

บทที่ 5

สรุปผลและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

ในการศึกษานี้ได้ทำการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์ โดยการใช้ทฤษฎีของ Arbitrage Pricing Theory (APT) ในการประมาณค่าความเสี่ยงจากปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์ ค่าชดเชยความเสี่ยง และอัตราคาดหวังของหลักทรัพย์ โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ด้วยวิธี OLS เข้ามาในการประมาณค่า โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมดอันได้แก่ อัตราผลตอบแทนตลาด (RM) อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ (MLR) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PI) และอัตราเงินเฟ้อ (INF) ใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม 2546 ถึงเดือนธันวาคม 2549 รวมเป็น 48 เดือน

ผลการทดสอบ Unit Root ของ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ทั้ง 66 หลักทรัพย์ พบว่ามี 49 หลักทรัพย์ ที่ค่า ADF Statistic มีค่ามากกว่าค่าวิกฤติแมคคินนอน (Mackinnon) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ทั้งในสมการ Intercept ,Trend and Intercept และ None ที่ Order of Integration เป็น I (0) ส่วนอีก 9 หลักทรัพย์ที่ค่า ADF Statistic มีค่ามากกว่าค่าวิกฤติแมคคินนอน (Mackinnon) ในระดับนัยสำคัญทางสถิติที่แตกต่างกันไปตามตาราง ที่ Order of Integration เป็น I (0) ส่วนที่เหลืออีก 8 หลักทรัพย์ไม่สามารถทดสอบได้เนื่องจากมีข้อมูลไม่เพียงพอต่อการทดสอบ คือ FUTUPF PAE PREECHA QHPF SPF TUPF TYONG และ WIN จากข้อมูลที่ทดสอบได้ทั้ง 58 หลักทรัพย์พบว่าค่าสถิติ Durbin-Watson ตกอยู่ในช่วงที่ไม่เกิดปัญหา Autocorrelation ดังนั้น อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั้ง 58 หลักทรัพย์มีความนิ่งของข้อมูล ซึ่งสามารถนำไปใช้ในแบบจำลอง Arbitrage Pricing Theory (APT) ได้

ผลการทดสอบ Unit Root ของ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (RM) อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ (MLR) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PI) และดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) พบว่าค่า ADF Statistic มีค่ามากกว่าค่าวิกฤติแมคคินนอน (Mackinnon) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ทั้งในสมการ Intercept ,Trend and Intercept และ None ที่ Order of Integration เป็น I (0) ค่าสถิติ Durbin-Watson ตกอยู่ในช่วงที่ไม่เกิดปัญหา Autocorrelation ดังนั้นทั้ง 4 ปัจจัย มีความนิ่งของข้อมูล ซึ่งสามารถนำไปใช้ในแบบจำลอง Arbitrage Pricing Theory (APT) ได้

ผลการวิเคราะห์พบว่า การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคทั้ง 4 ตัว สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ถึง 21 หลักทศนิยม ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ถึง 10 หลักทศนิยม และที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 ถึง 6 หลักทศนิยม ส่วนหลักทรัพย์ที่เหลือไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติและหลักทรัพย์บางตัวมีข้อมูลไม่เพียงพอต่อการวิเคราะห์

อัตราผลตอบแทนตลาดมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ 41 หลักทศนิยม อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ 5 หลักทศนิยม ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ 5 หลักทศนิยม และอัตราเงินเฟ้อมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ 4 หลักทศนิยม สรุปได้ว่าอัตราผลตอบแทนตลาดมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมาอัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และอัตราเงินเฟ้อ ตามลำดับ

การประมาณค่าชดเชยความเสี่ยงอันเนื่องมาจากปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์มหภาค พบว่าค่า R-squares เท่ากับ 0.0826 แสดงว่า อัตราผลตอบแทนตลาด อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ และ ปริมาณการลงทุน สามารถอธิบายพฤติกรรมเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินหลักทรัพย์ได้ร้อยละ 8.26 จากค่าสถิติ t พบว่ามีเพียงค่าชดเชยความเสี่ยงที่มาจากอัตราผลตอบแทนตลาดมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 เพียงปัจจัยเดียว ซึ่งการใช้ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่กล่าวมากับอัตราผลตอบแทนของหุ้นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ในช่วงเวลาที่ทำการทดสอบ ทำให้เห็นว่าการใช้ทฤษฎี APT นี้ไม่มีความแตกต่างกับทฤษฎี CAPM ดังนั้นควรใช้ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคอื่นรวมถึงปัจจัยจุลภาคที่เกิดจากตัวหลักทรัพย์เองเข้ามาประยุกต์ใช้ในแบบจำลองเพื่อให้ได้ผลทำนายที่ดีขึ้น

จากผลการประมาณค่าความเสี่ยงและผลการประมาณค่าชดเชยความเสี่ยงจากปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค สามารถนำมาหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ได้ เพื่อเป็นเกณฑ์ในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ถ้าผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์มีค่าเป็นบวก แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ในขณะนั้นต่ำกว่าที่ควรจะเป็นทำให้อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงนั้นสูงกว่าที่ทฤษฎี APT คาดการณ์ไว้ ดังนั้นจะพิจารณาลงทุนในหลักทรัพย์นี้ ถ้าผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์มีค่าเป็นลบ แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ในขณะนั้นสูงกว่าที่ควรจะเป็นทำให้อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงนั้นต่ำกว่าที่ทฤษฎี APT คาดการณ์ไว้ ดังนั้นจึงไม่ควรลงทุนในหลักทรัพย์นี้

5.2 ปัญหาและข้อเสนอแนะ

1. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลรายเดือนระยะเวลา 4 ปี ซึ่งปัญหาที่พบคือข้อมูลของหลักทรัพย์บางตัวบางช่วงขาดหายไปจึงมีการประมาณค่าขึ้นมาให้เหมาะสมกับความเป็นจริงตามหลักการ ซึ่งไม่ใช่ข้อมูลที่แท้จริงจึงอาจทำให้ผลที่ได้มีความคลาดเคลื่อนบ้าง ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปควรตรวจสอบข้อมูลให้มีความพร้อมเพื่อลดความคลาดเคลื่อนของผลการศึกษา

2. การศึกษาครั้งต่อไปนำทดลองประยุกต์ใช้แบบจำลอง APT เพื่อหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีอีกหลายปัจจัยที่สามารถเป็นตัวกำหนดอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในที่นี้จะเรียกรวมว่าเป็นปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์ซึ่งหมายถึงปัจจัยมหภาคและปัจจัยจุลภาคที่มาจากตัวหลักทรัพย์เอง เช่น เงินปันผลต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น อัตราการเจริญเติบโตของบริษัท เป็นต้น ในการศึกษาครั้งต่อไปควรมีการปรับปรุงและเพิ่มเติมปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์ให้เหมาะสมและครอบคลุมมากยิ่งขึ้น รวมถึงการเพิ่มกลุ่มของตัวอย่างหลักทรัพย์ให้ครอบคลุมทั้งตลาดจะสามารถช่วยให้ได้ผลการทำนายได้ดีมากขึ้น

3. การศึกษาครั้งนี้ได้นำอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในอดีตมาทดสอบ ดังนั้นการศึกษาครั้งต่อไปควรนำผลตอบแทนที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตมาใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งจะทำให้เกิดประโยชน์แก่นักลงทุนอย่างแท้จริง

4. การศึกษาครั้งต่อไปควรจะแนะนำสัดส่วนในการลงทุนที่เหมาะสมในหลักทรัพย์เพิ่มเติมด้วย เพื่อที่นักลงทุนจะสามารถนำการศึกษาที่ได้ไปประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้โดยรับความเสี่ยงจากการลงทุนน้อยที่สุด