในช่วง Covid-19 กับ Non-Covid-19 แสดงให้เห็นว่า Covid-19 ส่งผลให้ขนาดความสัมพันธ์เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และมีส่วนช่วยเพิ่มผลกระทบเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ของการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบัน

Model 5 พบว่า ตัวแปร STGR มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานในงวดอนาคต 1 ปี (ROA_{t+1}) ทุกช่วงเวลาทั้งในช่วง Covid-19 และ Non-Covid-19 แต่เมื่อเปรียบเทียบกับใน 2 ช่วงดังกล่าวพบว่า ขนาดความสัมพันธ์เมื่อพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) ของตัวแปร STGR ในช่วง Covid-19 น้อยกว่าช่วง Non-Covid-19 เท่ากับ -0.062 (0.115 – 0.177) ซึ่งในคอลัมน์ Full Samples เป็นการพิจารณาผลกระทบของ Covid-19 ต่อความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในงวดอนาคต 1 ปี โดยพบว่า Covid-19 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญ มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.008 และมีค่า p-value เท่ากับ 0.035 เมื่อพิจารณาผลกระทบร่วม (Interaction Term) ของตัวแปร STGR * Covid-19 พบว่า มีผลกระทบร่วมในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ต่อความสัมพันธ์ของตัวแปรการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงาน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ -0.062 และมีค่า p-value < 0.038 ซึ่งเท่ากับผลต่างที่ลดลงของค่าสัมประสิทธิ์เมื่อนำมาเปรียบเทียบกับในช่วง Covid-19 กับ Non-Covid-19 แสดงให้เห็นว่า Covid-19 ส่งผลให้ขนาดความสัมพันธ์ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยส่งผลกระทบเชิงลบต่อความสัมพันธ์ของการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานในงวดอนาคต

Model 6 พบว่า ตัวแปร STGR มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานในงวดอนาคต 2 ปี (ROA_{t+2}) เฉพาะช่วง Non-Covid-19 ส่วนในช่วง Covid-19 ตัวแปร STGR มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานในอนาคต 2 ปี แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่เมื่อเปรียบเทียบกับใน 2 ช่วงดังกล่าวพบว่า ขนาดความสัมพันธ์เมื่อพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) ของตัวแปร STGR ในช่วง Covid-19 น้อยกว่าช่วง Non-Covid-19 เท่ากับ -0.131 (-0.016 – 0.114) ซึ่งในคอลัมน์ Full Samples เป็นการพิจารณาผลกระทบของ Covid-19 ต่อความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในงวดอนาคต 2 ปี โดยพบว่า Covid-19 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบัน อย่างมีนัยสำคัญ มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.009 และมีค่า p-value เท่ากับ 0.097 เมื่อพิจารณาผลกระทบร่วม (Interaction Term) ของตัวแปร STGR * Covid-19 พบว่า มีผลกระทบร่วมในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อความสัมพันธ์ของตัวแปรการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงาน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ -0.131 และมีค่า p-value < 0.003 ซึ่งเท่ากับผลต่างที่ลดลงของค่าสัมประสิทธิ์เมื่อนำมาเปรียบเทียบกับในช่วง Covid-19 กับ Non-Covid-19 แสดงให้เห็นว่า Covid-19

ส่งผลให้ขนาดความสัมพันธ์ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยส่งผลกระทบเชิงลบต่อความสัมพันธ์ของการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานในงวดอนาคต

กล่าวโดยสรุปการเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันและงวดอนาคต (1 ปี และ 2 ปี) และเมื่อต้องเผชิญกับสถานการณ์การแพร่ระบาดของ Covid-19 พบว่า Covid-19 ช่วยเพิ่มความสัมพันธ์เชิงบวกของ STGR กับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันเท่านั้น ส่วนผลการดำเนินงานในงวดอนาคต (1 ปี และ 2 ปี) จะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบัน จะส่งผลกระทบเชิงลบต่อความสัมพันธ์ของ STGR กับผลการดำเนินงานในงวดอนาคต จึงยอมรับสมมติฐาน H2: การระบาด Covid-19 ส่งผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันและอนาคต

สรุปผลและอภิปรายผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานในปัจจุบันและอนาคต และศึกษาเพิ่มเติมถึงผลกระทบของ Covid-19 ที่มีต่อความสัมพันธ์ของการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานในปัจจุบันและอนาคต โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2547–2565 คิดเป็นจำนวน 5,831 ตัวอย่าง โดยทดสอบสมมติฐานการวิจัยด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า การเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานปัจจุบันและอนาคต นอกจากนี้ ยังพบว่า การระบาด Covid-19 ส่งผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานในอนาคต 1 ปี และ 2 ปี

ผลการวิจัยนี้พบว่า การเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากบริษัทที่มีกลยุทธ์ในการบริหารงานที่คำนึงถึงการเติบโตอย่างยั่งยืนที่ไม่จำเป็นต้องใช้เงินทุนเพิ่มจากภายนอก แสดงให้เห็นถึงความสามารถของผู้บริหารในการบริหารงานให้มีผลการดำเนินงานที่ดีทั้งในเรื่องของการใช้สินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ และความสามารถในการสร้างกำไร หลักฐานที่พบจากงานวิจัยนี้สอดคล้องตามทฤษฎีการส่งสัญญาณเชิงบวกในเรื่องของอัตราการเติบโตที่เกิดจากความตั้งใจและความสามารถของบริษัท (Spence, 1973) ที่ผู้บริหารต้องการส่งข้อมูลไปยังผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ เจ้าของเงินทุนอาจใช้อัตราการเติบโตเป็นเครื่องมือในการควบคุมการบริหารงาน เพื่อลดปัญหาตัวแทนตามตัวแทนเพื่อช่วยให้เกิดความสอดคล้องกันของผลประโยชน์ (Fonseka et al., 2012; Karim et al., 2024) เพราะหากบริษัทมีอัตราการเติบโตเพิ่มขึ้นจะช่วยให้ผลการดำเนินงานทั้งในงวดปัจจุบันและงวดในอนาคตเพิ่มขึ้น ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Lim and Rokhim (2021) ที่พบหลักฐานใน ประเทศอินโดนีเซีย และ Pham et al. (2021) ที่พบหลักฐานในประเทศสวีเดน รวมทั้ง งานวิจัยของ Amouzesh et al. (2011) ที่พบความสัมพันธ์ของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับ ROA และงานวิจัยของ Fonseka et al. (2012) พบว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงาน

สำหรับผลการวิจัยที่พบว่า สถานการณ์การระบาด Covid-19 ส่งผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบัน แต่ Covid-19 ส่งผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานในงวดอนาคต 1 ปี และ 2 ปี เนื่องจากอัตราการเติบโตมีความเกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานโดยตรง กล่าวคือ บริษัทที่มีผลกำไรสูงและไม่มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินจะมีความสามารถในการเก็บเงินทุน เพื่อรองรับการเติบโตได้ แต่เมื่ออยู่ภายใต้สถานการณ์วิกฤต Covid-19 อาจทำให้ผู้บริหารต้องตัดสินใจเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงซึ่งจำเป็นต้องปรับกลยุทธ์การดำเนินงานให้เหมาะสมกับสถานการณ์ (Fonseka et al., 2012) จึงทำให้ได้รับผลกระทบ

ในเชิงลบต่อความสัมพันธ์ของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานอนาคต ดังนั้นในช่วงสถานการณ์ Covid-19 ทำให้ผู้บริหารปรับกลยุทธ์การดำเนินงานที่เหมาะสมเฉพาะงวดปัจจุบันภายใต้ความไม่แน่นอนและข้อจำกัดที่เกิดขึ้นเฉพาะหน้า จึงเกิดผลกระทบเชิงบวกของ Covid-19 ต่อความสัมพันธ์ของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานเพียงงวดปัจจุบัน ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่พบความสัมพันธ์ของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงาน (Amouzesh et al., 2011; Fonseka et al., 2012; Lim & Rokhim, 2021; Pham et al., 2021) และผลกระทบเชิงลบที่มีต่อความสัมพันธ์ของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงานในอนาคตสอดคล้องกับหลักฐานงานวิจัยของ Narktabtee and Jarungidanan (2022) และ Phakdee and Srijunpetch (2024) ที่พบว่า Covid-19 ส่งผลกระทบเชิงลบต่อความสามารถของข้อมูลกำไรในการพยากรณ์กำไรในอนาคตจากหลักฐานในประเทศไทย

ข้อเสนอแนะจากงานวิจัย

หลักฐานงานวิจัยนี้สนับสนุนทฤษฎีตามทฤษฎีลำดับขั้น เนื่องจากผู้บริหารจะเลือกแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำที่สุดเพื่อให้เกิดการรักษากำไรไว้ก่อน และยังสนับสนุนการส่งสัญญาณในเชิงบวกในเรื่องอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทั้งในงวดปัจจุบันและในงวดอนาคต 1 ปี และ 2 ปี ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจ

ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนสามารถนำผลการวิจัยนี้ไปใช้สนับสนุนการตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ ดังนี้ ผู้ถือหุ้นอาจกำหนดอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนโดยกำหนดเป็นเงื่อนไขให้กับผู้บริหาร เนื่องจากอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานทั้งในงวดปัจจุบันและงวดอนาคต ถือเป็นการกำกับติดตามให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเป็นไปตามเงื่อนไขของสัญญาการบริหารงานตามทฤษฎีตัวแทนได้ ในขณะที่นักลงทุนสามารถใช้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินที่บริษัทเปิดเผยมาใช้ประเมินผลการลงทุนในบริษัทที่มีอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนสูง เนื่องจากเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ถือเป็นข้อมูลพื้นฐานในการตัดสินใจลงทุน นอกจากนี้ ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนอาจจำเป็นต้องพิจารณาถึงสถานการณ์ของความไม่แน่นอนเพิ่มเติม เพื่อจะช่วยให้การตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น

ผู้บริหารควรให้ความสำคัญกับการวางแผนเชิงกลยุทธ์ เพื่อให้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนอยู่ในระดับสูง เพื่อให้บริษัทมีความสามารถในการคงไว้ซึ่งระดับของผลการดำเนินงาน รวมถึงความสามารถของผลการดำเนินงานในระยะยาว และเมื่อมีความไม่แน่นอนเกิดขึ้นผู้บริหารควรต้องวางแผนบริหารความเสี่ยงให้เหมาะสมกับสถานการณ์ เพราะสถานการณ์ความไม่แน่นอนส่งกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคต

หน่วยงานกำกับดูแลหรือผู้กำหนดนโยบายในการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อาจมีนโยบายสนับสนุนให้บริษัทให้ความสำคัญเกี่ยวกับการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท เพื่อให้คงไว้ซึ่งผลการดำเนินงานในอนาคตและมีผลต่อตลาดทุน เช่น การเติบโตของเศรษฐกิจ เกิดการปรับปรุงการดำเนินงานที่ช่วยลดระบบการเงินที่ไม่มั่นคง และสามารถอยู่รอดได้ในช่วงวิกฤตตลาดทุน (Kumar, 2018) รวมทั้ง ควรกำหนดนโยบายหรือมาตรการรองรับให้กับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกรณีเกิดวิกฤตอื่น ๆ ที่อาจนำมาเทียบเคียงกันกับวิกฤต Covid-19

งานวิจัยนี้มีข้อจำกัด 3 ประเด็น ได้แก่ 1) ตัวแปรที่งานวิจัยนี้ใช้ คือ ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานใช้อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งเป็นข้อมูลจากฐานบัญชี (Accounting Based) และใช้แบบจำลองของ Higgins (1977) ในการวัดอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนเท่านั้น รวมทั้งใช้วิกฤต Covid-19 ซึ่งเป็นเหตุการณ์ที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงาน 2) งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งไม่ได้พิจารณาถึงตลาดเอ็มเอไอ และ 3) ผลการวิจัยนี้ให้หลักฐานจากบริบทในประเทศไทย ซึ่งถือเป็นประเทศตลาดเกิดใหม่ อาจทำให้เกิดปัญหาการอ้างอิงไปยังประเทศที่พัฒนาแล้ว

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต งานวิจัยในอนาคตอาจนำข้อจำกัดที่พบจากงานวิจัยครั้งนี้ไปออกแบบศึกษาเพิ่มเติม เช่น ศึกษาตัวแปร Tobin's Q ใช้เป็นตัวแทนผลการดำเนินงานจากฐานข้อมูลตลาด (Market based Measurement) หรือใช้แบบจำลองวัดอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของ Van Horne (1987) หรือพิจารณาสถานการณ์วิกฤตอื่น (เช่น วิกฤตเศรษฐกิจ หรือภัยพิบัติ เป็นต้น) ที่มีผลกระทบต่อกิจการ เป็นต้น เพื่อให้หลักฐานงานวิจัยที่เป็นประโยชน์ในการอ้างอิงผลการวิจัย นอกจากนี้ งานวิจัยในอนาคตควรพัฒนาแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุเกี่ยวกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับผลการดำเนินงาน ซึ่งจะให้หลักฐานที่สร้างความเข้าใจได้ชัดเจนยิ่งขึ้น รวมทั้ง งานวิจัยในอนาคตควรพิจารณาใช้เทคนิคการวิเคราะห์อื่น เนื่องจากการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณไม่สามารถลดปัญหา Endogeneity งานในอนาคตควรใช้เทคนิคการวิเคราะห์อื่น เช่น การใช้ Two-Stage Least Squares (2SLS) หรือใช้เทคนิคการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel Data เพื่อให้ผลการวิเคราะห์ข้อมูลน่าเชื่อถือมากขึ้น

REFERENCES

- Al-Haddad, L. M., Saidat, Z., Seaman, C., & Gerged, A. M. (2024). Does capital structure matter? Evidence from family-owned firms in Jordan. *Journal of Family Business Management*, 14(1), 64–76.
- Amouzesh, N., Moeinfar, Z., & Mousavi, Z. (2011). Sustainable growth rate and firm performance: Evidence from Iran Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Science*, 2(23), 249–255.
- Arora, L., Kumar, S., & Verma, P. (2018). The anatomy of sustainable growth rate of Indian manufacturing firms. *Global Business Review*, 19(4), 1050–1071.
- Asimakopoulous, I., Samitas, A., & Papadogonas, T. (2009). Firm-specific and economy wide determinants of firm profitability: Greek evidence using panel data. *Managerial Finance*, 35(11), 930–939.
- Duarte, A. F., Lisboa, I., & Carreira, P. (2024). Does earnings quality impact firms' performance? The case of Portuguese SMEs from the mold sector. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 22(4), 894–916.
- Fonseka, M. M., Ramos, C. G., & Tian, G. L. (2012). The most appropriate sustainable growth rate model for managers and researchers. *Journal of Applied Business Research*, 28(3), 481–500.
- Higgins, R. C. (1977). How much growth can a firm afford?. *Financial management*, 6, 7–16.
- Huang, R., & Liu, G. (2009). Study on the enterprise sustainable growth and the leverage mechanism. *International journal of Business and Management*, 4(3), 200–205.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979). Rights and production functions: An application to labor-managed firms and codetermination. *Journal of business*, 52(4), 469–506.
- Kanani, M. A., Moradi, J., & Valipour, H. (2013). Sustainable growth and firm risk from the signaling perspective. *Asian Economic and Financial Review*, 3(5), 660–667.
- Karim, S., Vigne, S. A., Lucey, B. M., & Naeem, M. A. (2024). Discretionary impacts of the risk management committee attributes on firm performance: do board size matter?. *International Journal of Emerging Markets*, 19(8), 2222–2240.
- Kumar, A. (2018). Impact of Financial innovations on Sustainable Growth Rate: A study on Nifty 50 listed Banks in India. *International Journal of Management, IT and Engineering*, 8(9), 196–210.
- Lim, H., & Rokhim, R. (2021). Factors affecting profitability of pharmaceutical company: An Indonesian evidence. *Journal of Economic Studies*, 48(5), 981–995.
- Mukherjee, T., & Sen, S. S. (2018). Sustainable growth rate and its determinants: A study on some selected companies in India. *Global Multidisciplinary*, 10(1), 100–108.
- Mumu, S., Susanto, S., & Gainau, P. (2019). The sustainable growth rate and the firm performance: Case study of issuer at Indonesia stock exchange. *International Journal of Management IT and Engineering*, 9(12), 10–18.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing & investment decisions: When Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Narktabtee, K., & Jarungidanan, P. (2022). Earnings, cash flow and accrual characteristics of the SET50 Companies during the covid-19 pandemic. *NIDA Business Journal*, 31, 11–28.
- Naumoski, A. (2022). Financial policy and companies' sustainable growth. *Economic Themes*, 60(3), 281–301.
- Phakdee, A. & Srijunpetch, S. (2024). The impact of covid-19 on earnings and earnings components in forecasting future performance: Evidence from Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 20(65), 5–27.
- Phakdee, A., & Selaratana, S. (2023). The impact of the tfrs adoption on predictive ability for future cash flows: Evidence from listed companies in Thailand. *University of the Thai Chamber of Commerce Journal in Humanities and Social Sciences*, 43(1), 127–148.
- Pham, D. C., Do, T. N. A., Doan, T. N., Nguyen, T. X. H., & Pham, T. K. Y. (2021). The impact of sustainability practices on financial performance: empirical evidence from Sweden. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1912526.

- Poowadin, P., Ekkaphol, S., Thongchan, S., Chayprapak, S., & Waiyawout, K. (2024). The relationship between intellectual capital, firm performance, and sustainable growth in companies listed on the Thai Stock Exchange. *Journal of Accounting Profession*, 20(66), 99–121.
- Rahim, N. (2017). Sustainable growth rate and firm performance: A case study in Malaysia. *International Journal of Management, Innovation & Entrepreneurial Research*, 3(2), 48–60.
- Ramli, N. A., Rahim, N., Mat Nor, F., & Marzuki, A. (2022). The mediating effects of sustainable growth rate: evidence from the perspective of Shariah-compliant companies. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2078131.
- Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z., & Chen, Y. (2020). The impact of the covid-19 pandemic on firm performance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2213–2230, doi: 10.1080/1540496X.2020.1785863.
- Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?. *Accounting review*, 71(3), 289–315.
- Spence, M. (1973). Job market signalling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Srijunpetch, S. (2009). Opening the perspective of Thai corporate governance. *Journal of Business Administration*, 32(124), 1–4.
- Suwannapak, S., & Chancharat, S. (2022). Stock market volatility response to COVID-19: Evidence from Thailand. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(12), 592.
- TFAC. (n.d.). *The role of CFO in organizational growth*. Retrieved from <https://www.tfac.or.th/upload/9414/ywREI2NBca.pdf>
- Thanaanawat, P. & Phakdee, A. (2024). The Relationship between board characteristics and firm performance: Evidence from Listed Companies on The Stock Exchange of Thailand. *Journal of Business Administration*, 47(183), 19–47.
- The Securities and Exchange Commission (SEC). (2024). *Sustainability development roadmap “SD roadmap”*. Retrieve from: <https://www.sec.or.th/cgthailand/TH/pages/overview/sustainabledevelopmentroadmap.aspx>
- Thongjang, P. & Nimtrakoon, S. (2022). The relationship of ownership structure and capital structure to firm growth of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 18(60), 61–85.
- Van Horne, J.C. (1987). Sustainable growth modeling. *Journal of Corporate Finance*, 2(3), 19–26.
- Zakon, A. (1986). *Growth and financial strategies*. Boston Consulting Group, Boston: Massachusetts.