

## บทที่ 6

### สรุปและข้อเสนอแนะ

#### 6.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษานี้ได้ทำการวิเคราะห์ความเสี่ยงและประสิทธิภาพของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มขนส่งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 4 หลักทรัพย์ คือ บริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) : BECL บริษัท โทริเซนไทย เอเยนต์ชีส์ จำกัด (มหาชน) : TTA บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน) : THAI บริษัท พีริเชียส ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน) : PSL โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายสัปดาห์ตั้งแต่ เดือน มกราคม 2542 ถึงเดือน ธันวาคม 2546 มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในการศึกษาใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) โดยใช้วิธีการเส้นพหุคูณเชิงเส้นในการประมาณค่า

ในการศึกษาได้นำข้อมูลอนุกรมเวลามาทดสอบความนิ่ง หรือไม่นิ่งของข้อมูล โดยทำการทดสอบ Unit root ด้วยวิธี ADF-test ซึ่งผลการทดสอบพบว่า ข้อมูลทุกหลักทรัพย์มีลักษณะนิ่ง คือ ค่าความแปรปรวนของอนุกรมเวลาต้องคงที่เมื่อเวลาเปลี่ยนไป ทำให้ไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง (Spurious Regression) และผลการทดสอบเส้นพหุคูณเชิงเส้นพบว่า หลักทรัพย์ทั้ง 4 ในกลุ่มขนส่งมีค่า t-statistics ของ  $\gamma$  น้อยกว่าค่าวิกฤตที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงว่า หลักทรัพย์ในกลุ่มขนส่งที่นำมาศึกษาทั้งหมดไม่มีเส้นพหุคูณเชิงเส้น ดังนั้นจึงใช้วิธีการกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary least squares) ในการประมาณค่าประสิทธิภาพของอัตราผลตอบแทน

ผลการศึกษาค่าความเสี่ยง ค่าสัดส่วนของอัตราผลตอบแทน และสัญญาณซื้อขาย ของหลักทรัพย์ในกลุ่มขนส่งสามารถสรุปได้ดังนี้

#### หลักทรัพย์ BECL

ผลการทดสอบค่า  $\beta$  ของหลักทรัพย์ BECL พบว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์กัน ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยหลักทรัพย์ BECL มีค่า  $\beta$  เท่ากับ 0.868573 มีลักษณะเป็น Defensive Stock ซึ่งมีการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตลาด

ผลการทดสอบค่า  $\alpha$  พบว่า ไม่มีปัจจัยอื่นนอกจากความเสี่ยงที่ทำให้ผลตอบแทนผิดปกติ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 แสดงว่าผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของหลักทรัพย์เพียงปัจจัยเดียวและได้ผลตอบแทนปกติ หลักทรัพย์ BECL มีค่า  $\alpha$  เท่ากับ  $-0.022149$  แสดงว่าหลักทรัพย์ BECL จะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าปกติจึงไม่สมควรลงทุน นอกจากนี้ค่า  $R^2$  ของ BECL เท่ากับ 0.336934 แสดงว่า การเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของตลาดสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ BECL ได้ 33.6934 %

หลักทรัพย์ BECL มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็น 116 สัปดาห์ขณะที่อัตราผลตอบแทนซึ่งต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็นมี 143 สัปดาห์

ผลการประเมินราคาหลักทรัพย์โดยนำผลตอบแทนที่คาดหวังมาเปรียบเทียบกับเส้นตลาดหลักทรัพย์พบว่า หลักทรัพย์ทางควนกรุงเทพออยู่ใต้เส้นตลาดหลักทรัพย์แสดงว่าราคาหลักทรัพย์สูงกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้น นักลงทุนไม่ควรลงทุนในหลักทรัพย์ BECL

### หลักทรัพย์ TTA

ผลการทดสอบค่า  $\beta$  ของหลักทรัพย์ TTA พบว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์กัน ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยหลักทรัพย์ TTA มีค่า  $\beta$  เท่ากับ 0.773299 มีลักษณะเป็น Defensive Stock ซึ่งมีการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตลาด

ผลการทดสอบค่า  $\alpha$  พบว่า มีปัจจัยอื่นนอกจากความเสี่ยงที่ทำให้ผลตอบแทนผิดปกติ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 แสดงว่าผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ไม่ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้นเพียงปัจจัยเดียวและได้ผลตอบแทนผิดปกติ หลักทรัพย์ TTA มีค่า  $\alpha$  เท่ากับ 1.757593 แสดงว่าหลักทรัพย์ TTA จะให้ผลตอบแทนสูงกว่าปกติจึงสมควรลงทุน นอกจากนี้ค่า  $R^2$  ของ TTA เท่ากับ 0.12839 แสดงว่า การเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของตลาดสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ TTA ได้ 12.839 %

หลักทรัพย์ TTA มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็น 109 สัปดาห์ขณะที่อัตราผลตอบแทนซึ่งต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็นมี 150 สัปดาห์

ผลการประเมินราคาหลักทรัพย์โดยนำผลตอบแทนที่คาดหวังมาเปรียบเทียบกับเส้นตลาดหลักทรัพย์พบว่า หลักทรัพย์ TTA อยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้น นักลงทุนควรลงทุนในหลักทรัพย์ TTA

### หลักทรัพย์ THAI

ผลการทดสอบค่า  $\beta$  ของหลักทรัพย์ THAI พบว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์กัน ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยหลักทรัพย์ THAI มีค่า  $\beta$  เท่ากับ 1.066404 มีลักษณะเป็น Aggressive Stock ซึ่งมีการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนมากกว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตลาด

ผลการทดสอบค่า  $\alpha$  พบว่า ไม่มีปัจจัยอื่นนอกจากความเสี่ยงที่ทำให้ผลตอบแทนผิดปกติ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 แสดงว่าผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของหลักทรัพย์เพียงปัจจัยเดียวและได้ผลตอบแทนปกติ หลักทรัพย์ THAI มีค่า  $\alpha$  เท่ากับ -0.142339 แสดงว่าหลักทรัพย์ THAI จะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าปกติจึงไม่ควรลงทุน นอกจากนี้ค่า  $R^2$  ของ THAI เท่ากับ 0.346717 แสดงว่า การเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของตลาดสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ THAI ได้ 34.6717 %

หลักทรัพย์ THAI มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็น 113 สัปดาห์ขณะที่อัตราผลตอบแทนซึ่งต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็นมี 146 สัปดาห์

ผลการประเมินราคาหลักทรัพย์โดยนำผลตอบแทนที่คาดหวังมาเปรียบเทียบกับเส้นตลาดหลักทรัพย์พบว่า หลักทรัพย์ THAI อยู่ใต้เส้นตลาดหลักทรัพย์แสดงว่าราคาหลักทรัพย์สูงกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้น นักลงทุนไม่ควรลงทุนในหลักทรัพย์ THAI

### หลักทรัพย์ PSL

ผลการทดสอบค่า  $\beta$  ของหลักทรัพย์ PSL พบว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์กัน ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยหลักทรัพย์ PSL มีค่า  $\beta$  เท่ากับ 0.750705 มีลักษณะเป็น Defensive Stock ซึ่งมีการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตลาด

ผลการทดสอบค่า  $\alpha$  พบว่า มีปัจจัยอื่นนอกจากความเสี่ยงที่ทำให้ผลตอบแทนผิดปกติ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 แสดงว่าผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ไม่ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้นเพียงปัจจัยเดียวและได้ผลตอบแทนผิดปกติ หลักทรัพย์ PSL มีค่า  $\alpha$  เท่ากับ 1.659877 แสดงว่าหลักทรัพย์ PSL จะให้ผลตอบแทนสูงกว่าปกติจึงสมควรลงทุน นอกจากนี้ค่า  $R^2$  ของ PSL เท่ากับ 0.087119 แสดงว่า การเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของตลาดสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ PSL ได้ 8.7119 %

หลักทรัพย์ PSL มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็น 108 สัปดาห์ขณะที่อัตราผลตอบแทนซึ่งต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็นมี 151 สัปดาห์

ผลการประเมินราคาหลักทรัพย์โดยนำผลตอบแทนที่คาดหวังมาเปรียบเทียบกับเส้นตลาดหลักทรัพย์พบว่า หลักทรัพย์ PSL อยู่ใต้เส้นตลาดหลักทรัพย์แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้น นักลงทุนควรลงทุนในหลักทรัพย์ PSL

## 6.2 ปัญหาและข้อเสนอแนะ

การศึกษากการวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กลุ่มขนส่งด้วยวิธีการเส้นพรมแดนเชิงเส้นคู่ครั้งนี้ มีปัญหา อุปสรรค และข้อเสนอแนะ ดังนี้

1. จากการศึกษาโดยใช้วิธีการเส้นพรมแดนเชิงเส้นคู่ครั้งนี้พบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มขนส่งทั้งหมดที่นำมาศึกษาไม่มีเส้นพรมแดนเชิงเส้นคู่ นั่นคือหลักทรัพย์ทั้ง 4 ไม่มีกรณีซึ่งระดับราคาสูงกว่าที่ควรจะเป็นมาก(super over value) และกรณีซึ่งระดับราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นมาก(super under value)

2. การใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ CAPM ยังมีข้อจำกัดทางด้านสมมุติฐานของทฤษฎี เช่น ตลาดสินทรัพย์เป็นตลาดที่มีลักษณะสมบูรณ์ ไม่มีเรื่องภาษี หรือข้อห้ามในการ Short Sale ตลาดสินทรัพย์ไม่มีการกีดกันทุกคนได้รับข่าวสารอย่างสมบูรณ์ เป็นต้น รวมถึงการพิจารณาความเสี่ยงที่เป็นระบบเพียงอย่างเดียวซึ่งในการลงทุนมีปัจจัยเสี่ยงอีกหลายประการที่จำเป็นต้องนำมาพิจารณาในการลงทุน เช่น ปัจจัยเสี่ยงด้านผลการดำเนินงาน ปัจจัยเสี่ยงของธุรกิจ เป็นต้น

3. การเลือกใช้อัตราอ้างอิงซึ่งใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ 5 ธนาคารมาเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง อาจไม่ใช่ตัวแทนที่ดี ดังนั้นในการศึกษาอนาคตควรมีการเปรียบเทียบกับอัตราอ้างอิงอื่น เช่น อัตราผลตอบแทนจากพันธบัตร เป็นต้น