

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

การจัดกลุ่มหุ้นมูลค่า หุ้นเติบโตของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี ค.ศ. 1994 ถึง 2008 พบว่ามีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติของค่าเบต้าจากการจัดกลุ่มด้วยอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดด้วยร้อยละ 30 และ 25 โดยค่าเบต้าของหุ้นมูลค่าเฉลี่ยน้อยกว่าของหุ้นเติบโต ซึ่งแสดงถึงความเสี่ยงที่น้อยกว่านั่นเอง แต่ไม่พบในการจัดกลุ่มร้อยละ 10 และไม่พบความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติของค่าเบต้าที่จัดกลุ่มด้วยอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อราคาตลาด (ตารางที่ 32)

แต่อย่างไรก็ตาม การศึกษาครั้งนี้ ไม่พบว่าความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างผลตอบแทนรายปีจากการดำเนินการของหุ้นมูลค่า และหุ้นเติบโตกัน หรืออาจกล่าวได้ว่าได้ผลตอบแทนเท่ากันทางสถิติ ด้วยการจัดกลุ่มด้วยอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อราคาตลาด ด้วยจำนวนหุ้นร้อยละ 30, ร้อยละ 25 และร้อยละ 10 (ตารางที่ 32)

ตารางที่ 32 แสดงข้อมูลสรุปการเปรียบเทียบค่าเบต้า และผลตอบแทนรายปีของหุ้นมูลค่า (value stock, VS) และหุ้นเติบโต (growth stock, GS)

	จัดกลุ่มร้อยละ 30	จัดกลุ่มร้อยละ 25	จัดกลุ่มร้อยละ 10
ค่าเบต้า	VS<GS	VS<GS	VS~GS
ผลตอบแทนรายปี	VS~GS	VS~GS	VS~GS

5.2 อภิปรายผลการศึกษา

ผลของการศึกษานี้ สอดคล้องกับการศึกษา Ding และคณะ (2005) ที่รายงานว่าไม่พบปรากฏการณ์ของผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยงจากคุณค่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แตกต่างจากตลาดหลักทรัพย์อื่นในเอเชียที่ได้รับการศึกษา Ding และคณะ (2005) และตลาดหุ้นของสิงคโปร์ของ Yen และคณะ (2004)

การศึกษานี้ให้ผลในทางตรงกันข้ามกับการศึกษาของ Fama และ French (1992, 1996, 1998) ที่พบปรากฏการณ์ของผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยงจากคุณค่าในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ประเทศสหรัฐอเมริกา และประเทศอื่นอีก รวม 12 ประเทศ เช่น ญี่ปุ่น สหราชอาณาจักร ฝรั่งเศส เยอรมัน เป็นต้น สิ่งหนึ่งที่มีความแตกต่างระหว่างการศึกษาของ Fama และ French และการค้นคว้าแบบอิสระในครั้งนี้คือ การศึกษานี้ไม่มีการคัดแยกหุ้นที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดเป็นลบออกไป ในขณะที่การศึกษาของ Fama และ French มีการคัดแยกออกไป

การที่ผลตอบแทนและค่าเบต้าของหุ้นทั้งตลาดเปรียบเทียบช่วงเวลา 1994-2008 ไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั้นส่วนหนึ่งเป็นเพราะว่า ค่าเฉลี่ยของทั้งผลตอบแทนและค่าเบตานั้นมีค่าใกล้เคียงกันมาก อีกทั้งค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าทั้งสองกว้างมากจนไม่เห็นความแตกต่างของค่าเบต้าและผลตอบแทนของทั้งกลุ่มหุ้นมูลค่า และหุ้นเติบโต หรืออาจกล่าวได้ว่า ไม่พบปรากฏการณ์หุ้นมูลค่า และหุ้นเติบโตจากข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบครั้งนี้

ถึงแม้ว่า ข้อมูลส่วนใหญ่จะเสนอว่าผลตอบแทนไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่การที่ค่าเฉลี่ยของค่าเบต้าของกลุ่มหุ้นมูลค่าต่ำกว่ากลุ่มหุ้นเติบโตอย่างมีนัยสำคัญในการจัดลำดับด้วยอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชี และมูลค่าตลาด นั้นแสดงให้เห็นว่า กลุ่มหุ้นมูลค่า มีความเสี่ยงที่ไม่สามารถลดโดยการกระจายความเสี่ยงน้อยกว่าหุ้นเติบโต ในขณะที่ให้ผลตอบแทนที่ไม่แตกต่างกันทางสถิติ หรืออาจกล่าวได้ว่า การลงทุนกับหุ้นมูลค่ามีความเสี่ยงน้อยกว่าหุ้นเติบโต แต่ผลตอบแทนเท่ากัน ซึ่งไม่เป็นไปตามทฤษฎีของ CAPM กล่าวว่าการลงทุนที่มีความเสี่ยงมากได้ผลตอบแทนสูง ขณะที่การลงทุนที่มีความเสี่ยงน้อยจะได้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่า ดังนั้นในการเลือกลงทุนเพื่อให้ผลตอบแทนที่เท่ากัน การเลือกลงทุนกับหุ้นมูลค่าจะเหมาะสมในการลงทุนมากกว่า เมื่อพิจารณาจากผลตอบแทนรายปีที่ได้เท่า ๆ กัน

5.3 ข้อค้นพบที่ได้จากการศึกษา

การศึกษาพบว่า ค่าเบต้าของหุ้นมูลค่าต่ำกว่าหุ้นเติบโต แตกต่างจากการศึกษาที่ค่าเบต้าของหุ้นมูลค่าสูงกว่าหุ้นเติบโต (Yen และคณะ, 2004) และแตกต่างจากผลการศึกษาของ Fama และ French (1992, 1998) ที่สรุปว่า ค่าเบต้าของหุ้นมูลค่าและหุ้นเติบโตไม่แตกต่างกันจากการจัดกลุ่มด้วยอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อราคาตลาด

ผลตอบแทนของหุ้นทั้งสองกลุ่ม ไม่แตกต่างกัน ซึ่งตรงข้ามกับการศึกษาของ Fama และ French (1992, 1995, 1996, และ 1998) และ Yen และคณะ (2004) ที่ศึกษาพบว่าผลตอบแทนของหุ้นมูลค่าสูงกว่าหุ้นเติบโต อีกทั้งแตกต่างจากการศึกษาของ Ding และคณะ (2005) ที่พบว่าประเทศไทยมีปรากฏการณ์ผลตอบแทนจากคุณค่าเป็นลบ

5.4 ข้อจำกัดของการศึกษา

การศึกษานี้ ทดสอบการจัดกลุ่มหุ้นมูลค่า และหุ้นเติบโตจากอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อราคาตลาด โดยที่ไม่ได้มีการจัดกลุ่มโดยใช้อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อราคาตลาด เนื่องจากมีข้อจำกัดของข้อมูลดังกล่าวจากการใช้ฐานข้อมูลค่าสตรีมจากคณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ ไม่สามารถหาค่าดังกล่าวได้ จึงจัดเป็นข้อจำกัดหนึ่งของการศึกษานี้ที่อาจทำให้มีข้อมูลไม่เพียงพอต่อการวิเคราะห์

5.5 ข้อเสนอแนะ

นอกจากนี้ การจัดกลุ่มหุ้นมูลค่า และหุ้นเติบโตในการศึกษานี้ เป็นการศึกษาค่าเฉลี่ยของหุ้นทั้งกลุ่มหลังจากที่มีการจัดกลุ่มแล้ว จึงนำมาเปรียบเทียบกัน เป็นที่น่าสนใจที่จะติดตามพฤติกรรมของหุ้นแต่ละตัวว่าจะตกอยู่ในกลุ่มของหุ้นมูลค่า หรือหุ้นเติบโต เป็นระยะเวลาานเท่าใด และจะมีการเปลี่ยนกลุ่มไปอยู่ในกลุ่มอื่น หรือไม่ การศึกษาแง่มุมนี้อาจช่วยให้พยากรณ์ผลตอบแทนของหุ้นรายตัวได้ดีกว่าการศึกษาหุ้นทั้งกลุ่มก็เป็นไปได้

อีกทั้ง การศึกษาว่าในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมของตลาดหลักทรัพย์เมื่อเรียงตาม อัตราส่วนต่าง ๆ เหล่านี้แล้วจะมีผลตอบแทนเปรียบในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวเป็นอย่างไร

ขณะที่ทำการศึกษาอยู่นี้ยังไม่สิ้นสุดปี ค.ศ. 2009 ทำให้ได้ผลตอบแทนรายปีไม่ครบอีกทั้งภาวะวิกฤตเศรษฐกิจยังไม่ฟื้นตัวเต็มที่ ดังนั้น ข้อมูลของปี ค.ศ. 2010 ก็เป็นข้อมูลที่น่าสนใจ อาจแสดงพฤติกรรมบางอย่างของหุ้น รวมถึงการจัดกลุ่มหุ้นตามลักษณะหลังจากที่ตลาดหลักทรัพย์ฟื้นตัวจากวิกฤตเศรษฐกิจ โดยเปรียบเทียบกับกรณีฟื้นตัวของวิกฤตเศรษฐกิจครั้งก่อน



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved