

บทที่ 2

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยเกี่ยวกับการวิเคราะห์งบการเงินของบริษัทจำกัดมหาชน และงานวิจัยเกี่ยวกับแบบจำลองฟาร์มาและเฟรนช์ (Fama French three factors asset pricing model) มีรายละเอียดดังนี้

2.1 งานวิจัยเกี่ยวกับการวิเคราะห์งบการเงินของบริษัทจำกัดมหาชน

ชุตินา อานุสรณ์ศิริกุล (2543) ศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในจังหวัดเชียงใหม่ ระหว่างปี พ.ศ. 2538-2541 ส่วนหนึ่งได้ศึกษาการใช้งบการเงินของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในจังหวัดเชียงใหม่ซึ่งมีทุนจดทะเบียน 50 ล้านบาทขึ้นไป จำนวน 3 บริษัท ประกอบด้วย บริษัทนิคมพานิช เรียวเอสเตท จำกัด บริษัทแลนด์ แอนด์ เฮาส์ นอร์ธ จำกัด และ บริษัทเชียงใหม่สุกมิตร จำกัด โดยมีเครื่องมือที่ใช้ในการวิเคราะห์ ได้แก่ การวิเคราะห์โดยการเปรียบเทียบ การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน และการวิเคราะห์งบกระแสเงินสด ผลการศึกษาสรุปได้ว่า ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในจังหวัดเชียงใหม่ระหว่างปี 2538-2541 มีโครงสร้างเงินทุนส่วนใหญ่มาจากการกู้ยืมหนี้สินหมุนเวียนในสัดส่วนที่สูง โดยมีอัตราการเพิ่มโดยเฉลี่ยร้อยละ 79.81 ยกเว้นบริษัท แลนด์ แอนด์ เฮาส์ นอร์ธ จำกัด ที่มีเงินทุนมาจากส่วนของผู้อถือหุ้นเป็นส่วนใหญ่ และการกู้ยืมในช่วงปี 2538-2540 ส่วนใหญ่เป็นการกู้ยืมเงินตราต่างประเทศ ดังนั้นเมื่อรัฐบาลเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตรึงเงินเป็นแบบลอยตัว ทำให้ภาระหนี้สินที่เป็นเงินตราต่างประเทศสูงขึ้น และเงินทุนดังกล่าวธุรกิจนำไปลงทุนในสินค้าคงคลังและสินทรัพย์ระหว่างการพัฒนาเป็นส่วนใหญ่ จากการที่สภาวะเศรษฐกิจถดถอยตั้งแต่ปี 2539 ส่งผลให้ผลประกอบการของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีผลขาดทุนสุทธิเพิ่มขึ้น โดยเฉลี่ยร้อยละ 505.22 อันเนื่องมาจากรายได้ที่ลดลงแต่ค่าใช้จ่ายและดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มสูงขึ้น อันเนื่องมาจากหนี้สินที่เป็นเงินกู้ต่างประเทศสูงขึ้น ยกเว้น บริษัทแลนด์ แอนด์ เฮาส์ นอร์ธ จำกัด ที่มีผลประกอบการกำไรลดลงแต่ยังไม่มียอดขาดทุน เพราะมีรายได้ที่เพิ่มสูงขึ้นแต่มีอัตราการเพิ่มขึ้นของรายได้ได้น้อยกว่าอัตราการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายและดอกเบี้ยจ่าย

นอกจากนั้นสินทรัพย์หมุนเวียนที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีอยู่ส่วนใหญ่เป็นสินค้าคงคลังและสินทรัพย์ระหว่างการพัฒนาซึ่งไม่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้เต็มจำนวน จึงทำให้ธุรกิจประสบปัญหาสภาพคล่องทั้งในด้านการใช้จ่ายเพื่อดำเนินงานและการชำระหนี้ระยะสั้น ส่งผลให้

ธุรกิจต้องระดมทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นและกู้ยืมหนี้สินระยะสั้นเพื่อใช้จ่ายในการดำเนินงาน และแนวทางในการแก้ไขปัญหาสภาพคล่องสำหรับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในจังหวัดเชียงใหม่อาจทำได้ โดยการขอแปลงหนี้ระยะสั้นให้เป็นหนี้ระยะยาว หาแหล่งเงินกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำ การควบคุม ต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการบริหาร ทั้งนี้เพื่อให้ธุรกิจสามารถดำเนินการได้ต่อไปในภาวะเศรษฐกิจ ที่ถดถอย

รัชชิตา การขยัน (2546) ศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์งบการเงินเปรียบเทียบบริษัทในกลุ่ม ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ : กรณีศึกษา บริษัท ควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน) บริษัท แลนด์แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) และ บริษัท เอเชียน พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) โดยการรวบรวมข้อมูลประจำปีของบริษัทที่อยู่ในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เอกสารการวิจัย และ ข้อมูลจากระบบสารสนเทศของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2540 ถึง ปี พ.ศ. 2544 ในการวิเคราะห์เชิงพรรณนาจะเป็นการวิเคราะห์งบการเงินเปรียบเทียบในด้าน ความคล่องตัวทางการเงินระยะสั้น ความสามารถในการหาทำไร ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน โครงสร้างเงินทุนและนโยบายทางการเงิน

ผลการศึกษาพบว่าในด้านความคล่องตัวทางการเงินระยะสั้น บริษัท แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทที่มีความคล่องตัวทางการเงินระยะสั้นดีที่สุดโดยมีอัตราส่วน สภาพคล่อง อยู่ในสภาพคล่อง อยู่ในเกณฑ์ที่ดีมากเมื่อเปรียบกับอัตราเฉลี่ยอุตสาหกรรม บริษัท เอเชียน พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) มีอัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็วดีที่สุด แม้ว่า อัตราส่วนสภาพคล่องของบริษัทจะอยู่ในเกณฑ์ที่ต่ำกว่าอัตราเฉลี่ยอุตสาหกรรม แต่มีแนวโน้มที่ดี ขึ้นในปี พ.ศ. 2543 เป็นต้นไป เช่นเดียวกับบริษัท ควอลิตี้ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) มีอัตราส่วน สภาพคล่องอยู่ในเกณฑ์ที่ต่ำกว่าอัตราเฉลี่ยอุตสาหกรรม แต่มีแนวโน้มที่ดีขึ้น ตามลำดับ ในด้าน ความสามารถในการหาทำไร พบว่าบริษัท เอเชียน พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) มี แนวโน้มในอนาคตที่จะสามารถหาทำไรได้สูงสุดและให้ประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นดีที่สุด ขณะที่บริษัท ควอลิตี้ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) และบริษัท แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) มีความสามารถในการหาทำไรอยู่ในเกณฑ์ที่ดีกว่าอุตสาหกรรมเฉลี่ยโดยทั่วไป ในด้านประสิทธิภาพการดำเนินงาน เมื่อพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์และอัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์พบว่าบริษัทเอเชียน พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทที่มีประสิทธิภาพสูงสุดในการดำเนินงาน และบริหารสินทรัพย์ โดยมีอัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์เฉลี่ย 5 ปีสูงสุด และสูงกว่าอุตสาหกรรม เฉลี่ยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 เป็นต้นไป ส่วนบริษัท คลออลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน) และบริษัท แลนด์ แอนด์เฮาส์ จำกัด (มหาชน) มีประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์อยู่ในเกณฑ์ที่ต่ำกว่าอัตราเฉลี่ย

อุตสาหกรรม ในด้านโครงสร้างเงินทุนและนโยบายทางการเงิน บริษัทแลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) และ บริษัท เอเชีย นพรีอเพอรัตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) มีความเสี่ยงทางการเงินในระยะยาวต่ำ ขณะที่ บริษัท ควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงทางการเงินค่อนข้างสูง

2.2 งานวิจัยเกี่ยวกับแบบจำลองฟาร์มาและเฟรนช์

ภาณุรัตน์ สวัสดิ์ (2542) ศึกษาเรื่อง ศักยภาพของธุรกิจหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาบริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 5 หลักทรัพย์ โดยศึกษาข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เก็บรวบรวมราคาหลักทรัพย์พิจารณาเป็นรายเดือนตั้งแต่ มกราคม 2535 ถึง มิถุนายน 2542 และงบการเงินประจำปีของบริษัทหลักทรัพย์สิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2540 ถึง 31 ธันวาคม 2541 ผลการศึกษาพบว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อเทียบกับประเทศที่พัฒนาแล้วมีโอกาสเติบโตอีกในอนาคตและแนวโน้มการสร้างรายได้ของธุรกิจหลักทรัพย์ที่เป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์ยังมีแนวโน้มเติบโตได้ค่อนข้างสูง สำหรับการวิเคราะห์บริษัทหลักทรัพย์ทั้ง 5 แห่ง

พบว่าส่วนแบ่งตลาดของบริษัทหลักทรัพย์ทั้ง 5 แห่งก่อนปี 2537 มีอัตราการขยายตัวค่อนข้างต่ำเนื่องจากมีคู่แข่งมาก และหลังปี 2540 สถาบันการเงินได้ปิดกิจการลง 56 แห่ง ผลก็คือบริษัทหลักทรัพย์ทั้ง 5 แห่ง ส่วนแบ่งตลาดได้เพิ่มขึ้นในอัตราการเพิ่มที่สูงโดยสามารถเรียงลำดับความสามารถในการเพิ่มส่วนแบ่งตลาดได้ดังนี้คือ CNS ASL Z-MICO AST และ S-ONE ตามลำดับ เมื่อพิจารณาถึงสภาพคล่องของบริษัท ซึ่งดูได้จากอัตราส่วนทางการเงิน โดยพิจารณาจากอัตราส่วนวิเคราะห์สภาพคล่อง และอัตราส่วนเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิ พบว่าบริษัทหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงสุดเรียงลำดับได้ดังนี้ CNS ASL AST Z-MICO และ S-ONE ตามลำดับ สำหรับอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทหลักทรัพย์ทั้ง 5 แห่ง เมื่อพิจารณาจากอัตราส่วนทางการเงินในส่วนของอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) Earning per share และ Dividend yield พบว่า บริษัทหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดเรียงลำดับได้ดังนี้ AST ASL Z-MICO CNS และ S-ONE ตามลำดับ

ขวัญหล้า จันทะพันธ์ (2546) ศึกษาการวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความเสี่ยงและผลตอบแทนเพื่อใช้เป็นแนวทางในการประเมินราคาของหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสาร โดยทำการศึกษาหลักทรัพย์จำนวน 4 ตัว คือ Advance Info Service, Shin Sattelite, Telecom Asia และ United Communication โดยใช้

ข้อมูลราคาปิดรายสัปดาห์ เริ่มศึกษาตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2541 ถึง วันที่ 29 ธันวาคม 2545 แยกศึกษาเป็นรายปี และภาพรวม 5 ปี เพื่อเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนจากตลาด และใช้ค่าเฉลี่ยอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ 4 ธนาคาร โดยนำข้อมูลมาวิเคราะห์ Unit Root test เนื่องจากข้อมูลอนุกรมเวลามักจะมีลักษณะเป็น non-stationary อาจก่อให้เกิดปัญหาการได้ผลของความสัมพันธ์ไม่แท้จริง จึงต้องมีการทดสอบดังกล่าวและใช้แบบจำลอง CAPM และ แบบจำลอง ฟาร์มาและเฟรนซ์ ในการศึกษา ทำการประมาณค่าโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด โดยนำโปรแกรมคอมพิวเตอร์สำหรับคำนวณและประมวลผล ทำการวิเคราะห์ทางสถิติ

การศึกษพบว่าในทั้ง สองแบบจำลอง แบบจำลอง ฟาร์มาและเฟรนซ์ ได้ผลค่อนข้างแม่นยำมากกว่าเนื่องจากแบบจำลอง CAPM เพียงอย่างเดียวไม่สามารถอธิบายรูปแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ ทั้งหมดได้ ผลการวิเคราะห์พบว่าจากการใช้แบบจำลอง CAPM และแบบจำลอง ฟาร์มา และเฟรนซ์ พบว่าทุกหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาอยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์ แสดงว่าหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาให้ผลตอบแทนมากกว่าผลตอบแทนของตลาด ณ ระดับความเสี่ยงที่เท่ากับความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์จะสูงขึ้น ส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงจนเท่ากับระดับเดียวกับของตลาด หรือปรับตัวลงมาเท่ากับเส้นตลาดหลักทรัพย์ นักลงทุน ควรลงทุนในหลักทรัพย์เหล่านั้นก่อนที่ราคาจะปรับตัวเพิ่มขึ้น

จริญญา บาลสุข (2547) ได้ศึกษาแบบจำลองฟาร์มาและเฟรนซ์ กับหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายสัปดาห์ของหลักทรัพย์ กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ใช้ข้อมูลดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนจากตลาด และใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากโดยเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ 4 แห่งเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง โดยได้เริ่มศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม 2542 ถึง 26 ธันวาคม 2546 โดยได้ใช้แบบจำลอง CAPM เปรียบเทียบกับแบบจำลองฟาร์มาและเฟรนซ์ โดยมีตัวแปรเข้ามาเพิ่มอีกสองตัวคือ ขนาดของบริษัท (Size) โดยดูจากสัดส่วนทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว (Paid Up Capital) และสัดส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to Market) เป็นแบบจำลองในการศึกษา

พบว่าแบบจำลองฟาร์มาและเฟรนซ์ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาได้แม่นยำกว่าแบบจำลอง CAPM เพราะให้ค่า R^2 ที่มากกว่า และพบ

ว่าหลักทรัพย์ TMB , NBAK , BAY , KBANK , BBL , KTB และ BOA มีค่า $\beta > 1$ เป็น Aggressive Stock และหลักทรัพย์ BOA มีค่า $\beta < 1$ เป็น Defensive Stock และผลการศึกษาของทั้งสองพบว่า หลักทรัพย์ที่นำลงทุนคือ หลักทรัพย์ BOA , NBAK และ BAY เพราะมีราคาต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (undervalue)

Atchara Jirawattanakitja (2004) ศึกษาเรื่อง การวิจัยค้นคว้าหาความสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบด้านอุตสาหกรรมและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไทย การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการมีอยู่ระดับการมีอยู่และลักษณะของผลกระทบของอุตสาหกรรมที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ซึ่งอยู่ในอุตสาหกรรม นั้นๆ ในตลาดหลักทรัพย์ไทย ผลการวิจัยนี้จะเป็นประโยชน์ในการกำหนดสถานะทางอุตสาหกรรมซึ่งมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมนั้นๆ อีกทั้งยังช่วย นักลงทุน และผู้จัดการกองทุนในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่เหมาะสมและยังช่วยในการ บริหารการลงทุนในหลักทรัพย์โดยรวมอย่างมีประสิทธิภาพ ในขณะที่การวิเคราะห์ทาง การเงิน โดยมากใช้เทคนิคการวิเคราะห์เชิงถดถอยและการวิเคราะห์เชิงปัจจัย งานวิจัยนี้ใช้วิธีการที่แตกต่างโดยได้ใช้ความสัมพันธ์ทางตัวเลข และแนวคิดเรื่องความยืดหยุ่นของ เศรษฐศาสตร์ซึ่งเชื่อมโยงความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนของอุตสาหกรรม และอัตราผลตอบแทนของตลาดโดยรวม

นอกจากการใช้สมการความสัมพันธ์ทางตัวเลขและแนวคิดเรื่องความยืดหยุ่นในการหาผลลัพธ์ของผลกระทบด้านอุตสาหกรรม เครื่องมือทางสถิติเทคนิคการวิเคราะห์เชิงถดถอยแบบเพิ่มพูนยังถูกนำมาใช้ในการหาความสำคัญของปัจจัยทางอุตสาหกรรมที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งอยู่ในหมวดอุตสาหกรรมนั้นๆ ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยนี้ประกอบด้วย ราคาปิดของหลักทรัพย์สามัญ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คำนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และดัชนีอุตสาหกรรม โดยได้รวบรวมข้อมูลตั้งแต่เดือนมกราคม 2541 ถึงเดือนธันวาคม 2545 ผลการวิจัย พบว่าผลกระทบด้านอุตสาหกรรมไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ไทยในระหว่างช่วงเวลากการวิจัย กล่าวอีกนัยหนึ่งว่าไม่มีหลักฐานที่แน่นอนที่จะสรุปได้ว่าผลกระทบด้านอุตสาหกรรมไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไทย

Chou, Li and Zhou (2004) ศึกษาพบว่า จาก Fama and French (1993) พบปัจจัย SMB และ HML อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ตามข้อมูลภาคตัดขวางได้เป็นจำนวนมาก ไม่สามารถอธิบายได้โดยแบบจำลอง CAPM ในขณะที่ Daniel and Titman (1997) อธิบายว่าเป็นลักษณะเฉพาะ

ของหลักทรัพย์ที่มีตอบสนองต่อตัวแปรนั้น. อย่างไรก็ตามข้อโต้แย้งของทั้งสองโดยส่วนมากอยู่บนพื้นฐานการเปรียบเทียบผลตอบแทนที่คาดหวัง และมีอยู่น้อยคนมากที่จะรู้ถึงคำอธิบาย 2 เรื่องนี้เพื่อนำไปใช้ตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุนโดยทั่วไป และกลุ่มการลงทุนที่ดีเยี่ยมโดยเฉพาะ การศึกษานี้จะแสดงให้เห็นถึงนักลงทุนส่วนมากลงทุนแตกต่างกันไปจากค่าเฉลี่ยที่ผู้ลงทุนนั้นกำหนดราคาสินทรัพย์ห่างไปจากแบบจำลอง CAPM ซึ่งสามารถทำให้ได้รับกำไรทางเศรษฐศาสตร์มากกว่า การดูผลจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในความเป็นจริงเมื่อศึกษาข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่นรายเดือนใน 50 หลักทรัพย์หลักในช่วงระยะเวลา 1980—1997 การศึกษานี้พบว่ากลุ่มการลงทุนที่ดีมากนั้นเกิดมาจากแบบจำลองพื้นฐานที่มีลักษณะเฉพาะเป็นการแสดงผลได้ดีเยี่ยมและผลตอบแทนที่ได้แต่ละเดือนได้มากกว่าร้อยละ 0.81 (แต่ละปีได้ถึงร้อยละ 10.16) ซึ่งมากกว่าดัชนีเอสแอนด์พี 225 ด้วย ความเสี่ยงที่ไม่มากไปกว่ากัน

Gaunt (2004) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียในด้านผลตอบแทนบริษัท ผลของมูลค่าสินทรัพย์ตามบัญชีต่อราคาตลาด และความสามารถของแบบจำลอง Fama and French three factor model เพื่อประเมินผลและแก้ไขความสามารถของแบบจำลอง CAPM ที่เสนอให้มีการทดสอบขยายเวลาช่วงปี ค.ศ.1981-1991 ในการเปรียบเทียบกับการศึกษาของ Halliwell, Heaney และ Sawicki (1999) นอกจากนี้อีก 10 ปีถัดมา (จนถึงปี 2000) และข้อจำกัดหลายอย่างและการค้นพบในการศึกษานี้ พบว่า Three factor model ให้ผลที่มีนัยสำคัญมากกว่า CAPM และจากข้อมูลนี้ ปัจจัยมูลค่าสินทรัพย์ตามบัญชีต่อราคาตลาดเป็นไปตามกฎในการตั้งราคาหลักทรัพย์

การศึกษานี้แสดงแบบจำลองฟาร์มาและเฟรนช์ อธิบายข้อมูลการศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของประเทศออสเตรเลีย ซึ่งขัดแย้งกับข้อมูลการศึกษาของประเทศสหรัฐอเมริกา เพราะคำอธิบายที่มีความน่าเชื่อถือมาจากคำอธิบายในส่วน of ผลตอบแทนที่แตกต่างกันระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์เมื่อทำการแบ่งอย่างหยาบตามพื้นฐานการรองรับความเสี่ยงของธุรกิจ กลุ่มหลักทรัพย์ที่เสี่ยงน้อยกว่าหรือทำกำไรได้มากกว่าแสดงผลตอบแทนที่ไม่ยุติธรรมสูงกว่า ซึ่งเกิดจากนักลงทุนต่างชะลอการตอบรับเพื่อแก้ไขให้สามารถทำกำไรได้ ซึ่งปรากฏหลักฐานให้เห็นโดยบ่งบอกว่านักวิเคราะห์และนักลงทุนมีปฏิกิริยาช้าลงเมื่อพบข้อมูลใหม่ที่สำคัญ

Bartholdy and Peare (2004) พบว่าผู้วิเคราะห์หลักทรัพย์ส่วนใหญ่ศึกษาแบบจำลอง (CAPM) เพื่อประมาณผลตอบแทนที่คาดหวังสำหรับหลักทรัพย์ที่ละตัว สำหรับ การประมาณผลตอบแทนของกลุ่มการลงทุนในทางวิชาการ เสนอแนะให้ใช้แบบจำลอง Fama and French three factor model วัดอุปสรรคหลักของการศึกษานี้ เพื่อเปรียบเทียบการแสดงผลของทั้ง 2 แบบจำลอง

ในหลักทรัพย์แต่ละตัว เริ่มด้วยการประมาณผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละตัว โดยแบบจำลอง CAPM ได้ใช้ช่วงเวลา ความถี่ของข้อมูล และดัชนีของข้อมูลที่แตกต่างกัน ผลการทดลองพบว่า เมื่อใช้ข้อมูลรายเดือน เป็นเวลา 5 ปี และดัชนีน้ำหนักเฉลี่ย (equal-weighted index) ซึ่งตรงกันข้ามกับ ดัชนีถ่วงมูลค่า (value-weighted index) ได้ผลการประมาณค่าที่ดีที่สุด อย่างไรก็ตามการประมาณค่าจากแบบจำลองนี้ไม่ดี โดยอธิบายผลแตกต่างโดยเฉลี่ย 3 เปอร์เซ็นต์จากผลตอบแทนการประมาณค่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละตัวนั้นตั้งอยู่บนพื้นฐานแบบจำลองฟาร์มา และเฟรนช์ ใช้ข้อมูลรายเดือน เป็นเวลา 5 ปี ก็แสดงผลไม่ดีไปกว่า แบบจำลอง CAPM เนื่องจากตัวแปรอิสระที่ของดัชนีสามารถอธิบายได้ผลแตกต่างโดยเฉลี่ย 5 เปอร์เซ็นต์จากผลตอบแทนการประมาณค่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ จากข้อมูลนี้ทำให้อธิบายได้ว่าทำไมแบบจำลอง CAPM จึงใช้เสริมโดยผู้วิเคราะห์หลักทรัพย์ เช่น ราคาที่เพิ่มขึ้นไม่ถูกพิจารณาว่าสัมพันธ์กับแบบจำลองฟาร์มา และเฟรนช์ อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้นำไปสู่คำถามในการใช้แบบจำลองในการประมาณค่าหลักทรัพย์ต่อไป

Malin and Veeraraghavan (2004) ได้ตรวจสอบความแข็งแกร่งของแบบจำลอง Fama and French multifactor model หลักทรัพย์ในตลาดยุโรป 3 แห่ง คือ ประเทศ อังกฤษ เยอรมัน และ ฝรั่งเศส โดยใช้ข้อมูลผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายเดือนและข้อมูลทางบัญชี ได้มาจาก Datastream Advance 3.5 ซึ่งการศึกษานี้พบว่า มีผลต่อบริษัทขนาดเล็กของ ฝรั่งเศส และเยอรมัน และมีผลต่อบริษัทขนาดใหญ่ ในอังกฤษ ข้อมูลที่ได้ไม่พบผลสะท้อนของมูลค่า แต่พบผลสะท้อนจากการเจริญเติบโต และการศึกษานี้ปฏิเสธว่าผลจากฤดูกาลสามารถอธิบายผลของแบบจำลองหลายปัจจัยได้ Fama and French (1992) กล่าวว่า ผลของการจัดการกลุ่มการลงทุนสามารถประเมินได้โดยเปรียบเทียบผลตอบแทนเฉลี่ยที่ได้กับผลตอบแทนกลุ่มการลงทุนที่มีขนาดธุรกิจ และมูลค่าหลักทรัพย์ตามบัญชีต่อราคาตลาดที่เหมือนกัน ซึ่งตรงกับ Elton and Gruber (1995) แสดงให้เห็นว่าการถือหลักทรัพย์หลายอย่าง ซึ่งไม่มีตัวเปรียบเทียบ อาจใช้ผลที่แตกต่างไปจากตัวเปรียบเทียบรูปแบบที่มีหลายปัจจัยอาจต้องมีการประเมินค่าในทางปฏิบัติ และในการศึกษาก็พบว่าเมื่อนำไปใช้ในการแสดงผลของกลุ่มการลงทุนและการจัดสรรเงินลงทุนจากต้นทุนนั้น ควรจะประเมินโดยใช้แบบจำลองหลายปัจจัยดีกว่าการใช้ตัวเปรียบเทียบปัจจัยเดียว