

## บทที่ 5

### สรุปและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้แบบจำลองฟามาและเฟรนช์ โดยศึกษาจำนวน 11 หลักทรัพย์ คือ ACL, BAY, BBL, BT, KBANK, KK, KTB, SCB, TBANK, TISCO และ TMB มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเพื่อประเมินผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายสัปดาห์ เริ่มศึกษาตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2545 ถึง 29 ธันวาคม 2549 ในภาพรวม 5 ปี เพื่อเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์และใช้ข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนตลาด และใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 3 เดือนของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ในประเทศ 4 ธนาคาร คือ ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน), ธนาคารกรุงเทพ จำกัด(มหาชน), ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) และธนาคารกสิกรไทย จำกัด(มหาชน) มาหาค่าเฉลี่ยเพื่อเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง โดยนำข้อมูลที่ได้มาทดสอบ Unit Root เนื่องจากข้อมูลเป็นข้อมูลอนุกรมเวลามักจะมีลักษณะเป็น Non-stationary ซึ่งในการประมาณค่าโดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (ordinary lease squares) อาจก่อให้เกิดปัญหาการได้ผลของความสัมพันธ์ไม่แท้จริง (spurious regression) จึงต้องมีการทดสอบตัวแปรที่นำมาใช้ในแบบจำลองโดยใช้ ADF-Test โดยแบบจำลอง Fama และ French เป็นแบบจำลองในการศึกษา ซึ่งทำการศึกษาโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดผ่านโปรแกรมคอมพิวเตอร์สำหรับคำนวณและประมวลผลทำการวิเคราะห์สถิติ

จากการทดสอบ Unit Root โดยวิธี ADF-Test สรุปได้ว่าตัวแปรที่นำมาใช้ในแบบจำลองทุกตัว ไม่มี Unit Root หมายความว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรตามมีลักษณะนิ่ง หรือ stationary ซึ่งในการประมาณค่าโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (ordinary lease squares) ไม่เกิดปัญหาการได้ผลของความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง (spurious regression)

ผลการศึกษาค่า  $\alpha$  ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% พบว่าหลักทรัพย์ ACL, BBL, BT, KBANK, KTB, TBANK และ TMB ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0$  นั่นคือมีปัจจัยอื่นนอกจากความเสี่ยงที่

เป็นระบบ (systematic risk) ที่ทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดังกล่าวเปลี่ยนแปลง ส่วนหลักทรัพย์ BAY, KK, SCB และ TISCO ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0$  คือไม่มีปัจจัยอื่นนอกจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) ที่ทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดังกล่าวเปลี่ยนแปลง

ผลการศึกษาค่าสัมประสิทธิ์  $\beta$  พบว่าหลักทรัพย์ ACL, BBL, BT, KBANK, KK, KTB, SCB, TISCO และ TMB มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนตลาดและมีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ )  $> 1$  แสดงว่าหลักทรัพย์เหล่านี้เป็น Aggressive Stock แสดงว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดังกล่าวข้างต้นมากกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนตลาด ส่วนหลักทรัพย์ BAY และ TBANK มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนตลาดและมีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ )  $< 1$  แสดงว่าหลักทรัพย์เหล่านี้เป็น Defensive Stock คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ BAY และ TBANK น้อยกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนตลาด นอกจากนี้ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% หลักทรัพย์ทั้ง 11 หลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาค่าสัมประสิทธิ์  $\beta$  นั้นปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0$  นั่นคือยอมรับว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์กัน ดังนั้นจากผลการศึกษาจากแบบจำลอง Fama และ French สามารถนำไปประกอบการตัดสินใจลงทุนได้ว่า นักลงทุนที่ชอบความเสี่ยงสามารถถือหลักทรัพย์ ACL, BBL, BT, KBANK, KK, KTB, SCB, TISCO และ TMB เพื่อเก็งกำไรเนื่องจากหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็น Aggressive Stock นั่นคือ เป็นหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงมากกว่าความเสี่ยงตลาดถ้าผลตอบแทนของตลาดเพิ่มขึ้นผลตอบแทนของหลักทรัพย์ก็เพิ่มขึ้นมากกว่า และในทำนองเดียวกันหากผลตอบแทนของตลาดลดลงผลตอบแทนของหลักทรัพย์ก็ลดลงมากกว่า สำหรับนักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยงสามารถที่จะลงทุนในหลักทรัพย์ BAY, TBANK เนื่องจากเป็น Defensive Stock กล่าวคือ เป็นหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงน้อยกว่าความเสี่ยงตลาด ถ้าผลตอบแทนของตลาดเพิ่มขึ้นผลตอบแทนของหลักทรัพย์เหล่านี้จะเพิ่มน้อยกว่า และถ้าผลตอบแทนของตลาดลดลง ผลตอบแทนของหลักทรัพย์เหล่านี้ก็จะลดลงน้อยกว่า

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ SMB (s) ซึ่งเป็นค่าที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับขนาดของธุรกิจ หลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาแบ่งตามขนาดของกิจการตามทุนที่จดทะเบียนแล้ว (paid up capital) สามารถแบ่งประเภทของหลักทรัพย์ได้เป็น 2 กลุ่ม ดังนี้ หลักทรัพย์ที่มีทุนจดทะเบียนขนาดใหญ่คือ BAY, BBL, KBANK, และ SCB ส่วนหลักทรัพย์ที่มีทุนจดทะเบียนขนาดเล็กคือ KK, TISCO และ BT ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0$  นั่นคือผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับขนาดของธุรกิจ และหลักทรัพย์ KTB และ TMB ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีทุนจดทะเบียนขนาดใหญ่และหลักทรัพย์ ACL และ TBANK ที่มีทุนจด

ทะเบียนขนาดเล็กไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0$  หมายความว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับขนาดของธุรกิจ นอกจากนี้ผลของการศึกษาข้างต้นขัดแย้งกับสมมติฐานของ Fama และ French โดยการศึกษพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กมีแนวโน้มของอัตราผลตอบแทนที่ต่ำ สาเหตุอาจเนื่องมาจากลักษณะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้านเรื่องการรับข่าวสาร อีกทั้งตลาดยังมีขนาดเล็กทำให้เรื่องของขนาดไม่มีผลต่อการตัดสินใจในการลงทุน ซึ่งนักลงทุนส่วนใหญ่จะเป็นรายย่อยและการเคลื่อนไหวของตลาดมักขึ้นอยู่กับนักลงทุนรายใหญ่จากต่างประเทศ โดยนักลงทุนจะเน้นการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่มากกว่าขนาดเล็กที่ยังไม่เป็นที่รู้จักหรือสนใจของนักลงทุนต่างประเทศ

การวิเคราะห์ HML (h) เป็นค่าที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ตลาดกับอัตราส่วนมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด (book to market) สรุปผลได้ว่า ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% หลักทรัพย์ ACL, BAY, KTB, TISCO, TBANK และ TMB ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0$  นั่นคือผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด นอกจากนี้แล้วจากผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ HML พบว่าส่วนใหญ่เป็นไปตามสมมติฐานของ Fama และ French คือการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง จะมีแนวโน้มให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ มีเพียงหลักทรัพย์ KTB ซึ่งให้ผลการทดสอบขัดแย้งกับสมมติฐานของ Fama และ French ซึ่งสาเหตุอาจเนื่องมาจากปัจจัยด้านอื่นๆ เช่น ปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจและการเมือง เนื่องจากว่าธนาคารกรุงไทย (จำกัด) (หลักทรัพย์ KTB) มีลักษณะการประกอบกิจการเป็นแบบรัฐวิสาหกิจ จึงจะได้รับผลกระทบจากสถานะทางเศรษฐกิจและการเมืองที่เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางต่างๆ โดยตรง

การวิเคราะห์ค่า  $R^2$  พบว่า หลักทรัพย์ TMB ให้ค่า  $R^2$  สูงที่สุดคือ 79.99% และหลักทรัพย์ที่ให้ค่า  $R^2$  ต่ำสุดคือ หลักทรัพย์ BT คือมีค่า  $R^2$  เท่ากับ 37.72% โดยการวิเคราะห์ค่า  $R^2$  เพื่อพิจารณาว่าการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระสามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตาม หากค่า  $R^2$  มีค่ามากแสดงว่าการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้มาก และหากค่า  $R^2$  มีค่าน้อย แสดงว่า การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้น้อย

การประเมินราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ เป็นการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์กับเส้นตลาดหลักทรัพย์ (SML) โดยใช้แบบจำลอง Fama และ French ซึ่งสามารถสรุปได้ว่า หลักทรัพย์ BAY, SCB, BBL, KBANK มีราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (undervalue) ผู้ลงทุนควรตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าว

ก่อนที่ราคาจะปรับตัวสูงขึ้นในอนาคต ส่วนหลักทรัพย์ BT, TBANK, KTB, KK, TISCO, TMB และ ACL มีราคาหลักทรัพย์สูงกว่าราคาที่เหมาะสม (overvalue) ผู้ลงทุนควรหลีกเลี่ยงหรือตัดสินใจขายหลักทรัพย์ดังกล่าวออกไป

## 5.2 ข้อเสนอแนะ

การศึกษาในครั้งนี้ใช้แบบจำลอง Fama และ French ในการศึกษา ซึ่งมีการวิเคราะห์ข้อมูลที่มีลักษณะเป็นการอธิบายเชิงสถิติ ผู้ที่ศึกษาต้องมีความรู้ความเข้าใจทางสถิติเป็นอย่างดี พร้อมทั้งสามารถที่จะใช้โปรแกรมการประมวลผลของการประมวลค่าได้ นอกจากนี้การใช้แบบจำลอง Fama และ French ซึ่งประกอบไปด้วยตัวแปรอิสระ คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ขนาดของธุรกิจ และ อัตราส่วนมูลค่าหลักทรัพย์ตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด โดยในความเป็นจริงยังมีปัจจัยต่างๆอีกจำนวนมาก ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปควรนำปัจจัยต่างๆที่เกี่ยวข้องเข้ามาประกอบการศึกษารวมทั้งเพื่อให้มีความแม่นยำเพิ่มมากขึ้น

1. ในการศึกษาวิจัยครั้งต่อไปควรศึกษาการใช้แบบจำลอง Fama และ French กับหลักทรัพย์กลุ่มอื่นๆด้วย
2. เนื่องจากในการศึกษาครั้งนี้มีเพียง 3 ปัจจัยซึ่งอาจยังไม่ดีพอในการวิเคราะห์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์