

บทที่ 5

สรุปและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

ผลการศึกษาในครั้งนี้ประกอบไปด้วย 2 บทสรุป ในส่วนแรกจากผลการทดสอบ Unit Root โดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลาของทุกตัวแปรทั้งสิ้น 54 ตัวแปรอันได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ อัตราผลตอบแทนตลาด และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ 50 หลักทรัพย์ในดัชนีกลุ่ม 50 หลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ตั้งแต่วันที่ 11 มกราคม พ.ศ. 2541 ถึงวันที่ 29 ธันวาคม พ.ศ. 2545 รวมระยะเวลา 260 สัปดาห์ ผลการทดสอบพบว่าข้อมูลดังกล่าวมีลักษณะนิ่ง (Stationary) ยกเว้นอัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อซึ่งมีลักษณะไม่นิ่ง (Non-Stationary) ดังนั้นกล่าวได้ว่าอัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ มี Order of Integration แตกต่างจากตัวแปรอื่น ตามทฤษฎีจึงต้องตัดตัวแปรนี้ออกจากการศึกษา

บทสรุปที่สองเป็นส่วนของแบบจำลองเอพีที (Arbitrage Pricing Theory Model) ซึ่งประกอบด้วย 2 แบบจำลองหลักได้แก่ Macroeconomic Variable Model (MVM) และ Factor Loading Model (FLM) ที่มีความแตกต่างกันคือ ในแบบจำลอง FLM ไม่จำเป็นต้องทราบตัวแปรที่สามารถอธิบายความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงไม่ต้องกังวลเกี่ยวกับการคัดเลือกปัจจัยที่เหมาะสมที่จะนำไปใช้ในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การหาปัจจัยโดยวิธีการวิเคราะห์ปัจจัย จะทำให้ปัจจัยแต่ละปัจจัยที่หาได้ ไม่มีความสัมพันธ์กันจึงไม่ก่อให้เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กัน (Multicollinearity) ตรงข้ามกับแบบจำลอง MVM ที่ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคมักมีความสัมพันธ์เกี่ยวเนื่องกัน จึงอาจก่อให้เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กัน หรือข้อมูลเกิดปัญหาอัตสหสัมพันธ์ (Autocorrelation) ได้ แต่แบบจำลอง MVM มีข้อดีที่สามารถระบุได้ว่าปัจจัยใดทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในขณะที่แบบจำลอง FLM ยังไม่มีหลักเกณฑ์การตัดสินใจที่แน่นอนว่าการระบุจำนวนปัจจัยที่เหมาะสมที่ใช้ในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นควรจะเป็นเท่าใด ในงานวิจัยครั้งนี้จึงทำการทดสอบทั้ง 2 แบบจำลอง เมื่อพิจารณาผลการศึกษาตามวัตถุประสงค์ที่ตั้งไว้ พบว่าการประมาณค่าชดเชยความเสี่ยงตามแบบจำลอง MVM ให้ค่า R-square เท่ากับ 0.983603 ในขณะที่แบบจำลอง FLM ให้ค่า R-

square เท่ากับ 0.367244 นั้นหมายความว่าแบบจำลอง MVM สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ได้น่าเชื่อถือกว่าแบบจำลอง FLM และในส่วนของ การคาดการณ์ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ปรากฏว่าทั้ง 2 แบบจำลองให้ผลที่เหมือนกันว่าหลักทรัพย์ในดัชนีกลุ่ม 50 หลักทรัพย์ส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนส่วนเกินเป็นบวก ยกเว้นหลักทรัพย์บริษัทผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) ที่ให้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินเป็นลบ ทั้งนี้เนื่องมาจากทางบริษัท มีภาวะหนี้สินและค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นอย่างมหาศาล จากการลงทุนซื้อโรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วมราชบุรี ชุดที่ 1-3 แบบจำลองทั้งสองให้ผลแตกต่างกันเล็กน้อยที่หลักทรัพย์ของบริษัทปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) โดยแบบจำลอง FLM ให้ค่าเท่ากับ -0.00136 แต่แบบจำลอง MVM ให้ค่าเท่ากับ 0.00205 เนื่องจาก แม้ว่าจะมีภาวะหนี้สินที่เป็นเงินตราต่างประเทศ แต่ได้ควบคุมรายรับและรายจ่ายให้มีความสมดุล อีกทั้งยังจัดตั้งคณะกรรมการบริหารความเสี่ยงเพื่อสอดคล้องดูแลและควบคุมความเสี่ยงต่างๆที่จะเกิดขึ้นอย่างใกล้ชิด กอปรกับผลการดำเนินงานที่ดีมาโดยตลอดทำให้สามารถสรุปได้ว่าอัตราผลตอบแทนส่วนเกินตามแบบจำลอง MVM ที่ให้ค่าบวกน่าจะเชื่อถือได้มากกว่า จึงอาจกล่าวได้ว่าจากการศึกษาในครั้งนี้ แบบจำลอง MVM มีประสิทธิภาพมากกว่าแบบจำลอง FLM เพื่อง่ายแก่ความเข้าใจสามารถสรุปเป็นตารางได้ดังนี้

ตารางที่ 5.1 ข้อแตกต่างระหว่างแบบจำลอง MVM และแบบจำลอง FLM

MVM	FLM
ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคมักจะมีความสัมพันธ์เกี่ยวเนื่องกันจึงอาจก่อให้เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันหรือข้อมูลเกิดปัญหาอึดสหัสสัมพันธ์ได้	ปัจจัยแต่ละตัวที่หามาได้ไม่มีความสัมพันธ์กัน เนื่องจากทำการสกัดปัจจัยแล้วจึงไม่ก่อให้เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กัน
สามารถระบุได้ว่าปัจจัยใดทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์	ไม่มีหลักเกณฑ์การตัดสินใจที่แน่นอนว่าจะระบุจำนวนปัจจัยที่เหมาะสมในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นควรจะเป็นเท่าใด
R-square ของค่าชดเชยความเสี่ยงเท่ากับ 0.9836030	R-square ของค่าชดเชยความเสี่ยงเท่ากับ 0.367244

ที่มา : จากการคำนวณ

5.2 ข้อเสนอแนะ

1. ในการศึกษาครั้งนี้ได้กำหนดปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นกลุ่ม 50 หลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกำหนดให้เป็นตัวแปรอิสระ 4 ตัว ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหุ้น แต่ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่นำมาศึกษานี้ไม่ได้คำนึงถึงปัจจัยทางเศรษฐกิจจุลภาคอื่นๆ เพื่อประโยชน์แก่นักลงทุนหรือผู้สนใจ ควรเพิ่มการศึกษาตัวชี้วัด (Indicator) ในทางสังคม เช่น ปัจจัยทางการเมือง ภัยจากสงคราม การวิเคราะห์และคาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจและการเมืองในต่างประเทศที่อาจมีผลกระทบต่อดัชนีราคาหุ้นภายในประเทศ เช่น ดัชนีหุ้นดาวโจนส์ ดัชนีหุ้นอสังหาริมทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก เป็นต้น ทั้งนี้ยังมีปัจจัยทางเศรษฐกิจจุลภาคที่น่าสนใจ เช่น มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น เงินปันผลต่อหุ้น และกำไรสุทธิต่อหุ้น

2. จากการปรับรายชื้อหุ้นหรือหลักทรัพย์ที่นำมาใช้คำนวณกลุ่มดัชนี 50 หลักทรัพย์ทุก 6 เดือน ทำให้ในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษามีหลักทรัพย์เข้ามาใหม่ในกลุ่มดัชนี 50 หลักทรัพย์ ซึ่งหลักทรัพย์ดังกล่าวเข้ามาในระยะเวลาอันสั้น ทำให้จำนวนค่าสังเกตของทั้ง 50 หลักทรัพย์ไม่เท่ากัน ผลการศึกษาจึงอาจมีการเบี่ยงเบน

3. ในการศึกษาครั้งต่อไป หากพบว่าข้อมูลอนุกรมเวลามีลักษณะไม่นิ่งหรือจากการทดสอบมียูนิทรุต ต้องใช้วิธีของ Engle-Granger หรือ Johansen-Juselius เพื่อตรวจสอบว่าตัวแปรดังกล่าวมีการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวและระยะสั้นหรือไม่ ตามแนวคิด Cointegration และ Error Correction Model