

## บทที่ 5

### บทสรุปและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 บทสรุป

การศึกษาในครั้งนี้ ได้วิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในการลงทุนของหลักทรัพย์กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีส่วนแบ่งการตลาดสูงสุด 6 บริษัท ประกอบด้วย บริษัท กรุงเทพประกันภัย จำกัด (มหาชน) : BKI , บริษัท ไทยพาณิชย์นิวยอร์กไลฟ์ประกันชีวิต จำกัด (มหาชน) : SCNYL , บริษัท ไทยรับประกันภัยต่อ จำกัด (มหาชน) : THRE, บริษัท ศรีอยุธยาประกันภัย จำกัด (มหาชน) : AYUD, บริษัท ทิพยประกันภัย จำกัด (มหาชน) : TIP, บริษัท ไทยพาณิชย์สามัคคีประกันภัย จำกัด (มหาชน) : SCSMG ใช้ข้อมูลทศวรรษรายสัปดาห์ของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) , ราคาปิดและเงินปันผลของหลักทรัพย์ทั้ง 6 บริษัทที่ทำการศึกษา ตั้งแต่ เดือน มกราคม 2547 ถึง เดือน ธันวาคม 2552 จำนวนทั้งสิ้น 316 สัปดาห์ แล้วคำนวณหาอัตราผลตอบแทนในแต่ละสัปดาห์ สำหรับอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) ใช้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรไทย อายุ 1 ปี การศึกษาใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) ในการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง สรุปผลได้ดังนี้

การทดสอบความนิ่งของข้อมูลอนุกรมเวลา ด้วยวิธี Unit Root Test และใช้การทดสอบด้วย Augmented Dickey Fuller หรือ ADF Test โดยเปรียบเทียบค่าสถิติ ADF กับค่าวิกฤตที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 พบว่าข้อมูลอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ และ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาทุกหลักทรัพย์ ไม่มีปัญหา Unit Root หรือกล่าวได้ว่า ข้อมูลทุกมีความนิ่ง (Stationary) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าหากนำเอาข้อมูลดังกล่าวไปประมาณค่าแบบ OLS (Ordinary Least Square) ข้อมูลจะมีความน่าเชื่อถือมาก เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์ที่ประมาณค่าได้จะเป็นการกระจายแบบ  $t - distribution$  และไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง (Spurious Regression)

เมื่อพบว่าข้อมูลอัตราผลตอบแทนมีความนิ่งแล้ว จึงประมาณค่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของแต่ละหลักทรัพย์ กับ อัตราผลตอบแทนรวมของตลาด ด้วยการประมาณค่า

OLS เพื่อหาค่าสัมประสิทธิ์  $\alpha, \beta$  ตามแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) ผลการศึกษาสรุปได้ดังนี้

ผลการวิเคราะห์ค่า  $R^2$  ซึ่งเป็นค่าที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราผลตอบแทนรวมของตลาดจะสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนแต่ละหลักทรัพย์ได้ดีเพียงใด พบว่าค่า  $R^2$  ของหลักทรัพย์ AYUD มีค่าสูงสุดที่ 0.2139 และ ค่า  $R^2$  ของหลักทรัพย์ SCNYL มีค่าต่ำสุดที่ 0.0370

ผลการวิเคราะห์ค่าความเสี่ยงเบต้า ( $\beta$ ) ซึ่งแสดงถึงความเสี่ยงที่เป็นระบบ และแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดและอัตราผลตอบแทนของแต่ละหลักทรัพย์ พบว่าทุกหลักทรัพย์มีค่าความเสี่ยงเบต้า เป็นบวก และค่าสัมประสิทธิ์เบต้าน้อยกว่า 1 แสดงว่าเป็นหลักทรัพย์ประเภท Defensive Stock หลักทรัพย์ที่มีค่าความเสี่ยงเบต้าสูงสุดเท่ากับ 0.3594 คือ หลักทรัพย์ SCNYL และหลักทรัพย์ที่ค่าความเสี่ยงเบตาดำสุดเท่ากับ 0.2499 คือ หลักทรัพย์ BKI

เมื่อทำการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ เทียบกับเส้นตลาดหลักทรัพย์ (SML) พบว่าหลักทรัพย์ SCNYL, THRE, AYUD, SCSMG, TIP อยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์ แสดงว่าเป็นหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Under Value) ในอนาคตราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้น นักลงทุนควรเลือกลงทุนในหลักทรัพย์เหล่านี้ ถ้าแนวโน้มเป็นเช่นในอดีตที่ผ่านมา โดยหลักทรัพย์อยู่สูงกว่าเส้นตลาดหลักทรัพย์มากที่สุด คือ SCNYL ให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเท่ากับ 1.1412% นักลงทุนควรให้นำนักการลงทุนมากที่สุดในกลุ่ม ส่วนหลักทรัพย์ BKI เป็นหลักทรัพย์ที่อยู่ต่ำกว่าเส้นตลาดหลักทรัพย์ แสดงว่าเป็นหลักทรัพย์ที่มีราคาสูงกว่าราคาที่เหมาะสม (Over Value) ในอนาคตราคาหลักทรัพย์ดังกล่าวจะปรับตัวลดลง เนื่องจากให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเพียง 0.0423% นักลงทุนจึงไม่ควรลงทุน

ผลการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์  $\alpha_i$  และ  $(1-\beta_i) R_f$  ณ ระดับค่าความเสี่ยงที่เท่ากัน พบว่าหลักทรัพย์ SCNYL, THRE, TIP, AYUD และ SCSMG มีค่า  $\alpha_i > (1-\beta_i) R_f$  แสดงว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนรวมของตลาด มีเพียงหลักทรัพย์ BKI ที่มีค่า  $\alpha_i < (1-\beta_i) R_f$  แสดงว่าให้อัตราผลตอบแทนต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนรวมของตลาด สอดคล้องกับผลการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์เทียบเส้นตลาดหลักทรัพย์ในข้างต้น

อนึ่ง จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของแต่ละหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนรวมของตลาด ซึ่งประกอบด้วยค่าสัมประสิทธิ์อัลฟา ( $\alpha$ ) และ สัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) แม้ว่าค่า t - Statistic จะสูงซึ่งหมายถึงค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้ค่อนข้างมีนัยสำคัญ แต่เมื่อพิจารณา ค่า  $R^2$  แล้วมีค่าค่อนข้างต่ำ แสดงถึง การอธิบายความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของแต่ละหลักทรัพย์ โดยอัตราผลตอบแทนรวมของตลาด ค่อนข้างอธิบายได้น้อย ทั้งนี้ตัวแปรอิสระและตัวแปรตามเมื่อทดสอบความนิ่งของข้อมูลแล้ว มีความนิ่งที่ระดับ I(0) ก็ตาม อาจเป็นไปได้ว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของแต่ละหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษา ไม่ได้เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดเพียงอย่างเดียวเท่านั้น แต่ขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่น ๆ ที่จะต้องเลือกนำมาศึกษานอกเหนือไปจากแบบจำลอง CAPM จึงได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมในส่วนของ การทดสอบต้นเหตุด้วย Granger Causality Test

ผลการทดสอบต้นเหตุ พบความสัมพันธ์ดังนี้

- อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ SCNYL และ อัตราผลตอบแทนรวมของตลาด ไม่มีความสัมพันธ์กัน
- อัตราผลตอบแทนรวมของตลาด เป็นสาเหตุของการเปลี่ยนแปลง อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ SCSMG เป็นความสัมพันธ์แบบทิศทางเดียว
- อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ BKI, THRE, TIP และ AYUD เป็นสาเหตุของการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนรวมของตลาด เป็นความสัมพันธ์แบบทิศทางเดียว

## 5.2 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

การที่หลักทรัพย์ BKI มีราคาสูงกว่าความเหมาะสม (Over Value) ไม่ได้หมายความว่าความนักลงทุนจะไม่เลือกลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าวไปเลยเสียทีเดียว ต้องพิจารณาถึงรายละเอียดผลประกอบการและผลประกอบการในปัจจุบัน เพราะหากว่าพิจารณาผลการศึกษาในแง่สถิติข้อมูลที่ผ่านมาเพียงด้านเดียว อาจนำไปสู่ข้อสรุปที่ผิดพลาดได้เช่นกัน

## 5.2 ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

เพื่อให้ผู้ที่สนใจ ที่จะทำการศึกษาตามแนวทางของผู้เขียน มีข้อเสนอแนะในการศึกษาในครั้งต่อไปดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) ที่เลือกใช้ในการศึกษา เป็นอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรไทย อายุ 1 ปีที่อาจให้อัตราผลตอบแทนสูงหรือต่ำเกินไป ไม่เหมาะสม หากพิจารณาเปรียบเทียบกับพันธบัตรของต่างประเทศ อาทิ พันธบัตรเกาหลี เป็นต้น

2. การใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ เมื่อพิจารณาจากสมมติฐานของแบบจำลองแล้ว จะเป็นการพิจารณาเพียงความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่านั้น ซึ่งในความเป็นจริงแล้ว อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มักได้รับผลกระทบจากปัจจัยอื่น ๆ ที่เป็นความเสี่ยงไม่เป็นระบบ เช่น ปัจจัยด้านการเมือง, การใช้นโยบายการเงินและการคลัง, อัตราดอกเบี้ย, อัตราแลกเปลี่ยน, ฤดูกาลชำระเงิน, ความเชื่อมั่นของนักลงทุน เป็นต้น ดังนั้น ผลการศึกษาจะสามารถอธิบายความสัมพันธ์ได้ในระดับหนึ่งเท่านั้น แต่ไม่ครอบคลุมปัจจัยอื่น ๆ ดังนั้นผู้ลงทุนควรพิจารณาถึงปัจจัยเสี่ยงอื่น ๆ ในการลงทุนด้วยเช่นกัน

ดังนั้น การใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ สามารถอธิบายพฤติกรรม การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของแต่ละหลักทรัพย์ กับ การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนรวมของตลาด ได้ไม่ทั้งหมด จำเป็นต้องมีการพิจารณาปัจจัยอื่น ๆ เพิ่มเติมด้วยนั่นเอง

3. ผู้ที่จะทำการศึกษาควาททดสอบต้นเหตุด้วย Granger Causality Test เพื่อให้ทราบถึงทิศทางและระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ว่าตัวแปรใดเป็นตัวแปรเหตุ และตัวแปรใดเป็นตัวแปรผล แล้วจึงจะสามารถนำมาสรุปความสัมพันธ์แบบด้วยสมการ OLS ด้วยแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) ได้ดีและสมบูรณ์มากที่สุด