

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่องการการใช้แบบจำลองราคาตีปัจจัยเพื่อทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นและอัตราส่วนราคาต่อกำไรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

5.1 สรุปผลการศึกษา

จากการวิเคราะห์ข้อมูลหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเดือนกรกฎาคมปี พ.ศ. 2542 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2552 เมื่อนำมาแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolios) ตามอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นและอัตราส่วนราคาต่อกำไร โดยใช้อัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นในเดือนธันวาคมปีที่ $t-1$ และอัตราส่วนราคาต่อกำไรของเดือนมิถุนายนปีที่ t เพื่อจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม ปีที่ t ถึงเดือนมิถุนายนปีที่ $t+1$ พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำ (Low P/E Ratio) สามารถให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงกว่าทุกกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูง (High P/E Ratio) โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดคือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นสูงและมีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำ (EHPL) มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ 2.455% ต่อเดือน ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดคือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นปานกลางและมีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูง (EMPH) มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ 0.578% ต่อเดือน โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 0.442% ต่อเดือน

เมื่อทำการวิเคราะห์ถึงกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นสูง (EH) ให้ผลตอบแทนสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราการเติบโตต่ำกว่า โดยมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 1.665% ต่อเดือน ขณะที่กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นต่ำ (EL) ให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 1.177% โดยที่กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นปานกลาง (EM) ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยน้อยที่สุดที่ 0.961% ต่อเดือน

กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำ (PL) สามารถให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูง (PH) โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำ ให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 1.837% ต่อเดือน ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูงให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 0.794% ต่อเดือน

ส่วนผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามวิธีการของ Fama and French พบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กทุกกลุ่มมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดเดียวกัน ขณะเดียวกันกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเดียวกัน กลุ่มที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าสูงจะให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่มากกว่ากลุ่มที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าต่ำ โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุดคือกลุ่ม SH ให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 2.931% และกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนน้อยที่สุดคือกลุ่ม BL ให้ผลตอบแทนเฉลี่ย -0.331%

ส่วนผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามผลตอบแทนในอดีต ได้แก่ กลุ่ม B/W, B/Lo, S/W, S/Lo ได้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือน -0.03 %, 0.20 %, 0.86 % และ 1.90 % ตามลำดับ โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กมีอัตราผลตอบแทนสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ทุกกลุ่ม และกลุ่มที่มีผลตอบแทนในอดีตที่ต่ำ (Loser) มีผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตสูง (Winner) ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเดียวกัน

ผลของการจัดกลุ่มหลักทรัพย์เพื่อหาค่าของตัวแปร SMB, HML และ WML พบว่าค่า SMB (Size Premium) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.724% ค่า HML มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.305% จากสมมติฐานตามแนวคิดของ Fama and French ค่า SMB และ HML ไม่ควรติดลบ แต่ในบางช่วงเวลาค่า SMB กลับมีค่าติดลบ แต่เมื่อพิจารณาถึงค่าเฉลี่ยโดยรวมแล้วค่า SMB เป็นบวกแสดงถึงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ ส่วนค่า WML มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.637% แสดงถึงกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตที่สูงจะมีผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วงถัดไปต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตต่ำ

จากการทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาต่อกำไร โดยแบบจำลองราคา 4 ปัจจัยเปรียบเทียบกับแบบจำลอง CAPM พบว่าเมื่อใช้แบบจำลอง CAPM ทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 6 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่ม EHPH, EMPH, ELPH, EHPL, EMPL และ ELPL ปรากฏว่ามีกลุ่มหลักทรัพย์ 4 กลุ่มคือ ELPH, EHPL, EMPL และ ELPL ที่มีผลตอบแทนเกินปกติ โดยกลุ่ม EHPL ที่ให้ผลตอบแทนเกินปกติ 2.09% ส่วนการใช้แบบจำลองราคา 4 ปัจจัยทดสอบประสิทธิภาพนั้น พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 6 ไม่มีผลตอบแทนเกินปกติแต่อย่างใด และเมื่อพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณที่ปรับค่าแล้ว (Adjusted R²) พบว่าแบบจำลองราคา 4 ปัจจัยมีค่า Adjusted R² สูงกว่าแบบจำลอง CAPM ในทุกกลุ่มหลักทรัพย์ แสดงว่าแบบจำลองราคา 4 ปัจจัยสามารถอธิบายผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ได้ดีกว่าแบบจำลอง CAPM

เมื่อพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยตลาด ปัจจัยด้านขนาด ปัจจัยมูลค่า และปัจจัยผลตอบแทนในอดีต (β , s , h , w) ของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 6 พบว่าปัจจัยตลาด ปัจจัยด้านขนาด และปัจจัยด้านมูลค่ามีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ยกเว้นกลุ่ม EMPH ที่ปัจจัยด้านมูลค่าไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ส่วนปัจจัยผลตอบแทนในอดีตมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกลุ่ม EPHH ที่ระดับความเชื่อมั่น 90% และกลุ่ม EMPH ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% เท่านั้น โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ 0.1352 และ 0.2218 ตามลำดับ ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์ ELPH, EHPL, EMPL และ ELPL ปัจจัยผลตอบแทนในอดีตไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์

ค่าสัมประสิทธิ์ β ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูง อยู่ระหว่าง 0.681 ถึง 0.881 ขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์ β ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำ อยู่ระหว่าง 0.7131 ถึง 1.0477 แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำ มีความเสี่ยงจากปัจจัยตลาดสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูง

ค่าสัมประสิทธิ์ s ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูง อยู่ระหว่าง 0.2913 ถึง 0.4207 ขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์ s ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำ อยู่ระหว่าง 0.4478 ถึง 0.8892 แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำ มีผลกระทบจากปัจจัยด้านขนาดกิจการ สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูง

ค่าสัมประสิทธิ์ h ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูง อยู่ระหว่าง 0.1592 ถึง 0.1739 ขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์ s ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำ อยู่ระหว่าง 0.1556 ถึง 0.6636 แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำ มีผลกระทบจากปัจจัยด้านมูลค่า สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูง

เมื่อพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยตลาด ปัจจัยด้านขนาด ปัจจัยมูลค่า และปัจจัยผลตอบแทนในอดีต (β , s , h , w) ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น (EH, EM, EL) พบว่าปัจจัยตลาด ปัจจัยด้านขนาด และปัจจัยด้านมูลค่ามีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญ 99% มีเพียงกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นปานกลาง (EM) เท่านั้นที่ปัจจัยปัจจัยด้านมูลค่าและปัจจัยจากผลตอบแทนในอดีตมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญ 90% และพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นสูง (EH) มีผลกระทบจากปัจจัยความเสี่ยงจากตลาด ปัจจัยด้านขนาด ปัจจัยมูลค่า สูงกว่ากลุ่มที่มีอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นต่ำ (EL) และกลุ่มที่มีอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นปานกลาง (EL) โดยกลุ่มที่มีอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นปานกลางได้รับผลกระทบจากปัจจัยความเสี่ยงจากตลาด ปัจจัยด้านขนาด ปัจจัยมูลค่า ต่ำที่สุด

เมื่อพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยตลาด ปัจจัยด้านขนาด ปัจจัยมูลค่า และปัจจัยผลตอบแทนในอดีต (β , s, h, w) ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามอัตราส่วนราคาต่อกำไร (PH, PL) พบว่า ปัจจัยตลาด ปัจจัยด้านขนาด ปัจจัยด้านมูลค่า และปัจจัยจากผลตอบแทนในอดีตมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูง (PH) ที่ระดับนัยสำคัญ 99% ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำ (PL) พบว่าปัจจัยตลาด ปัจจัยด้านขนาด ปัจจัยด้านมูลค่าเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญ 99% โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำมีค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยตลาด ปัจจัยด้านขนาด ปัจจัยมูลค่า สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูง แสดงถึงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำได้รับผลกระทบจากปัจจัยความเสี่ยงจากตลาด ปัจจัยด้านขนาด ปัจจัยมูลค่า สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูง

5.2 อภิปรายผลการศึกษา

1. จากแนวคิดในการใช้อัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นและอัตราส่วนราคาต่อกำไรในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำ ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูง เป็นไปตามแนวคิดที่ว่า P/E Ratio เป็นตัวบ่งบอกว่าจากกำไร 1 บาทต่อหุ้น นักลงทุนจะยอมจ่ายเงินซื้อหลักทรัพย์ตัวนี้เป็นกี่เท่าของกำไรทั้งปี ดังนั้นการที่หลักทรัพย์มี P/E Ratio ต่ำ มีโอกาสที่จะทำกำไรได้สูงกว่าหลักทรัพย์ที่มี P/E Ratio สูง เนื่องจากสามารถจ่ายเงินซื้อหลักทรัพย์ได้ในราคาถูกกว่าหลักทรัพย์ที่มี P/E Ratio สูง ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นหุ้นเติบโตสูง (Growth Stocks) และเมื่อนำอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นเข้ามาพิจารณาดู พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มี P/E Ratio สูงและอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นต่ำ (ELPH) ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นสูงและมี P/E Ratio สูง (EHPH) เนื่องจากการที่นักลงทุนคาดการณ์ว่าอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นในอนาคตของกลุ่มหลักทรัพย์นี้น่าจะสูงกว่าที่คนส่วนใหญ่คาดคะเนไว้ โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นต่ำ และมี P/E Ratio สูง (ELPH) ให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 0.983% ต่อเดือน และสำหรับกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นสูงและมี P/E Ratio ต่ำ (EHPL) ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงที่สุด มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ 2.455% ต่อเดือนซึ่งเป็นกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า (Value Stocks) ที่มี PEG Ratio ต่ำกว่า 1 แต่กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นปานกลางกลับให้ผลตอบแทนต่ำกว่า อาจเนื่องมาจากการเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำเพราะมีการคาดการณ์อัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นที่สม่ำเสมอและจากการพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยความเสี่ยงทั้งสี่จากตารางที่ 4.9 ส่วนผลการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามอัตราการเติบโตของกำไร

ต่อหุ้นและอัตราส่วนราคาต่อกำไรในการศึกษาคั้งนี้ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ วิทยา มิตรานันท์ (2549) ที่ได้คัดเลือกหลักทรัพย์ด้วยปัจจัยพื้นฐานบางตัว ได้แก่ อัตราส่วนราคาต่อกำไรที่น้อยกว่า 15 เท่า (มี P/E Ratio ต่ำ) ราคาปิดต่อมูลค่าหุ้น (P/B Ratio) ที่น้อยกว่า 1.5 เท่า โดยอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดคือส่วนกลับของราคาปิดต่อมูลค่าหุ้นนั่นเอง ซึ่งถ้าหลักทรัพย์นั้นมีค่า P/B Ratio ต่ำ แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นมีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง นักลงทุนจึงคาดหวังผลตอบแทนที่มากกว่า และพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นนั้นให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่มากกว่าผลตอบแทนของตลาด

2. จากสมมติฐานตามแนวคิดของ Fama and French (1992) กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก (Small Size) และมีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (High BE/ME Ratio) ควรให้ผลตอบแทนมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ (Big Size) และมีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ (Low BE/ME Ratio) จากการศึกษาครั้งนี้พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กทุกกลุ่มมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดเดียวกัน ขณะเดียวกันกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเดียวกัน กลุ่มที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงจะให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่มากกว่ากลุ่มที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าต่ำ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานของ Fama and French ที่กล่าวว่าธุรกิจที่มีขนาดเล็กมีความเสี่ยงเปรียบมากกว่า จึงมีความเสี่ยงมากกว่า ทำให้นักลงทุนมีความคาดหวังในผลตอบแทนในหลักทรัพย์ของกิจการขนาดเล็กสูงกว่าหลักทรัพย์ของกิจการขนาดใหญ่ และหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดน้อยกว่าหรือใกล้เคียงกับมูลค่าทางบัญชี หรืออัตราส่วน BE/ME มีค่ามาก แสดงให้เห็นว่านักลงทุนคาดหวังถึงอนาคตที่ไม่ดีของหลักทรัพย์นั้น ซึ่งสื่อให้เห็นถึงความเสี่ยงที่มีมาก นักลงทุนจึงคาดหวังผลตอบแทนที่สูงกว่า

3. ผลการทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นและอัตราส่วนราคาต่อกำไร โดยแบบจำลองราคา 4 ปัจจัยเปรียบเทียบกับแบบจำลอง CAPM พบว่าแบบจำลองราคา 4 ปัจจัยสามารถอธิบายผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ได้ดีกว่าแบบจำลอง CAPM จากการพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณที่ปรับค่าแล้ว (Adjusted R^2) และพบว่าไม่มีกลุ่มหลักทรัพย์ใดที่ให้ผลตอบแทนเกินปกติ หรือค่า α ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ต่างจากแบบจำลอง CAPM ที่กลุ่มหลักทรัพย์ให้ผลตอบแทนเกินปกติ เนื่องจากแบบจำลอง CAPM ได้อธิบายถึงความเสี่ยงที่เป็นระบบ หรือความเสี่ยงจากปัจจัยตลาดเท่านั้น จึงไม่สามารถอธิบายความผิดปกติของผลตอบแทนที่เกิดจากปัจจัยเสี่ยงอื่นๆ ได้ ซึ่งได้แก่ความเสี่ยงทางด้านขนาดของกิจการทางด้านมูลค่า และทางด้านผลตอบแทนในอดีต

4. เมื่อพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยตลาด ปัจจัยด้านขนาด ปัจจัยมูลค่า และปัจจัยผลตอบแทนในอดีต (β , s , h , w) ของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 6 พบว่าปัจจัยตลาด ปัจจัยด้านขนาด และปัจจัยด้านมูลค่ามีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของณัฐพงศ์ รุ่งชื่อ (2547) ที่ได้ทำการทดสอบแบบจำลอง 3 ปัจจัยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าขนาดของกิจการและอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีนัยสำคัญต่อการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แต่จากผลการศึกษาครั้งนี้พบว่าไม่มีเพียงกลุ่มหลักทรัพย์ EMPH เท่านั้นที่อัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ส่วนปัจจัยผลตอบแทนในอดีตมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกลุ่ม EPH ที่ระดับความเชื่อมั่น 90% และกลุ่ม EMPH ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% เท่านั้น โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ 0.1352 และ 0.2218 ตามลำดับ แสดงถึงปัจจัยผลตอบแทนในอดีตยังไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ได้ทุกกลุ่ม ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Carhart (1997) และ Lam and Li (2008) ที่ว่าปัจจัยผลตอบแทนในอดีตสามารถอธิบายผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ได้

5. เมื่อพิจารณาถึงปัจจัยจากผลตอบแทนในอดีตหรือผลกระทบแรงเหวี่ยง (Momentum Effect) จากผลการศึกษาครั้งนี้พบว่าค่า WML มีค่าเฉลี่ยเป็นลบ แสดงถึงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตที่สูงจะมีผลตอบแทนในช่วงถัดไปต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตต่ำ อาจเนื่องมาจากการเงินเชิงพฤติกรรมในเรื่องการตอบสนองเกินจริง โดยงานวิจัยของ Jegadeesh and Titman (1993) ได้สรุปว่าผลกระทบแรงเหวี่ยงจะเกิดขึ้นในระยะสั้นถึงระยะปานกลาง ส่วนงานวิจัยของ DeBondt and Thaler (1985) พบว่าในระยะยาวมีรูปแบบการพลิกกลับ (Reversal) ของผลตอบแทน โดยกลุ่ม Loser จะมีผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่ม Winner และผลการศึกษาครั้งนี้ยังสอดคล้องกับผลการศึกษาของ ธนวัช ปัญญาโกษา (2547) ที่พบการปรับตัวในทิศทางตรงกันข้ามของผลตอบแทนในระยะยาวของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพเหนือกว่า (Top Winner Portfolio) มีผลตอบแทนผิดปกติสะสมเมื่อเทียบกับตลาดมีค่าเป็นบวกในช่วงเวลาจัดกลุ่มหลักทรัพย์ แต่จะเปลี่ยนแปลงมีค่าเป็นลบในช่วงเวลาทดสอบประสิทธิภาพ ขณะที่กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพด้อยกว่า (Top Loser Portfolio) มีผลตอบแทนผิดปกติสะสมเมื่อเทียบกับตลาดมีค่าเป็นลบในช่วงเวลาจัดกลุ่มหลักทรัพย์ แต่จะเปลี่ยนแปลงมีค่าเป็นบวกในช่วงเวลาทดสอบประสิทธิภาพ

แต่ในการศึกษาครั้งนี้พบว่าค่า WML ไม่มีความความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ อาจเนื่องมาจากการที่ตลาด ณ ช่วงขณะทำการทดสอบมีลักษณะเป็นตลาดประสิทธิภาพระดับอ่อน ซึ่งนักลงทุนไม่สามารถใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิคที่พิจารณาจากแนวโน้มของผลตอบแทนในอดีตมาทำกำไรส่วนเกินได้ในการลงทุนในระยะปานกลางถึงระยะยาว และผล

การศึกษายังสอดคล้องกับการศึกษาของ ภัททิรา ยอดคำลือ (2550) ที่พบว่าแนวคิดการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามผลตอบแทนที่ผ่านมามีประสิทธิภาพและสอดคล้องกับทฤษฎีมากกว่าการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามลักษณะเฉพาะ แต่ความสามารถที่เหนือกว่านั้นไม่ได้มีนัยสำคัญทางสถิติจากการทดสอบความสม่ำเสมอของประสิทธิภาพ แต่จากการศึกษาครั้งนี้พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูง (PH) ปังจัยเสี่ยงจากผลตอบแทนในอดีตมีนัยสำคัญต่อการอธิบายผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญ 99% แสดงถึงว่ากลุ่มหลักทรัพย์กลุ่มนี้ได้รับผลกระทบจากปังจัยผลตอบแทนในอดีต

6. จากการที่กลุ่มหลักทรัพย์ที่มี P/E Ratio ต่ำ มีค่าสัมประสิทธิ์ β , s, h หรือมีผลกระทบจากปังจัยความเสี่ยงทางด้านตลาด ปังจัยทางด้านขนาด และปังจัยทางด้านมูลค่า สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มี P/E Ratio สูง เนื่องจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่มี P/E Ratio ต่ำ จะมีความเสี่ยงที่สูงกว่า เพราะมีปังจัยต่างๆที่ส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์นั้น เช่น โอกาสที่กำไรต่อหุ้นไม่เป็นไปตามเป้าหมาย หรือ สภาพคล่องของหลักทรัพย์ โดยหลักทรัพย์ที่มี Market Cap ขนาดใหญ่มักจะมี P/E Ratio สูงกว่าหลักทรัพย์ที่มี Market Cap ขนาดเล็กที่มีสภาพคล่องน้อยกว่าแม้ว่าจะเป็นหลักทรัพย์ที่ดีก็ตาม เนื่องจากกองทุนและผู้ลงทุนต่างชาติจะให้ความสนใจในหลักทรัพย์ขนาดใหญ่มากกว่า เพราะจำนวนที่ต้องการซื้อแต่ละครั้งค่อนข้างมาก หากซื้อหลักทรัพย์ขนาดเล็กจะซื้อขายลำบาก ทำให้หลักทรัพย์ขนาดใหญ่มี P/E Ratio สูงกว่า เป็นต้น

5.3 ข้อค้นพบ

1. แบบจำลองราคา 4 ปังจัยสามารถอธิบายผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ได้ดีกว่าแบบจำลอง CAPM เมื่อพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณที่ปรับค่าแล้ว (Adjusted R²) พบว่าแบบจำลองราคา 4 ปังจัยให้ค่า Adjusted R² สูงกว่าแบบจำลอง CAPM เนื่องจากแบบจำลอง CAPM อธิบายถึงความเสี่ยงที่เป็นระบบ หรือความเสี่ยงจากปังจัยตลาดเท่านั้น จึงไม่สามารถอธิบายความผิดปกติของผลตอบแทนจากปังจัยเสี่ยงอื่นๆได้ จึงทำให้กลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นและอัตราส่วนราคาต่อกำไรมีผลตอบแทนเกินปกติ แต่เมื่อทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลองราคา 4 ปังจัย พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ไม่มีผลตอบแทนเกินปกติ (ค่า α ไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ) หรือประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ให้ผลตอบแทนตามปกติที่ได้รับตามทฤษฎี (Fair Price) แต่จากการศึกษาครั้งนี้พบว่าปังจัยทางด้านผลตอบแทนในอดีตยังไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ได้ดีเท่าที่ควร โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่ควรนำปังจัยทางด้านผลตอบแทนในอดีตเข้ามาร่วมพิจารณาด้วยคือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูง (PH)

2. ในการศึกษาครั้งนี้พบว่าปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ คือ ปัจจัยความเสี่ยงจากตลาด ปัจจัยจากขนาดของกิจการ และปัจจัยมูลค่า

3. การจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นและอัตราส่วนราคาต่อกำไรให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำ ให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่ากลุ่มที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสูงหรือกลุ่มหลักทรัพย์เติบโตสูง โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่น่าลงทุนคือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นสูง และมีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำ (EHPL) แต่ในขณะเดียวกันก็มีความเสี่ยงจากปัจจัยทางด้านตลาด ปัจจัยความเสี่ยงทางด้านขนาดกิจการ และปัจจัยความเสี่ยงทางด้านมูลค่าสูงกว่ากลุ่มอื่นๆเช่นกัน

5.4 ข้อเสนอแนะ

1. การทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ด้วยค่า α ควรนำปัจจัยความเสี่ยงทางด้านตลาด ปัจจัยทางด้านขนาด และปัจจัยทางด้านมูลค่า เข้ามาพิจารณาด้วย เพื่ออธิบายความผิดปกติของผลตอบแทนเนื่องจากปัจจัยเสี่ยงอื่นนอกเหนือจากปัจจัยเสี่ยงจากตลาดเพียงอย่างเดียว

2. จากผลการศึกษา การใช้ปัจจัยทางด้านผลตอบแทนในอดีตยังไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ได้ทุกกลุ่ม ดังนั้นการศึกษาเรื่องปัจจัยของผลตอบแทนในอดีตหรือผลกระทบแรงเหวี่ยง (Momentum Effect) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมก่อนนำไปปฏิบัติจริง

3. การลงทุนในหลักทรัพย์ที่มี P/E Ratio ต่ำ ควรพิจารณาถึงปัจจัยพื้นฐานอื่นๆด้วย เนื่องจากมีความเสี่ยงที่สูงกว่าหลักทรัพย์ที่มี P/E Ratio สูง โดยปัจจัยที่ควรพิจารณาถึงได้แก่ อัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น ขนาดของกิจการ อัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด และความสามารถในการทำกำไรหรือเงินสดในระยะยาวของบริษัทซึ่งจะต้องวิเคราะห์ปัจจัยต่าง ๆ ตั้งแต่เรื่องของภาวะอุตสาหกรรม การตลาด การผลิต การบริหารงาน และการเงินของบริษัท เพื่อคัดเลือกหลักทรัพย์กลุ่มคุณค่า

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป

1. ควรจัดรูปแบบกลุ่มหลักทรัพย์ในรูปแบบอื่นๆ ตามแนวคิดปัจจัยพื้นฐาน โดยอาจนำปัจจัยอื่นๆเข้าร่วมในการพิจารณาคัดเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ เช่น อัตราส่วนสินทรัพย์ต่อหนี้สิน การจ่ายเงินปันผล เป็นต้น

2. ผู้ศึกษาสามารถทดสอบประสิทธิภาพด้วยแบบจำลองราคา 4 ปัจจัยในหลักทรัพย์กลุ่มอื่นๆ เช่น SET100 เป็นต้น