

## บทที่ 6

### บทสรุปและข้อเสนอแนะ

#### 6.1 บทสรุป

ในการศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ความเสี่ยงของหลักทรัพย์บางหลักทรัพย์ ในกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์โดยวิธีการถดถอยแบบสลับเปลี่ยน (Switching Regression) ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบตัวแบบจำลองทางเศรษฐมิติสำหรับการตัดสินใจในการลงทุนในหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ โดยวิธีการถดถอยแบบสลับเปลี่ยน (Switching Regression) โดยทำการศึกษาหลักทรัพย์จำนวน 4 หลักทรัพย์ คือ บริษัทเงินทุนสินเชื่อยุโรป จำกัด (มหาชน) บริษัทเงินทุนกรุงเทพธนสาร จำกัด (มหาชน) บริษัทเงินทุนเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน) และบริษัทเงินทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายสัปดาห์ เริ่มตั้งแต่เดือนมกราคม 2541 ถึงเดือนธันวาคม 2545 รวมทั้งสิ้น 260 สัปดาห์

เนื่องจากอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ เป็นข้อมูลอนุกรมเวลา จึงต้องทำการทดสอบลักษณะหนึ่งของข้อมูลด้วยการทดสอบยูนิทรูท และหากพบว่าข้อมูลอนุกรมเวลามีลักษณะไม่นิ่งจะทำการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยการหาลักษณะการร่วมกันไปด้วยกัน (Cointegration) จะได้สมการถดถอยเชิงดุลยภาพในระยะยาว แต่ในระยะสั้นอาจมีการเบี่ยงเบนออกนอกดุลยภาพ ดังนั้นจึงต้องหาสมการการปรับตัวในระยะสั้น โดยใช้ค่าความคลาดเคลื่อนในสมการร่วมกันไปด้วยกัน เป็นค่าความคลาดเคลื่อนดุลยภาพ และการปรับตัวขึ้นกับการปรับตัวลงของภาวะตลาด อาจมีความเสี่ยงไม่เท่ากัน ทำให้ค่าเบต้าแตกต่างกัน ซึ่งสัมประสิทธิ์ค่าเบต้า ( $\beta$ ) คือ ตัววัดความเสี่ยงค่าเบต้า ( $\beta$ ) จะบอกความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของตลาดหรือผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ จึงนำแบบจำลองการถดถอยสลับเปลี่ยนมาหาค่าเบต้าในภาวะตลาดขาขึ้นและขาลง เพื่อช่วยในการตัดสินใจการลงทุนในหลักทรัพย์ทั้ง 4 หลักทรัพย์ที่ได้นำมาศึกษาในครั้งนี้

การวิเคราะห์ข้อมูลของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์และของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อนำมาทดสอบความนิ่งด้วยวิธียูนิทรูท พบว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์นี้มีลักษณะนิ่ง ที่  $I(0)$  อย่างมีนัยสำคัญ

การวิเคราะห์ข้อมูลของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทเงินทุนสินเอเชีย จำกัด (มหาชน) เมื่อคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ นำมาทดสอบความนิ่งด้วยวิธียูนิทรูท พบว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นี้มีลักษณะนิ่ง ที่  $I(0)$  อย่างมีนัยสำคัญ จากนั้นตรวจสอบการร่วมกันไปด้วยกัน จะได้สมการถดถอยเชิงดุลยภาพในระยะยาว อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์บริษัทเงินทุนสินเอเชีย จำกัด (มหาชน) 1.4849 หน่วย ส่วนค่าคงที่เป็น 0.3691 หน่วย และส่วนที่เหลือที่นำมาทดสอบมีลักษณะนิ่งอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 หมายความว่าสมการถดถอยที่แสดงความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวมีลักษณะการร่วมกันไปด้วยกัน ส่วนสมการการปรับตัวในระยะสั้นค่าความคลาดเคลื่อนที่มาจากดุลยภาพระยะยาวช่วงที่แล้ว จะปรับตัวเข้าสู่ภาวะปกติด้วยความเร็ว -1.3428 หน่วย เมื่อมีเหตุการณ์ใดๆ มาทำให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์นี้เปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย จะเห็นว่าค่าความคลาดเคลื่อนที่มาจากดุลยภาพระยะยาวมีค่าไม่เป็นไปตามทฤษฎีของ Engle-Granger ในส่วนของการประมาณค่าความเบต้าของหลักทรัพย์นี้ด้วยวิธี Tobit และแบบจำลองการถดถอยสลับเปลี่ยน พบว่าค่าเบต้าที่ได้มีค่าเท่ากับ 2.7523 แต่ในภาวะตลาดขาขึ้น ค่าเบต้ามีค่าเท่ากับ 0.3684 จะเห็นว่ามีความแตกต่างกัน หมายความว่า ในภาวะตลาดขาขึ้น ถ้าอัตราผลตอบแทนของตลาดเพิ่มขึ้น 1 หน่วย อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นี้จะเพิ่มขึ้น 2.7523 หน่วย แต่ในภาวะตลาดขาลง ถ้าอัตราผลตอบแทนของตลาดลดลง 1 หน่วย อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นี้จะลดลง 0.3684 หน่วย ในส่วนการตัดสินใจลงทุนพบว่าหลักทรัพย์นี้มีมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริง ทั้งในภาวะตลาดขาขึ้นและขาลง ราคาของหลักทรัพย์นี้จะมีค่าสูงขึ้น ดังนั้น นักลงทุนควรลงทุนในหลักทรัพย์นี้

การวิเคราะห์ข้อมูลของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทเงินทุนกรุงเทพมหานคร จำกัด (มหาชน) เมื่อคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ นำมาทดสอบความนิ่งด้วยวิธียูนิทรูท พบว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นี้มีลักษณะนิ่ง ที่  $I(0)$  อย่างมีนัยสำคัญ จากนั้นตรวจสอบการร่วมกันไปด้วยกัน จะได้สมการถดถอยเชิงดุลยภาพในระยะยาว อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์บริษัทเงินทุนกรุงเทพมหานคร จำกัด (มหาชน) 1.0938 หน่วย ส่วนค่าคงที่เป็น 0.6642 หน่วย และส่วนที่เหลือที่นำมาทดสอบมีลักษณะนิ่งอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 หมายความว่าสมการถดถอยที่แสดงความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวมีลักษณะการร่วมกันไปด้วยกัน ส่วนสมการการปรับตัวในระยะสั้นค่าความคลาดเคลื่อนที่มาจากดุลยภาพระยะยาวช่วงที่แล้ว จะปรับตัวเข้าสู่ภาวะปกติด้วยความเร็ว

-1.1446 หน่วย เมื่อมีเหตุการณ์ใดๆ มาทำให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์นี้เปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย จะเห็นว่าค่าความคลาดเคลื่อนที่มาจากคุณภาพระยะยาวมีค่าไม่เป็นไปตามทฤษฎีของ Engle-Granger ในส่วนของการประมาณค่าความเบต้าของหลักทรัพย์นี้ด้วยวิธี Tobit และแบบจำลองการถดถอยสลับเปลี่ยน พบว่าค่าเบต้าที่ได้มีค่าเท่ากับ สมการถดถอยที่ได้ทั้ง 2 สมการ พบว่า ในภาวะตลาดขาขึ้น ค่าเบต้ามีค่าเท่ากับ 2.4116 แต่ในภาวะตลาดขาลง ค่าเบต้ามีค่าเท่ากับ 0.1775 จะเห็นว่าค่าเบต้าที่แตกต่างกัน หมายความว่า ในภาวะตลาดขาขึ้น ถ้าอัตราผลตอบแทนของตลาดเพิ่มขึ้น 1 หน่วย อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นี้จะเพิ่มขึ้น 2.4116 หน่วย แต่ในภาวะตลาดขาลง ถ้าอัตราผลตอบแทนของตลาดลดลง 1 หน่วย อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นี้จะลดลง 0.1775 หน่วย ในส่วนการตัดสินใจลงทุนพบว่าหลักทรัพย์นี้มีมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริง ทั้งในภาวะตลาดขาขึ้นและขาลง ราคาของหลักทรัพย์นี้จะมีค่าสูงขึ้น ดังนั้น นักลงทุนควรจะลงทุนในหลักทรัพย์นี้

การวิเคราะห์ข้อมูลของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทเงินทุนเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน) เมื่อคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ นำมาทดสอบความนิ่งด้วยวิธียูนิทรูท พบว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นี้มีลักษณะนิ่ง ที่  $I(0)$  อย่างมีนัยสำคัญ จากนั้นตรวจสอบการร่วมกันไปด้วยกัน จะได้สมการถดถอยเชิงคุณภาพในระยะยาว อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์บริษัทเงินทุนเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน) 1.4066 หน่วย ส่วนค่าคงที่เป็น 1.3095 หน่วย และส่วนที่เหลือที่นำมาทดสอบมีลักษณะนิ่งอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 หมายความว่าสมการถดถอยที่แสดงความสัมพันธ์เชิงคุณภาพระยะยาวมีลักษณะการร่วมกันไปด้วยกัน เมื่อหาสมการการปรับตัวในระยะสั้นค่าความคลาดเคลื่อนที่มาจากคุณภาพระยะยาวช่วงที่แล้ว จะปรับตัวเข้าสู่ภาวะปกติด้วยความเร็ว

-1.0130 หน่วย เมื่อมีเหตุการณ์ใดๆ มาทำให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์นี้เปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย จะเห็นว่าค่าความคลาดเคลื่อนที่มาจากคุณภาพระยะยาวมีค่าไม่เป็นไปตามทฤษฎีของ Engle-Granger ในส่วนของการประมาณค่าความเบต้าของหลักทรัพย์นี้ด้วยวิธี Tobit และแบบจำลองการถดถอยสลับเปลี่ยน พบว่าค่าเบต้าที่ได้มีค่าเท่ากับ สมการถดถอยที่ได้ทั้ง 2 สมการ พบว่า ในภาวะตลาดขาขึ้น ค่าเบต้ามีค่าเท่ากับ 3.5010 แต่ในภาวะตลาดขาลง ค่าเบต้ามีค่าเท่ากับ 0.2907 จะเห็นว่าค่าเบต้าที่แตกต่างกัน หมายความว่า ในภาวะตลาดขาขึ้น ถ้าอัตราผลตอบแทนของตลาดเพิ่มขึ้น 1 หน่วย อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นี้จะเพิ่มขึ้น 3.5010 หน่วย แต่ในภาวะตลาดขาลง ถ้าอัตราผลตอบแทนของตลาดลดลง 1 หน่วย อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นี้จะลดลง 0.2907 หน่วย ในส่วนการตัดสินใจลงทุนพบว่าหลักทรัพย์นี้มีมูลค่าต่ำกว่าความ

เป็นจริง ทั้งในภาวะตลาดขาขึ้นและขาลง ราคาของหลักทรัพย์นี้จะมีค่าสูงขึ้น ดังนั้น นักลงทุนควร จะลงทุนในหลักทรัพย์นี้

การวิเคราะห์ข้อมูลของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทเงินทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) เมื่อคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ นำมาทดสอบความนิ่งด้วยวิธียูนิทรูท พบว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นี้มีลักษณะนิ่ง ที่  $I(0)$  อย่างมีนัยสำคัญ จากนั้นตรวจสอบ การร่วมกันไปด้วยกัน จะได้สมการถดถอยเชิงคุณสภาพในระยะยาว อัตราผลตอบแทนของตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์บริษัทเงินทุน ธนชาติ จำกัด (มหาชน) 1.8936 หน่วย ส่วนค่าคงที่เป็น 0.6460 และส่วนที่เหลือที่นำมาทดสอบมี ลักษณะนิ่งอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 หมายความว่าสมการถดถอยที่แสดงความสัมพันธ์เชิงคุณสภาพ ระยะยาวมีลักษณะการร่วมกันไปด้วยกัน เมื่อทดสอบความสัมพันธ์เชิงคุณสภาพระยะสั้นค่า ความคลาดเคลื่อนที่มาจากคุณสภาพระยะยาวช่วงที่แล้ว จะปรับตัวเข้าสู่ภาวะปกติด้วยความเร็ว -1.1695 หน่วย เมื่อมีเหตุการณ์ใดๆ มาทำให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์นี้ เปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย จะเห็นว่าค่าความคลาดเคลื่อนที่มาจากคุณสภาพระยะยาวมีค่าไม่เป็นไป ตามทฤษฎีของ Engle-Granger ในส่วนของการประมาณค่าความเบต้าของหลักทรัพย์นี้ด้วยวิธี Tobit และแบบจำลองการถดถอยสลับเปลี่ยน พบว่าค่าเบต้าที่ได้มีค่าเท่ากับ สมการถดถอยที่ได้ทั้ง 2 สมการ พบว่า ในภาวะตลาดขาขึ้น ค่าเบต้ามีค่าเท่ากับ 3.2655 แต่ในภาวะตลาดขาลง ค่าเบต้ามีค่า เท่ากับ 1.0310 จะเห็นว่ามีค่าเบต้าที่แตกต่างกัน หมายความว่า ในภาวะตลาดขาขึ้น ถ้าอัตรา ผลตอบแทนของตลาดเพิ่มขึ้น 1 หน่วย อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นี้จะเพิ่มขึ้น 3.2655 หน่วย แต่ในภาวะตลาดขาลง ถ้าอัตราผลตอบแทนของตลาดลดลง 1 หน่วย อัตราผลตอบแทนของ หลักทรัพย์นี้จะลดลง 1.0310 หน่วย ในส่วนการตัดสินใจลงทุนพบว่าหลักทรัพย์นี้มีค่าต่ำกว่าความ เป็นจริง ทั้งในภาวะตลาดขาขึ้นและขาลง ราคาของหลักทรัพย์นี้จะมีค่าสูงขึ้น ดังนั้น นักลงทุนควร จะลงทุนในหลักทรัพย์นี้

จากการประมาณค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์ทั้ง 4 หลักทรัพย์ สามารถสรุปได้ว่ามีความ แตกต่างกันในภาวะตลาดขาขึ้นและขาลง ซึ่งในภาวะตลาดขาขึ้น อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ จะมากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ส่วนในภาวะตลาดขาลง อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ จะลดลงน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด สามารถกล่าวได้ว่าหลักทรัพย์ทั้ง 4 หลักทรัพย์ เป็น หลักทรัพย์ที่นำลงทุน และเมื่อนำมาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล อายุ 5 ปี พบว่าหลักทรัพย์ทั้ง 4 หลักทรัพย์ มีค่าต่ำกว่าความเป็นจริง ดังนั้นราคาย่อมจะสูงขึ้นอีก

## 6.2 ข้อเสนอแนะ

การศึกษาในครั้งนี้จะใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2541-2545 ซึ่งเป็นช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ดังนั้นจึงควรมีการศึกษาเปรียบเทียบข้อมูลก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ เพื่อเป็นประโยชน์แก่นักลงทุนต่อไป

มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Chiang Mai University