บทที่ 6
สรุปและข้อเสนอแนะ

6.1 สรุปผลการศึกษา

การประมาณค่าผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้นกลุ่มขนส่งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยแบบจำลอง Fama and French ซึ่งเป็นแบบจำลองที่มีการพัฒนามาจากแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ โดยเพิ่มปัจจัยขนาดของธุรกิจ และมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด ซึ่งการศึกษาครั้งนี้ได้เพิ่มปัจจัยด้านราคาน้ำมันในแบบจำลอง Fama and French เนื่องจากความเสี่ยงของระดับราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้นมักจะมีผลต่อผลตอบแทนของหลักหลักทรัพย์กลุ่มขนส่ง โดยหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษามีจำนวน 8 หลักทรัพย์ ได้แก่ หลักทรัพย์ THAI, AOT, BECL, JUTHA, RCL, TTA, PSL และASIMAR โดยทำการรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิแล้วนำมาทดสอบความนิ่งหรือความไม่นิ่งของข้อมูล การทดสอบ Autocorrelation การทดสอบ Heteroscedasticity ด้วยโปรแกรมทางสถิติเพื่อนำมาคำนวณหาค่าผลตอบแทนที่คาดหวังตามแบบจำลองFama and French พร้อมทั้งเพิ่มปัจจัยของราคาน้ำมันในการวิเคราะห์ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดเพื่อให้ได้ค่าความเสี่ยงสำหรับนำไปหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของแต่ละหลักทรัพย์ที่มีการทดสอบว่ามีความน่าเชื่อถือได้แล้วจึงนำไปเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

จากการทดสอบความนิ่งหรือไม่นิ่งของข้อมูล โดยวิธี Augmented Dickey – Fuller ปรากฏว่าตัวแปรที่นำมาทดสอบมีลักษณะนิ่ง ดังนั้นการประมาณค่าในขั้นตอนต่อ ๆ ไปจึงไม่บิดเบือนไปจากความเป็นจริง และเมื่อทำการทดสอบ Autocorrelation พบว่า หลักทรัพย์ THAI, AOT, BECL, JUTHA และASIMAR ไม่เกิดปัญหา Autocorrelation ส่วนหลักทรัพย์RCL, TTA และ PSL เกิดปัญหา Autocorrelation ซึ่งได้แก้ปัญหาเรียบร้อยแล้ว และสำหรับการทดสอบ Heteroscedasticity พบว่าหลักทรัพย์ RCL และTTA ไม่เกิดปัญหา ส่วนหลักทรัพย์ THAI, AOT, BECL, JUTHA, PSL และASIMAR เกิดปัญหา Heteroscedasticity ดังนั้นจึงแก้ไขด้วยการถ่วงน้ำหนักด้วยค่า $P=SQR(1/ Resid^2)$

สำหรับการทดสอบความแตกต่างของผลตอบแทนในพอร์ตของธุรกิจที่มีขนาดเล็กและขนาดใหญ่ พบว่าผลตอบแทนของทุกหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับขนาดของธุรกิจ โดยบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีความเสี่ยงด้านขนาดธุรกิจน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก ซึ่งก็ส่งผลต่อผลตอบแทนจากขนาดของบริษัทน้อยกว่าด้วยเช่นกัน ดังสอดคล้องกับคำกล่าวที่ว่า High risk high return, low risk

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

low return นั่นเอง ส่วนการทดสอบความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนในพอร์ตของธุรกิจที่มีมูลค่าของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง และผลตอบแทนในพอร์ตของธุรกิจที่มีมูลค่าของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ พบว่า ผลตอบแทนของทุกหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด โดยธุรกิจที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำจะให้ผลตอบแทนต่ำ ส่วนธุรกิจที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงจะให้ผลตอบแทนสูงด้วย

การคำนวณค่าโดยแบบจำลอง Fama-French ที่มีการเพิ่มตัวแปรน้ำมันพบว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ THAI, BECL, PSL และ ASIMAR มีความสัมพันธ์กับราคาน้ำมัน ส่วนตอบแทนของหลักทรัพย์หลักทรัพย์ AOT, JUTHA, RCL และ TTA ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาน้ำมัน ซึ่งเมื่อได้ศึกษาข้อมูลของบริษัทพบว่า บริษัทสามารถทำการประกันความเสี่ยงหรือสามารถผลักภาระให้แก่ผู้บริโภคได้เมื่อระดับราคาน้ำมันปรับตัวสูงขึ้น รวมทั้งการคำนวณค่าโดยแบบจำลอง Fama-French ทั้งที่ไม่มีการเพิ่มตัวแปรน้ำมันและมีการเพิ่มตัวแปรน้ำมันก็ให้ผลที่มีค่าใกล้เคียงกันมาก ดังนั้นความเสี่ยงด้านราคาน้ำมันจึงมีผลกระทบค่อนข้างน้อยต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มขนส่ง

เมื่อศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังกับความเสี่ยงด้วยเส้นตลาดหลักทรัพย์ พบว่าหลักทรัพย์TTA และ JUTHA มีค่าความเสี่ยงมากกว่าความเสี่ยงของตลาด หรือเรียกได้ว่าเป็น Aggressive Stock คือเมื่อภาวะเศรษฐกิจดีขึ้นผลประกอบการของธุรกิจก็จะดีขึ้นตาม ส่งผลต่อการเจริญเติบโตราคาของหลักทรัพย์ที่สูงขึ้น ในทางตรงกันข้ามเมื่อภาวะเศรษฐกิจซบเซา ผลประกอบการของธุรกิจจะลดลงอย่างมาก ส่วนหลักทรัพย์ASIMAR, THAI, PSL, RCL, BECL และ AOT มีค่าความเสี่ยงน้อยกว่าความเสี่ยงของตลาด ซึ่งจัดว่าเป็นDefensive Stock โดยมักจะมีผลการประกอบการและจ่ายเงินปันผลในช่วงเศรษฐกิจซบเซาได้ดีกว่าหลักทรัพย์อื่นโดยรวม และหลักทรัพย์เหล่านี้มักจะมีการเคลื่อนไหวของราคาอย่างช้า ๆ แต่มีแนวโน้มสูงขึ้นตลอดเวลา เมื่อมีการคาดการณ์ว่าภาวะเศรษฐกิจจะเป็นไปในทางลบ แต่อย่างไรก็ตามค่าสัมประสิทธิ์ β ของหลักทรัพย์กลุ่มขนส่งนี้มีค่าเข้าใกล้ 1 และมีค่าที่ค่อนข้างใกล้เคียงกันมาก ซึ่งแสดงถึงความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่ไม่แตกต่างกันมากนัก ไม่ว่าจะเพิ่มตัวแปรน้ำมันในการวิเคราะห์หรือไม่ก็ตาม ซึ่งถ้าเพิ่มตัวแปรน้ำมันในแบบจำลอง Fama-French ทำให้ ค่าสัมประสิทธิ์ β ของแต่ละหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปเล็กน้อย แต่ทำให้หลักทรัพย์ JUTHA เป็น Aggressive Stock ได้ และเมื่อทำการประเมินราคาหลักทรัพย์พบว่าทุกหลักทรัพย์ มีค่า $\alpha > (1-\beta) R_f$ แสดงว่าอัตราการลงทุนของหลักทรัพย์กลุ่มขนส่งมีค่ามากกว่าอัตราการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือUndervalue ดังนั้นทุกหลักทรัพย์จึงเป็นหลักทรัพย์ที่น่าลงทุนเพราะมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง นั่นคือในอนาคตราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะปรับตัวสูงขึ้นได้

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

6.2 ข้อเสนอแนะ

1) การประมาณค่าผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้นกลุ่มขนส่งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยแบบจำลอง Fama-French ทั้งที่ไม่มีการเพิ่มตัวแปรน้ำมันและมีการเพิ่มตัวแปรน้ำมันนั้นให้ผลการวิเคราะห์ที่ค่อนข้างใกล้เคียงกัน เนื่องจากอิทธิพลของความเสี่ยงจากราคาน้ำมันในช่วงระยะเวลาที่ทำการวิเคราะห์ คือระหว่าง พ.ศ. 2543-2547 มีการปรับตัวสูงขึ้นของราคาน้ำมันที่ผันผวนในระดับหนึ่ง แต่สำหรับปี พ.ศ. 2548 เป็นต้นไประดับราคาน้ำมันอาจมีความผันผวนมากขึ้น ดังนั้นความเสี่ยงด้านราคาน้ำมันที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนจึงเป็นเรื่องที่ควรให้ความสนใจมากขึ้นเช่นกัน

2) หลักทรัพย์ AOT เป็นหลักทรัพย์ใหม่ที่น่าสนใจสำหรับนักลงทุนที่ต้องการลงทุนในระยะยาว เนื่องจากมีความเสี่ยงในด้านต่าง ๆ น้อย และมีระดับราคาที่ผันผวนไม่มากนัก รวมทั้งพื้นฐานของบริษัทค่อนข้างมั่นคงเนื่องจากมีกระทรวงการคลังถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 50 ของหุ้นที่ออกและจำหน่ายทั้งหมด รวมทั้งมีโครงการท่าอากาศยานสุวรรณภูมิซึ่งเป็นท่าอากาศยานสากลหลักของประเทศแห่งใหม่ที่รวมสิ่งอำนวยความสะดวกอันทันสมัยและมีคุณภาพระดับสากล ซึ่งกำลังจะเปิดให้บริการประมาณปลายปี 2548 แต่อย่างไรก็ตามหลักทรัพย์ AOT เป็นหลักทรัพย์ที่เพิ่งเปิดให้ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นครั้งแรกในวันที่ 11 มีนาคม 2547 จึงทำให้ได้มีข้อมูลที่ทำการวิเคราะห์เพียง 42 สัปดาห์ ดังนั้นหากมีข้อมูลในการวิเคราะห์มากขึ้นอาจสามารถอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์นี้ได้ชัดเจนกว่านี้

3) ณ วันที่ 4 มกราคม พ.ศ. 2548 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เปลี่ยนแปลงกลุ่มหลักทรัพย์ใหม่ โดยได้รวมหลักทรัพย์ของกลุ่ม Logistic เข้าในกลุ่มขนส่ง ดังนั้นในช่วงเวลาของการวิเคราะห์ข้อมูลคือระหว่างปี พ.ศ. 2543-2547 จึงหมายรวมเพียงหลักทรัพย์ในกลุ่มขนส่งเดิมเท่านั้น

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright © by Chiang Mai University
All rights reserved