

## บทที่ 4

### ผลการศึกษา

จากการศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มสื่อและสิ่งพิมพ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงค่าความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์กับปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์และเพื่อศึกษาถึงการประมาณค่าความเสี่ยงของปัจจัยเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยใช้ทฤษฎีของ Arbitrage Pricing Theory (APT) ซึ่งแบ่งผลการศึกษา ดังนี้

#### 4.1 อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มสื่อและสิ่งพิมพ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษาจากตารางที่ 4.1 พบว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ APRINT มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 5.06 ระดับสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 122.98 ระดับต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 66.43 อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ BEC มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 0.51 ระดับสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 49.54 ระดับต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ -42.05 อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ BNT มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -0.54 ระดับสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 172.73 ระดับต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 44.08 ส่วนหลักทรัพย์ที่เหลือก็สามารถอธิบายได้ในทำนองเดียวกัน ใน 21 หลักทรัพย์นี้ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ MEDIAS มีค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 6.73 ต่อเดือน และอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ TRAF มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ -1.51 ต่อเดือน

ตารางที่ 4.1 ข้อมูลเชิงสถิติของอัตราผลตอบแทนในหลักทรัพย์กลุ่มสื่อและสิ่งพิมพ์ จำนวน 21 หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หลักทรัพย์	Mean	Maximum	Minimum	Std. Dev.
APRINT	5.06	122.98	-66.43	30.40
BEC	0.51	49.54	-42.02	14.64
BNT	-0.54	172.73	-44.08	30.77
CVD	0.91	88.31	-44.74	20.16
FE	1.47	43.61	-35.71	13.47
GMMM	2.15	17.83	-19.79	7.12

ตารางที่ 4.1 (ต่อ)

หลักทรัพย์	Mean	Maximum	Minimum	Std. Dev.
GRAMMY	1.57	118.93	-55.55	23.71
ITV	2.94	98.33	-24.66	18.98
MAJOR	0.30	23.97	-13.75	8.01
MATCH	-2.19	46.30	-35.71	17.43
MATI	2.75	145.57	-41.75	23.99
MEDIAS	6.73	875.61	-64.28	89.45
NMG	-0.46	65.03	-58.19	16.76
P-FCB	4.22	133.42	-57.14	29.27
POST	3.04	168.42	-50.00	27.63
SE-ED	2.40	84.74	-50.46	20.63
SPORT	0.544	111.11	-44.55	21.81
TBSP	2.18	59.09	-43.69	14.80
TONHUA	2.41	130.00	-42.62	26.72
TRAF	-1.51	59.30	-57.89	19.11
UBC	2.61	125.83	-40.64	25.62

ที่มา : จากการคำนวณ

#### 4.2 ผลการศึกษาการทดสอบความนิ่งของข้อมูลโดยวิธียูนิทรูท (Unit Root)

จากการทดสอบตัวแปรที่นำมาใช้ในการศึกษาโดยวิธี Unit Root เพื่อทดสอบความนิ่งของข้อมูล โดยทำการทดสอบ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และ ตัวแปรแต่ละตัวที่ใช้ศึกษา

ผลการศึกษาจากตารางที่ 4.2 แสดงค่าการทดสอบ Unit Root ของ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มสื่อและสิ่งพิมพ์จำนวน 21 หลักทรัพย์เพื่อทดสอบความนิ่ง พบว่าค่า ADF Statistic มีค่ามากกว่าค่าวิกฤติแมคคินนอน (Mackinnon) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ทั้งในสมการ Intercept , Trend and Intercept และ None ที่ Order of Integration เป็น I (0) ดังนั้น อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มสื่อและสิ่งพิมพ์ทั้ง 21 หลักทรัพย์มีความนิ่งของข้อมูล ซึ่งสามารถนำข้อมูลไปใช้ในแบบจำลอง Arbitrage Pricing Theory (APT) ได้

ตารางที่ 4.2 แสดงค่า ADF Statistic จากการทดสอบ Unit Root อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

หลักทรัพย์	Intercept	1% Critical Value	Trend & Intercept	1% Critical Value	None	1% Critical Value
APRINT	-14.161	-3.492	-14.210	-4.046	-13.672	-2.585
BEC	-15.063	-3.492	-15.031	-4.046	-15.108	-2.585
BNT	-9.124	-3.492	-9.144	-4.046	-9.170	-2.585
CVD	-9.928	-3.492	-9.943	-4.046	-9.948	-2.585
FE	-12.384	-3.492	-12.330	-4.046	-12.273	-2.585
GMMM	-4.428	-3.492	-4.835	-4.046	-4.250	-2.585
GRAMMY	-12.763	-3.492	-12.703	-4.046	-12.764	-2.585
ITV	-6.127	-3.585	-6.124	-4.178	-6.066	-2.616
MAJOR	-8.159	-3.593	-8.133	-4.190	-8.236	-2.618
MATCH	-3.893	-3.649	-4.216	-3.556*	-3.918	-2.637
MATI	-13.992	-3.492	-13.931	-4.046	-13.794	-2.585
MEDIAS	-10.302	-3.492	-10.351	-4.046	-10.290	-2.585
NMG	-9.118	-3.492	-9.084	-4.046	-9.156	-2.585
P-FCB	-14.625	-3.492	-14.613	-4.046	-14.241	-2.585
POST	-14.420	-3.492	-14.357	-4.046	-14.210	-2.585
SE-ED	-15.495	-3.492	-15.469	-4.046	-15.217	-2.585
SPORT	-9.866	-3.492	-9.902	-4.046	-9.906	-2.585
TBSP	-12.595	-3.492	-12.537	-4.046	-12.322	-2.585
TONHUA	-9.208	-3.492	-9.192	-4.046	-9.173	-2.585
TRAF	-6.024	-3.597	-6.025	-4.196	-6.016	-2.620
UBC	-9.326	-3.492	-9.280	-4.046	-9.305	-2.585

ที่มา : จากการคำนวณ

หมายเหตุ : Lagged differences ที่ 0 , Order of Integration I(0)

\* คือ 5% Critical Value

ผลการศึกษาจากตารางที่ 4.3 แสดงค่าการทดสอบ Unit Root ของ อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นของหลักทรัพย์กลุ่มสื่อและสิ่งพิมพ์จำนวน 21 หลักทรัพย์เพื่อทดสอบความนิ่ง พบว่าค่า ADF Statistic มีค่ามากกว่าค่าวิกฤติแมคคินนอน (MacKinnon) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ทั้งในสมการ Intercept , Trend and Intercept และ None ที่ Order of Integration เป็น I (0) และ I(1) แสดงว่าข้อมูลชุดนี้มีลักษณะไม่นิ่ง

ตารางที่ 4.3 แสดงค่า ADF Statistic จากการทดสอบ Unit Root ของอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio)ของหลักทรัพย์

หลักทรัพย์	ADF Test Statistic	1% Critical Value*	ADF Test Statistic	1% Critical Value*	ADF Test Statistic	1% Critical Value*	I
APRINT	-14.351	-3.492	-14.285	-4.047	-14.420	-2.585	I(1)
BEC	-14.218	-3.492	-14.150	-4.047	14.283	-2.585	I(1)
BNT	-7.515	-3.492	-6.283	-4.046	-7.962	-2.585	I(0)
CVD	-12.395	-3.492	-12.343	-4.047	-12.449	-2.585	I(1)
FE	-4.775	-3.492	-4.822	-4.046	-4.094	-2.585	I(0)
GMMM	-5.074	-3.623	-4.999	-4.232	-5.108	-2.628	I(1)
GRAMMY	-13.340	-3.493	-13.292	-4.047	-13.394	-2.585	I(1)
ITV	-6.333	-3.581	-6.382	-4.173	-6.399	-2.614	I(1)
MAJOR	-6.457	-3.589	-6.383	-4.184	-6.484	-2.617	I(1)
MATCH	-5.434	-3.650	-5.570	-4.271	-5.522	-2.636	I(1)
MATI	-9.973	-3.492	-9.647	-4.047	-9.963	-2.585	I(0)
MEDIAS	-10.796	-3.493	-10.983	-4.047	-10.852	-2.525	I(1)
NMG	-11.277	-3.492	-11.244	-4.047	-11.331	-2.585	I(1)
P-FCB	-16.445	-3.493	-16.386	-4.047	-16.523	-2.585	I(1)
POST	-12.343	-3.493	-12.306	-4.047	-12.402	-2.585	I(1)
SEED	-4.846	-3.492	-4.833	-4.046	-4.279	-2.585	I(0)
SPORT	-12.259	-3.493	-12.272	-4.047	-12.309	-2.585	I(1)

ตารางที่ 4.3 (ต่อ)

หลักทรัพย์	ADF Test Statistic	1% Critical Value*	ADF Test Statistic	1% Critical Value*	ADF Test Statistic	1% Critical Value*	I
TBSP	-11.123	-3.483	-11.071	-4.05	-11.176	-2.585	I(1)
TONHUA	-9.684	-3.493	-9.682	-4.047	-9.730	-2.585	I(1)
TRAF	-6.846	-3.593	-6.76	-4.1896	-6.854	-2.62	I(1)
UBC	-3.809	-3.492	-3.829	-3.452*	-3.129	-2.585	I(0)

ที่มา : จากการคำนวณ

หมายเหตุ : Lagged differences ที่ 0 , \* คือ 5% Critical Value

จากตารางที่ 4.4 แสดงค่าการทดสอบ Unit Root ของ ปัจจัยเชิงเศรษฐศาสตร์ทั้ง 3 ปัจจัย ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราสกุลบาทต่อดอลลาร์ (EXR), ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (MPI), อัตราผลตอบแทนตลาด (RM) พบว่าค่า ADF Statistics มีค่ามากกว่าค่าวิกฤตแมคคินนอน (MacKinnon) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ทั้งในสมการ Intercept สมการ Trend & Intercept และสมการ None ที่ Order of Integration เป็น I(0) และ I(1) ดังนั้นทั้ง 3 ปัจจัย มีความนิ่งของข้อมูล ซึ่งสามารถนำไปใช้ในแบบจำลอง Arbitrage Pricing Theory (APT) ได้

ตารางที่ 4.4 แสดงค่า ADF Statistics จากการทดสอบ Unit Root ของตัวแปรเชิงเศรษฐศาสตร์

ตัวแปร	Intercept	1% Critical Value*	Trend & Intercept	1% Critical Value*	None	1% Critical Value*	I
อัตราแลกเปลี่ยน อัตราแลกเปลี่ยน	-9.492	-3.492	-9.555	-4.046	-9.493	-2.585	I(1)
ดัชนีผลผลิต อุตสาหกรรม	-18.792	-3.492	-18.962	-4.046	-18.505	-2.585	I(1)
อัตราผล ตอบแทนตลาด	-10.256	-3.492	-10.370	-4.046	-10.286	-2.585	I(0)

ที่มา : จากการคำนวณ, หมายเหตุ : Lagged differences ที่ 0

### 4.3 ผลการศึกษาการประมาณค่าความเสี่ยงของปัจจัยเชิงเศรษฐศาสตร์

การประมาณค่าความเสี่ยงของปัจจัยเชิงเศรษฐศาสตร์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มสื่อและสิ่งพิมพ์ จำนวน 21 หลักทรัพย์ โดยใช้แบบจำลอง Multi Factor Model มีรูปแบบสมการ (3.1) ดังนี้

$$R_t^i = \alpha_0 + b_{P/Et}^i F_{P/Et}^i + b_{R_m t}^i F_{R_m t}^i + b_{MPIt}^i F_{MPIt}^i + b_{EXRt}^i F_{EXRt}^i + e_t^i \quad \dots(4.1)$$

เมื่อ	$i$	คือหลักทรัพย์ตั้งแต่ตัวที่ 1,2,.....,21
	$t$	คือระยะเวลารายเดือนตั้งแต่เดือน มกราคม 2540 ถึง ธันวาคม 2548
โดยที่	$R_{it}$	คืออัตราผลตอบแทนรายเดือนของหลักทรัพย์ $i$ ณ เวลา $t$
	$\alpha_0$	คือค่าคงที่เมื่อปัจจัยทุกตัวมีค่าเท่ากับศูนย์
	$F_{P/Et}^i$	คืออัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) รายเดือนของหลักทรัพย์ $i$ ณ เวลา $t$
	$F_{R_m t}^i$	คืออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์รายเดือน ณ เวลา $t$
	$F_{MPIt}^i$	คือดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (MPI) รายเดือน ณ เวลา $t$
	$F_{EXR}^i$	คืออัตราแลกเปลี่ยนเงินตราสกุลบาทต่อดอลลาร์ (EXR) รายเดือน ณ เวลา $t$
	$b_{P/E}^i$	คือค่าความเสี่ยงของปัจจัย $F_{P/E}$ ของหลักทรัพย์ $i$ ณ เวลา $t$
	$b_{R_m t}^i$	คือค่าความเสี่ยงของปัจจัย $F_{R_m}$ ของหลักทรัพย์ $i$
	$b_{MPIt}^i$	คือค่าความเสี่ยงของปัจจัย $F_{MPI}$ ของหลักทรัพย์ $i$
	$b_{EPS}^i$	คือค่าความเสี่ยงของปัจจัย $F_{EPS}$ ของหลักทรัพย์ $i$
	$e_t^i$	คือค่าความคลาดเคลื่อน

ผลการศึกษาการประมาณค่าความเสี่ยงของปัจจัยจากการวิเคราะห์โดยวิธี Cointegration แบบ Johanson โดยการเลือก lag และรูปแบบจำลองที่เหมาะสมเพื่อให้ได้ค่าสถิติที่ดีที่สุด จากการวิเคราะห์พบว่าในแต่ละหลักทรัพย์จากทั้งหมด 21 หลักทรัพย์ มีจำนวน Cointegration Vector ที่แตกต่างกันไป ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 (แสดงในภาคผนวก ข) ไม่มีหลักทรัพย์ใดที่มี Cointegration Vector เท่ากับศูนย์ แสดงว่าแบบจำลองที่นำมาทำการทดสอบค่าความเสี่ยงจากปัจจัย มีความสัมพันธ์ในระยะยาว ผลการศึกษาดังตารางที่ 4.5 ซึ่งสรุปการเลือก Cointegration Vector ที่เหมาะสมโดยพิจารณาจากความถูกต้องของเครื่องหมายหน้าตัวแปรที่เป็นไปตามแบบจำลองที่ได้ ตั้งสมมติฐานและสอดคล้องกับทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์เป็นหลัก และมีค่า t-statistics ของ ECM ณ

ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งค่าความเร็วในการปรับตัว หรือ speed of adjustment coefficient นั้นมีค่าอยู่ระหว่างศูนย์ถึงลบสอง ( $0 > \alpha > -2$ ) แต่บางหลักทรัพย์พบว่าผลของค่าความเร็วในการปรับตัวนั้นไม่ได้อยู่ในช่วงดังที่กล่าวมา โดยบางส่วนนั้นมีค่าติดลบที่มากกว่า -2 และบางส่วนก็พบว่าสามารถเป็นค่าที่มากกว่าศูนย์ได้

ผลที่ได้จากตารางที่ 4.5 สามารถอธิบายได้ดังนี้ เมื่อพิจารณาจากหลักทรัพย์ APRINT พบว่าปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์ที่มีส่วนในการกำหนดการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้แก่ อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น(P/E Ratio), อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราสกุลบาทต่อดอลลาร์(EXR), ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม(MPI), อัตราผลตอบแทนตลาด(RM)ซึ่งปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์เหล่านี้มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ APRINT เมื่ออัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น(P/E Ratio) มีค่าเท่ากับ -0.574 หมายความว่าถ้าอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นเปลี่ยนแปลงไป 100 หน่วย จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ APRINT เปลี่ยนแปลงไป 57.4 หน่วย ในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนปัจจัยที่เหลือและหลักทรัพย์อื่นๆ ก็สามารถอธิบายได้ในทำนองเดียวกัน และเมื่อพิจารณาจากค่า F-Stat พบว่าการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์ทั้ง 4 ปัจจัย สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 มี ทั้งหมด 3 หลักทรัพย์ ได้แก่ MEDIAS P-FCB และ TRAF ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 มี ทั้งหมด 9 หลักทรัพย์ ได้แก่ APRINT BNT FE GMMM ITV MAJOR MATI NMG และ TBSP ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.1 มี ทั้งหมด 4 หลักทรัพย์ ได้แก่ MATCH CVD POST และ UBC ส่วนหลักทรัพย์ที่เหลือไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 4.5 แสดงผลการศึกษการประมาณค่าค่าความเสี่ยงของปัจจัยเชิงเศรษฐศาสตร์

หลักทรัพย์	Vector	C	P/E	RM	MPI	EXR	F -Stat
APRINT	3	51.470	-0.574	0.678	0.149	-1.644	0.026
BEC	3	-7.665	-0.3303	-1.352	-0.1034	0.5643	0.030
BNT	4	107.668	-12.140	4.184	-0.176	-1.976	0.040
CVD	3	-132.070	-0.323	4.759	0.287	3.106	0.076
FE	1	-3.237	-0.090	-0.701	-0.101	-0.264	0.035
GMMM	1	50.443	0.126	-1.210	-0.005	-1.166	0.022
GRAMMY	2	94.887	-0.33	0.517	0.005	2.219	0.09
ITV	2	-24.007	0.001	-2.174	0.069	0.236	0.047

ตารางที่ 4.5 (ต่อ)

หลักทรัพย์	Vector	C	P/E	RM	MPI	EXR	F -Stat
MAJOR	3	-5.116	0.821	-0.946	-0.264	0.797	0.018
MATCH	1	-92.530	-0.437	-1.820	0.188	1.488	0.034
MATI	2	-30.411	1.399	1.281	-0.005	0.220	0.050
MEDIAS	1	-7.981	-4.077	-5.51	-0.111	0.933	0.031
NMG	3	71.157	0.059	1.260	0.158	-2.161	0.021
P-FCB	1	8.692	-0.879	1.128	0.117	-0.465	0.009
POST	2	-138.940	0.225	-0.844	0.173	2.588	0.096
SE-ED	2	60.1805	-0.264	1.975	0.1347	-1.689	0.028
SPORT	2	-50.268	0.859	-7.547	-0.341	1.322	0.046
TBSP	2	34.336	-0.493	-1.750	0.132	-0.974	0.028
TONHUA	2	-34.576	-0.490	-3.94	0.247	0.276	0.171
TRAF	1	26.527	-0.936	-0.040	-0.091	-0.086	0.007
UBC	3	136.301	-0.144	-9.077	-0.335	-2.404	0.068

ที่มา : จากการคำนวณ

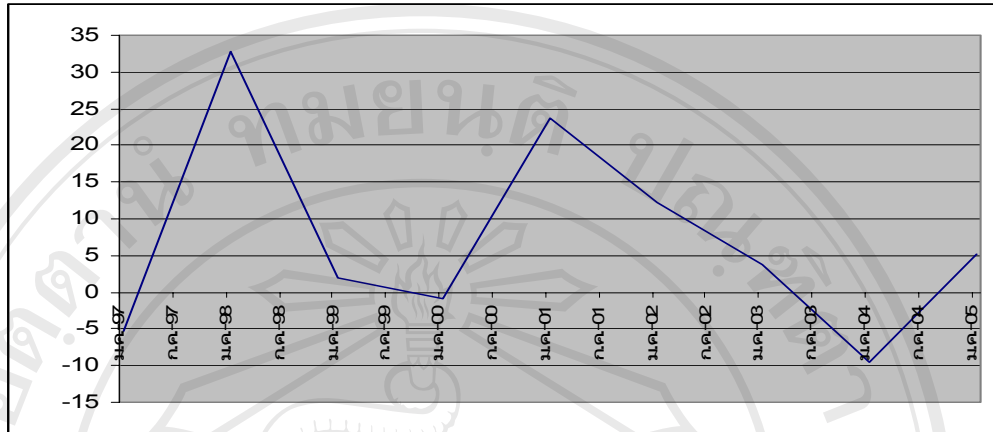
#### 4.4 การพยากรณ์ค่าอัตราผลตอบแทนในอนาคตของหลักทรัพย์

เมื่อทราบค่าความเสี่ยงของปัจจัยทางการเงินและปัจจัยเชิงเศรษฐศาสตร์ของหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อและสิ่งพิมพ์แล้ว สามารถนำข้อมูลนี้ไปพยากรณ์อัตราผลตอบแทนในอนาคตของหลักทรัพย์กลุ่มนี้ โดยใช้สมการ (4.1) โดยทำการกำหนดแนวโน้มของปัจจัยต่างๆ จากสถานการณ์ปัจจุบันและฐานข้อมูลในอดีต มีรายละเอียดดังนี้

อัตราผลตอบแทนตลาดในอนาคตจากการคาดการณ์แนวโน้มจากสภาพเศรษฐกิจในปัจจุบันและฐานข้อมูลในอดีตจากภาพที่ 4.1 เป็นหลัก เนื่องจากเอเชียเป็นภูมิภาคที่มีการเจริญเติบโตขึ้นเรื่อยๆ โดยเฉพาะในประเทศจีน และประเทศอินเดียที่เริ่มเปิดประเทศและเปิดการแข่งขันทางด้านอุตสาหกรรม ค่าจ้างแรงงานและการค้าเสรี ทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนต่างชาติออกไปลงทุนในประเทศจีนและอินเดียเป็นมากขึ้น ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของตลาด(Rm) โดยภาพรวมได้รับผลกระทบทำให้ความน่าสนใจของการลงทุนลดลง



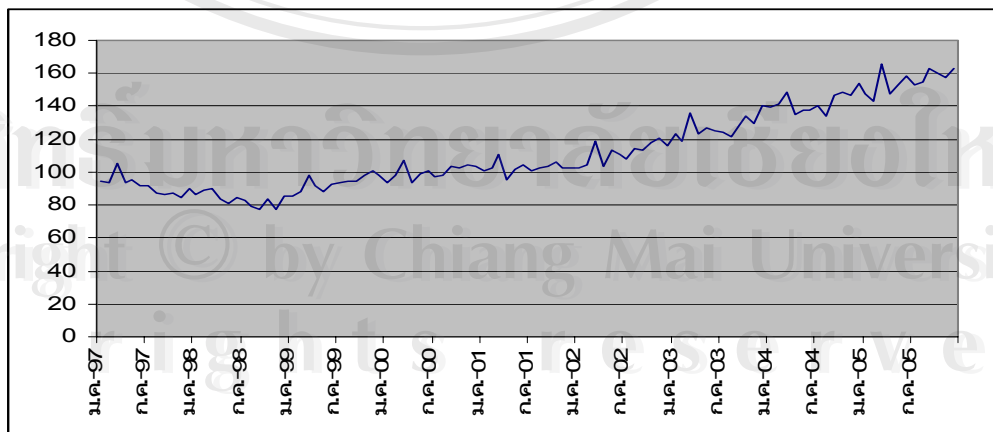
ภาพที่ 4.1 ภาพแสดงข้อมูลในอดีตของอัตราผลตอบแทนของตลาด (Rm) ปี พ.ศ. 2540 – 2548



ที่มา : Reuters (2005)

ดัชนีการลงทุนภาคอุตสาหกรรม(MPI) ได้รับผลกระทบจากการถูกแย่งตลาดอุตสาหกรรมที่สำคัญ เนื่องจากตลาดอุตสาหกรรมในประเทศจีนและอินเดียมีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว ประกอบกับมีต้นทุนที่ถูกกว่า อีกทั้งภาคอุตสาหกรรมของไทยที่ได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมัน โลกที่ผันผวน ทำให้การผลิตในภาคอุตสาหกรรมในประเทศไทยที่เพิ่มขึ้นอย่างสม่ำเสมอในภาพที่ 4.2 เปลี่ยนแปลงไปในรูปแบบที่เพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลง

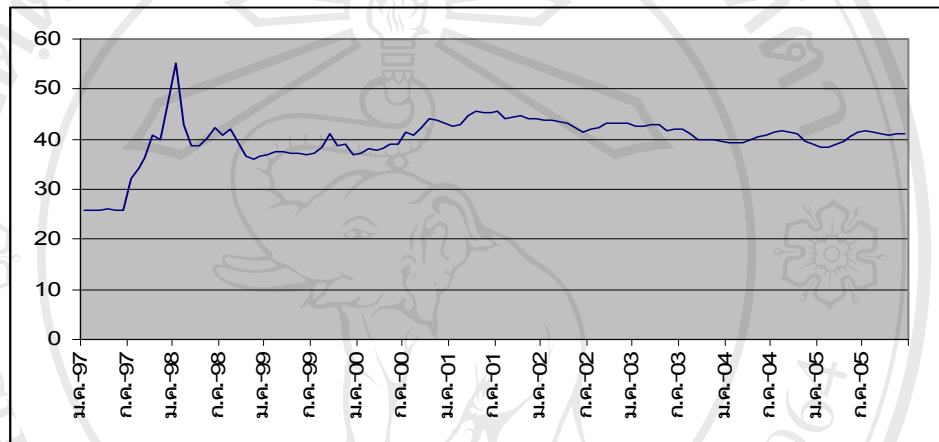
ภาพที่ 4.2 ภาพแสดงข้อมูลในอดีตของดัชนีการลงทุนภาคอุตสาหกรรม(MPI) ปี พ.ศ. 2540 – 2548



ที่มา : Reuters (2005)

อัตราแลกเปลี่ยนเงินสกุลบาทต่อดอลลาร์ (EXR) ที่มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้น เนื่องจากแผนเศรษฐกิจที่ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนมีเสถียรภาพมากขึ้น นโยบายการเงิน รวมถึงแนวโน้มการปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากจากธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกา(Fade) ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นอย่างช้าๆ

ภาพที่ 4.3 ภาพแสดงข้อมูลในอดีตของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา (EXR) ปี พ.ศ. 2540 – 2548



ที่มา : Reuters (2005)

จากการคาดการณ์แนวโน้มของปัจจัยเชิงเศรษฐกิจโดยใช้เหตุการณ์ในปัจจุบันและฐานข้อมูลเดิมเป็นหลัก ทำให้สามารถคาดการณ์ค่าปัจจัยทางเศรษฐกิจในอนาคตที่มีความเป็นไปได้ ดังตารางที่ 4.6

ตารางที่ 4.6 แสดงการกำหนดค่าปัจจัยเชิงเศรษฐกิจในเดือนมกราคมปี พ.ศ. 2549 – 2553

ปีพยากรณ์	Rm	MPI	EXR
พ.ศ. 2549	-2.35	172.95	39.02
พ.ศ. 2550	-3.32	179.95	38.02
พ.ศ. 2551	-4.37	184.95	37.02
พ.ศ. 2552	-8.58	187.95	36.02
พ.ศ. 2553	-9.66	189.95	35.02

ที่มา : จากการคำนวณ

อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น(P/E Ratio) มีแนวโน้มแกว่งตัวอยู่ในช่วงค่าเฉลี่ยของแต่ละหลักทรัพย์เนื่องจากค่าเฉลี่ยได้สะท้อนพฤติกรรมกรรมการเปลี่ยนแปลงได้เป็นอย่างดีแล้ว

ตารางที่ 4.7 แสดงการกำหนดค่าอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น(P/E Ratio) ของหลักทรัพย์

หลักทรัพย์	P/E Ratio พ.ศ. 2549	P/E Ratio พ.ศ. 2550	P/E Ratio พ.ศ. 2551	P/E Ratio พ.ศ. 2552	P/E Ratio พ.ศ. 2553
APRINT	8.97	8.97	8.97	8.97	8.97
BEC	28.92	28.92	28.92	28.92	28.92
BNT	1.67	1.67	1.67	1.67	1.67
CVD	28.82	28.82	28.82	28.82	28.82
FE	16.02	16.02	16.02	16.02	16.02
GMMM	15.46	15.46	15.46	15.46	15.46
GRAMMY	21.29	21.29	21.29	21.29	21.29
ITV	875.62	875.62	875.62	875.62	875.62
MAJOR	12.37	12.37	12.37	12.37	12.37
MATCH	24.75	24.75	24.75	24.75	24.75
MATI	23.46	23.46	23.46	23.46	23.46
MEDIAS	6.80	6.80	6.80	6.80	6.80
NMG	42.70	42.70	42.70	42.70	42.70
P-FCB	6.89	6.89	6.89	6.89	6.89
POST	35.45	35.45	35.45	35.45	35.45
SE-ED	16.42	16.42	16.42	16.42	16.42
SPORT	12.43	12.43	12.43	12.43	12.43
TBSP	13.35	13.35	13.35	13.35	13.35
TONHUA	13.56	13.56	13.56	13.56	13.56
TRAF	11.66	11.66	11.66	11.66	11.66
UBC	36.00	36.00	36.00	36.00	36.00

ที่มา : จากการคำนวณ

หลังจากกำหนดค่าปัจจัยในอนาคตได้ จึงทำการแทนค่าปัจจัยลงในสมการ (4.1) ได้ค่าอัตราผลตอบแทนที่พยากรณ์ออกมาดังตารางที่ 4.8

**ตารางที่ 4.8** แสดงผลการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มสื่อและสิ่งพิมพ์ จำนวน 21  
หลักทรัพย์ ในปีพยากรณ์ พ.ศ. 2549 – 2552

หลักทรัพย์	Return พ.ศ. 2549	Return พ.ศ. 2550	Return พ.ศ. 2551	Return พ.ศ. 2552	Return พ.ศ. 2553
APRINT	6.37	8.40	10.07	9.31	10.52
BEC	-9.92	-9.90	-9.56	-4.74	-4.05
BNT	-29.97	-33.28	-36.58	-52.75	-55.64
CVD	18.27	12.56	5.89	-16.39	-24.06
FE	18.27	12.56	5.89	-16.39	-24.06
GMMM	-30.80	-30.56	-30.07	-27.16	-26.34
GRAMMY	8.87	11.18	13.59	19.83	22.30
ITV	0.87	2.62	4.33	4.39	6.06
MAJOR	3.12	5.48	7.87	16.99	19.24
MATCH	-7.30	-9.02	-10.15	-7.75	-8.06
MATI	13.27	14.86	16.23	22.97	23.83
MEDIAS	7.12	5.63	4.04	-1.59	-3.21
NMG	-6.65	-2.98	1.35	23.31	28.13
P-FCB	13.75	15.80	17.43	14.76	15.88
POST	2.08	2.27	2.14	-1.80	-2.32
SE-ED	7.85	8.54	8.80	2.57	2.38
SPORT	-28.08	-32.68	-37.52	-60.87	-65.54
TBSP	-29.32	-25.72	-20.82	8.60	14.75
TONHUA	16.69	20.29	23.76	32.50	35.62
TRAF	21.71	26.99	32.10	49.17	53.65
UBC	-3.39	-3.90	-4.23	-4.25	-4.30

ที่มา : จากการคำนวณ

#### 4.5 ผลการศึกษาการพิจารณาเลือกลงทุนในหลักทรัพย์

หลักเกณฑ์การพิจารณาเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ การที่จะตัดสินใจว่าควรลงทุนในหลักทรัพย์ตัวใดนั้น จะพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่สูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยในอดีต ซึ่งอยู่ในรูปสมการ ดังนี้

$$\alpha_i = E(R_i) - \bar{R}_i \quad \dots(4.2)$$

โดยที่  $\alpha_i$  คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุนในหลักทรัพย์  $i$  เวลา  $t$

$E(R_i)$  คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่พยากรณ์ได้แสดงในตารางที่ 4.8

$\bar{R}_i$  คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เฉลี่ยจากข้อมูลในอดีตตารางที่ 4.1

ถ้า  $\alpha_i$  มีค่าเป็นบวกแสดงว่าราคาหลักทรัพย์ที่พยากรณ์ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Underpriced) ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ได้นั้นสูงกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย ดังนั้นหลักทรัพย์นี้ควรลงทุน

ถ้า  $\alpha_i$  มีค่าเป็นลบแสดงว่าราคาหลักทรัพย์ที่พยากรณ์สูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overpriced) ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ได้นั้นต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย ดังนั้นหลักทรัพย์นี้ไม่ควรลงทุน

ผลการศึกษาจากตารางที่ 4.9 เป็นการนำเอาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่พยากรณ์ได้ ( $E(R_i)$ ) จากตารางที่ 4.8 ไปลบออกจากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในอดีต ( $\bar{R}_i$ ) จากตารางที่ 4.1 จะได้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินซึ่งพบว่าในปี พ.ศ. 2549 ควรลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มสื่อและสิ่งพิมพ์จำนวน 9 หลักทรัพย์ ได้แก่ APRINT CVD GMMM ITV MATCH MATI NMG TBSP TONHUA เนื่องจากอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์นั้นมีค่าเป็นบวกหมายความว่าอัตราผลตอบแทนที่พยากรณ์ได้มีค่ามากกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจากข้อมูลในอดีต ในปีที่เหลือก็สามารถอธิบายได้ในลักษณะเดียวกัน ดังนั้นในปี พ.ศ. 2550 ควรลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มสื่อและสิ่งพิมพ์จำนวน 11 หลักทรัพย์ ได้แก่ APRINT CVD GMMM GRAMMY ITV MATCH MATI NMG TBSP TONHUA UBC ในปี พ.ศ. 2551 ควรลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มสื่อและสิ่งพิมพ์จำนวน 11 หลักทรัพย์ ได้แก่ APRINT CVD GMMM ITV GRAMMY MATCH MATI NMG TBSP TONHUA UBC ในปี พ.ศ. 2552 ควรลงทุนในหลักทรัพย์จำนวน 10 หลักทรัพย์ ได้แก่ APRINT GMMM GRAMMY ITV MATCH MATI NMG TBSP TONHUA UBC ในปี พ.ศ. 2553 ควรลงทุนในหลักทรัพย์จำนวน 11 หลักทรัพย์ ได้แก่ APRINT GMMM GRAMMY ITV MATCH MATI NMG TBSP TONHUA UBC

ตารางที่ 4.9 แสดงผลอัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มสื่อและสิ่งพิมพ์  
ในเดือนมกราคมของปี พ.ศ. 2549 – 2553 จำนวน 21 หลักทรัพย์

หลักทรัพย์	พ.ศ. 2549	พ.ศ. 2550	พ.ศ. 2551	พ.ศ. 2552	พ.ศ. 2553
APRINT	1.31	3.34	5.01	4.25	5.46
BEC	-10.43	-10.41	-10.07	-5.25	-4.56
BNT	-29.43	-32.74	-36.04	-52.21	-55.10
CVD	17.36	11.65	4.98	-17.30	-24.97
FE	-32.27	-32.03	-31.54	-28.63	-27.81
GMMM	6.72	9.03	11.44	17.68	20.15
GRAMMY	-0.70	1.05	2.76	2.82	4.49
ITV	0.18	2.54	4.93	14.05	16.30
MAJOR	-7.60	-9.32	-10.45	8.05	-8.36
MATCH	15.46	17.05	18.42	25.16	26.02
MATI	4.37	2.88	1.29	-4.34	-5.96
MEDIAS	-13.38	-9.71	-5.38	16.58	21.40
NMG	14.21	16.26	17.89	15.22	16.34
P-FCB	-2.14	-1.95	-2.08	-6.02	-6.54
POST	-1.12	-1.68	-2.51	-1.03	-2.36
SE-ED	5.45	6.14	6.40	0.17	-0.02
SPORT	-29.87	-26.26	-21.37	8.06	14.20
TBSP	14.51	18.11	21.58	30.32	33.44
TONHUA	19.30	24.58	29.69	46.76	51.24
TRAF	-1.88	-2.39	-2.72	-2.74	-2.79
UBC	-1.90	6.96	17.22	56.83	68.37

ที่มา : จากการคำนวณ