

## บทที่ 6

### สรุปและข้อเสนอแนะ

#### 6.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษาเรื่องการทดสอบแบบจำลองฟาร์มาและเฟรนช์กับหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 9 หลักทรัพย์คือ TMB, SCB, NBANK, BAY KBANK, BBL, KTB, BOA และ DTDB มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเพื่อประเมินผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายสัปดาห์ เริ่มศึกษาตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2542 ถึง 26 ธันวาคม 2546 ในภาพรวม 5 ปี เพื่อเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์และใช้ข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนจากตลาด และใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 3 เดือนของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ในประเทศ 4 ธนาคาร คือ ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) , ธนาคารกรุงเทพ จำกัด(มหาชน) , ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด(มหาชน) และธนาคารกสิกรไทย จำกัด(มหาชน) มาหาค่าเฉลี่ยเพื่อเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง โดยนำข้อมูลที่ได้มาทดสอบ Unit Root เนื่องจากข้อมูลอนุกรมเวลามักจะมีลักษณะเป็น Non-Stationary ซึ่งในการประมาณค่าโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares) อาจก่อให้เกิดปัญหาการได้ผลของความสัมพันธ์ไม่แท้จริง (Spurious Regression) จึงต้องมีการทดสอบตัวแปรที่นำมาใช้ในแบบจำลองโดยใช้ ADF- Test ทั้งนี้ข้อมูลที่จะนำมาใช้วิเคราะห์ต้องมีลักษณะเป็น Stationary โดยใช้รูปแบบของ Unit Root Test โดยใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM ) และแบบจำลอง Fama และ French โดยเพิ่มตัวแปรอิสระเข้าไปอีก 2 ตัวแปรคือขนาดบริษัท (Size) โดยใช้ทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว (Paid up capital) และสัดส่วนระหว่างมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to market) เป็นแบบจำลองในการศึกษา ทำการประมาณค่าโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด โดยนำไปโปรแกรมคอมพิวเตอร์ สำหรับคำนวณและประมวลผล ทำการวิเคราะห์ทางสถิติ

จากการทดสอบ Unit Root โดยวิธี ADF- Test สรุปได้ว่าตัวแปรที่นำมาใช้ในแบบจำลองทุกตัว ไม่มี Unit Root หมายความว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรตามมีลักษณะนิ่ง หรือ Stationary

ซึ่งในการประมาณค่าโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares) ไม่เกิดปัญหาการได้ผลของความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง (Spurious Regression)

ผลการศึกษารทดสอบค่า  $\alpha$  โดยใช้แบบจำลอง CAPM พบว่า ณ ระดับความเชื่อมั่น 99 % หลักทรัพย์ TMB, SCB, NBANK, BAY, BBL, KTB และ BOA ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0 : \alpha = 0$  แล้วยอมรับสมมติฐาน  $H_1 : \alpha \neq 0$  คือยอมรับว่ามีปัจจัยอื่นนอกจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ที่ทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดังกล่าวเปลี่ยนแปลง ส่วนหลักทรัพย์ KBANK และ DTDB ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : \alpha = 0$  แล้วปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : \alpha \neq 0$  คือยอมรับว่าไม่มีปัจจัยอื่นนอกจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ที่ทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดังกล่าวเปลี่ยนแปลง แต่ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% และ 90% หลักทรัพย์ DTDB ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0 : \alpha = 0$  แล้วยอมรับสมมติฐาน  $H_1 : \alpha \neq 0$  คือยอมรับว่ามีปัจจัยอื่นนอกจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ที่ทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ DTDB เปลี่ยนแปลง ส่วนแบบจำลอง Fama และ French ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% พบว่าหลักทรัพย์ SCB, NBANK, KBANK และ KTB ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0 : \alpha = 0$  แล้วยอมรับสมมติฐาน  $H_1 : \alpha \neq 0$  คือยอมรับว่ามีปัจจัยอื่นนอกจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ที่ทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดังกล่าวเปลี่ยนแปลง และหลักทรัพย์ TMB, BAY, BBL, BOA และ DTDB ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : \alpha = 0$  แล้วปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : \alpha \neq 0$  คือยอมรับว่าไม่มีปัจจัยอื่นนอกจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ที่ทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดังกล่าวเปลี่ยนแปลง แต่ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 % หลักทรัพย์ TMB, BAY และ BOA ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0 : \alpha = 0$  แล้วยอมรับสมมติฐาน  $H_1 : \alpha \neq 0$  คือยอมรับว่ามีปัจจัยอื่นนอกจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ที่ทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดังกล่าวเปลี่ยนแปลง นอกจากนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% หลักทรัพย์ DTDB ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0 : \alpha = 0$  แล้วยอมรับสมมติฐาน  $H_1 : \alpha \neq 0$  คือยอมรับว่ามีปัจจัยอื่นนอกจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ที่ทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดังกล่าวเปลี่ยนแปลง

ผลการศึกษารทดสอบค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) โดยใช้แบบจำลอง CAPM พบว่าหลักทรัพย์ TMB, SCB, NBANK, BAY, KBANK, BBL, KTB และ DTDB มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนตลาดและมีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) > 1 แสดงว่าหลักทรัพย์นี้เป็น Aggressive Stock แสดงว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ดังกล่าวข้างต้นมากกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนตลาด และหลักทรัพย์ BOA มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ

อัตราผลตอบแทนตลาดและมีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ )  $< 1$  แสดงว่าหลักทรัพย์นี้เป็น Defensive Stock อัตราการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ BOA น้อยกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนตลาด นอกจากนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% หลักทรัพย์ TMB, SCB, NBANK, BAY, BOA, DTDB และ KBANK ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0 : \beta = 0$  แล้วยอมรับสมมติฐาน  $H_1 : \beta \neq 0$  คือยอมรับว่าผลตอบแทนหลักทรัพย์กับผลตอบแทนตลาดมีความสัมพันธ์กัน และ หลักทรัพย์ BBL และ KTB ยอมรับสมมติฐาน  $H_0 : \beta = 0$  แล้วปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1 : \beta \neq 0$  คือยอมรับว่าผลตอบแทนหลักทรัพย์กับผลตอบแทนตลาดไม่มีความสัมพันธ์กัน และ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% หลักทรัพย์ BBL ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0 : \beta = 0$  แล้วยอมรับสมมติฐาน  $H_1 : \beta \neq 0$  คือยอมรับว่าผลตอบแทนหลักทรัพย์กับผลตอบแทนตลาดมีความสัมพันธ์กัน นอกจากนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90 % หลักทรัพย์ทั้ง 9 หลักทรัพย์ที่ทำการศึกษา ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0 : \beta = 0$  แล้วยอมรับสมมติฐาน  $H_1 : \beta \neq 0$  คือยอมรับว่าผลตอบแทนหลักทรัพย์กับผลตอบแทนตลาดมีความสัมพันธ์กัน และจากการใช้แบบจำลอง Fama และ French พบว่าหลักทรัพย์ TMB, NBANK, BAY, KBANK, BBL, KTB และDTDB มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนตลาดและมีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ )  $> 1$  แสดงว่าหลักทรัพย์นี้เป็น Aggressive Stock แสดงว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ดังกล่าวข้างต้นมากกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนตลาด ส่วนหลักทรัพย์ SCB และ BOA มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนตลาดและมีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ )  $< 1$  แสดงว่าหลักทรัพย์นี้เป็น Defensive Stock อัตราการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ BOA และ SCB น้อยกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนตลาด นอกจากนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ของหลักทรัพย์ทั้ง 9 หลักทรัพย์ที่ทำการศึกษา ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0 : \beta = 0$  แล้วยอมรับสมมติฐาน  $H_1 : \beta \neq 0$  คือยอมรับว่าผลตอบแทนหลักทรัพย์กับผลตอบแทนตลาดมีความสัมพันธ์กัน ดังนั้นจากผลการศึกษาแบบจำลอง CAPM และ แบบจำลอง Fama และ French สามารถนำไปประกอบการตัดสินใจลงทุนได้ว่า นักลงทุนที่ชอบความเสี่ยงสามารถถือหลักทรัพย์ TMB, NBANK ,BAY, KBANK และ DTDB เพื่อเก็งกำไรเนื่องจากหลักทรัพย์ดังกล่าว เป็น Aggressive Stock นั่นคือเป็นหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงมากกว่าความเสี่ยงตลาดถ้าผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ก็เพิ่มขึ้นมากกว่าและในทำนองเดียวกันถ้าผลตอบแทนตลาดลดลง ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดังกล่าวก็จะลดลงมากกว่า สำหรับนักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยงสามารถที่จะลงทุนในหลักทรัพย์ SCB และ BOA เนื่องจากเป็น Defensive Stock กล่าวคือเป็นหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงน้อยกว่าความเสี่ยงตลาด ถ้าผลตอบแทนของตลาดเพิ่มขึ้น

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์นี้จะเพิ่มขึ้นน้อยกว่า และถ้าผลตอบแทนของตลาดลดลง ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ประเภทนี้จะลดลงน้อยกว่า

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ SMB ( $s$ ) ซึ่งเป็นค่าที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับขนาดธุรกิจ คำนวณสำคัญ (Significant) ณ ระดับ ความเชื่อมั่น 99 % และแบ่งขนาดกิจการ (Size) ตามทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว (Paid up capital) สามารถแบ่งประเภทของหลักทรัพย์ได้เป็น 2 กลุ่ม ดังนี้ หลักทรัพย์ที่มีทุนจดทะเบียนขนาดใหญ่ (15,000 ล้านบาท ขึ้นไป) คือ BAY, KTB, BOA และ DTDB ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0: s = 0$  และยอมรับสมมติฐาน  $H_1: s \neq 0$  คือยอมรับว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับขนาดธุรกิจ ส่วนหลักทรัพย์ที่มีทุนจดทะเบียนขนาดเล็ก (น้อยกว่า 15,000 ล้านบาท) คือ SCB และ NBANK ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0: s = 0$  และยอมรับสมมติฐาน  $H_1: s \neq 0$  คือยอมรับว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับขนาดธุรกิจ นอกจากนี้ หลักทรัพย์ TMB KBANK และ BBL ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีทุนจดทะเบียนขนาดใหญ่ นั้น ยอมรับสมมติฐาน  $H_0: s = 0$  และปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1: s \neq 0$  คือยอมรับว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับขนาดธุรกิจ นอกจากนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% หลักทรัพย์ KBANK ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0: s = 0$  และยอมรับสมมติฐาน  $H_1: s \neq 0$  คือยอมรับว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับขนาดธุรกิจ

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ HML ( $h$ ) เป็นค่าที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราส่วนมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด (book to market) สรุปผลได้ว่า ณ ระดับความเชื่อมั่น 99 % หลักทรัพย์ SCB, NBANK, KTB และ BOA ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0: h = 0$  แล้วยอมรับสมมติฐาน  $H_1: h \neq 0$  คือผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด และ หลักทรัพย์ TMB, BAY, KBANK, BBL และ DTDB ยอมรับสมมติฐาน  $H_0: h = 0$  แล้วปฏิเสธสมมติฐาน  $H_1: h \neq 0$  คือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด แต่หลักทรัพย์ BAY และ KBANK ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 % ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0: h = 0$  แล้วยอมรับสมมติฐาน  $H_1: h \neq 0$  คือผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด

การวิเคราะห์ค่า  $R^2$  โดยใช้แบบจำลอง CAPM หลักทรัพย์ TMB ให้ค่า  $R^2$  สูงสุดเท่ากับ 78.89 % รองลงมาคือหลักทรัพย์ BAY คือ  $R^2$  เท่ากับ 67.58% และหลักทรัพย์ที่ให้ค่า  $R^2$  ต่ำสุด

คือ หลักทรัพย์ KTB ค่า  $R^2$  เท่ากับ 5.88 % ส่วนแบบจำลอง Fama และ French หลักทรัพย์ BAY และ KBANK ให้ค่า  $R^2$  สูงสุดเท่ากับ 99.97% และหลักทรัพย์ที่ให้ค่า  $R^2$  ต่ำสุดคือ หลักทรัพย์ BOA ค่า  $R^2$  เท่ากับ 44.51 ซึ่งการมีการวิเคราะห์ค่า  $R^2$  นั้นเพื่อพิจารณาว่าการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระสามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตาม หากค่า  $R^2$  ค่ามากแสดงว่าการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้มาก และหากค่า  $R^2$  มีค่าน้อยแสดงว่า การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้น้อย ดังนั้น จากแบบจำลอง Fama และ French ที่เพิ่มตัวแปรในการศึกษาเข้าไปอีกสองตัวแปรคือขนาดบริษัท และสัดส่วนระหว่างมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (book to market) มีผลให้ค่า  $R^2$  เพิ่มสูงขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกับวิธี CAPM ดังนั้นตัวแปรขนาดบริษัท และสัดส่วนระหว่างมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (book to market) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้

การประเมินราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ เป็นการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์กับเส้นตลาดหลักทรัพย์ (SML) โดยใช้แบบจำลอง CAPM และแบบจำลอง Fama และ French สามารถสรุปได้ว่าหลักทรัพย์ BOA, NBANK และ BAY มีราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Undervalue) ผู้ลงทุนควรตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวก่อนที่ราคาจะปรับตัวสูงขึ้นในอนาคต ส่วนหลักทรัพย์ DTDB, KTB, SCB, KBANK, TMB และ BBL นั้นอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ขณะนี้สูงกว่าราคาที่เหมาะสม (Overvalue) ผู้ลงทุนควรหลีกเลี่ยงหรือขายหลักทรัพย์นั้นออกไป

## 6.2 ข้อเสนอแนะ

1. ในการศึกษาในครั้งนี้ ใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในช่วงตั้งแต่ปี พ.ศ. 2542 – 2546 ซึ่งเป็นช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ในการศึกษาในครั้งต่อไปควรจะมีการศึกษาตั้งแต่ก่อนปี พ.ศ.2535 ที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจจนถึงปัจจุบันซึ่งมีหลายปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์
2. ในการศึกษาวิจัยครั้งต่อไปควรจะมีการศึกษาการใช้แบบจำลอง Fama และ French ในหลักทรัพย์ประเภทอื่นๆ ด้วย
3. เนื่องจากธนาคารแห่งประเทศไทยมีแผนแม่บทเพื่อปฏิรูประบบสถาบันการเงินส่งผลให้สถาบันการเงินหลายๆแห่งมีการควบรวมกิจการ อาทิ เช่น ธนาคารทหารไทย ร่วมกับ ธนาคาร

ดีบีเอส ไทยท努 และ IFCT รวมทั้งธนาคารยูโอบี รัตนสิน ควรรวมกิจการกับธนาคารเอเชีย เป็นต้น ซึ่งในการศึกษาครั้งต่อไป ควรจะมีการศึกษาการใช้แบบจำลอง Fama และ French ในหลักทรัพย์ กลุ่มธนาคารพาณิชย์ภายหลังแผนปฏิรูประบบสถาบันการเงิน

4. ในการศึกษาครั้งนี้ได้ศึกษาหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์รวมทั้งสิ้น 9 หลักทรัพย์ ซึ่งในการศึกษาครั้งต่อไปควรมีการศึกษาหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ทั้งสิ้น 14 หลักทรัพย์



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Copyright© by Chiang Mai University  
All rights reserved