

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในกลุ่มดัชนี SET 50 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้แบบจำลองสามปัจจัย สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษา พบว่า ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET 50 ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก่อนวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2545 และมีการเคลื่อนไหวของราคาอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2545 – เดือนธันวาคม พ.ศ.2549 ที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้มีจำนวน 39 หลักทรัพย์ โดยกลุ่มหลักทรัพย์ตัวอย่างมีมูลค่าตลาดเฉลี่ยเท่ากับ 57,345 ล้านบาท หลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด คือ หลักทรัพย์ของบริษัท ปตท.จำกัด (มหาชน) มีมูลค่าตลาดเท่ากับ 370,355 ล้านบาท และหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดต่ำสุด คือ หลักทรัพย์ของบริษัท อาร์ ซี แอล จำกัด (มหาชน) มีมูลค่าตลาดเท่ากับ 11,299 ล้านบาท

กลุ่มหลักทรัพย์ มีมูลค่าตามบัญชีเฉลี่ยเท่ากับ 25,739 ล้านบาท หลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามบัญชีสูงสุด คือ หลักทรัพย์ของบริษัท ปตท.จำกัด (มหาชน) มีมูลค่าตามบัญชีเท่ากับ 118,240 ล้านบาท และหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามบัญชีต่ำสุด คือ หลักทรัพย์ของบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) มีมูลค่าตามบัญชีเท่ากับ 2,096 ล้านบาท

กลุ่มหลักทรัพย์ มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดเฉลี่ยเท่ากับ 0.57 หลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงสุด คือ หลักทรัพย์ของบริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน) มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดเท่ากับ 1.59 และหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำสุด คือ หลักทรัพย์ของบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดเท่ากับ 0.09

จากการวิเคราะห์ข้อมูลผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษา พบว่า ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ในช่วงเวลาดังกล่าว มีค่าเท่ากับ 2.14 % ในขณะที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด คือ 1.68% ซึ่งชี้ให้เห็นว่ากลุ่มหลักทรัพย์ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด

เมื่อจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามวิธีการของ Fama and French จากตารางที่ 4-5 พบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กทั้ง 3 กลุ่ม ซึ่งประกอบด้วยกลุ่ม S/L, กลุ่ม S/M และกลุ่ม S/H มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ทั้ง 3 กลุ่ม คือ กลุ่ม B/L, กลุ่ม B/M และกลุ่ม B/H โดยกลุ่ม S/L ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุด เท่ากับ 2.804% ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุดคือกลุ่ม B/L เท่ากับ 0.802%

ผลของการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 6 กลุ่ม ตามวิธีการของ Fama and French เพื่อนำมาหาค่า SMB และ HML พบว่าค่า SMB (Size premium) เฉลี่ยเท่ากับ 1.20% ค่า HML (Value premium) เฉลี่ยเท่ากับ 0.33% จากสมมติฐานตามแนวคิดของ Fama and French ค่า SMB และ HML ไม่ควรติดลบ แต่จากตารางที่ 4-6 ค่า HML ในปี 2547-2549 กลับให้ค่าที่ติดลบ กล่าวได้ว่าค่า HML ก่อนข้างมีความผันผวนและไม่เป็นไปตามสมมติฐานตามแนวคิดของ Fama and French

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ พบว่าความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีน้อย แสดงว่าข้อมูลที่ใช้ไม่มีปัญหาลักษณะ Multicollinearity ซึ่งหมายถึงปัญหาที่เกิดจากการที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กัน ทำให้ผลการทดสอบสมการถดถอยไม่ถูกต้อง จากตารางที่ 4-8 ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณของข้อมูลทั้งหมดมีค่าเท่ากับ 0.921 และตารางที่ 4-9 ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณของกลุ่มหลักทรัพย์ 6 กลุ่ม มีค่าอยู่ในช่วง 0.605 ถึง 0.837 หมายความว่าตัวแปรอิสระต่างๆคือ ปัจจัยตลาด, ปัจจัยขนาด และปัจจัยมูลค่า มีผลทำให้ตัวแปรตาม ($R_t - R_f$) เปลี่ยนแปลงได้มาก

ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% พบว่า ปัจจัยสำคัญที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ประกอบด้วยสองปัจจัย คือ ปัจจัยตลาด และปัจจัยขนาดของกิจการ จากค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรปัจจัยตลาดและปัจจัยขนาดของกิจการ (SMB) มีค่าเป็นบวก แสดงให้เห็นว่าถ้าปัจจัยตลาดและปัจจัยขนาดของกิจการ (SMB) เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น แต่ถ้าปัจจัยตลาดและปัจจัยขนาดของกิจการ (SMB) ลดลงจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง ส่วนปัจจัยมูลค่า (HML) ไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์

อภิปรายผลการศึกษา

1. จากสมมติฐานตามแนวคิดของ Fama and French กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก (Small size) และมีอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (High B/M ratio) ควรให้อัตราผลตอบแทนมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ (Big size) และมีอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ

(Low B/M ratio) การศึกษาครั้งนี้พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กให้อัตราผลตอบแทนมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ สอดคล้องกับสมมติฐาน และงานวิจัยของ Fama and French (1992) แต่กลุ่มหลักทรัพย์ที่มี B/M ratio สูง ซึ่งควรจะให้อัตราผลตอบแทนมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มี B/M ratio ต่ำ เมื่อนำมาวิเคราะห์ก็พบว่าไม่ตรงตามสมมติฐาน

2. การศึกษาครั้งนี้ เป็นการนำปัจจัยจากขนาดของกิจการ(Size effect) และ อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Value effect) เข้ามาพิจารณาร่วมกับปัจจัยตลาด(Market effect) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทั้งสามกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ผลการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอย พบว่า ในช่วงเวลาที่ศึกษานั้นนอกเหนือจากปัจจัยตลาดแล้ว ยังมีปัจจัยจากขนาดของกิจการ ที่มีผลกระทบกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Banz (1981) ที่พบว่าขนาดของกิจการ มีผลกระทบกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยในกลุ่มหลักทรัพย์ของกลุ่มธุรกิจที่มีขนาดเล็กมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่า และกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำกว่า

3. ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยใช้แบบจำลองสามปัจจัย พบว่าปัจจัยตลาดตามทฤษฎี CAPM เพียงปัจจัยเดียว อาจไม่เพียงพอต่อการอธิบายความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เมื่อนำผลการศึกษานี้ไปเปรียบเทียบกับผลการศึกษาของ Connor and Sehgal (2001), Charitou and Constantinidis (2004), Bilinski and Lyssimachou (2004) พบว่ามีความสอดคล้องกันในส่วนของการเพิ่มปัจจัยจากขนาดของกิจการเข้าไปในการวิเคราะห์ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน

4. จากการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่ไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ คือ ปัจจัยมูลค่า (HML) ต่างจากสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าปัจจัยมูลค่ามีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การศึกษาครั้งนี้จึงแตกต่างจากการศึกษาของ ขวัญหัตถ์ จันทะพันธ์(2546) และ จริญญา บาลสุข(2547) ที่พบว่าแบบจำลองสามปัจจัยสามารถใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้อย่างเหมาะสม

ข้อค้นพบ

1. จากการศึกษาพบว่า ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กัน โดยความสัมพันธ์ที่พบแตกต่างจากแบบจำลอง CAPM ซึ่งกล่าวไว้ว่าปัจจัยที่มีผลกับอัตราผลตอบแทนคือความเสี่ยงจากตลาด และความสัมพันธ์ที่พบในการศึกษาครั้งนี้ก็ยังคงมีความแตกต่างจากแบบจำลองของ Fama and French ซึ่งระบุว่าปัจจัยที่มีผลกับอัตราผลตอบแทนของ

หลักทรัพย์ประกอบด้วย ปัจจัยตลาด ปัจจัยจากขนาดของกิจการและปัจจัยมูลค่า (อัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด)

2. การศึกษาครั้งนี้พบว่าปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ คือ ปัจจัยความเสี่ยงจากตลาด และปัจจัยจากขนาดของกิจการ

3. จากผลการทดสอบทางสถิติ พบว่าอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าปัจจัยมูลค่าไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตามที่ตั้งสมมติฐานไว้แต่อย่างใด

4. จากผลการทดสอบทางสถิติ พบว่าค่า α ที่ได้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่านอกเหนือจากปัจจัยความเสี่ยงตามแนวคิดของ Fama and French แล้ว ยังมีปัจจัยอื่นๆที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์

ข้อเสนอแนะ

1. ปัจจัยความเสี่ยงสำคัญที่ควรคำนึงถึง ในการคำนวณผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ ความเสี่ยงจากตลาดและความเสี่ยงจากขนาดของกิจการ
2. การจัดทำตัววัดค่าอัตราผลตอบแทนที่ใช้อ้างอิง (Benchmark) เพื่อเปรียบเทียบและประเมินประสิทธิภาพของพอร์ตการลงทุนต่างๆ ของที่ปรึกษาการลงทุน ผู้ประกอบวิชาชีพในธุรกิจหลักทรัพย์หรือผู้ที่สนใจ ควรคำนึงถึงความเสี่ยงจากขนาดของกิจการในการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและการบริหารความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยอาจเพิ่มปัจจัยนี้เข้าไปในแบบจำลอง CAPM ซึ่งใช้กันอย่างแพร่หลายอยู่แล้วในปัจจุบัน เพื่อช่วยเพิ่มความแม่นยำมากขึ้น

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในครั้งต่อไป

1. ควรจะนำแบบจำลองสามปัจจัย (3 Factor Model) ไปศึกษาเปรียบเทียบกับแบบจำลองอื่นๆ เช่น แบบจำลอง CAPM หรือแบบจำลอง APT (Arbitrage Pricing Theory) เพื่อที่จะสามารถวัดหรือยืนยันความเหมาะสมของแบบจำลองสามปัจจัย (3 Factor Model) ได้ดียิ่งขึ้น
2. นอกจากทำการศึกษาปัจจัยสองตัวที่เพิ่มเติมเข้ามาในแบบจำลองสามปัจจัย (3 Factor Model) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว ควรทดลองทำการศึกษาโดยใช้ตัวแปรหรือปัจจัยอื่นๆ เช่น ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับ สินทรัพย์ หนี้สิน อัตราส่วน P/E เป็นต้น เพื่อทำการเปรียบเทียบผล

การศึกษาที่ได้ ซึ่งข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจจะสอดคล้องกับตัวแปรอื่นๆ มากกว่าตัวแปรในแบบจำลองสามปัจจัย (3 Factor Model) ก็เป็นไปได้

3. ควรจะมีการศึกษาเกี่ยวกับการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (Rf) ในหลากหลายสถาบันการเงิน เนื่องจากการศึกษาครั้งนี้พบว่าสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (Rf) ในบางช่วงเวลาให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved