

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบ และข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่อง การทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ลงทุนตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในบทนี้จะทำการสรุปผลการศึกษา อภิปรายผลที่ได้จากการศึกษา ข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ ดังนี้

5.1 สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ลงทุนตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลตอบแทนการลงทุนของหลักทรัพย์ตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์ และเพื่อทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficiency of Market) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษาผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากการซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งอาศัยข้อมูลคำแนะนำจากนักวิเคราะห์ โดยใช้แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับผลตอบแทนการลงทุน ผลตอบแทนเกินปกติ และการวิเคราะห์หลักทรัพย์ มาใช้ประกอบในการศึกษาคำนี้

ในส่วนของระเบียบวิธีการศึกษา ผู้ศึกษาใช้ข้อมูลทุติยภูมิในการศึกษา โดยรวบรวมจากเอกสาร งานวิจัย เว็บไซต์ ในส่วนของบทวิเคราะห์ ได้รวบรวมจากเอกสารเผยแพร่ในงานมหกรรมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ปี 2548 และ 2549 ซึ่งใช้บทวิเคราะห์รวม 297 คำแนะนำ ในด้านราคาซื้อขายของหลักทรัพย์ ดึงข้อมูลด้านราคาจากเว็บไซต์ www.setsmart.com www.set.or.th และ www.settrade.com ซึ่งข้อมูลที่ได้จะนำมาวิเคราะห์ข้อมูล ทดสอบความมีนัยสำคัญ และสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ความถี่ ค่ามัธยฐาน ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ต่ำสุด และร้อยละ

ผลการศึกษา ด้านข้อมูลบทวิเคราะห์ พบว่า จำนวนคำแนะนำให้ซื้อหลักทรัพย์จากบทวิเคราะห์ทั้งหมด 297 คำแนะนำ หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เป็นหมวดที่มีจำนวนคำแนะนำมากที่สุด เป็นร้อยละ 19.19 ของคำแนะนำทั้งหมด สาเหตุที่มีจำนวนคำแนะนำมากเนื่องจากว่าเป็นหมวดธุรกิจที่มีหลักทรัพย์จำนวนมากและเป็นที่ยอมรับของนักลงทุน นอกจากนี้ยังพบว่า หมวดธุรกิจที่ไม่ได้รับคำแนะนำใดๆ จากนักวิเคราะห์ มี 5 หมวดธุรกิจได้แก่ หมวดธุรกิจแฟชั่น หมวดธุรกิจของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์ หมวดธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต หมวดธุรกิจเหมืองแร่และหมวดธุรกิจ บริการเฉพาะกิจ โดยคำแนะนำทั้งหมดมาจากบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในประเทศไทยและเป็นสมาชิกของสมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ จำนวน 32 บริษัท ในส่วน

หลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำมีจำนวน 66 และ 77 หลักทรัพย์ในปี 2548 และ 2549 ตามลำดับ และหลักทรัพย์ที่ไม่ได้รับคำแนะนำมีจำนวน 218 และ 330 หลักทรัพย์ในปี 2548 และ 2549 ตามลำดับ

ในด้านผลตอบแทนส่วนเกินปกติเฉลี่ย พบว่า หลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำทั้งหมด 143 หลักทรัพย์ ค่าผลตอบแทนส่วนเกินปกติเฉลี่ย ในทุกช่วงเวลา ช่วงก่อนให้คำแนะนำ (วันที่ -10 ถึง วันที่ -1) วันให้คำแนะนำ (วันที่ 0) และช่วงหลังให้คำแนะนำ (วันที่ 1 ถึงวันที่ 60) มีค่า 0.1055% 0.0886% และ 0.0622% ซึ่งมีค่าเป็นบวก ในทางตรงกันข้ามสำหรับหลักทรัพย์ที่ไม่ได้รับคำแนะนำ ทั้ง 548 หลักทรัพย์ ค่าผลตอบแทนส่วนเกินปกติเฉลี่ย ในทุกช่วงเวลามีค่า -0.0116% -0.5251% และ -0.4400 % ตามลำดับของช่วงเวลา ซึ่งมีค่าเป็นลบ เมื่อทำการทดสอบความแตกต่างของผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยระหว่างหลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำและไม่ได้รับคำแนะนำ พบว่า มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% อย่างไรก็ตามเมื่อทดสอบข้อมูลแยกเฉพาะปี พบว่า ในช่วงเวลาก่อนให้คำแนะนำผลตอบแทนส่วนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำและไม่ได้รับคำแนะนำ ไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

อย่างไรก็ตามเมื่อทดสอบสมมติฐานของประสิทธิภาพตลาด โดยตั้งระดับความเชื่อมั่นสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99 % ผลการทดสอบพบว่า สำหรับชุดข้อมูลหลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำ ได้ผลทั้งหมดยอมรับสมมติฐาน H_0 ดังนั้น นักลงทุนจึงไม่สามารถนำข้อมูลจากบทวิเคราะห์สร้างผลตอบแทนส่วนเกินปกติเฉลี่ยได้ ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีระดับความมีประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi Strong-form efficiency) แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนใดๆ ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินปกติจากการใช้ข้อมูลสาธารณะ (บทวิเคราะห์ หรือ คำแนะนำ) ประกอบการวิเคราะห์และตัดสินใจในการลงทุน

ส่วนของการวิเคราะห์ความแม่นยำของคำแนะนำการลงทุน โดยลงทุนตามคำแนะนำ โดยแบ่งเป็น 3 ช่วงเวลาคือ ช่วง 3 วันทำการ 5 วันทำการ และ ช่วง 7 วันทำการนั้น พบว่าผลตอบแทนส่วนเกินปกติเฉลี่ย สำหรับหลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำมีค่าเป็นบวกทั้งหมดโดยช่วง 3 วันทำการ ให้ผลตอบแทนส่วนเกินปกติสูงสุด คือ 0.2658 % ต่อวัน หรือมีกำไรจากการลงทุน ในขณะที่หลักทรัพย์ที่ไม่ได้รับคำแนะนำ มีผลตอบแทนส่วนเกินปกติเฉลี่ยติดลบทั้งหมด โดยช่วง 3 วันทำการ ขาดทุนสูงสุด ถึง -0.1884 % ต่อวัน

ในด้านความสำเร็จของบทวิเคราะห์ที่ให้คำแนะนำพบว่า ความสำเร็จของหลักทรัพย์ที่แนะนำจะสามารถเคลื่อนไหวจากราคา ณ วันที่แนะนำไปสู่ราคาที่เหมาะสม (Intrinsic Value) หรือราคาเป้าหมาย นั้น จากคำแนะนำทั้งหมด 297 คำแนะนำพบว่า มีเพียง 80 คำแนะนำที่ราคาของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปเข้าสู่ราคาเป้าหมายเป็นไปตามคำแนะนำภายใน 60 วันหลังจากวันที่

เผยแพร่คำแนะนำ ซึ่งเป็นร้อยละ 26.94 และพบต่อไปว่าคำแนะนำทั้ง 80 คำแนะนำนั้น มีระยะเวลาที่ราคาเข้าหาราคาเป้าหมายโดยเฉลี่ย กับ 18.71 วัน

5.2 อภิปรายผล

จากผลการศึกษาผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ลงทุนตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยข้างต้น พบว่ามีประเด็นสำคัญหลายประเด็นที่สามารถนำมาอภิปรายผลได้ดังนี้

ผลของการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ที่ได้รับคำแนะนำนั้นเป็นหลักทรัพย์ที่อยู่ในหมวดธุรกิจที่นักลงทุนให้ความสนใจในการลงทุน มีปริมาณการซื้อขายและการเคลื่อนไหวราคาอยู่ตลอด อีกทั้งหมวดธุรกิจที่นักวิเคราะห์ให้ความสนใจมากที่สุด มักจะมีจำนวนหลักทรัพย์จำนวนมาก และเป็นกลุ่มที่มีขนาดตลาด (Market Capital) ขนาดใหญ่หากเทียบกับหลักทรัพย์ที่ไม่ได้รับคำแนะนำ อีกทั้งยังพบอีกว่าหมวดธุรกิจที่ไม่ได้รับคำแนะนำใดๆ จากนักวิเคราะห์ได้แก่ ได้แก่ หมวดธุรกิจแฟชั่น หมวดธุรกิจของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์ หมวดธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต หมวดธุรกิจเหมืองแร่ และหมวดธุรกิจบริการเฉพาะกิจ สาเหตุเนื่องจากว่าหมวดธุรกิจดังกล่าวมีปริมาณการซื้อขายน้อยและราคาไม่มีการเคลื่อนไหว ซึ่งทำให้นักลงทุนไม่ให้ความสนใจในการลงทุน สอดคล้องกับบทวิเคราะห์จากนักวิเคราะห์ที่เป็นนักวิเคราะห์ด้านการขาย (Sell Side Analyst) ที่ต้องการส่งเสริมให้มีปริมาณการซื้อขายมาก ในบริษัทหลักทรัพย์ต่างๆ ที่เป็นตัวแทนนายหน้ารับซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งมีความต้องการตอบสนองต่อความสนใจของนักลงทุนส่วนใหญ่เป็นหลัก อย่างไรก็ตามจากข้อมูลบทวิเคราะห์ที่รวบรวมได้จากเอกสารเผยแพร่ในงานมหกรรมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ที่รวบรวมมาทำให้ผู้ศึกษาสามารถกำหนดขอบเขตระยะเวลาเพื่อศึกษาอย่างเฉพาะเจาะจงของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลาได้ กล่าวคือ ทุกบทวิเคราะห์ในปีพ.ศ. 2548 และ ปีพ.ศ. 2549 จะมีวันแนะนำหลักทรัพย์นั้นๆ เป็นวันเดียวกันในแต่ละปี ซึ่งแตกต่างจากการศึกษาของ พงศ์ หิรัญศรี และรวี ลงกานี (2547) เป็นการรวบรวมจากบทวิเคราะห์ที่คละกันในแต่ละช่วงเวลา อนึ่งจากการศึกษาโดยมีลักษณะการแบ่งช่วงเวลา 2 ลักษณะทั้งเพื่อทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาด และเพื่อทดสอบความแม่นยำของคำแนะนำการลงทุน พบได้ว่าผลตอบแทนส่วนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำให้ผลตอบแทนที่เป็นบวกทั้งหมดของลักษณะการแบ่งช่วงเวลา แสดงให้เห็นได้ว่าคำแนะนำของนักวิเคราะห์มีคุณค่าสอดคล้องกับ พงศ์ หิรัญศรีและรวี ลงกานี (2547) ที่พบว่าผลตอบแทนส่วนเกินปกติของหลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำในการลงทุนปรับตัวสอดคล้องกับคำแนะนำ รวมถึงสอดคล้องกับ Lonkani, Khantavit

and Chunhachinda (2005) ซึ่งพบได้ว่าในคำแนะนำให้ “Strong Buy” มีผลกระทบมากที่สุดในตลาด ซึ่งแสดงให้เห็นถึงคุณค่าของคำแนะนำซึ่งมีปัจจัยต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ดังนั้นหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์ได้แนะนำ “ซื้อ” นั้นสำหรับการศึกษาที่กำหนดเฉพาะเจาะจงช่วงเวลาทั้ง 2 ปีถือได้ว่ามีคุณค่าต่อนักลงทุน อย่างไรก็ตามสำหรับหลักทรัพย์ที่ไม่ได้รับคำแนะนำ ในความเห็นของนักวิเคราะห์ อาจจะไม่ได้นำให้ความสนใจเนื่องจากว่าเป็นหลักทรัพย์ที่ไม่ได้อยู่ในความสนใจของนักลงทุน หรืออาจจะเป็นหลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มราคาที่ลดลงหรือไม่มีการเปลี่ยนแปลงนั้น จากการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนเฉลี่ยส่วนเกินปกติมีค่าติดลบทั้ง 2 ลักษณะช่วงเวลา ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเป็นหลักทรัพย์ที่ไม่ควรถือหรือเข้าไปลงทุน

เมื่อทำการทดสอบความแตกต่างของผลตอบแทนส่วนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำเปรียบเทียบกับหลักทรัพย์ที่ไม่ได้รับคำแนะนำ พบได้ว่า สำหรับชุดข้อมูลรวมปี 2548 - 2549 มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% ในทุกช่วงเวลา สำหรับการศึกษาประสิทธิภาพตลาดนั้น พบได้ว่าจากการตั้งสมมติฐานตามทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดนั้น ผลตอบแทนส่วนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำ ทั้ง 3 ช่วงเวลา อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน ไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ข้อมูลที่ได้จากนักวิเคราะห์หรือคำแนะนำที่ได้และเป็นข้อมูลสาธารณะ ไม่สามารถที่จะสร้างผลกำไรส่วนเกินปกติได้ ดังนั้นประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงของความมีประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-strong form efficiency)

อย่างไรก็ดี เมื่อทดสอบความสำเร็จของคำแนะนำ โดยหากตั้งสมมติฐานอย่างง่ายว่า ความสำเร็จของคำแนะนำเกิดจากราคาจะต้องเคลื่อนไหวจากราคา ณ วันแนะนำไปยังราคาพื้นฐานที่เหมาะสมหรือราคาเป้าหมาย พบได้ว่า จากคำแนะนำทั้งหมด 297 คำแนะนำมีจำนวนคำแนะนำที่สำเร็จเพียง 25%-28% จากหลักทรัพย์ทั้งหมดเท่านั้นภายในระยะเวลาโดยเฉลี่ย 18-20 วัน ซึ่งค่อนข้างน้อย และมีผลค่อนข้างขัดแย้งกับการทดสอบผลตอบแทนส่วนเกินปกติกล่าวคือ ผลตอบแทนส่วนเกินปกตินั้นสอดคล้องกับคำแนะนำ แต่ราคาหลักทรัพย์ไม่สามารถเคลื่อนไหวไปสู่ราคาเป้าหมายตามที่นักวิเคราะห์ได้ระบุไว้ในบทวิเคราะห์ อย่างไรก็ตามในหลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำที่ถือว่าให้คุณค่าแก่นักลงทุน อีกทั้งระยะเวลาโดยเฉลี่ยในการเคลื่อนไหวของราคา จากราคา ณ วันแนะนำ จนถึงราคาที่เหมาะสมนั้นบทวิเคราะห์และคำแนะนำส่วนใหญ่ไม่ได้ระบุระยะเวลาที่ชัดเจน ส่วนใหญ่แล้วมักจะมีลักษณะภาษาที่ให้ความหมายค่อนข้างกว้าง เช่น ลงทุนระยะยาว ระยะปานกลาง หรือ ระยะสั้น บางครั้งใช้คำที่ยากที่จะจำกัดความได้เช่นลงทุนเก็งกำไร หรือซื้อเก็งกำไร แต่ไม่ได้ระบุว่าต้องใช้เวลาประมาณกี่เดือน กี่วัน ซึ่งเป็นการยากสำหรับนักวิเคราะห์ที่จะสามารถระบุเช่นนั้นได้

5.3 ข้อค้นพบ

ผลการศึกษา การทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ลงทุนตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีข้อค้นพบดังนี้

1. ผลตอบแทนส่วนเกินปกติของหลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำจะให้ค่าที่สอดคล้องกับคำแนะนำของนักวิเคราะห์ แต่ก็ไม่สามารถได้รับผลตอบแทนส่วนเกินปกติตามการทดสอบความมีประสิทธิภาพตลาดได้ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99 % กล่าวคือหากนักลงทุนลงทุนตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์เฉพาะหลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำแล้ว จะไม่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินปกติได้
2. ผลตอบแทนส่วนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำและไม่ได้รับคำแนะนำ มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% ในทุกช่วงเวลา แสดงให้เห็นได้ว่า คำแนะนำของนักวิเคราะห์มีคุณค่าต่อนักลงทุน ถึงแม้ว่าจะไม่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญ แต่มีความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ได้แนะนำและหลักทรัพย์ที่ไม่ได้แนะนำอย่างมีนัยสำคัญ
3. สำหรับการศึกษความแม่นยำของคำแนะนำการลงทุน ผู้ศึกษาพบว่า ผลตอบแทนหลักทรัพย์เฉลี่ยที่ไม่ได้รับคำแนะนำในทุกช่วงเวลา ยังให้ค่าผลตอบแทนเฉลี่ยที่เป็นบวก ถึงแม้ว่าจะน้อยกว่าหลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำ แต่นั่นแสดงให้เห็นว่ายังคงมีหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนให้แก่นักลงทุนได้ แต่อาจไม่ได้รับความสนใจจากนักวิเคราะห์ หรืออาจมีการลงทุนเฉพาะกลุ่มของนักลงทุน
4. จากบทวิเคราะห์คำแนะนำ และความสำเร็จของบทวิเคราะห์ ผู้ศึกษาค้นพบว่ามีประมาณ 28 % ของคำแนะนำทั้งหมดที่ ราคาสามารถเคลื่อนไหวไปถึงราคาเป้าหมายได้ภายในระยะเวลาเฉลี่ย 18-20 วันนั้น สาเหตุที่ขัดแย้งกับผลของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำ ที่สอดคล้องกับคำแนะนำจากนักวิเคราะห์ น่าจะมาจากการคาดการณ์ราคาเป้าหมายที่สูงเกินไป เพื่อที่จะต้องการให้มีปริมาณการซื้อขายที่มากขึ้นของบริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นนายหน้าในการซื้อขาย ดังนั้นนักลงทุนควรที่จะพิจารณาถึง ราคาที่เป็นเป้าหมายในการขายทำกำไรจากการลงทุน ที่สมเหตุสมผลด้วย

5.4 ข้อเสนอแนะ

1. การศึกษาครั้งนี้ได้ใช้ Market-Adjusted Return Model เพียง Model เดียวในการวัดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินปกติ และถือได้ว่ามีความสามารถในการวัด แต่การศึกษาครั้งต่อไปผู้ศึกษาแนะนำว่าน่าจะทำการวัดผลตอบแทนส่วนเกินปกติจาก Model ที่แตกต่างกันมากกว่า 1 Model เพื่อวัดและเปรียบเทียบผลตอบแทนส่วนเกินปกติ รวมไปถึงทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาด
2. จากการศึกษาครั้งนี้สามารถทำการศึกษาโดยการวิเคราะห์หัดิตตาม (Following Analyst) โดยการแบ่งจำนวนคำแนะนำจากนักวิเคราะห์ในแต่ละหลักทรัพย์ และแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตามจำนวนคำแนะนำ เพื่อศึกษาต่อว่าผลตอบแทนส่วนเกินปกติของหลักทรัพย์ที่มีจำนวนคำแนะนำที่ซ้ำกันมากมีความแตกต่างจากหลักทรัพย์ที่มีจำนวนคำแนะนำจากนักวิเคราะห์ที่ซ้ำกันน้อย หรือมีเพียง 1 คำแนะนำ
3. สำหรับนักลงทุน จากการศึกษาครั้งนี้สามารถเชื่อถือได้ว่า หลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำเหมาะสมในการลงทุนมากกว่าหลักทรัพย์ที่ไม่ได้รับคำแนะนำ