

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

ผลการศึกษาเรื่องการประเมินประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างโดยอาศัยปัจจัยพื้นฐาน ในช่วงระหว่าง ปี พ.ศ. 2544 ถึง พ.ศ. 2546 นี้สามารถสรุปได้ดังนี้

1. การสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน ทำได้โดย

1.1 การคัดเลือกหลักทรัพย์

ในแต่ละปี(ทุกวันที่ 1 มกราคม ของทุกปี) ที่สร้างกลุ่มหลักทรัพย์จะนำหุ้นสามัญที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์มาศึกษา เพื่อเลือกหลักทรัพย์ให้อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ต้องการ โดยเกณฑ์ที่ใช้ในการคัดเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ คือราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น (PE Ratio) ที่ น้อยกว่า 15 เท่า ราคาปิดต่อมูลค่าหุ้น (PB Ratio) ที่น้อยกว่า 1.5 เท่าและมีการจ่ายเงินปันผลตอบแทน (Dividend yield) ตั้งแต่ 5% ขึ้นไป โดยคัดเลือกเรียงตามลำดับมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ในแต่ละอุตสาหกรรมเป็นจำนวนไม่เกิน 3 หลักทรัพย์

เมื่อวิเคราะห์จากทุกอุตสาหกรรมแล้วมีหลักทรัพย์ที่ผ่านเกณฑ์ในปี พ.ศ.2544 จำนวน 28 หลักทรัพย์ พ.ศ.2545 จำนวน 27 หลักทรัพย์ และพ.ศ.2546 จำนวน 27 หลักทรัพย์ ซึ่งเป็นจำนวนที่ไม่มากจนเกินไปและสะดวกต่อการนำไปวิเคราะห์ในลำดับต่อไป

1.2 การจัดสัดส่วนกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน

หลังจากได้รายชื่อหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มที่จะลงทุนแล้วจะจัดสัดส่วนหลักทรัพย์ในกลุ่มหลักทรัพย์ให้เหมาะสมตามวิธีการของ Treynor-Black Model

จากผลของการวิเคราะห์ พบว่าสัดส่วนหลักทรัพย์ในกลุ่มหลักทรัพย์มีการกระจายตัวอย่างทั่วถึงโดยไม่ไปกระจุกตัวอยู่ที่หลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งมากเกินไป ซึ่งจะเป็นผลดีต่อกลุ่มหลักทรัพย์เมื่อมีการกระจายความเสี่ยงออกไป โดยในปี พ.ศ. 2544 มีหลักทรัพย์ที่ได้รับการจัดสัดส่วนเป็นจำนวน 13 หลักทรัพย์ พ.ศ.2545 มีจำนวน 18 หลักทรัพย์ และพ.ศ.2546 มีจำนวน 19 หลักทรัพย์

2. การวัดผลและประสิทธิภาพการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน

เมื่อได้รายชื่อหลักทรัพย์ที่ผ่านเกณฑ์การคัดเลือกมาแล้ว ก็จะทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในช่วงเวลา 1 ปีที่ผ่านมาของทุกหลักทรัพย์รวมถึงอัตราผลตอบแทนของ “ตลาด” ที่เกิดขึ้นในอดีต โดยจะทำการศึกษาเป็นรายเดือนตั้งแต่เดือน มกราคม จนถึงเดือน ธันวาคม จากผลของการวิเคราะห์ กลุ่มหลักทรัพย์จะให้ผลตอบแทนเป็นรายเดือนที่ดีกว่าตลาด ในช่วงปี พ.ศ. 2544 และ 2545 ก่อนข้างชัดเจน โดยในช่วงดังกล่าวเศรษฐกิจของประเทศเริ่มคืนสู่ภาวะปกติภายหลังจากวิกฤตการเงินครั้งใหญ่ในปี พ.ศ.2540 โดยในช่วงปี พ.ศ. 2541 อัตราการขยายตัวของ GDP ลดลงถึงร้อยละ 8 ภายในปีเดียว(สำนักงานสถิติแห่งชาติ, 2548 : Online) ต่อมาในปี พ.ศ. 2544 และ 2545 เริ่มมีสัญญาณทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้น โดยมีการขยายตัวของ GDP ในอัตราร้อยละ 2.1 และ 5.4 ตามลำดับ นอกจากนี้อัตราการว่างงานก็มีแนวโน้มจะลดลงโดยในปี พ.ศ. 2544 มีอัตราการว่างงานร้อยละ 3.32 ต่อมาในปี พ.ศ. 2545 มีอัตราการว่างงานร้อยละ 2.44 ขณะที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในเดือนมกราคม 2544 ปิดที่ระดับ 332.77 จุด จนกระทั่งถึงเดือนธันวาคม 2545 ดัชนีปิดที่ระดับ 356.48 ปิดเพิ่มขึ้นเพียง 23.71 จุด

แต่ในปี พ.ศ. 2546 นั้นเป็นปีที่ตลาดมีอัตราการขยายตัวจากการลงทุนเพิ่มสูงขึ้น ประกอบกับ สถานการณ์แนวโน้มทางเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณเริ่มดีขึ้นเป็นลำดับซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการขยายตัวทางเศรษฐกิจในปีที่ผ่านมา โดยในปี พ.ศ. 2546 มีการขยายตัวของ GDP ในอัตราร้อยละ 6.8 และมีอัตราการว่างงานร้อยละ 2.16 ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ก็มีการปรับตัวเป็นบวกค่อนข้างจะรุนแรงสอดคล้องกับสถานการณ์ในขณะนั้น โดยสิ้นเดือนธันวาคม 2546 ดัชนีปิดที่ระดับ 772.15 จุด เพิ่มขึ้น 415.67 จุดจากปีที่ผ่านมา ซึ่งจากผลของการวิเคราะห์จะเห็นได้ว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดอยู่ที่ร้อยละ 6.82 ต่อเดือน ขณะที่ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ก็เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ร้อยละ 3.70 ต่อเดือน แสดงให้เห็นได้ว่าในภาวการณ์นั้นกลุ่มหลักทรัพย์จะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดในระดับปานกลางที่ไม่มากและน้อยเกินไป แต่ในภาวะที่ตลาดมีการเปลี่ยนแปลงรุนแรงกลุ่มหลักทรัพย์ที่คัดเลือกจากปัจจัยพื้นฐานนี้จะมีทิศทางปรับตัวตามตลาดเพียงเล็กน้อยเท่านั้น

สรุปได้ว่า กลุ่มหลักทรัพย์จะให้ผลตอบแทนที่แตกต่างกับตลาดค่อนข้างชัดเจน โดยกลุ่มหลักทรัพย์จะมีความผันผวนของผลตอบแทนน้อยกว่าในตลาด และโดยรวมแล้วผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ก็ให้ค่าเพิ่มขึ้นสม่ำเสมอ

จากนั้นทำการวัดประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นมา โดยเปรียบเทียบกับประสิทธิภาพของตลาดในปีนั้น การวัดผลตอบแทนวัดได้โดยการหาค่า ผลต่างระหว่างมูลค่าหลักทรัพย์สุทธิของกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน ณ วันสิ้นงวดกับวันต้นงวด ส่วนด้วยมูลค่าหลักทรัพย์

หลักทรัพย์ที่ได้มีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบต่ำ และความเสี่ยงเหล่านั้นสามารถหักล้างกันทำให้มีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของกลุ่มหลักทรัพย์ต่ำกว่าตลาด

จากผลการศึกษาทั้งหมดก็สามารถสรุปได้ถึงควมมีประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมากกว่าตลาดนั้น เป็นผลเนื่องมาจากกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนที่สร้างขึ้นนี้มีลักษณะที่ดีกว่าตลาดอยู่ 2 ประการ คือ

1. เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นโดยอาศัยปัจจัยพื้นฐาน
2. มีการจัดกลุ่มหลักทรัพย์เพื่อจัดสรรลงทุน โดยคัดเลือกจากหลักทรัพย์ที่มีค่าอัตราผลตอบแทนเมื่อตลาดไม่มีการเปลี่ยนแปลงสูง และมีความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบของหลักทรัพย์ต่ำ

ด้วยปัจจัยทั้งสองประการนี้จึงทำให้กลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นมีประสิทธิภาพดีกว่าตลาด

อภิปรายผลการศึกษา

1. การศึกษาครั้งนี้ผู้ศึกษาได้เลือกใช้ปัจจัยพื้นฐานบางตัว ได้แก่ ราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น (PE Ratio) ที่ น้อยกว่า 15 เท่า ราคาปิดต่อมูลค่าหุ้น (PB Ratio) ที่น้อยกว่า 1.5 เท่าและเงินปันผลตอบแทน (Dividend yield) ตั้งแต่ 5% มาเป็นเกณฑ์เพื่อช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถแก้ไขปัญหาในการกลั่นกรองหลักทรัพย์ที่มีราคาสูงกว่าที่ควรจะเป็นออกไปจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่จะลงทุน และการคัดเลือกจากหลักทรัพย์ที่เข้าหลักเกณฑ์ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมเป็นจำนวนไม่เกิน 3 หลักทรัพย์ โดยเรียงตามลำดับมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ในแต่ละอุตสาหกรรม ทำให้มีการกระจายความเสี่ยงทั่วตลาดและไม่กระจุกตัวในบางอุตสาหกรรมมากเกินไป อีกทั้งเป็นผลให้กลุ่มหลักทรัพย์มีจำนวนของหลักทรัพย์น้อยลงทำให้สะดวกต่อการนำไปวิเคราะห์
2. การสร้างกลุ่มหลักทรัพย์โดยการประยุกต์ทฤษฎี Single Index Model และTrey-nor-black Model มาใช้ช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถแก้ไขปัญหาเรื่อง การเลือกหลักทรัพย์ที่จะลงทุน จำนวนหลักทรัพย์ที่คัดเลือกเข้าไปในกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน และสัดส่วนเงินลงทุนที่จะลงทุนในแต่ละหลักทรัพย์ได้เป็นอย่างดี เพราะช่วยให้เลือกหลักทรัพย์ที่มีค่าชดเชยความเสี่ยงสูงในขณะที่มีความเสี่ยงต่ำ โดยมีจำนวนหลักทรัพย์ที่เลือกลงทุนไม่มากเกินไป และมีการจัดสรรเงินลงทุนในแต่ละหลักทรัพย์ได้อย่างเหมาะสมสอดคล้องกับขนาดของผลตอบแทนและความเสี่ยงของแต่ละหลักทรัพย์ ทำให้กลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนที่สร้างขึ้นมีประสิทธิภาพสูงกว่าตลาด(market portfolio)

3. การวัดประสิทธิภาพกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนด้วยวิธีของ Sharpe และ Treynor ประกอบกัน ทำให้ผู้ลงทุนมั่นใจได้ว่า กลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนนั้นมีประสิทธิภาพดีกว่าตลาด เพราะการที่กลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนหนึ่ง ๆ มีค่า Treynor's index สูงกว่าตลาดนั้นยังไม่เพียงพอที่จะสรุปได้ว่ากลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนนั้นดีกว่าตลาด (outperform market) เพราะค่า Sharp's index ของกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนนั้นอาจจะต่ำกว่าตลาดก็เป็นได้ ทั้งนี้เนื่องจากกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนนั้นอาจประกอบด้วยหลักทรัพย์ที่มีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (β) ต่ำแต่มีความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบสูง ดังนั้นการใช้วิธีการวัดประสิทธิภาพกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนด้วยวิธีของ Sharpe และ Treynor ประกอบกันจึงให้ผลดีกว่า ซึ่งจากตัวเลขเปรียบเทียบค่า Sharpe's index และ Treynor's index ของกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนกับตลาดหลักทรัพย์พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนมีค่าตัวเลขมากกว่าค่าที่ได้จากตลาดหลักทรัพย์ทุกงวดการลงทุน ซึ่งเป็นผลมาจากการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีค่าผลตอบแทนส่วนเพิ่มสูงและมีค่าความเสี่ยงที่ต่ำ ได้ดีกว่านั่นเองสามารถสรุปได้ถึงว่ามีประสิทธิภาพในการทำกำไร ในอัตราที่มากกว่าตลาด ทั้งนี้เนื่องมาจากกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนที่สร้างขึ้นนี้มีลักษณะที่ดีกว่าตลาด อยู่ 2 ประการคือ มีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดและมีความเสี่ยงต่ำกว่าตลาด
4. ผลจากการวิเคราะห์พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนที่สร้างขึ้น ให้ผลตอบแทนดีกว่าผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี พ.ศ. 2544-2545 และให้ผลตอบแทนต่ำกว่าผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี พ.ศ. 2546 โดยสภาพเศรษฐกิจในช่วงปี พ.ศ. 2544-2545 อยู่ในช่วงการปรับฐานและเพิ่มกำลังการผลิตเพื่อรองรับกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจครั้งใหม่ที่มีแนวโน้มสดใส หลังจากต้องเผชิญกับภาวะเศรษฐกิจซบเซาจากช่วงหลายปีก่อนหน้านั้น โดยมีการขยายตัวของ GDP ในปี พ.ศ. 2544 และ 2545 ในอัตราร้อยละ 2.1 และ 5.4 ตามลำดับ ขณะที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เดือนมกราคม 2544 ปิดที่ระดับ 332.77 จุด จนกระทั่งถึงเดือนธันวาคม 2545 ดัชนีปิดที่ระดับ 356.48 จุดปิดเพิ่มขึ้นเพียง 23.71 จุด ต่อมาในปี พ.ศ. 2546 ซึ่งเป็นปีที่ตลาดมีอัตราการขยายตัวจากการลงทุนเพิ่มสูงขึ้น ประกอบกับ สถานการณ์แนวโน้มทางเศรษฐกิจที่เริ่มส่งสัญญาณดีขึ้นเป็นลำดับซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการขยายตัวทางเศรษฐกิจในปีที่ผ่านมา โดย มีการขยายตัวของ GDP ในอัตราร้อยละ 6.8 และมีอัตราการว่างงานร้อยละ 2.16 ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ก็มีการปรับตัวเป็นบวกค่อนข้างจะรุนแรงสอดคล้องกับสถานการณ์ในขณะนั้น โดยสิ้นเดือนธันวาคม 2546 ดัชนีปิดที่ระดับ 772.15 จุด เพิ่มขึ้น 415.67 จุดจากปีที่ผ่านมา ซึ่งจากผลของการวิเคราะห์จะเห็นได้ว่าผลตอบแทน

เฉลี่ยของตลาดอยู่ที่ร้อยละ 6.82 ต่อเดือน ขณะที่ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ก็เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ร้อยละ 3.70 ต่อเดือน ผลจากสภาพเศรษฐกิจดังกล่าวได้สะท้อนถึงผลจากงานวิจัยนี้ว่า ในสภาวะปกติที่ตลาดคงตัว มีการแกว่งตัวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในช่วงแคบ ๆ ไม่หวือหวานั้นกลุ่มหลักทรัพย์จะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดในระดับปานกลางที่ไม่มากและน้อยเกินไป แต่ในภาวะที่ตลาดมีการเปลี่ยนแปลงรุนแรงกลุ่มหลักทรัพย์ที่คัดเลือกจากปัจจัยพื้นฐานนี้จะมีทิศทางการปรับตัวตามตลาดเพียงเล็กน้อยเท่านั้น ซึ่งก็สอดคล้องกับแนวทางที่นำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ที่เน้นในการให้คุณค่าของหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐาน โดยธรรมชาติของกลุ่มหลักทรัพย์กลุ่มนี้จะมีทิศทางการปรับตัวตามตลาด หรือตามสภาวะภายนอกที่มากกระทบไม่มากนัก แต่จะปรับตัวตามผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริงเป็นหลัก และในระยะยาวแล้วก็จะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า แสดงให้เห็นว่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น ก็มีหลักทรัพย์กลุ่มหนึ่งที่มีพฤติกรรมเป็นไปตามปัจจัยดังกล่าวข้างต้น

5. จากผลการศึกษาพบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนที่สร้างขึ้น ให้ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี พ.ศ. 2544-2546 เท่ากับ 28.83%, 11.87% และ 56.69% ต่อปี ตามลำดับ ในขณะที่ผลตอบแทนจากตลาดเท่ากับ 12.88%, 4.59% และ 108.68% ต่อปี ตามลำดับ โดยในส่วนของ การวัดประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนที่สร้างขึ้นนั้นมีประสิทธิภาพดีกว่าตลาดหลักทรัพย์ในทุกปี ซึ่งเมื่อนำมาเปรียบเทียบกับวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง เรื่องการสร้างและการบริหารกลุ่มสินทรัพย์ลงทุนที่เหมาะสมสำหรับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี พ.ศ. 2536-2539 ของคุณนัทที กัลลาณพิเศษ(2541) แล้วพบว่า กลุ่มสินทรัพย์ลงทุนที่สร้างขึ้นให้ผลตอบแทนดีกว่าผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์ โดยกลุ่มสินทรัพย์ลงทุนที่เหมาะสม ให้ผลตอบแทน 212.87% หรือเฉลี่ย 53.22% ต่อปี ขณะที่ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เท่ากับ 12.78% เฉลี่ยเท่ากับ 3.2% ต่อปี และในส่วนของ การวัดประสิทธิภาพการบริหารกลุ่มสินทรัพย์ลงทุนที่สร้างขึ้น พบว่ามีประสิทธิภาพดีกว่าตลาดหลักทรัพย์เช่นเดียวกัน แต่ทว่าการศึกษาของคุณนัททีจะอาศัยค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ ซึ่งเป็นวิธีทางเทคนิควิธีหนึ่งในการคัดเลือกและบริหารหลักทรัพย์และในขณะนั้นตลาดหลักทรัพย์อยู่ในช่วงขาขึ้นซึ่งสอดคล้องกับการวิธีทางเทคนิคที่ใช้ในการศึกษาดังนั้นผลตอบแทนที่ได้จึงดีกว่าตลาดมาก แต่การศึกษาครั้งนี้สภาวะตลาดอยู่ในช่วงตลาดคงตัวเข้าสู่ขาขึ้น ซึ่งแม้ว่าประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนจะดีกว่า

ประสิทธิภาพของตลาด แต่ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ในบางปีก็ยิ่งต่ำกว่า
ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

6. จากผลการศึกษาพบว่า การลงทุนแบบมีหลักการ ผู้ลงทุนสามารถปรับเปลี่ยนขนาด
การลงทุน และสัดส่วนเงินลงทุนในหลักทรัพย์ได้เหมาะสมสอดคล้องกับสภาพการ
ต่าง ๆ ที่เปลี่ยนแปลงไป ทำให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดและมีความเสี่ยงที่ต่ำ
กว่าเมื่อเทียบกับตลาด ซึ่งเมื่อนำผลการศึกษานี้ไปเปรียบเทียบกับงานวิจัยที่
เกี่ยวข้อง ในเรื่องการศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทย ช่วงปี 2525-2530 ของคุณพยชน์ หาญผดุงกิจ(2532) แล้วพบว่า มีความ
สอดคล้องกันเนื่องจากงานวิจัยดังกล่าวได้มีการนำเอาทฤษฎีทางการลงทุนมา
ประยุกต์ใช้และสามารถให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดและมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าตลาด
ด้วย

ข้อค้นพบ

1. จากผลของการศึกษาได้พบว่าการคัดเลือกหลักทรัพย์เพื่อลงทุน โดยอาศัยปัจจัยพื้นฐาน
บางตัวเป็นเกณฑ์นั้น ให้ผลตอบแทนและมีประสิทธิภาพดีพอสมควร แสดงให้เห็นว่า
การอาศัยเกณฑ์ปัจจัยพื้นฐาน เหล่านี้ก็สามารถให้เห็นถึงคุณค่าที่ควรจะเป็นของ
หลักทรัพย์ได้ดี และสะดวกต่อการนำไปใช้ในการคัดกรองหลักทรัพย์ที่มีอยู่เป็น
จำนวนมากในตลาด
2. จากข้อสรุปและผลจากการอภิปรายที่ผ่านมา ในช่วงกรอบเวลาที่ทำการศึกษานี้ เป็น
ช่วงที่ตลาดเข้าสู่ภาวะคงตัวและเริ่มจะเข้าสู่ช่วงการขยายตัว ซึ่งจากผลของการศึกษา
พบว่า ในขณะที่ตลาดอยู่ในสถานะคงตัวนั้นผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ลงทุน
ดีกว่าผลตอบแทนจากตลาดรวมเสมอ แต่ในขณะที่ตลาดเริ่มเข้าสู่ขาขึ้น มีการขยายตัว
อย่างรวดเร็วขึ้น ผลตอบแทนจากตลาดจะดีกว่าผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ โดยที่
กลุ่มหลักทรัพย์จะมีประสิทธิภาพดีกว่าตลาดเสมอซึ่งเนื่องมาจากค่าความเสี่ยงรวม
ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่านั่นเอง แสดงให้เห็นว่าตามผลการศึกษานี้เราอาจใช้
แนวทางนี้มาลงทุนในช่วงที่ตลาดอยู่ในสภาพคงตัว แต่ในช่วงที่ตลาดเริ่มขยายตัวเรา
อาจต้องใช้แนวทางอื่นเพื่อการพิจารณาลงทุนต่อไป

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะ สำหรับผู้ลงทุนในหลักทรัพย์
 - 1.1 เลือกลงทุนในหุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดีและควรลงทุนในระยะยาวเท่านั้น การซื้อหุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดี บางครั้งอาจจะดูเหมือนว่าให้ผลตอบแทนต่ำกว่าและช้ากว่าหุ้นเก็งกำไร (speculative stock) แต่ในระยะยาวแล้วจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าและมั่นคงกว่าเสมอ และการลงทุนในหุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดีนั้นจะมีความเสี่ยงจากการขาดทุนน้อยกว่า
 - 1.2 มีการวางแผนการลงทุน และปฏิบัติตามแผนอย่างเคร่งครัด ผู้ลงทุนต้องมีการประเมินความเสี่ยงและผลตอบแทนที่จะเกิดขึ้น โดยอาจศึกษาจากข้อมูลในอดีต เพื่อวิเคราะห์แนวโน้มที่จะเกิดขึ้นในอนาคต รวมไปถึงเหตุการณ์ต่าง ๆ ที่ส่งผลกระทบต่อตลาด และควรมีการกระจายการลงทุนออกไปเพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยง
2. ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป
 - 1.1 การประเมินประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์โดยอาศัยปัจจัยพื้นฐาน ในการศึกษาครั้งนี้ได้ทำการศึกษารอบคลุมในปี พ.ศ. 2544-2546 ซึ่งเป็นช่วงที่ตลาดมีสภาพคงตัวไปสู่วางขยายตัว ซึ่งเป็นช่วงขาขึ้นเริ่มต้นของตลาด โดยเฉพาะในปี พ.ศ. 2546 อัตราผลตอบแทนของตลาดเพิ่มขึ้นถึง ร้อยละ 116.6 แต่ในการศึกษาครั้งนี้ยังไม่ได้ครอบคลุมถึงช่วงที่การลงทุนในตลาดหดตัวหรือช่วงตลาดซบเซา ที่จะทดสอบได้ว่าในช่วงที่ตลาดหดตัวนั้น กลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนจะให้ผลตอบแทนและประสิทธิภาพเป็นอย่างไรเมื่อเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของตลาด
 - 1.2 การประเมินผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยอาศัยปัจจัยพื้นฐานโดยเฉพาะเจาะจงในการศึกษาครั้งนี้ได้เลือกเอาปัจจัยพื้นฐาน 3 ตัว คือราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น (PE Ratio) ที่ น้อยกว่า 15 เท่า ราคาปิดต่อมูลค่าหุ้น (PB Ratio) ที่น้อยกว่า 1.5 เท่าและมีการจ่ายเงินปันผลตอบแทน (Dividend yield) ตั้งแต่ 5% ขึ้นไป มาเป็นเกณฑ์ในการคัดเลือกหลักทรัพย์ แต่ยังไม่อาจทราบได้ว่าในเกณฑ์ทั้ง 3 ตัวนี้ ตัวไหนที่จะมีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดมากกว่ากัน ซึ่งการเน้นการศึกษาไปที่ค่าปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้ตัวใดตัวหนึ่งอย่างเฉพาะเจาะจง แล้วนำมาเปรียบเทียบกัน ก็อาจทำให้ทราบได้ว่า ในการเลือกลงทุนผู้ลงทุนสามารถให้นำหนักกับปัจจัยตัวใดมากหรือน้อยกว่ากัน