

บทที่ 5

สรุปและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษารวบรวมการวิเคราะห์ความเสี่ยงของหลักทรัพย์บางหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 4 หลักทรัพย์คือ บริษัทบ้านปู จำกัด(มหาชน) ชื่อย่อ BANPU, บริษัทลานนาอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด(มหาชน) ชื่อย่อ LANNA, บริษัทปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด(มหาชน) ชื่อย่อ PTTEP และ บริษัทปตท. จำกัด(มหาชน) ชื่อย่อ PTT มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความเสี่ยงและทิศทางผลตอบแทนจากการลงทุน และใช้เป็นแนวทางในการประเมินราคาของหลักทรัพย์ BANPU, LANNA, PTTEP และ PTT ในกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการพิจารณาคัดสินใจเลือกลงทุน โดยการใช้แบบจำลองการกำหนดราคาสินทรัพย์ประเภททุน(Capital Pricing Model : CAPM)เป็นแบบจำลองในการศึกษา ใช้ข้อมูลจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย(Set Index)เป็นตัวแทนในการคำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาด ใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์รายสัปดาห์ระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2541 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2545 รวมทั้งสิ้น 260 สัปดาห์ เป็นตัวแทนในการคำนวณอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ และใช้ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงเงินฝากประจำ 3 เดือน ของธนาคารพาณิชย์ 5 ธนาคารคือ ธนาคารกรุงเทพ จำกัด(มหาชน),ธนาคารกรุงไทย จำกัด(มหาชน),ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด(มหาชน),ธนาคารกสิกรไทย จำกัด(มหาชน) และธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด(มหาชน) มาเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง(Risk Free Rate) นำผลที่ได้มาเปรียบเทียบกับแบบจำลอง Fama-French Model โดยเพิ่มปัจจัยเข้าไปอีก 2 ตัว คือ ขนาดของบริษัท และ ส่วนส่วนระหว่างมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาด(book to market) มาทำการทดสอบ Unit Root และทำการวิเคราะห์ความถดถอยอย่างง่าย(Simple Regressive Analysis) โดยใช้โปรแกรมคอมพิวเตอร์ทางสถิติมาคำนวณ

ผลการศึกษารวบรวมการทดสอบค่า α โดยใช้แบบจำลอง CAPM พบว่า ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% หลักทรัพย์ BANPU และ PTTEP ปฏิเสธสมมติฐาน $H_0 : \alpha = 0$ แล้วยอมรับสมมติฐาน $H_1 : \alpha \neq 0$ คือยอมรับว่ามีปัจจัยอื่นนอกจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ(Systematic Risk) ที่ทำให้ผลตอบแทนผิดปกติ ส่วนหลักทรัพย์ LANNA และ PTT ยอมรับสมมติฐาน $H_0 : \alpha = 0$ แล้วปฏิเสธสมมติฐาน

$H_1 : \alpha \neq 0$ คือยอมรับว่าไม่มีปัจจัยอื่นนอกจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ(Systematic Risk) ที่ทำให้ผลตอบแทนปกติ ส่วนวิธี Fama-French Model พบว่า ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% หลักทรัพย์ BANPU, LANNA, PTTEP และ PTT ปฏิเสธสมมติฐาน $H_0 : \alpha = 0$ แล้วยอมรับสมมติฐาน $H_1 : \alpha \neq 0$ คือยอมรับว่ามีปัจจัยอื่นนอกจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ(Systematic Risk) ที่ทำให้ผลตอบแทนผิดปกติ ซึ่งให้ผลการศึกษาที่แตกต่าง CAPM ซึ่งเป็นผลมาจากการเพิ่มตัวแปร

การศึกษาค่าความเสี่ยงสัมประสิทธิ์เบต้า(β) โดยใช้แบบจำลอง CAPM และวิธี Fama-French Model พบว่าหลักทรัพย์ BANPU, LANNA, PTTEP และ PTT มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของตลาด โดยหลักทรัพย์ BANPU มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า(β)เท่ากับ 1.157 (โดยใช้แบบจำลอง CAPM) และเท่ากับ 1.006 (โดยใช้แบบจำลอง Fama-French Model) ซึ่งมากกว่า 1 กล่าวได้ว่า หลักทรัพย์นี้เป็น Aggressive Stock แสดงว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ BANPU มากกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด ส่วนหลักทรัพย์ LANNA , PTTEP และ PTT มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า(β)เท่ากับ 0.808, 0.713, 0.286 (โดยใช้แบบจำลอง CAPM) และเท่ากับ 0.606, 0.886, 0.145 (โดยใช้แบบจำลอง Fama-French Model) ตามลำดับ ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 1 กล่าวได้ว่าหลักทรัพย์นี้เป็น Defensive Stock แสดงว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์น้อยกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งผลการศึกษารังนี้สามารถนำไปประกอบการพิจารณาการลงทุนได้ว่า นักลงทุนที่ชื่นชอบความเสี่ยงสามารถถือหลักทรัพย์ BANPU เพื่อการเก็งกำไรเนื่องจากหลักทรัพย์ BANPU เป็น Aggressive Stock นั่นคือเป็นหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงมากกว่าความเสี่ยงตลาด ถ้าผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นผลตอบแทนของหลักทรัพย์ก็จะเพิ่มขึ้นมากกว่า และในทำนองเดียวกันถ้าผลตอบแทนของตลาดลดลง ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ชนิดนี้จะลดลงมากกว่า สำหรับนักลงทุนที่ไม่ชื่นชอบความเสี่ยงสามารถถือหลักทรัพย์ LANNA, PTTEP และ PTT เพื่อการเก็งกำไร เนื่องจากเป็นหลักทรัพย์ประเภท Defensive Stock กล่าวคือ เป็นหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงน้อยกว่าความเสี่ยงตลาด ถ้าผลตอบแทนของตลาดเพิ่มขึ้น ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ประเภทนี้จะเพิ่มขึ้นน้อยกว่า และถ้าผลตอบแทนของตลาดลดลง ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ประเภทนี้จะลดลงน้อยกว่า การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์เบต้า(β)เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของตลาดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยใช้แบบจำลอง CAPM และวิธี Fama-French Model พบว่า ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% หลักทรัพย์ BANPU, LANNA และ PTTEP ปฏิเสธสมมติฐาน H_0 ยอมรับ H_1 นั่นคือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์กัน ส่วนหลักทรัพย์ PTT ยอมรับสมมติฐาน H_0 ปฏิเสธ H_1 นั่นคือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของตลาดไม่มีความสัมพันธ์กัน

การวิเคราะห์ค่า R^2 โดยใช้แบบจำลอง CAPM ได้ค่า R^2 ของหลักทรัพย์ BANPU, LANNA, PTTEP และ PTT ดังนี้คือ 0.997, 0.199, 0.973 และ 0.074 ตามลำดับ โดยหลักทรัพย์ที่มีค่า R^2 สูงสุดคือ BANPU มีค่า R^2 เท่ากับ 0.997 หมายความว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ BANPU ได้ 99.7% ส่วนหลักทรัพย์ที่มีค่า R^2 ต่ำสุดคือ PTT มีค่า R^2 เท่ากับ 0.074 หมายความว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ PTT ได้ 7.4% ที่เหลือเกิดจากอิทธิพลของความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ส่วนผลการศึกษาโดยความสัมพันธ์ของตัวแปรโดยใช้แบบจำลอง Fama-French Model ได้ค่า R^2 ของหลักทรัพย์ BANPU, LANNA, PTTEP และ PTT ดังนี้คือ 0.986, 0.987, 0.999 และ 0.962 ตามลำดับ โดยหลักทรัพย์ที่มีค่า R^2 สูงสุดคือ PTTEP มีค่า R^2 เท่ากับ 0.999 หมายความว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด ขนาดของบริษัท และสัดส่วนระหว่างมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาด (book to market) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ BANPU ได้ 99.9% ส่วนหลักทรัพย์ที่มีค่า R^2 ต่ำสุดคือ PTT มีค่า R^2 เท่ากับ 0.962 หมายความว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด ขนาดของบริษัท และ สัดส่วนระหว่างมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาด (book to market) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ PTT ได้ 96.2% ที่เหลือเกิดจากอิทธิพลของปัจจัยอื่น

การประเมินราคาหลักทรัพย์โดยเทียบกับเส้นตลาดหลักทรัพย์ (Securities Market Line : SML) โดยใช้แบบจำลอง CAPM และวิธี Fama-French Model พบว่าหลักทรัพย์ BANPU, LANNA และ PTT เป็นหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นหรือ Undervalue เนื่องจากค่า $\alpha > (1-\beta)R_f$ นักลงทุนควรลงทุน เพราะ ณ ระดับความเสี่ยงเดียวกับของตลาด หลักทรัพย์จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนของตลาด ดังนั้นราคาหลักทรัพย์ในอนาคตจะต้องมีราคาเพิ่มสูงขึ้น ส่วนหลักทรัพย์ PTTEP เป็นหลักทรัพย์ที่มีราคาสูงกว่าที่ควรจะเป็นหรือ Overvalue เพราะ $\alpha < (1-\beta)R_f$ นักลงทุนควรหลีกเลี่ยงหรือขายหลักทรัพย์นั้นออกไป เพราะ ณ ระดับความเสี่ยงระดับเดียวกับตลาด แต่ให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าผลตอบแทนของตลาด ราคาในอนาคตจะต้องมีการปรับตัวลดลง

5.2 ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาในครั้งนี้ได้ทำการทดสอบ Unit Root เพื่อทดสอบความเป็น Stationary ของข้อมูล แล้วใช้ทฤษฎี Capital Asset Pricing Model : CAPM เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตรา

ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ BANPU, LANNA, PTTEP และ PTT ในกลุ่มพลังงาน กับ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการศึกษาเพียง 4 หลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงาน

ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปเสนอแนะให้ศึกษา

1. ควรจะทำการศึกษาในหลักทรัพย์อื่นๆ ในกลุ่มพลังงาน เช่น RATCH, EGCOM, BCP, SUSCO และBAFS เป็นต้น
2. เนื่องจากแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์(CAPM)อย่างเดียวไม่สามารถอธิบายรูปแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดได้ เพราะแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์อยู่ภายใต้ความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่านั้น ดังนั้นแบบจำลอง Fama-French Model เป็นแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์โดยเพิ่มปัจจัยเข้าไปอีก 2 ปัจจัย คือ ส่วนระหว่างมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาด (book to market) และขนาดของบริษัท ซึ่งจะสามารถอธิบายรูปแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ได้แม่นยำมากยิ่งขึ้น