



ผลกระทบของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ
 ต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรในปัจจุบัน
 กระแสเงินสด และรายการคงค้าง :
 หลักฐานเชิงประจักษ์สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
 The Effect of Net Operating Assets
 on the Earnings Persistence of
 Current Earnings, Cash Flows, and Accruals:
 Empirical Evidence on the Stock Exchange of Thailand

ดร.สมชาย สุภัทรกุล*

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้แสดงหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับผลกระทบของระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ ต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรในปัจจุบัน กระแสเงินสด และรายการคงค้าง สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2547 ถึง พ.ศ. 2556 และพบว่า บริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ เป็นจำนวนมากกว่าจะมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงานต่ำกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อยกว่า และเมื่อแยกองค์ประกอบของกำไรจากการดำเนินงานเป็นกระแสเงินสด จากการดำเนินงานและรายการคงค้าง การศึกษานี้พบว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากกว่า จะมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของทั้งกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างต่ำกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อยกว่า

คำสำคัญ: สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ ความคงอยู่ในกำไรในอนาคต กำไร กระแสเงินสด รายการคงค้าง

* รองศาสตราจารย์ ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
 ผู้เขียนขอขอบคุณทุนสนับสนุนการวิจัยจากคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



Abstract

This study provides empirical evidence on the effect of net operating assets on the earnings persistence of current earnings, cash flows, and accruals of firms listed in the Stock Exchange of Thailand. This study finds that, during 2004–2013, the earnings persistence of current earnings of firms with large net operating assets are lower than those of firms with small net operating assets. This study further decomposes current earnings into cash flows and accruals and finds that the earnings persistence of both cash flows and accruals of firms with large net operating assets are lower than those of firms with small net operating assets.

Keywords: Net Operating Asset, Earnings Persistence, Earnings, Cash Flows, Accruals

1. บทนำ

Hirshleifer et al. (2004) พัฒนาแนวคิดที่ว่าสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (Net Operating Assets) (หรือสินทรัพย์ดำเนินงาน (Operating Assets) หักด้วยหนี้สินดำเนินงาน (Operating Liabilities)) ของบริษัทสามารถบ่งบอกถึงความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท กล่าวคือ บริษัทที่มีสินทรัพย์ในการดำเนินงานสุทธิสูงกว่าจะมีความสามารถในการทำกำไรในอนาคตต่ำกว่า เนื่องจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นผลจากผลรวมสะสมของความแตกต่างระหว่างกำไรจากการดำเนินงานและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัท เมื่อบริษัทมีผลสะสมของกำไรจากการดำเนินงานในอดีตสูงกว่าผลสะสมของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในอดีต (ทำให้บริษัทมีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิอยู่ในระดับสูง) ย่อมส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทลดลง

Hirshleifer et al. (2004) และ Charoenchit and Supattarakul (2014) ศึกษาการรับรู้ของนักลงทุนเกี่ยวกับความสามารถของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในการพยากรณ์กำไรในอนาคตของบริษัท สำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาและในประเทศไทย ตามลำดับ และพบว่าสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับกำไรในอนาคต และยังพบว่านักลงทุนรับรู้เกี่ยวกับความสามารถของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในการพยากรณ์กำไรในอนาคตอย่างผิดพลาด กล่าวคือ นักลงทุนไม่ได้รับรู้ที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับกำไรในอนาคต งานวิจัยทั้งสองพบว่านักลงทุนกลับรับรู้เสมือนว่าสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับกำไรในอนาคต

งานวิจัยจำนวนมากเกี่ยวกับความคงอยู่ในกำไรในอนาคต (Earnings Persistence) ของกำไรในปัจจุบัน กระแสเงินสด และรายการคงค้าง¹ (เช่น Sloan (1996); Dechow et al. (1998); Xie (2001); Dechow and Dichev (2002); Hirshleifer et al. (2004); Pincus et al. (2007); Fairfield et al. (2003); Dechow et al. (2008); Vivattanachang and Supattarakul (2013); Charoenchit and Supattarakul (2014); Supattarakul (2014) และ Keeratikulset and Supattarakul (2015)) พบว่ากำไรในปัจจุบัน กระแสเงินสด และรายการคงค้าง มีความคงอยู่ในกำไรในอนาคต โดยกระแสเงินสดมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตมากกว่ารายการคงค้าง นอกจากนี้ Hirshleifer et al. (2004) และ Charoenchit and Supattarakul (2014) พบว่า สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิมีความคงอยู่เชิงลบในกำไรในอนาคตด้วย กล่าวคือ สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปัจจุบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับกำไรในอนาคต

¹ ความคงอยู่ในกำไรในอนาคต (Earnings Persistence) ของกำไรในปัจจุบัน หมายถึง ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรจากการดำเนินงานในอนาคต และกำไรในปัจจุบัน ความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดและรายการคงค้าง หมายถึง ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรจากการดำเนินงานในอนาคต และกระแสเงินสดและรายการคงค้างในปัจจุบัน ตามลำดับ นอกจากนี้ รายการคงค้าง ได้แก่ ความแตกต่างระหว่างกำไรและกระแสเงินสด



งานวิจัยนี้เสนอว่า นอกจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจะมีความสามารถในการพยากรณ์กำไรในอนาคตแล้ว สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิน่าจะส่งผลต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรในปัจจุบัน กระแสเงินสด และรายการคงค้างด้วย กล่าวคือ กำไรในปัจจุบัน กระแสเงินสด และรายการคงค้างของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิสูงน่าจะมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่ำ เนื่องจากบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในระดับสูงเป็นบริษัทที่มีการรับรู้กำไรจากการดำเนินงานโดยไม่มีกระแสเงินสดรองรับ ส่งผลให้กำไรดังกล่าวมีความยั่งยืนต่ำหรือมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำ

งานวิจัยนี้จึงศึกษาผลกระทบของระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรในปัจจุบัน กระแสเงินสด และรายการคงค้าง สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2547-2556

งานวิจัยนี้พบว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากกว่าจะมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรในปัจจุบันต่ำกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อยกว่า และเมื่อแยกองค์ประกอบของกำไรในปัจจุบันเป็นกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้าง ตามแนวทางที่ริเริ่มโดย Sloan (1996) พบว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากกว่าจะมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของทั้งกระแสเงินสดและรายการคงค้างต่ำกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อยกว่า

งานวิจัยนี้สร้างความเข้าใจเกี่ยวกับผลกระทบของระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรในปัจจุบัน กระแสเงินสด และรายการคงค้าง ซึ่งจะเป็ประโยชน์สำหรับนักลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน เนื่องจากความเข้าใจดังกล่าวส่งผลต่อความสามารถในการพยากรณ์กำไรในอนาคตและการประมาณการราคาของหลักทรัพย์ นอกจากนี้ งานวิจัยนี้นำไปสู่การพัฒนางานวิจัยในอนาคตเกี่ยวกับความสามารถในการพยากรณ์กำไรในอนาคตหรือความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของข้อมูลบัญชีและการเงิน รวมทั้งงานวิจัยเกี่ยวกับการรับรู้ของนักลงทุนเกี่ยวกับความสามารถในการพยากรณ์กำไรในอนาคตหรือความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของข้อมูลบัญชีและการเงินด้วย

ส่วนที่ 2 อภิปรายเกี่ยวกับงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีต ส่วนที่ 3 อธิบายระเบียบวิธีวิจัย ส่วนที่ 4 วิเคราะห์ผลการศึกษา และส่วนที่ 5 สรุปผลการศึกษา

2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีต

Hirshleifer et al. (2004) พัฒนาแนวคิดเกี่ยวกับความสามารถในการพยากรณ์กำไรในอนาคตของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (Net Operating Assets) ของบริษัท โดยเริ่มต้นแนวคิดจากคำอธิบายของ Penman (2004 หน้า 230) ว่า สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (หรือสินทรัพย์ดำเนินงาน (Operating Assets) หักด้วยหนี้สินดำเนินงาน (Operating Liabilities)) เท่ากับผลรวมสะสมของความแตกต่างระหว่างกำไรจากการดำเนินงาน (Operating Income) ในอดีตและกระแสเงินสดปลอดภาระ (Free Cash Flow) ในอดีต

ตัวอย่างเช่น หากบริษัทขายสินค้าเป็นเงินเชื่อย่อมก่อให้เกิดลูกหนี้การค้า การรับรู้กำไรจากการขายเชื่อ ทำให้กำไรจากการดำเนินงานสูงขึ้น แต่บริษัทยังไม่ได้รับชำระเงิน จึงไม่ส่งผลให้กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cash Flows) สูงขึ้น จึงทำให้กระแสเงินสดตลอดการต่ำกว่ากำไรจากการดำเนินงาน (กระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นองค์ประกอบหนึ่งของกระแสเงินสดตลอดการ) และสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจะสูงขึ้น (ลูกหนี้การค้าเป็นองค์ประกอบหนึ่งของสินทรัพย์ดำเนินงาน)

ในทางกลับกัน หากบริษัทรับรู้โบนัสพนักงานเป็นค่าใช้จ่ายดำเนินงาน กำไรจากการดำเนินงานจะลดลง แต่บริษัทยังไม่ได้จ่ายโบนัสพนักงานในปีที่รับรู้เป็นค่าใช้จ่าย จึงไม่ส่งผลให้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานลดลง ทำให้กระแสเงินสดตลอดการสูงกว่ากำไรจากการดำเนินงาน และสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจะต่ำลง (โบนัสพนักงานค้างจ่ายเป็นองค์ประกอบหนึ่งของหนี้สินดำเนินงาน)

นอกจากนี้ เมื่อบริษัทซื้อเครื่องจักรเพื่อใช้ในการผลิตสินค้า บริษัทต้องรับรู้ค่าเสื่อมราคาสำหรับปีเป็นค่าใช้จ่าย กำไรจากการดำเนินงานจะลดลง แต่การซื้อเครื่องจักรส่งผลให้กระแสเงินสดตลอดการลดลง เท่ากับราคาทุนของเครื่องจักร (การซื้อเครื่องจักรถือเป็นกระแสเงินสดสำหรับกิจกรรมการลงทุน ซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของกระแสเงินสดตลอดการ) ราคาทุนของเครื่องจักรย่อมสูงกว่าจำนวนเงินที่รับรู้เป็นค่าเสื่อมราคาสำหรับปี ดังนั้น กระแสเงินสดตลอดการจึงต่ำกว่ากำไรจากการดำเนินงาน และสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจะสูงขึ้น (ราคาทุนของเครื่องจักรหักด้วยค่าเสื่อมราคาสะสมเป็นองค์ประกอบหนึ่งของสินทรัพย์ดำเนินงาน)

Hirshleifer et al. (2004) จึงเสนอว่าบริษัทที่เคยรับรู้กำไรจากการดำเนินงานสูงกว่ากระแสเงินสดตลอดการในอดีตเป็นอย่างมาก (ทำให้บริษัทมีสินทรัพย์จากการดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมาก) ย่อมมีความน่าจะเป็นสูงที่กำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบันจะไม่ยั่งยืนต่อไปในอนาคต (หรือความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรในปัจจุบันต่ำ) เนื่องจากกำไรจากการดำเนินงานที่รับรู้โดยไม่มีกระแสเงินสดรองรับไว้ย่อมมีความยั่งยืนต่ำ ดังนั้น ระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจึงสามารถใช้เป็นข้อบ่งชี้เกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท

ผลการศึกษาสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Hirshleifer et al. (2004) ยืนยันแนวคิดข้างต้น กล่าวคือ สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปัจจุบันมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับกำไรจากการดำเนินงานในอนาคต (หรือสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปัจจุบันมีความคงอยู่เชิงลบในกำไรในอนาคต) แต่ Hirshleifer et al. (2004) พบว่า นักลงทุนไม่ได้รับรู้ข้อบ่งชี้ดังกล่าวอย่างถูกต้อง กล่าวคือ ราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลเกี่ยวกับสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเสมือนว่าสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปัจจุบันมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับกำไรจากการดำเนินงานในอนาคต นอกจากนี้ ผลการศึกษาสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยของ Charoenchit and Supattarakul (2014) สอดคล้องกับผลการศึกษาสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Hirshleifer et al. (2004)

ผลงานวิจัยของ Hirshleifer et al. (2004) ตั้งอยู่บนแนวคิดพื้นฐานที่ว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์จากการดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมาก (บริษัทรับรู้กำไรจากการดำเนินงานในอดีตสูงกว่ากระแสเงินสดตลอดการในอดีตเป็นอย่างมาก) ย่อมมีความยั่งยืนของกำไรในระดับต่ำ กล่าวคือ บริษัทที่มีสินทรัพย์จากการดำเนินงานสุทธิ



เป็นจำนวนมากน่าจะมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรในปัจจุบันต่ำ อย่างไรก็ตาม Hirshleifer et al. (2004) ไม่ได้ทำการทดสอบแนวคิดพื้นฐานข้างต้น ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบแนวคิดพื้นฐานดังกล่าว ซึ่งจะมีส่วนช่วยในการสร้างความเข้าใจที่ชัดเจนเกี่ยวกับผลกระทบของระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรในปัจจุบัน ซึ่งจะส่งผลให้เกิดความเข้าใจที่ชัดเจนเกี่ยวกับผลการวิจัยของ Hirshleifer et al. (2004) และ Charoenchit and Supattarakul (2014)

งานวิจัยนี้จึงมีสมมติฐานงานวิจัยว่า กำไรจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากจะมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำกว่ากำไรจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อย

นอกจากนี้ งานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรในปัจจุบันมักแยกองค์ประกอบของกำไรในปัจจุบันเป็นกระแสเงินสด (Cash Flows) และรายการคงค้าง (Accruals) เช่น Sloan (1996); Dechow et al. (1998); Xie (2001); Dechow and Dichev (2002); Hirshleifer et al. (2004); Pincus et al. (2007); Fairfield et al. (2003); Dechow et al. (2008); Vivattanachang and Supattarakul (2013); Charoenchit and Supattarakul (2014); Supattarakul (2014) และ Keeratikulset and Supattarakul (2015)

Sloan (1996) เป็นผู้ริเริ่มในการศึกษาความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรในปัจจุบัน รวมทั้งการแยกองค์ประกอบของกำไร (Earnings) เป็นสององค์ประกอบย่อย ได้แก่ กระแสเงินสด (Cash Flows) และรายการคงค้าง (Accruals) (หรือ $Earnings = Cash\ Flows + Accruals$) ตัวอย่างเช่น หากบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงานเท่ากับ 5 ล้านบาท แต่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเท่ากับ 4 ล้านบาท แสดงว่ารายการคงค้างจะมีค่าเท่ากับ 1 ล้านบาท หรือหากบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงานเท่ากับ 5 ล้านบาท แต่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเท่ากับ 7 ล้านบาท แสดงว่ารายการคงค้างจะมีค่าเท่ากับ -2 ล้านบาท

งานวิจัยเหล่านี้พบว่ากำไรในปัจจุบัน กระแสเงินสด และรายการคงค้างมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคต อย่างไรก็ตาม กระแสเงินสดมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตมากกว่ารายการคงค้าง

ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงศึกษาผลกระทบของระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิของบริษัทต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของทั้งกระแสเงินสดและรายการคงค้าง

หากแยกองค์ประกอบของกำไรจากการดำเนินงานเป็นกระแสเงินสดและรายการคงค้าง รายการคงค้างจึงถือเป็นส่วนของกำไรจากการดำเนินงานที่ไม่มีกระแสเงินสดรองรับ ในขณะที่กระแสเงินสดถือเป็นส่วนของกำไรจากการดำเนินงานที่มีกระแสเงินสดรองรับทั้งหมด

การที่บริษัทรับรู้กำไรจากการดำเนินงานในอดีตสูงกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานในอดีตหมายความว่า กำไรที่รับรู้ในอดีตมีกระแสเงินสดรองรับไม่เพียงพอ ส่งผลให้บริษัทมีระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิสูง และในเวลาเดียวกันส่งผลกำไรในปัจจุบันมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตในระดับต่ำ

ดังนั้น ผลกระทบของระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรในปัจจุบันจึงน่าจะเกิดจากรายการคงค้างซึ่งเป็นองค์ประกอบของกำไรจากการดำเนินงานที่ไม่มีกระแสเงินสดรองรับ และไม่น่าจะส่งผลกระทบต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดซึ่งเป็นองค์ประกอบของ



กำไรจากการดำเนินงานที่มีกระแสเงินสดรองรับครบถ้วน

งานวิจัยนี้จึงศึกษาเพื่อตอบคำถามเชิงประจักษ์ว่าผลกระทบของระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดและรายการคงค้างจะเป็นอย่างไร

3. ระเบียบวิธีวิจัย

3.1. กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยนี้ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยไม่รวมบริษัทในกลุ่มสถาบันการเงินและบริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงิน ช่วงเวลาที่ทำการศึกษาระหว่างปี พ.ศ. 2547-2556 แหล่งข้อมูลบัญชีเกี่ยวกับกำไรจากการดำเนินงาน กระแสเงินสด รายการคงค้าง และสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ ได้แก่ SETSMART² และมีการคัดออกสำหรับบริษัทที่มีข้อมูลที่ใช้ในการคำนวณตัวแปรต่างๆ ไม่ครบถ้วนและบริษัทที่มีค่าตัวแปรนอกช่วงที่เหมาะสม (Outlier) โดยจำนวนกลุ่มตัวอย่างสำหรับงานวิจัยนี้เท่ากับ 2,764 ตัวอย่าง โดยประกอบด้วยอุตสาหกรรมหลัก 3 อุตสาหกรรม ซึ่งคิดเป็นประมาณร้อยละ 63 ได้แก่ (1) Services (ร้อยละ 22.87) (2) Real Estate (ร้อยละ 22.61) และ (3) Industrial Products (ร้อยละ 17.00) เมื่อพิจารณาการกระจายตัวตามประเภทของอุตสาหกรรมสำหรับกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนมาก (จำนวน 691 ตัวอย่าง) จำนวนปานกลาง (จำนวน 1,382 ตัวอย่าง) และจำนวนน้อย (จำนวน 691 ตัวอย่าง) พบว่า มีการกระจายตัวในลักษณะเดียวกันทั้งสามกลุ่มตัวอย่างย่อย

3.2. การวัดค่าตัวแปร

การทดสอบเชิงประจักษ์เกี่ยวกับผลกระทบของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และรายการคงค้าง ต้องใช้ตัวแปร 4 ตัวแปร ได้แก่ (1) กำไรจากการดำเนินงาน (EARN) (2) รายการคงค้าง (ACC) (3) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) และ (4) สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (NOA) หรือสินทรัพย์ดำเนินงานหักด้วยหนี้สินดำเนินงาน โดยตัวแปรเหล่านี้คำนวณในทำนองเดียวกับ Charoenchit and Supattarakul (2014) ดังนี้

$$EARN_{it} = NI_{it} / TA_{it-1} \quad (1)$$

โดยที่

- $EARN_{it}$ = กำไรจากการดำเนินงานของบริษัท i สำหรับปีที่ t
 NI_{it} = กำไรสุทธิของบริษัท i สำหรับปีที่ t และ
 TA_{it-1} = สินทรัพย์รวมของบริษัท i สำหรับปีที่ $t-1$ (ต้นปีที่ t)

² SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) เป็นบริการระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ ผลิตโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเป็นอีกหนึ่งช่องทางเลือกให้นักลงทุนรายย่อยในการเข้าถึงข้อมูลบริษัทจดทะเบียนและราคาซื้อขายหลักทรัพย์ได้เท่าเทียม นักลงทุนมืออาชีพ



$$ACC_{it} = [(\Delta CA_{it} - \Delta CASH_{it} - \Delta STI_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta STD_{it}) - DEP_{it}] / TA_{it-1} \quad (2)$$

โดยที่

- ACC_{it} = รายการคงค้างของบริษัท i สำหรับปีที่ t
 ΔCA_{it} = การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียนของบริษัท i สำหรับปีที่ t หรือ $CA_{it} - CA_{it-1}$
 $\Delta CASH_{it}$ = การเปลี่ยนแปลงของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดของบริษัท i สำหรับปีที่ t หรือ $CASH_{it} - CASH_{it-1}$
 ΔSTI_{it} = การเปลี่ยนแปลงของเงินลงทุนระยะสั้นของบริษัท i สำหรับปีที่ t หรือ $STI_{it} - STI_{it-1}$
 ΔCL_{it} = การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียนของบริษัท i สำหรับปีที่ t หรือ $CL_{it} - CL_{it-1}$
 ΔSTD_{it} = การเปลี่ยนแปลงของเงินกู้ยืมระยะสั้นของบริษัท i สำหรับปีที่ t หรือ $STD_{it} - STD_{it-1}$ และ
 DEP_{it} = ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชีของบริษัท i สำหรับปีที่ t

$$CFO_{it} = (EARN_{it} - ACC_{it}) / TA_{it-1} \quad (3)$$

โดยที่

- CFO_{it} = กระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัท i สำหรับปีที่ t

$$NOA_{it} = [(TA_{it} - CASH_{it} - STI_{it}) - (TL_{it} - STD_{it} - LTD_{it})] / TA_{it-1} \quad (4)$$

โดยที่

- NOA_{it} = สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิของบริษัท i สำหรับปีที่ t
 $CASH_{it}$ = เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดของบริษัท i สำหรับปีที่ t
 STI_{it} = เงินลงทุนระยะสั้นของบริษัท i สำหรับปีที่ t
 TL_{it} = หนี้สินรวมของบริษัท i สำหรับปีที่ t
 STD_{it} = เงินกู้ยืมระยะสั้นของบริษัท i สำหรับปีที่ t และ
 LTD_{it} = เงินกู้ยืมระยะยาวของบริษัท i สำหรับปีที่ t

นอกจากนี้ งานวิจัยนี้แบ่งบริษัทตัวอย่างออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ (1) บริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมาก (บริษัทตัวอย่างที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิสูงสุด 25% ของบริษัทตัวอย่างทั้งหมด) (2) บริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนปานกลาง และ (3) บริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนน้อย (บริษัทตัวอย่างที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่ำสุด 25% ของบริษัทตัวอย่างทั้งหมด)



กำหนดให้ LNOA มีค่าเท่ากับ 1 สำหรับบริษัทในกลุ่มบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมาก (Large NOA Firms) และมีค่าเท่ากับ 0 สำหรับบริษัทในกลุ่มอื่น และ SNOA มีค่าเท่ากับ 1 สำหรับบริษัทในกลุ่มบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนน้อย (Small NOA Firms) และมีค่าเท่ากับ 0 สำหรับบริษัทในกลุ่มอื่น

3.3. ตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบ

ตัวแบบต่อไปนี้จะใช้ในการทดสอบผลกระทบของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และรายการคงค้าง

ตัวแบบที่ 1

$$EARN_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 EARN_{it} + \beta_2 (EARN_{it} \times NOA_{it}) + \beta_3 NOA_{it} + e_{it} \quad (5)^3$$

β_1 หมายถึงค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบัน ($EARN_{it}$) และ β_2 หมายถึงค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกส่วนเพิ่มของความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบันสำหรับบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากขึ้น

ตัวแบบที่ 1 ข้างต้นใช้ในการทดสอบผลกระทบของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงาน หากกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำกว่ากำไรจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อย ค่า β_2 จะเป็นลบ

การศึกษานี้ยังแบ่งกลุ่มบริษัทตัวอย่างตามค่า NOA ได้แก่ บริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมาก (LNOA เท่ากับ 1) บริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนปานกลาง และบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนน้อย (SNOA เท่ากับ 1) ดังนั้น จึงมีตัวแบบที่ 2 ต่อไปนี้ เพื่อใช้ในการทดสอบผลกระทบของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงาน

ตัวแบบที่ 2

$$EARN_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 EARN_{it} + \beta_{2L} (EARN_{it} \times LNOA_{it}) + \beta_{2S} (EARN_{it} \times SNOA_{it}) + \beta_3 NOA_{it} + e_{it} \quad (6)$$

β_1 หมายถึงค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบัน ($EARN_{it}$) ของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนปานกลาง

³ $EARN_{t+1} = NI_{t+1} / TA_{it}$ โดยที่ $EARN_{t+1}$ เท่ากับกำไรจากการดำเนินงานของบริษัท i สำหรับปีที่ $t+1$ ในขณะที่ NI_{t+1} เท่ากับกำไรสุทธิของบริษัท i สำหรับปีที่ $t+1$ และ TA_{it} เท่ากับสินทรัพย์รวมของบริษัท i สำหรับปีที่ t



β_{2L} หมายถึงค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกส่วนเพิ่มของความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบันของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมาก เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนปานกลาง กล่าวคือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบันของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากเท่ากับ $\beta_1 + \beta_{2L}$

β_{2S} หมายถึงค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกส่วนเพิ่มของความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบันของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนน้อย เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนปานกลาง กล่าวคือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบันของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนน้อยเท่ากับ $\beta_1 + \beta_{2S}$

หากกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำกว่ากำไรจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อย ค่า β_{2L} จะเป็นลบ แต่ค่า β_{2S} จะเป็นบวก

ตัวแบบที่ 3

$$\text{EARN}_{it+1} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{CFO}_{it} + \gamma_2 \text{ACC}_{it} + \gamma_3 (\text{CFO}_{it} \times \text{NOA}_{it}) + \gamma_4 (\text{ACC}_{it} \times \text{NOA}_{it}) + \gamma_5 \text{NOA}_{it} + e_{it} \quad (7)$$

γ_1 และ γ_2 หมายถึงค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในปัจจุบัน (CFO_{it}) และรายการคงค้างในปัจจุบัน (ACC_{it}) ตามลำดับ ในขณะที่ γ_3 และ γ_4 หมายถึงค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกส่วนเพิ่มของความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดในปัจจุบันและรายการคงค้างในปัจจุบันสำหรับบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากขึ้นตามลำดับ

ตัวแบบที่ 3 ใช้ในการทดสอบผลกระทบของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของรายการคงค้าง หากรายการคงค้างของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากจะมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำกว่ารายการคงค้างของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อย ค่า γ_4 จะเป็นลบ

นอกจากนี้ ตัวแบบที่ 3 ยังใช้เพื่อตอบคำถามเชิงประจักษ์เกี่ยวกับผลกระทบของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน หาก γ_3 มีค่าเป็นลบ (บวก) แสดงว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำกว่า (สูงกว่า) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อย

ดังได้กล่าวไว้แล้วว่าการศึกษานี้แบ่งกลุ่มบริษัทตัวอย่างตามค่า NOA ได้แก่ บริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมาก (LNOA เท่ากับ 1) บริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนปานกลาง และบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนน้อย (SNOA เท่ากับ 1) ดังนั้น ตัวแบบที่ 4 จึงใช้ทดสอบผลกระทบของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดและรายการคงค้าง

ตัวแบบที่ 4

$$\begin{aligned} \text{EARN}_{it+1} = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{CFO}_{it} + \gamma_2 \text{ACC}_{it} + \gamma_{3L} (\text{CFO}_{it} \times \text{LNOA}_{it}) + \gamma_{3S} (\text{CFO}_{it} \times \text{SNOA}_{it}) \\ & + \gamma_{4L} (\text{ACC}_{it} \times \text{LNOA}_{it}) + \gamma_{4S} (\text{ACC}_{it} \times \text{SNOA}_{it}) + \gamma_5 \text{NOA}_{it} + e_{it} \end{aligned} \quad (8)$$

γ_1 และ γ_2 หมายถึงค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในปัจจุบัน (CFO_{it}) และรายการคงค้างในปัจจุบัน (ACC_{it}) ตามลำดับ

γ_{3L} หมายถึงค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกส่วนเพิ่มของความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดในปัจจุบันของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมาก เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนปานกลาง กล่าวคือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดในปัจจุบันของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากเท่ากับ $\gamma_1 + \gamma_{3L}$ ในขณะที่ γ_{3S} หมายถึงค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกส่วนเพิ่มของความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดในปัจจุบันของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนน้อย เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนปานกลาง กล่าวคือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดในปัจจุบันของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนน้อยเท่ากับ $\gamma_1 + \gamma_{3S}$

γ_{4L} หมายถึงค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกส่วนเพิ่มของความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของรายการคงค้างในปัจจุบันของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมาก เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนปานกลาง กล่าวคือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของรายการคงค้างในปัจจุบันของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากเท่ากับ $\gamma_2 + \gamma_{4L}$ ในขณะที่ γ_{4S} หมายถึงค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกส่วนเพิ่มของความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของรายการคงค้างในปัจจุบันของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนน้อย เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนปานกลาง กล่าวคือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของรายการคงค้างในปัจจุบันของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนน้อยเท่ากับ $\gamma_2 + \gamma_{4S}$

หากรายการคงค้างของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำกว่ารายการคงค้างของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อย ค่า γ_{4L} จะเป็นลบ แต่ค่า γ_{4S} จะเป็นบวก

หากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากจะมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำกว่า (สูงกว่า) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อย ค่า γ_{3L} จะเป็นลบ (บวก) แต่ค่า γ_{3S} จะเป็นบวก (ลบ)



4. ผลการวิจัย

4.1. สถิติเชิงพรรณนาและสถิติสหสัมพันธ์

ตารางที่ 1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษานี้ ได้แก่ (1) กำไรจากการดำเนินงานในอนาคต ($EARN_{t+1}$) (2) กำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบัน ($EARN_t$) (3) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในปัจจุบัน (CFO_t) (4) รายการคงค้างในปัจจุบัน (ACC_t) และ (5) สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปัจจุบัน (NOA_t) โดยส่วน ก แสดงสถิติเชิงพรรณนาสำหรับกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 2,764 ตัวอย่าง ในขณะที่ส่วน ข ส่วน ค และส่วน ง แสดงสถิติเชิงพรรณนาสำหรับกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนมาก (691 ตัวอย่าง) กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนปานกลาง (1,382 ตัวอย่าง) และกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนน้อย (691 ตัวอย่าง) ตามลำดับ

จากตารางที่ 1 ส่วน ก ค่าเฉลี่ยของ NOA_t หรืออัตราส่วนสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับ 67.07% และค่าเฉลี่ยของ $EARN_{t+1}$ หรืออัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานในอนาคตต่อสินทรัพย์รวม (8.22%) สูงกว่าค่าเฉลี่ยของ $EARN_t$ หรืออัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบันต่อสินทรัพย์รวม (5.75%) ซึ่งประกอบด้วยค่าเฉลี่ยของ CFO_t หรืออัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับ 6.72% และค่าเฉลี่ยของ ACC_t หรืออัตราส่วนรายการคงค้างต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับ -0.97%

เมื่อแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนมาก กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนปานกลาง และกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนน้อย (ตารางที่ 1 ส่วน ข ส่วน ค และส่วน ง) พบว่า ค่าเฉลี่ยของ NOA_t หรืออัตราส่วนสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อสินทรัพย์รวมของกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนมาก จำนวนปานกลาง และจำนวนน้อย เท่ากับ 90.30% 75.57% และ 26.74% ตามลำดับ

สำหรับกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนมาก ค่าเฉลี่ยของ $EARN_{t+1}$ หรืออัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานในอนาคตต่อสินทรัพย์รวม (3.97%) ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ $EARN_t$ หรืออัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบันต่อสินทรัพย์รวม (5.36%) ในขณะที่ค่าเฉลี่ยของ $EARN_{t+1}$ (16.25%) ของกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนน้อยสูงกว่าค่าเฉลี่ยของ $EARN_t$ (5.26%) แสดงให้เห็นว่ากลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนมากมีแนวโน้มกำไรลดลง ในขณะที่กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนน้อยมีแนวโน้มกำไรเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีตของ Hirshleifer et al. (2004) และ Charoenchit and Supattarakul (2014)

นอกจากนี้ เมื่อแยกองค์ประกอบของ $EARN_t$ เป็น CF_t และ ACC_t พบว่า สำหรับกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนมาก ค่าเฉลี่ยของ $EARN_t$ สูงกว่าค่าเฉลี่ยของ CF_t (ค่าเฉลี่ยของ ACC_t มากกว่า 0) ส่งผลให้สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิมีจำนวนมาก ในขณะที่ค่าเฉลี่ยของ $EARN_t$ สำหรับกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนน้อยต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ CF_t (ค่าเฉลี่ยของ ACC_t น้อยกว่า 0) ส่งผลให้สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิมีจำนวนน้อย ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Hirshleifer et al. (2004) ซึ่งเสนอว่าบริษัทที่รับรู้กำไรจากการดำเนินงานสูงกว่า (ต่ำกว่า) กระแสเงินสด จะมีสินทรัพย์จากการดำเนินงานสุทธิ



เป็นจำนวนมาก (น้อย) ซึ่งอธิบายไว้ในส่วนที่ 2

ตารางที่ 2 แสดงสถิติสหสัมพันธ์ (Correlation) ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยส่วน ก แสดงสถิติสหสัมพันธ์สำหรับกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ในขณะที่ส่วน ข ส่วน ค และส่วน ง แสดงสถิติสหสัมพันธ์สำหรับกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนมาก กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่ำปานกลาง และกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่ำตามลำดับ

NOA_t มีความสัมพันธ์แบบผกผันกับ $EARN_{t+1}$ สำหรับกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด และโดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Hirshleifer et al. (2004) และผลการศึกษาสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยของ Charoenchit and Supattarakul (2014) ที่พบว่า สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับกำไรจากการดำเนินงานในอนาคต

$EARN_t$ มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ $EARN_{t+1}$ สำหรับกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดซึ่งแสดงให้เห็นถึงความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรในปัจจุบัน และเมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ดังกล่าวสำหรับกลุ่มตัวอย่างย่อยทั้งสามกลุ่ม พบว่า กำไรในปัจจุบันของกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่ำมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตสูงที่สุด รองลงมาคือกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่ำปานกลาง และกำไรในปัจจุบันของกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนมากมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำที่สุด ผลดังกล่าวสนับสนุนสมมติฐานที่ระบุว่ากำไรจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนมากจะมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำกว่ากำไรจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อย

CF_t มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ $EARN_{t+1}$ สำหรับกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดซึ่งแสดงให้เห็นถึงความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสด และเมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ดังกล่าวสำหรับกลุ่มตัวอย่างย่อยทั้งสามกลุ่ม พบรูปแบบความสัมพันธ์ในทำนองเดียวกับกับ $EARN_t$ ข้างต้น กล่าวคือ กระแสเงินสดของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากจะมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำกว่ากระแสเงินสดของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อย อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์ระหว่าง ACC_t และ $EARN_{t+1}$ ในส่วนนี้ไม่สามารถสรุปได้ว่ารายการคงค้างของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากจะมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำกว่ารายการคงค้างของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อย

4.2. ผลกระทบของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงาน

ตารางที่ 3 แสดงผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบัน ($EARN_t$) และกำไรจากการดำเนินงานในอนาคต ($EARN_{t+1}$) ซึ่งเรียกว่า ความคงอยู่ในกำไรในอนาคต (Earnings Persistence) ของกำไรในปัจจุบัน และผลกระทบของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงาน



ตัวแบบพื้นฐานในตารางที่ 3 เป็นตัวแบบที่ใช้ทดสอบความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบันตามแนวคิดของ Sloan (1996) ซึ่งผลที่พบจากการวิจัยนี้สอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีตเกี่ยวกับความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบัน กล่าวคือ $EARN_t$ มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ $EARN_{t+1}$ โดยค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ของความสัมพันธ์ดังกล่าวเท่ากับ 0.4372

ตัวแบบที่ 1 เป็นตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบผลกระทบของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงาน หากกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำกว่ากำไรจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อย ค่า β_2 (ค่าสัมประสิทธิ์ของ $EARN_t \times NOA_t$) จะมีค่าเป็นลบ

จากตารางที่ 3 พบว่า β_2 มีค่าน้อยกว่า 0 อย่างมีนัยสำคัญ (-0.1536) จึงสนับสนุนสมมติฐานที่ระบุว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากกว่าจะมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงานต่ำกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อยกว่า นอกจากนี้ ยังพบว่า β_3 (ค่าสัมประสิทธิ์ของ NOA_t) มีค่าน้อยกว่า 0 อย่างมีนัยสำคัญ (-0.6015) ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Hirshleifer et al. (2004) ซึ่งศึกษาในบริบทของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา และ Charoenchit and Supattarakul (2014) ซึ่งศึกษาในบริบทของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

ตัวแบบที่ 2 เป็นตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบผลกระทบของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงานเช่นกัน โดยการแบ่งกลุ่มบริษัทตัวอย่างเป็น 3 กลุ่ม (แทนที่จะใช้มูลค่าของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิของบริษัท) ได้แก่ (1) บริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมาก (บริษัทตัวอย่างที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิสูงสุด 25% ของบริษัทตัวอย่างทั้งหมด) ($LNOA$ เท่ากับ 1) (2) บริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนปานกลาง และ (3) บริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนน้อย (บริษัทตัวอย่างที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่ำสุด 25% ของบริษัทตัวอย่างทั้งหมด) ($SNOA$ เท่ากับ 1) หากกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำกว่ากำไรจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อย ค่า β_{2L} (ค่าสัมประสิทธิ์ของ $EARN_t \times LNOA_t$) จะเป็นลบ แต่ค่า β_{2S} (ค่าสัมประสิทธิ์ของ $EARN_t \times SNOA_t$) จะเป็นบวก

จากตารางที่ 3 พบว่า β_{2L} มีค่าไม่แตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ β_{2S} มีค่ามากกว่า 0 อย่างมีนัยสำคัญ (0.6893) แสดงว่ากำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบันของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนน้อยมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตสูงกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนปานกลาง และจำนวนมาก นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ยังพบว่า β_3 (ค่าสัมประสิทธิ์ของ NOA_t) มีค่าน้อยกว่า 0 อย่างมีนัยสำคัญ (-0.5369) ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Hirshleifer et al. (2004) และ Charoenchit and Supattarakul (2014)

ผลการวิจัยจากตัวแบบที่ 1 และ 2 แสดงให้เห็นว่ากำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบันของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในระดับต่ำมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตสูงกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในระดับสูง ผลการศึกษานี้มีนัยว่านักลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถใช้กำไรในปัจจุบันในการพยากรณ์กำไรในอนาคตได้ โดยความแม่นยำในการพยากรณ์จะขึ้นอยู่กับระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ กล่าวคือ



การใช้กำไรในปัจจุบันในการพยากรณ์กำไรในอนาคตสำหรับบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในระดับต่ำ จะมีความแม่นยำมากกว่าสำหรับบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในระดับสูง การศึกษานี้ยังพบว่าระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิมีความสัมพันธ์เชิงลบกับกำไรในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Hirshleifer et al. (2004) และ Charoenchit and Supattarakul (2014) แสดงว่า นักลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถใช้ระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิตั้งกับกำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบันในการพยากรณ์กำไรในอนาคตด้วย ดังนั้น ผลการศึกษาโดยรวมจึงเป็นประโยชน์ต่อนักวิเคราะห์หลักทรัพย์และนักลงทุนที่ต้องการความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรในอนาคตเพื่อใช้ในการประเมินราคาหลักทรัพย์

4.3. ผลกระทบของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้าง

ตารางที่ 4 แสดงผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในปัจจุบัน (CF_t) และรายการคงค้างในปัจจุบัน (ACC_t) กับกำไรจากการดำเนินงานในอนาคต ($EARN_{t+1}$) ซึ่งเรียกว่า ความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างในปัจจุบัน ตามลำดับ และผลกระทบของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างในปัจจุบัน

ตัวแบบพื้นฐานในตารางที่ 4 เป็นตัวแบบที่ใช้ทดสอบความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างในปัจจุบันตามแนวคิดของ Sloan (1996) ซึ่งผลที่พบจากการวิจัยนี้สอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีตเกี่ยวกับความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างในปัจจุบัน กล่าวคือ CF_t และ ACC_t มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ $EARN_{t+1}$ โดยค่าสัมประสิทธิ์ของความสัมพันธ์ดังกล่าวเท่ากับ 0.5490 (γ_1) และ 0.1779 (γ_2) ตามลำดับ โดยกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตสูงกว่ารายการคงค้าง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต

ตัวแบบที่ 3 เป็นตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบผลกระทบของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างในปัจจุบัน หากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างในปัจจุบันของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อย ค่า γ_3 (ค่าสัมประสิทธิ์ของ $CF_t \times NOA_t$) และ γ_4 (ค่าสัมประสิทธิ์ของ $ACC_t \times NOA_t$) จะมีค่าน้อยกว่า 0 เป็นลบ

จากตารางที่ 4 พบว่า γ_3 มีค่าน้อยกว่า 0 อย่างมีนัยสำคัญ (-0.1651) ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนมากจะมีความคงอยู่ของกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่ำกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนน้อยกว่า นอกจากนี้ การศึกษานี้ยังพบว่า γ_4 มีค่าน้อยกว่า 0 อย่างมีนัยสำคัญ (-0.1263) แสดงว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากจะมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของรายการคงค้างต่ำกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อยกว่า



ตัวแบบที่ 4 เป็นตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบผลกระทบของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างเช่นกัน โดยการแบ่งกลุ่มบริษัทตัวอย่างเป็น 3 กลุ่ม (แทนที่จะใช้มูลค่าของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิของบริษัท) ได้แก่ (1) บริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมาก (LNOA เท่ากับ 1) (2) บริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนปานกลาง และ (3) บริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนน้อย (SNOA เท่ากับ 1)

หากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อย ค่า γ_{3L} (ค่าสัมประสิทธิ์ของ $CF_t \times LNOA_t$) และ γ_{4L} (ค่าสัมประสิทธิ์ของ $ACC_t \times LNOA_t$) จะมีค่าน้อยกว่า 0 ในขณะที่ค่า γ_{3S} (ค่าสัมประสิทธิ์ของ $CF_t \times SNOA_t$) และค่า γ_{4S} (ค่าสัมประสิทธิ์ของ $ACC_t \times SNOA_t$) จะมีค่ามากกว่า 0

จากตารางที่ 4 พบว่า γ_{3L} มีค่าไม่แตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ γ_{3S} มีค่ามากกว่า 0 อย่างมีนัยสำคัญ (0.7969) แสดงว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนน้อยมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตสูงกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนปานกลางและจำนวนมาก นอกจากนี้ ยังพบว่า γ_{4L} มีค่าไม่แตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ γ_{4S} มีค่ามากกว่า 0 อย่างมีนัยสำคัญ (0.4790) แสดงว่ารายการคงค้างของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนน้อยมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตสูงกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนปานกลางและจำนวนมาก

การศึกษานี้ ยังพบว่า γ_5 (ค่าสัมประสิทธิ์ของ NOA_t) ทั้งในตัวแบบที่ 3 และ 4 มีค่าน้อยกว่า 0 อย่างมีนัยสำคัญ (-0.5752 และ -0.5255 ตามลำดับ) ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาที่รายงานในตารางที่ 2 และสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Hirshleifer et al. (2004) และ Charoenchit and Supattarakul (2014)

ผลการวิจัยจากตัวแบบที่ 3 และ 4 แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างในปัจจุบันของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในระดับต่ำมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตสูงกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในระดับสูง ซึ่งสามารถกล่าวได้ว่า การพยากรณ์กำไรในอนาคตโดยใช้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างในปัจจุบันสำหรับบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในระดับต่ำจะมีความแม่นยำมากกว่าสำหรับบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในระดับสูง นอกจากนี้ การศึกษานี้ยังพบว่าระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิมีความสัมพันธ์เชิงลบกับกำไรในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยในอดีต ผลการศึกษาดังกล่าวชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถใช้ระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิร่วมกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างในปัจจุบันในการพยากรณ์กำไรในอนาคตด้วย ดังนั้น ผลการศึกษาโดยรวมจึงเป็นประโยชน์ต่อนักวิเคราะห์หลักทรัพย์และนักลงทุนที่ต้องการความแม่นยำในการพยากรณ์กำไรในอนาคตเพื่อใช้ในการประเมินราคาหลักทรัพย์

5. บทสรุป

Hirshleifer et al. (2004) พัฒนาแนวคิดที่ว่าสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (หรือสินทรัพย์ดำเนินงานหักด้วยหนี้สินดำเนินงาน) ของบริษัทสามารถบ่งบอกถึงความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท กล่าวคือ บริษัทที่มีสินทรัพย์ในการดำเนินงานสุทธิสูงกว่าจะมีความสามารถในการทำกำไรในอนาคตต่ำกว่า เนื่องจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นผลจากผลรวมสะสมของความแตกต่างระหว่างกำไรจากการดำเนินงานและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัท เมื่อบริษัทมีผลสะสมของกำไรจากการดำเนินงานในอดีตสูงกว่าผลสะสมของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในอดีต (ทำให้บริษัทมีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิอยู่ในระดับสูง) ย่อมส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทลดลง

งานวิจัยนี้เสนอว่า นอกจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจะมีความสามารถในการพยากรณ์กำไรในอนาคตแล้ว สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิน่าจะส่งผลต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรในปัจจุบัน กระแสเงินสด และรายการคงค้างด้วย กล่าวคือ กำไร กระแสเงินสด และรายการคงค้างของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิสูงน่าจะมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตต่ำกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่ำ

งานวิจัยนี้ศึกษาผลกระทบของระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรในปัจจุบัน กระแสเงินสด และรายการคงค้าง สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2547-2556 และพบว่า บริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากกว่าจะมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไรจากการดำเนินงานต่ำกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อยกว่า และเมื่อแยกองค์ประกอบของกำไรจากการดำเนินเป็นกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้าง การศึกษานี้พบว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นจำนวนมากกว่าจะมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างต่ำกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานเป็นจำนวนน้อยกว่า

งานวิจัยนี้สร้างความเข้าใจเกี่ยวกับผลกระทบของระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของกำไร กระแสเงินสด และรายการคงค้าง ซึ่งเป็นประโยชน์สำหรับนักลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน เนื่องจากความเข้าใจดังกล่าวส่งผลต่อความสามารถในการพยากรณ์กำไรในอนาคตและการประมาณการราคาของหลักทรัพย์ กล่าวคือ งานวิจัยนี้พบว่ากำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบัน (และองค์ประกอบของกำไร ได้แก่ กระแสเงินสดและรายการคงค้าง) ของบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในระดับต่ำมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตสูงกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในระดับสูง แสดงว่า นักลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถใช้กำไรในปัจจุบัน (และองค์ประกอบของกำไร ได้แก่ กระแสเงินสดและรายการคงค้าง) ในการพยากรณ์กำไรในอนาคตได้ โดยความแม่นยำในการพยากรณ์จะขึ้นอยู่กับระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ การใช้กำไรในปัจจุบัน (และองค์ประกอบของกำไร ได้แก่ กระแสเงินสดและรายการคงค้าง) ในการพยากรณ์กำไรในอนาคตสำหรับบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในระดับต่ำจะมีความแม่นยำมากกว่าสำหรับบริษัทที่มีสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในระดับสูง นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ยังพบว่าระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิมีความสัมพันธ์เชิงลบกับกำไรในอนาคตซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Hirshleifer et al. (2004) และ Charoenchit and Supattarakul (2014) แสดงว่า นักลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถ



ใช้ระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิร่วมกับกำไรจากการดำเนินงานในปัจจุบัน (และองค์ประกอบของกำไร ได้แก่ กระแสเงินสดและรายการคงค้าง) ในการพยากรณ์กำไรในอนาคตด้วย

นอกจากนี้ งานวิจัยนี้นำไปสู่การพัฒนางานวิจัยในอนาคตเกี่ยวกับความสามารถในการพยากรณ์กำไรในอนาคตหรือความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของข้อมูลบัญชีและการเงิน รวมทั้งงานวิจัยเกี่ยวกับการรับรู้ของนักลงทุนเกี่ยวกับความสามารถในการพยากรณ์กำไรในอนาคตหรือความคงอยู่ในกำไรในอนาคตของข้อมูลบัญชีและการเงินด้วย

บรรณานุกรม

- Charoenchit, W. and S. Supattarakul. 2014. "Investor Misperception about the Ability of Net Operating Assets to Forecast Future Performance: Thai Evidence," *Journal of Accounting Profession*, 27, 32-44.
- Dechow, P.M. and I.D. Dichev. 2002. "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors," *The Accounting Review*, 77, 35-59.
- Dechow, P.M., S. Kothari, and R.L. Watts. 1998. "The Relation between Earnings and Cash Flows," *Journal of Accounting and Economics*, 25, 133-168.
- Dechow, P.M., S.A. Richardson, and R.G. Sloan. 2008. "The Persistence and Pricing of the Cash Component of Earnings," *Journal of Accounting Research*, 46, 537-566.
- Fairfield, P.M., J.S. Whisenant, and T.L. Yohn. 2003. "Accrued Earnings and Growth: Implications for Future Profitability and Market Mispricing," *The Accounting Review*: 353-371.
- Hirshleifer, D., K. Hou, S.H. Teoh, and Y. Zhang. 2004. "Do Investors Overvalue Firms with Bloated Balance Sheets?," *Journal of Accounting & Economics*, 38: 297-331.
- Keeratikulset, W. and S. Supattarakul. 2015. "The Earnings Persistence and the Market Pricing of Cash Flow Subcomponents of Thai Listed Firms," *Chulalongkorn Business Review*, 37: 17-36.
- Mishkin, F.S. 1983. "A Rational Expectations Approach to Macroeconomics: Testing Policy Ineffectiveness and Efficient-Markets Models," *The National Bureau of Economic Research*: 9-43.
- Penman, S. 2004. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Irwin/McGraw-Hill, Boston, MA.
- Pincus, M, S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. 2007. "The Accrual Anomaly: International Evidence," *The Accounting Review*, 82 (1), 169-203.



- Sloan, R.G. 1996. "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?," *The Accounting Review*, 71 (3): 289-315.
- Supattarakul, S. 2014. "The Earnings Persistence and the Market Pricing of Cash Flows, Normal and Abnormal Accruals: Thailand's Capital Markets," *Journal of Business Administration*, 142, 33-51.
- Vivattanachang, D. and S. Supattarakul. 2013. "The Persistence and Pricing of Earnings and their Cash Flow and Accrual Components: Empirical Evidence in Thailand," *Journal of Accounting Profession*, 25, 63-79.
- Xie, H. 2001. "The Mispricing of Abnormal Accruals," *The Accounting Review*, 76: 357-373.



ตารางที่ 1 สถิติเชิงพรรณนา

ส่วน ก: กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด (2,764 ตัวอย่าง)

	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	10%	25%	ค่ามัธยฐาน	75%	90%
$EARN_{t+1}$	0.0822	0.7684	-0.0533	0.0118	0.0570	0.1046	0.1651
$EARN_t$	0.0575	0.4054	-0.0518	0.0127	0.0549	0.0986	0.1516
CF_t	0.0672	0.4205	-0.1422	-0.0095	0.0776	0.1501	0.2348
ACC_t	-0.0097	0.3340	-0.1413	-0.0793	-0.0308	0.0391	0.1681
NOA_t	0.6704	0.7562	0.4448	0.6183	0.7652	0.8518	0.9100

ส่วน ข: บริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนมาก (691 ตัวอย่าง)

	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	10%	25%	ค่ามัธยฐาน	75%	90%
$EARN_{t+1}$	0.0397	0.1695	-0.0553	0.0009	0.0349	0.0795	0.1261
$EARN_t$	0.0536	0.2893	-0.0471	0.0023	0.0350	0.0674	0.1093
CF_t	0.0274	0.2720	-0.1615	-0.0321	0.0453	0.1012	0.1537
ACC_t	0.0262	0.2281	-0.1071	-0.0592	-0.0142	0.0604	0.1954
NOA_t	0.9030	0.0331	0.8626	0.8762	0.8988	0.9261	0.9462

ส่วน ค: บริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนปานกลาง (1,382 ตัวอย่าง)

	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	10%	25%	ค่ามัธยฐาน	75%	90%
$EARN_{t+1}$	0.0632	0.1584	-0.0428	0.0173	0.0606	0.1074	0.1623
$EARN_t$	0.0619	0.2335	-0.0400	0.0193	0.0594	0.1015	0.1508
CF_t	0.0542	0.2380	-0.1472	-0.0064	0.0825	0.1528	0.2194
ACC_t	0.0077	0.2209	-0.1222	-0.0763	-0.0310	0.0393	0.1842
NOA_t	0.7557	0.0645	0.6593	0.7062	0.7652	0.8110	0.8373

ส่วน ง: บริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนน้อย (691 ตัวอย่าง)

	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	10%	25%	ค่ามัธยฐาน	75%	90%
$EARN_{t+1}$	0.1625	1.5087	-0.0688	0.0190	0.0724	0.1312	0.2055
$EARN_t$	0.0526	0.6821	-0.1145	0.0157	0.0689	0.1208	0.1777
CF_t	0.1330	0.7173	-0.0923	0.0274	0.1158	0.2054	0.3378
ACC_t	-0.0804	0.5385	-0.2586	-0.1163	-0.0444	0.0067	0.1177
NOA_t	0.2674	1.4314	0.1546	0.3678	0.4840	0.5654	0.5972



ตารางที่ 2 สถิติสหสัมพันธ์

ส่วน ก: กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด (2,764 ตัวอย่าง)

	EARN _t	CF _t	ACC _t	NOA _t
EARN _{t+1}	0.2306	0.2663	-0.0553	-0.4601
EARN _t		0.6735	0.3658	0.1753
CF _t			-0.4416	-0.0510
ACC _t				0.2770

ส่วน ข: บริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนมาก (691 ตัวอย่าง)

	EARN _t	CF _t	ACC _t	NOA _t
EARN _{t+1}	0.0952	0.0822	0.0227	-0.0555
EARN _t		0.6712	0.4677	0.0076
CF _t			-0.3413	0.0520
ACC _t				-0.0524

ส่วน ค: บริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนปานกลาง (1,382 ตัวอย่าง)

	EARN _t	CF _t	ACC _t	NOA _t
EARN _{t+1}	0.1215	-0.1521	0.2923	-0.0192
EARN _t		0.5610	0.4523	0.0321
CF _t			-0.4845	-0.0330
ACC _t				0.0695

ส่วน ง: บริษัทที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจำนวนน้อย (691 ตัวอย่าง)

	EARN _t	CF _t	ACC _t	NOA _t
EARN _{t+1}	0.2667	0.3186	-0.0866	-0.4743
EARN _t		0.7049	0.3277	0.2175
CF _t			-0.4391	-0.0257
ACC _t				0.3096



ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยสำหรับตัวแบบที่ 1 และ 2

ตัวแบบที่ 1

$$EARN_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 EARN_t + \beta_2 (EARN_t \times NOA_t) + \beta_3 NOA_t + e_t$$

ตัวแบบที่ 2

$$EARN_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 EARN_t + \beta_{2L} (EARN_t \times LNOA_t) + \beta_{2S} (EARN_t \times SNOA_t) + \beta_3 NOA_t + e_t$$

	ตัวแบบพื้นฐาน	ตัวแบบที่ 1	ตัวแบบที่ 2
ค่าคงที่	0.0570*** (0.0144)	0.4974*** (0.0132)	0.4259*** (0.0161)
EARN _t	0.4372*** (0.0351)	0.0390 (0.0281)	0.1272* (0.0708)
EARN _t × NOA _t		-0.1536*** (0.0039)	
EARN _t × LNOA _t			-0.0116 (0.1068)
EARN _t × SNOA _t			0.6893*** (0.0788)
NOA _t		-0.6015*** (0.0131)	-0.5369*** (0.0160)
Adjusted R ²	0.0529	0.5623	0.3389

* ระดับนัยสำคัญ 0.10

** ระดับนัยสำคัญ 0.05

*** ระดับนัยสำคัญ 0.01



ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยสำหรับตัวแบบที่ 3 และ 4

ตัวแบบที่ 3

$$EARN_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 CFO_t + \gamma_2 ACC_t + \gamma_3 (CFO_t \times NOA_t) + \gamma_4 (ACC_t \times NOA_t) + \gamma_5 NOA_t + e_t$$

ตัวแบบที่ 4

$$EARN_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 CFO_t + \gamma_2 ACC_t + \gamma_{3L} (CFO_t \times LNOA_t) + \gamma_{3S} (CFO_t \times SNOA_t) + \gamma_{4L} (ACC_t \times LNOA_t) + \gamma_{4S} (ACC_t \times SNOA_t) + \gamma_5 NOA_t + e_t$$

	ตัวแบบพื้นฐาน	ตัวแบบที่ 3	ตัวแบบที่ 4
ค่าคงที่	0.0470*** (0.0142)	0.4895*** (0.0145)	0.4175*** (0.0167)
CF _t	0.5490*** (0.0373)	0.1019*** (0.0312)	0.0428 (0.0791)
ACC _t	0.1779*** (0.0469)	0.2164*** (0.0344)	0.2486*** (0.0863)
CF _t × NOA _t		-0.1651*** (0.0040)	
ACC _t × NOA _t		-0.1263*** (0.0068)	
CF _t × LNOA _t			0.0760 (0.1206)
ACC _t × LNOA _t			-0.1417 (0.1390)
CF _t × SNOA _t			0.7969*** (0.0868)
ACC _t × SNOA _t			0.4790*** (0.1007)
NOA _t		-0.5752*** (0.0160)	-0.5255*** (0.0167)
Adjusted R ²	0.0751	0.5769	0.3409

* ระดับนัยสำคัญ 0.10

** ระดับนัยสำคัญ 0.05

*** ระดับนัยสำคัญ 0.01