

## บทที่ 6

### สรุปผลและข้อเสนอแนะ

#### 6.1 สรุปผลการศึกษา

ในการศึกษาครั้งนี้ได้ทำการวิเคราะห์ผลตอบแทนและความเสี่ยงของหุ้นการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้แบบจำลองเอพีที ในการประมาณค่าความเสี่ยงจากปัจจัยทางเศรษฐกิจ ค่าชดเชยความเสี่ยง และอัตราคาดหวังของหลักทรัพย์ โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ด้วยวิธี OLS เข้ามาในการประมาณค่า โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมดอันได้แก่ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ผลตอบแทนของตลาด อัตราเงินเฟ้อ ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ ใช้ข้อมูลเป็นรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม 2545 ถึงเดือน ธันวาคม 2548 รวมเป็น 48 เดือน

ผลการทดสอบ Unit Root ของ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั้ง 26 หลักทรัพย์ พบว่ามี 23 หลักทรัพย์ ที่ค่า ADF Statistic มีค่ามากกว่าค่าวิกฤติแมคคินนอน(Mac Kinnon) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และอีก 3 หลักทรัพย์ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 ทั้งในสมการ Intercept , Trend and Intercept และ None ที่ Order of Integration เป็น I (0) ค่า Durbin-Watson statistic ตกอยู่ในช่วง  $dU < d < 4-dU$  แสดงว่าไม่เกิดปัญหา Autocorrelation ดังนั้น อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ทั้ง 26 หลักทรัพย์มีความนิ่งของข้อมูล ซึ่งสามารถนำไปใช้ในแบบจำลอง Arbitrage Pricing Theory (APT) ได้

ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลโดยวิธียูนิทรูท (Unit Root) พบว่าค่า ADF Statistic มีค่ามากกว่าค่าวิกฤติแมคคินนอน(Mac Kinnon) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ทั้งในสมการ Intercept ,Trend and Intercept และ None โดยที่ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราดอกเบี้ยให้สินเชื่อ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ มีความนิ่งของข้อมูล ที่ Order of Integration เป็น I(0) ส่วนผลตอบแทนของตลาด(RTURN) พบว่าค่า ADF Statistic มีค่ามากกว่าค่าวิกฤติแมคคินนอน(Mac Kinnon) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 ทั้งในสมการ Intercept ,Trend and Intercept และ None ที่ Order of Integration เป็น I (0)แสดงว่าข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ มีความนิ่งของข้อมูล ซึ่งสามารถนำไปใช้ในแบบจำลอง Arbitrage Pricing Theory (APT) ได้

ผลการประมาณค่าความเสี่ยงของปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์มหภาค ทั้ง 7 ตัวแปร ได้แก่ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ผลตอบแทนของตลาด อัตราเงินเฟ้อ ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 มีทั้งหมด 2 หลักทรัพย์ ได้แก่ BAY และ SGF ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10 มีทั้งหมด 1 หลักทรัพย์ ได้แก่ NVL ส่วนหลักทรัพย์ที่เหลือไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการวิเคราะห์ พบว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้แก่ BAY และ SGF ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และอัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้แก่ NVL ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

ส่วนหลักทรัพย์อื่นอัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้แก่ KGI TISCO PL อัตราผลตอบแทนของตลาดมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้แก่ SCB BBL ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้แก่ SCAN และ TMB และอัตราเงินเฟ้อมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้แก่ AEONTS

อาจสรุปได้ว่าอัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ และอัตราผลตอบแทนของตลาด มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมา คือ ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ และอัตราเงินเฟ้อ ตามลำดับ

ผลการศึกษาการประมาณค่าชดเชยความเสี่ยงจากปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์ ได้ค่า R-squared เท่ากับ 0.342459 หมายความว่าค่าชดเชยความเสี่ยงที่ได้จากดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ผลตอบแทนของตลาด อัตราเงินเฟ้อ ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินได้ร้อยละ 34.25 ค่า Durbin-Watson stat เท่ากับ 1.95 ตกอยู่ในช่วง  $dU < d < 4-dU$  แสดงว่าไม่เกิดปัญหา Autocorrelation

จากผลการประมาณค่าความเสี่ยง และผลการประมาณค่าชดเชยความเสี่ยงจากปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์ นำมาทำการประมาณค่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ เพื่อนำไปใช้เป็นหลักเกณฑ์การตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์

ผลการพิจารณาการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ในงวดการลงทุนทั้ง 16 งวด ซึ่งวัดจากการที่อัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่เป็นบวก พบว่าควรแนะนำให้ลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งหมด 26 หลักทรัพย์ที่นำมาศึกษา

## 6.2 ปัญหาและข้อเสนอแนะ

1. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลรายเดือนระยะเวลา 4 ปี ซึ่งปัญหาที่พบคือข้อมูลของหลักทรัพย์บางตัวบางช่วงขาดหายไป จึงอาจทำให้ผลที่ได้มีความคลาดเคลื่อนบ้าง ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปจึงควรพิจารณาข้อมูลของหลักทรัพย์ที่จะนำมาเป็นตัวแปรในการวิเคราะห์ เพื่อลดความคลาดเคลื่อนของผลการศึกษา
2. ในการศึกษาครั้งต่อไปในการประยุกต์ใช้แบบจำลอง APT เพื่อหาอัตราผลตอบแทนของหุ้น (หลักทรัพย์) มีอีกหลายปัจจัยที่สามารถเป็นตัวกำหนดอัตราผลตอบแทนของหุ้น ในที่นี้จะเรียกรวมว่าเป็นปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์ซึ่งหมายถึงปัจจัยมหภาค และปัจจัยจุลภาคที่มาจากตัวหลักทรัพย์เอง ในการศึกษาครั้งต่อไปควรมีการปรับปรุงและเพิ่มเติมปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์ให้ครอบคลุมมากยิ่งขึ้น
3. ขนาดของตัวอย่างหลักทรัพย์มีน้อยเกินไป ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปควรเพิ่มเติมตัวอย่างของหลักทรัพย์ให้ครอบคลุมทั้งตลาด ซึ่งจะสามารถช่วยให้ผลการทำนายได้ดีมากขึ้น
4. ควรจะแนะนำสัดส่วนในการลงทุนที่เหมาะสมในหลักทรัพย์เพิ่มเติมด้วย เพื่อที่นักลงทุนจะสามารถนำการศึกษาที่ได้ไปประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้โดยรับความเสี่ยงจากการลงทุนน้อยที่สุด