

## บทที่ 2

### งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยเกี่ยวกับการวิเคราะห์งบการเงินของบริษัทจำกัดมหาชน และงานวิจัยเกี่ยวกับแบบจำลองฟาร์มาและเฟรนช์ (Fama French three factors asset pricing model) มีรายละเอียดดังนี้

#### 2.1 งานวิจัยเกี่ยวกับการวิเคราะห์งบการเงินของบริษัทจำกัดมหาชน

ชุตินา อานุสรณ์ศิริกุล (2543) ศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในจังหวัดเชียงใหม่ ระหว่างปี พ.ศ. 2538-2541 ส่วนหนึ่งได้ศึกษาการใช้งบการเงินของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในจังหวัดเชียงใหม่ซึ่งมีทุนจดทะเบียน 50 ล้านบาทขึ้นไป จำนวน 3 บริษัท ประกอบด้วย บริษัทนิคมพานิช เรียวเอสเตท จำกัด บริษัทแลนด์ แอนด์ เฮาส์ นอร์ธ จำกัด และ บริษัทเชียงใหม่สุกมิตร จำกัด โดยมีเครื่องมือที่ใช้ในการวิเคราะห์ ได้แก่ การวิเคราะห์โดยการเปรียบเทียบ การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน และการวิเคราะห์งบกระแสเงินสด ผลการศึกษาสรุปได้ว่า ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในจังหวัดเชียงใหม่ระหว่างปี 2538-2541 มีโครงสร้างเงินทุนส่วนใหญ่มาจากการกู้ยืมหนี้สินหมุนเวียนในสัดส่วนที่สูง โดยมีอัตราการเพิ่มโดยเฉลี่ยร้อยละ 79.81 ยกเว้นบริษัท แลนด์ แอนด์ เฮาส์ นอร์ธ จำกัด ที่มีเงินทุนมาจากส่วนของผู้อถือหุ้นเป็นส่วนใหญ่ และการกู้ยืมในช่วงปี 2538-2540 ส่วนใหญ่เป็นการกู้ยืมเงินตราต่างประเทศ ดังนั้นเมื่อรัฐบาลเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตรึงเงินเป็นแบบลอยตัว ทำให้ภาระหนี้สินที่เป็นเงินตราต่างประเทศสูงขึ้น และเงินทุนดังกล่าวธุรกิจนำไปลงทุนในสินค้าคงคลังและสินทรัพย์ระหว่างการพัฒนาเป็นส่วนใหญ่ จากการที่สภาวะเศรษฐกิจถดถอยตั้งแต่ปี 2539 ส่งผลให้ผลประกอบการของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีผลขาดทุนสุทธิเพิ่มขึ้น โดยเฉลี่ยร้อยละ 505.22 อันเนื่องมาจากรายได้ที่ลดลงแต่ค่าใช้จ่ายและดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มสูงขึ้น อันเนื่องมาจากหนี้สินที่เป็นเงินกู้ต่างประเทศสูงขึ้น ยกเว้น บริษัทแลนด์ แอนด์ เฮาส์ นอร์ธ จำกัด ที่มีผลประกอบการกำไรลดลงแต่ยังไม่มียอดขาดทุน เพราะมีรายได้ที่เพิ่มสูงขึ้นแต่มีอัตราการเพิ่มขึ้นของรายได้ได้น้อยกว่าอัตราการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายและดอกเบี้ยจ่าย

นอกจากนั้นสินทรัพย์หมุนเวียนที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีอยู่ส่วนใหญ่เป็นสินค้าคงคลังและสินทรัพย์ระหว่างการพัฒนาซึ่งไม่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้เต็มจำนวน จึงทำให้ธุรกิจประสบปัญหาสภาพคล่องทั้งในด้านการใช้จ่ายเพื่อดำเนินงานและการชำระหนี้ระยะสั้น ส่งผลให้

ธุรกิจต้องระดมทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นและกู้ยืมหนี้สินระยะสั้นเพื่อใช้จ่ายในการดำเนินงาน และแนวทางในการแก้ไขปัญหาสภาพคล่องสำหรับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในจังหวัดเชียงใหม่อาจทำได้ โดยการขอแปลงหนี้ระยะสั้นให้เป็นหนี้ระยะยาว หาแหล่งเงินกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำ การควบคุม ต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการบริหาร ทั้งนี้เพื่อให้ธุรกิจสามารถดำเนินการได้ต่อไปในภาวะเศรษฐกิจ ที่ถดถอย

**รัชชิตา การขยัน (2546)** ศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์งบการเงินเปรียบเทียบบริษัทในกลุ่ม ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ : กรณีศึกษา บริษัท ควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน) บริษัท แลนด์แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) และ บริษัท เอเชียน พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) โดยการรวบรวมข้อมูลประจำปีของบริษัทที่อยู่ในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เอกสารการวิจัย และ ข้อมูลจากระบบสารสนเทศของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2540 ถึง ปี พ.ศ. 2544 ในการวิเคราะห์เชิงพรรณนาจะเป็นการวิเคราะห์งบการเงินเปรียบเทียบในด้าน ความคล่องตัวทางการเงินระยะสั้น ความสามารถในการหาทำไร ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน โครงสร้างเงินทุนและนโยบายทางการเงิน

ผลการศึกษาพบว่าในด้านความคล่องตัวทางการเงินระยะสั้น บริษัท แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทที่มีความคล่องตัวทางการเงินระยะสั้นดีที่สุดโดยมีอัตราส่วน สภาพคล่อง อยู่ในสภาพคล่อง อยู่ในเกณฑ์ที่ดีมากเมื่อเปรียบกับอัตราเฉลี่ยอุตสาหกรรม บริษัท เอเชียน พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) มีอัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็วดีที่สุด แม้ว่า อัตราส่วนสภาพคล่องของบริษัทจะอยู่ในเกณฑ์ที่ต่ำกว่าอัตราเฉลี่ยอุตสาหกรรม แต่มีแนวโน้มที่ดี ขึ้นในปี พ.ศ. 2543 เป็นต้นไป เช่นเดียวกับบริษัท ควอลิตี้ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) มีอัตราส่วน สภาพคล่องอยู่ในเกณฑ์ที่ต่ำกว่าอัตราเฉลี่ยอุตสาหกรรม แต่มีแนวโน้มที่ดีขึ้น ตามลำดับ ในด้าน ความสามารถในการหาทำไร พบว่าบริษัท เอเชียน พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) มี แนวโน้มในอนาคตที่จะสามารถหาทำไรได้สูงสุดและให้ประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นดีที่สุด ขณะที่บริษัท ควอลิตี้ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) และบริษัท แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) มีความสามารถในการหาทำไรอยู่ในเกณฑ์ที่ดีกว่าอุตสาหกรรมเฉลี่ยโดยทั่วไป ในด้านประสิทธิภาพการดำเนินงาน เมื่อพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์และอัตรากาหมุนของสินทรัพย์พบว่าบริษัทเอเชียน พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทที่มีประสิทธิภาพสูงสุดในการดำเนินงาน และบริหารสินทรัพย์ โดยมีอัตรากาหมุนของสินทรัพย์เฉลี่ย 5 ปีสูงสุด และสูงกว่าอุตสาหกรรม เฉลี่ยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 เป็นต้นไป ส่วนบริษัท คลอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน) และบริษัท แลนด์ แอนด์เฮาส์ จำกัด (มหาชน) มีประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์อยู่ในเกณฑ์ที่ต่ำกว่าอัตราเฉลี่ย

อุตสาหกรรม ในด้านโครงสร้างเงินทุนและนโยบายทางการเงิน บริษัทแลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) และ บริษัท เอเชีย น พรีอเพอร์ตี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) มีความเสี่ยงทางการเงินในระยะยาวต่ำ ขณะที่ บริษัท ควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงทางการเงินค่อนข้างสูง

## 2.2 งานวิจัยเกี่ยวกับแบบจำลองฟาร์มาและเฟรนช์

**ภาณุรัตน์ สวัสดิ์ (2542)** ศึกษาเรื่อง ศักยภาพของธุรกิจหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาบริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 5 หลักทรัพย์ โดยศึกษาข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เก็บรวบรวมราคาหลักทรัพย์พิจารณาเป็นรายเดือนตั้งแต่ มกราคม 2535 ถึง มิถุนายน 2542 และงบการเงินประจำปีของบริษัทหลักทรัพย์สิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2540 ถึง 31 ธันวาคม 2541 ผลการศึกษาพบว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อเทียบกับประเทศที่พัฒนาแล้วมีโอกาสเติบโตอีกในอนาคตและแนวโน้มการสร้างรายได้ของธุรกิจหลักทรัพย์ที่เป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์ยังมีแนวโน้มเติบโตได้ค่อนข้างสูง สำหรับการวิเคราะห์บริษัทหลักทรัพย์ทั้ง 5 แห่ง

พบว่าส่วนแบ่งตลาดของบริษัทหลักทรัพย์ทั้ง 5 แห่งก่อนปี 2537 มีอัตราการขยายตัวค่อนข้างต่ำเนื่องจากมีคู่แข่งมาก และหลังปี 2540 สถาบันการเงินได้ปิดกิจการลง 56 แห่ง ผลก็คือบริษัทหลักทรัพย์ทั้ง 5 แห่ง ส่วนแบ่งตลาดได้เพิ่มขึ้นในอัตราการเพิ่มที่สูงโดยสามารถเรียงลำดับความสามารถในการเพิ่มส่วนแบ่งตลาดได้ดังนี้คือ CNS ASL Z-MICO AST และ S-ONE ตามลำดับ เมื่อพิจารณาถึงสภาพคล่องของบริษัท ซึ่งดูได้จากอัตราส่วนทางการเงิน โดยพิจารณาจากอัตราส่วนวิเคราะห์สภาพคล่อง และอัตราส่วนเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิ พบว่าบริษัทหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงสุดเรียงลำดับได้ดังนี้ CNS ASL AST Z-MICO และ S-ONE ตามลำดับ สำหรับอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทหลักทรัพย์ทั้ง 5 แห่ง เมื่อพิจารณาจากอัตราส่วนทางการเงินในส่วนของอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) Earning per share และ Dividend yield พบว่า บริษัทหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดเรียงลำดับได้ดังนี้ AST ASL Z-MICO CNS และ S-ONE ตามลำดับ

**ขวัญหล้า จันทะพันธ์ (2546)** ศึกษาการวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความเสี่ยงและผลตอบแทนเพื่อใช้เป็นแนวทางในการประเมินราคาของหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสาร โดยทำการศึกษาหลักทรัพย์จำนวน 4 ตัว คือ Advance Info Service, Shin Sattelite, Telecom Asia และ United Communication โดยใช้

ข้อมูลราคาปิดรายสัปดาห์ เริ่มศึกษาตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2541 ถึง วันที่ 29 ธันวาคม 2545 แยกศึกษาเป็นรายปี และภาพรวม 5 ปี เพื่อเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนจากตลาด และใช้ค่าเฉลี่ยอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ 4 ธนาคาร โดยนำข้อมูลมาวิเคราะห์ Unit Root test เนื่องจากข้อมูลอนุกรมเวลามักจะมีลักษณะเป็น non-stationary อาจก่อให้เกิดปัญหาการได้ผลของความสัมพันธ์ไม่แท้จริง จึงต้องมีการทดสอบดังกล่าวและใช้แบบจำลอง CAPM และ แบบจำลอง ฟาร์มาและเฟรนซ์ ในการศึกษา ทำการประมาณค่าโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด โดยนำโปรแกรมคอมพิวเตอร์สำหรับคำนวณและประมวลผล ทำการวิเคราะห์ทางสถิติ

การศึกษพบว่าในทั้ง สองแบบจำลอง แบบจำลอง ฟาร์มาและเฟรนซ์ ได้ผลค่อนข้างแม่นยำมากกว่าเนื่องจากแบบจำลอง CAPM เพียงอย่างเดียวไม่สามารถอธิบายรูปแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ ทั้งหมดได้ ผลการวิเคราะห์พบว่าจากการใช้แบบจำลอง CAPM และแบบจำลอง ฟาร์มา และเฟรนซ์ พบว่าทุกหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาอยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์ แสดงว่าหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาให้ผลตอบแทนมากกว่าผลตอบแทนของตลาด ณ ระดับความเสี่ยงที่เท่ากับความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์จะสูงขึ้น ส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงจนเท่ากับระดับเดียวกับของตลาด หรือปรับตัวลงมาเท่ากับเส้นตลาดหลักทรัพย์ นักลงทุน ควรลงทุนในหลักทรัพย์เหล่านั้นก่อนที่ราคาจะปรับตัวเพิ่มขึ้น

**จริญญา บาลสุข (2547)** ได้ศึกษาแบบจำลองฟาร์มาและเฟรนซ์ กับหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายสัปดาห์ของหลักทรัพย์ กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ใช้ข้อมูลดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนจากตลาด และใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากโดยเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ 4 แห่งเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง โดยได้เริ่มศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม 2542 ถึง 26 ธันวาคม 2546 โดยได้ใช้แบบจำลอง CAPM เปรียบเทียบกับแบบจำลองฟาร์มาและเฟรนซ์ โดยมีตัวแปรเข้ามาเพิ่มอีกสองตัวคือ ขนาดของบริษัท (Size) โดยดูจากสัดส่วนทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว (Paid Up Capital) และสัดส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to Market) เป็นแบบจำลองในการศึกษา

พบว่าแบบจำลองฟาร์มาและเฟรนซ์ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาได้แม่นยำกว่าแบบจำลอง CAPM เพราะให้ค่า  $R^2$  ที่มากกว่า และพบ

ว่าหลักทรัพย์ TMB , NBAK , BAY , KBANK , BBL , KTB และ BOA มีค่า  $\beta > 1$  เป็น Aggressive Stock และหลักทรัพย์ BOA มีค่า  $\beta < 1$  เป็น Defensive Stock และผลการศึกษาของทั้งสองพบว่า หลักทรัพย์ที่นำลงทุนคือ หลักทรัพย์ BOA , NBAK และ BAY เพราะมีราคาต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (undervalue)

**Atchara Jirawattanakitja (2004)** ศึกษาเรื่อง การวิจัยค้นคว้าหาความสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบด้านอุตสาหกรรมและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไทย การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการมีอยู่ระดับการมีอยู่และลักษณะของผลกระทบของอุตสาหกรรมที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ซึ่งอยู่ในอุตสาหกรรม นั้นๆ ในตลาดหลักทรัพย์ไทย ผลการวิจัยนี้จะเป็นประโยชน์ในการกำหนดสถานะทางอุตสาหกรรมซึ่งมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมนั้นๆ อีกทั้งยังช่วย นักลงทุน และผู้จัดการกองทุนในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่เหมาะสมและยังช่วยในการ บริหารการลงทุนในหลักทรัพย์โดยรวมอย่างมีประสิทธิภาพ ในขณะที่การวิเคราะห์ทาง การเงิน โดยมากใช้เทคนิคการวิเคราะห์เชิงถดถอยและการวิเคราะห์เชิงปัจจัย งานวิจัยนี้ใช้วิธีการที่แตกต่างโดยได้ใช้ความสัมพันธ์ทางตัวเลข และแนวคิดเรื่องความยืดหยุ่นของ เศรษฐศาสตร์ซึ่งเชื่อมโยงความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนของอุตสาหกรรม และอัตราผลตอบแทนของตลาดโดยรวม

นอกจากการใช้สมการความสัมพันธ์ทางตัวเลขและแนวคิดเรื่องความยืดหยุ่นในการหาผลลัพธ์ของผลกระทบด้านอุตสาหกรรม เครื่องมือทางสถิติเทคนิคการวิเคราะห์เชิงถดถอยแบบเพิ่มพูนยังถูกนำมาใช้ในการหาความสำคัญของปัจจัยทางอุตสาหกรรมที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งอยู่ในหมวดอุตสาหกรรมนั้นๆ ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยนี้ประกอบด้วย ราคาปิดของหลักทรัพย์สามัญ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คำนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และดัชนีอุตสาหกรรม โดยได้รวบรวมข้อมูลตั้งแต่เดือนมกราคม 2541 ถึงเดือนธันวาคม 2545 ผลการวิจัย พบว่าผลกระทบด้านอุตสาหกรรมไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ไทยในระหว่างช่วงเวลากการวิจัย กล่าวอีกนัยหนึ่งว่าไม่มีหลักฐานที่แน่นอนที่จะสรุปได้ว่าผลกระทบด้านอุตสาหกรรมไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไทย

**Chou, Li and Zhou (2004)** ศึกษาพบว่า จาก Fama and French (1993) พบปัจจัย SMB และ HML อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ตามข้อมูลภาคตัดขวางได้เป็นจำนวนมาก ไม่สามารถอธิบายได้โดยแบบจำลอง CAPM ในขณะที่ Daniel and Titman (1997) อธิบายว่าเป็นลักษณะเฉพาะ

ของหลักทรัพย์ที่มีตอบสนองต่อตัวแปรนั้น. อย่างไรก็ตามข้อโต้แย้งของทั้งสองโดยส่วนมากอยู่บนพื้นฐานการเปรียบเทียบผลตอบแทนที่คาดหวัง และมีอยู่น้อยคนมากที่จะรู้ถึงคำอธิบาย 2 เรื่องนี้เพื่อนำไปใช้ตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุนโดยทั่วไป และกลุ่มการลงทุนที่ดีเยี่ยมโดยเฉพาะ การศึกษานี้จะแสดงให้เห็นถึงนักลงทุนส่วนมากลงทุนแตกต่างกันไปจากค่าเฉลี่ยที่ผู้ลงทุนนั้นกำหนดราคาสินทรัพย์ห่างไปจากแบบจำลอง CAPM ซึ่งสามารถทำให้ได้รับกำไรทางเศรษฐศาสตร์มากกว่า การดูผลจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในความเป็นจริงเมื่อศึกษาข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่นรายเดือนใน 50 หลักทรัพย์หลักในช่วงระยะเวลา 1980—1997 การศึกษานี้พบว่ากลุ่มการลงทุนที่ดีมากนั้นเกิดมาจากแบบจำลองพื้นฐานที่มีลักษณะเฉพาะเป็นการแสดงผลได้ดีเยี่ยมและผลตอบแทนที่ได้แต่ละเดือนได้มากกว่าร้อยละ 0.81 (แต่ละปีได้ถึงร้อยละ 10.16) ซึ่งมากกว่าดัชนีเอสแอนด์พี 225 ด้วย ความเสี่ยงที่ไม่มากไปกว่ากัน

**Gaunt (2004)** ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียในด้านผลตอบแทนบริษัท ผลของมูลค่าสินทรัพย์ตามบัญชีต่อราคาตลาด และความสามารถของแบบจำลอง Fama and French three factor model เพื่อประเมินผลและแก้ไขความสามารถของแบบจำลอง CAPM ที่เสนอให้มีการทดสอบขยายเวลาช่วงปี ค.ศ.1981-1991 ในการเปรียบเทียบกับการศึกษาของ Halliwell, Heaney และ Sawicki (1999) นอกจากนี้อีก 10 ปีถัดมา (จนถึงปี 2000) และข้อจำกัดหลายอย่างและการค้นพบในการศึกษานี้ พบว่า Three factor model ให้ผลที่มีนัยสำคัญมากกว่า CAPM และจากข้อมูลนี้ ปัจจัยมูลค่าสินทรัพย์ตามบัญชีต่อราคาตลาดเป็นไปตามกฎในการตั้งราคาหลักทรัพย์

การศึกษานี้แสดงแบบจำลองฟาร์มาและเฟรนช์ อธิบายข้อมูลการศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของประเทศออสเตรเลีย ซึ่งขัดแย้งกับข้อมูลการศึกษาของประเทศสหรัฐอเมริกา เพราะคำอธิบายที่มีความน่าเชื่อถือมาจากคำอธิบายในส่วน of ผลตอบแทนที่แตกต่างกันระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์เมื่อทำการแบ่งอย่างหยาบตามพื้นฐานการรองรับความเสี่ยงของธุรกิจ กลุ่มหลักทรัพย์ที่เสี่ยงน้อยกว่าหรือทำกำไรได้มากกว่าแสดงผลตอบแทนที่ไม่ยุติธรรมสูงกว่า ซึ่งเกิดจากนักลงทุนต่างชะลอการตอบรับเพื่อแก้ไขให้สามารถทำกำไรได้ ซึ่งปรากฏหลักฐานให้เห็นโดยบ่งบอกว่า นักวิเคราะห์และนักลงทุนมีปฏิกิริยาช้าลงเมื่อพบข้อมูลใหม่ที่สำคัญ

**Bartholdy and Peare (2004)** พบว่าผู้วิเคราะห์หลักทรัพย์ส่วนใหญ่ศึกษาแบบจำลอง (CAPM) เพื่อประมาณผลตอบแทนที่คาดหวังสำหรับหลักทรัพย์ที่ละตัว สำหรับการประมาณผลตอบแทนของกลุ่มการลงทุนในทางวิชาการ เสนอแนะให้ใช้แบบจำลอง Fama and French three factor model วัดอุปสรรคหลักของการศึกษานี้ เพื่อเปรียบเทียบการแสดงผลของทั้ง 2 แบบจำลอง

ในหลักทรัพย์แต่ละตัว เริ่มด้วยการประมาณผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละตัว โดยแบบจำลอง CAPM ได้ใช้ช่วงเวลา ความถี่ของข้อมูล และดัชนีของข้อมูลที่แตกต่างกัน ผลการทดลองพบว่า เมื่อใช้ข้อมูลรายเดือน เป็นเวลา 5 ปี และดัชนีน้ำหนักเฉลี่ย (equal-weighted index) ซึ่งตรงกันข้ามกับ ดัชนีถ่วงมูลค่า (value-weighted index) ได้ผลการประมาณค่าที่ดีที่สุด อย่างไรก็ตามการประมาณค่าจากแบบจำลองนี้ไม่ดี โดยอธิบายผลแตกต่างโดยเฉลี่ย 3 เปอร์เซ็นต์จากผลตอบแทนการประมาณค่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละตัวนั้นตั้งอยู่บนพื้นฐานแบบจำลองฟาร์มา และเฟรนช์ ใช้ข้อมูลรายเดือน เป็นเวลา 5 ปี ก็แสดงผลไม่ดีไปกว่า แบบจำลอง CAPM เนื่องจากตัวแปรอิสระที่ของดัชนีสามารถอธิบายได้ผลแตกต่างโดยเฉลี่ย 5 เปอร์เซ็นต์จากผลตอบแทนการประมาณค่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ จากข้อมูลนี้ทำให้อธิบายได้ว่าทำไมแบบจำลอง CAPM จึงใช้เสริมโดยผู้วิเคราะห์หลักทรัพย์ เช่น ราคาที่เพิ่มขึ้นไม่ถูกพิจารณาว่าสัมพันธ์กับแบบจำลองฟาร์มา และเฟรนช์ อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้นำไปสู่คำถามในการใช้แบบจำลองในการประมาณค่าหลักทรัพย์ต่อไป

**Malin and Veeraraghavan (2004)** ได้ตรวจสอบความแข็งแกร่งของแบบจำลอง Fama and French multifactor model หลักทรัพย์ในตลาดยุโรป 3 แห่ง คือ ประเทศ อังกฤษ เยอรมัน และ ฝรั่งเศส โดยใช้ข้อมูลผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายเดือนและข้อมูลทางบัญชี ได้มาจาก Datastream Advance 3.5 ซึ่งการศึกษานี้พบว่า มีผลต่อบริษัทขนาดเล็กของ ฝรั่งเศส และเยอรมัน และมีผลต่อบริษัทขนาดใหญ่ ในอังกฤษ ข้อมูลที่ได้ไม่พบผลสะท้อนของมูลค่า แต่พบผลสะท้อนจากการเจริญเติบโต และการศึกษานี้ปฏิเสธว่าผลจากฤดูกาลสามารถอธิบายผลของแบบจำลองหลายปัจจัยได้ Fama and French (1992) กล่าวว่า ผลของการจัดการกลุ่มการลงทุนสามารถประเมินได้โดยเปรียบเทียบผลตอบแทนเฉลี่ยที่ได้กับผลตอบแทนกลุ่มการลงทุนที่มีขนาดธุรกิจ และมูลค่าหลักทรัพย์ตามบัญชีต่อราคาตลาดที่เหมือนกัน ซึ่งตรงกับ Elton and Gruber (1995) แสดงให้เห็นว่าการถือหลักทรัพย์หลายอย่าง ซึ่งไม่มีตัวเปรียบเทียบ อาจใช้ผลที่แตกต่างไปจากตัวเปรียบเทียบรูปแบบที่มีหลายปัจจัยอาจต้องมีการประเมินค่าในทางปฏิบัติ และในการศึกษาก็พบว่าเมื่อนำไปใช้ในการแสดงผลของกลุ่มการลงทุนและการจัดสรรเงินลงทุนจากต้นทุนนั้น ควรจะประเมินโดยใช้แบบจำลองหลายปัจจัยดีกว่าการใช้ตัวเปรียบเทียบปัจจัยเดียว