

## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่องการเปรียบเทียบประสิทธิภาพกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐาน กลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรม และกลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือกโดยใช้แบบจำลองราคาสีปัจจัย สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบและข้อเสนอแนะได้ดังนี้

#### 5.1 สรุปผลการศึกษา

จากการนำข้อมูลหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาจัดกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio) ตามเงื่อนไขที่กำหนดมาเบื้องต้น ประกอบไปด้วยการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐาน โดยอาศัยอัตราส่วนทางการเงิน (P/E, P/BV, Dividend Yield) การจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรม โดยคัดเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดสูงของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม และการจัดกลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือกใช้วิธีการคัดเลือกหลักทรัพย์จากการสุ่มอย่างง่าย ซึ่งใช้ข้อมูลในการศึกษาตั้งแต่เดือนมกราคมปี พ.ศ.2550 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2556 การคัดเลือกหลักทรัพย์แต่ละกลุ่มใช้ข้อมูลหลักทรัพย์ในปีที่  $t-1$  เป็นเกณฑ์ในการคัดเลือก และใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนในปีที่  $t$  เป็นข้อมูลในการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนของกลุ่มหลักทรัพย์ จากการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนของกลุ่มหลักทรัพย์มีความผันผวนสูงตลอดเวลาที่ทำการศึกษา ซึ่งกลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนสูงสุดได้แก่ กลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐาน มีค่าเท่ากับ 1.55% รองลงมาคือกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรม และกลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือก มีค่าเท่ากับ 1.27% และ 1.17% ตามลำดับ ในส่วนค่าสัมประสิทธิ์การแปรผัน (Coefficient of Variation) พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรมมีค่าสูงสุดเท่ากับ 5.35 และกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานมีค่าต่ำสุด มีค่าเท่ากับ 3.63 แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรมเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงมากกว่ากลุ่มอื่นๆ เมื่อเทียบกับระดับอัตราผลตอบแทนที่เท่ากัน

จากการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามแบบจำลองราคาสีปัจจัยตามแนวคิดของ Fama and French (1993) ประกอบไปด้วยกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 6 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (B/H) กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดปานกลาง (B/M) กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่า

ตลาดต่ำ (B/L) กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (S/H) กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดปานกลาง (S/M) และกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ (S/L) พบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (S/H) และกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดปานกลาง (S/M) ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ทั้งหมด ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ (S/L) มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (B/H) เพียงกลุ่มเดียว เมื่อพิจารณากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเดียวกัน พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การแปรผันของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ จะเห็นว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กจะมีค่าสัมประสิทธิ์การแปรผันต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ โดยที่กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (S/H) มีค่าสัมประสิทธิ์การแปรผันต่ำที่สุด และกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ (B/L) มีค่าสัมประสิทธิ์การแปรผันสูงสุด ดังนั้นกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ (B/L) จึงเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงสุด ณ ระดับอัตราผลตอบแทนที่เท่ากันเมื่อเทียบกับกลุ่มหลักทรัพย์อื่นๆ ในส่วนของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (S/H) เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่นักลงทุนควรให้ความสนใจ เนื่องจากให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด และมีความเสี่ยงต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์อื่นๆ

การจัดกลุ่มตามอัตราผลตอบแทนในอดีตประกอบไปด้วย 4 กลุ่มหลักทรัพย์ ได้แก่ กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตสูง (B/W) กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตต่ำ (B/Lo) กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตสูง (S/W) และกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตต่ำ (S/Lo) พบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็ก (S/W, S/Lo) มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (B/W, B/Lo) เมื่อพิจารณาตามอัตราผลตอบแทนในอดีตพบว่าในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเดียวกันที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตต่ำ (Loser) จะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตสูง (Winner) เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การแปรผัน จะเห็นว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็ก (S/W, S/Lo) มีค่าสัมประสิทธิ์การแปรผันต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (B/W, B/Lo) โดยที่กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตต่ำ (S/Lo) มีค่าสัมประสิทธิ์การแปรผันต่ำที่สุด และกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตสูง (B/W) มีค่าสัมประสิทธิ์การแปรผันสูงที่สุด ดังนั้นกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตสูง (B/W) เป็นกลุ่ม

หลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงสุด ณ ระดับอัตราผลตอบแทนที่เท่ากันเมื่อเทียบกับกลุ่มหลักทรัพย์อื่นๆ ในส่วนของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตต่ำ (S/Lo) นักลงทุนควรให้ความสำคัญกับกลุ่มหลักทรัพย์กลุ่มนี้ เนื่องจากเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุด และมีความเสี่ยงต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์อื่นๆ ณ ระดับอัตราผลตอบแทนที่เท่ากัน

ผลการจัดกลุ่มหลักทรัพย์เพื่อหาค่าตัวแปรในแบบจำลองราคาสีปัจจัย ได้แก่ ตัวแปร  $R_m$ - $R_p$ , SMB, HML และ WML จากตารางที่ 4.10 พบว่าส่วนชดเชยความเสี่ยงด้านตลาด ( $R_m$ - $R_p$ ) มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ 0.442 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 7.84 แสดงว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์มีค่ามากกว่าอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง ส่วนชดเชยความเสี่ยงด้านขนาดกิจการ (SMB) มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ 0.884% และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.77% แสดงว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กมีค่ามากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ ซึ่งตรงตามแนวคิดของ Fama and French (1993) ที่กล่าวถึงการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็ก นักลงทุนจะมีความคาดหวังในอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ ทั้งนี้เนื่องจาก นักลงทุนได้มองเห็นความเสี่ยงของหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีความเสี่ยงสูงมากกว่าส่วนชดเชยความเสี่ยงด้านมูลค่าหลักทรัพย์ (HML) มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ 1.324% มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 3.24% แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ ซึ่งตรงตามสมมติฐานของ Fama and French (1993) กล่าวถึงกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง นักลงทุนจะมีความคาดหวังต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มนี้สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ เนื่องจากนักลงทุนมองเห็นอนาคตที่ไม่ดีของกลุ่มหลักทรัพย์กลุ่มนี้ จึงทำให้หลักทรัพย์มีมูลค่าตลาดต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชี ดังนั้นอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดจึงมีค่าสูงนั่นเอง ส่วนชดเชยความเสี่ยงด้านอัตราผลตอบแทนในอดีต (WML) มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ -1.206% มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 4.86% แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตสูง จะมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วงเวลาถัดไปต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตต่ำ

จากการเปรียบเทียบประสิทธิภาพกลุ่มหลักทรัพย์ตามแบบจำลองราคาสีปัจจัยของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้งสามกลุ่ม พบว่าถ้าหากนำข้อมูลอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนตั้งแต่ปี พ.ศ.2551 ถึง พ.ศ.2555 ของทุกกลุ่มหลักทรัพย์ไปทำการทดสอบประสิทธิภาพ โดยใช้สมการถดถอยหลายตัวแปร (Multiple Regression) จะมีหลักทรัพย์เพียงกลุ่มเดียวเท่านั้นที่ให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติ และมีนัยสำคัญทางสถิติ คือกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐาน มีค่าอัลฟาเท่ากับ 0.006 หมายความว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานมีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความ

เฉียงหนึ่ง ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรมกับกลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือกนั้นมีอัลฟาเป็นค่าบวก เช่นกัน มีค่าเท่ากับ 0.004 และ 0.002 ตามลำดับ หมายความว่ากลุ่มหลักทรัพย์ทั้งสองกลุ่ม มีอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์สูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง แต่ผลที่ได้ดังกล่าวนี้กลับไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เมื่อพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณ (Adjust R<sup>2</sup>) พบว่า โดยเฉลี่ยแล้วค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณของทั้งสามกลุ่มหลักทรัพย์มีค่าเท่ากับ 88.3% หมายความว่าแบบจำลองราคาสี่ปัจจัยสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละกลุ่มได้ถึง 88.3%

เมื่อพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองราคาสี่ปัจจัย ได้แก่ค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยเสี่ยงด้านตลาด ( $\beta$ ) ปัจจัยเสี่ยงด้านขนาดกิจการ (s) ปัจจัยเสี่ยงด้านมูลค่าหลักทรัพย์ (h) และปัจจัยเสี่ยงด้านอัตราผลตอบแทนในอดีต (w) พบว่าปัจจัยเสี่ยงด้านตลาดและปัจจัยเสี่ยงด้านขนาดกิจการ มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนทุกกลุ่มหลักทรัพย์ ส่วนปัจจัยเสี่ยงด้านมูลค่าหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานและกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรมเท่านั้น และปัจจัยเสี่ยงด้านอัตราผลตอบแทนในอดีตพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับกลุ่มหลักทรัพย์ใดๆที่สร้างขึ้น

จากการทดสอบประสิทธิภาพเพิ่มเติมของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ตามช่วงเวลาแบ่งไว้ดังตารางสรุปภาวะตลาดมีดังนี้

ตารางที่ 5.1 สรุปภาวะตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี พ.ศ.2551 ถึง พ.ศ.2555

ภาวะตลาดหลักทรัพย์	ช่วงปี พ.ศ.	ประสิทธิภาพหลักทรัพย์
$R_m - R_f < -2\%$ ตลาดหลักทรัพย์ชบเซา	2551	ทุกกลุ่มหลักทรัพย์ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ
$-2\% \geq R_m - R_f \geq 2\%$ ตลาดหลักทรัพย์ทรงตัว	2554 - 2555	Ind Port เพียงกลุ่มเดียวมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าอัลฟาเป็นบวก
$R_m - R_f > 2\%$ ตลาดหลักทรัพย์เติบโต	2552 - 2553	Fun Port มีประสิทธิภาพสูงกว่า Ind Port โดยทั้งสองกลุ่มหลักทรัพย์มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากผลการเปรียบเทียบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ตามภาวะตลาดหลักทรัพย์ พบว่าในช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์ซบเซากลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 3 กลุ่ม ไม่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติแต่อย่างใด แต่ในช่วงเวลาที่ตลาดหลักทรัพย์เติบโต กลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานและกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรม มีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ และในสถานการณ์ที่ตลาดหลักทรัพย์ทรงตัว มีเพียงกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรมเพียงกลุ่มเดียวที่ให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติ ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือกนั้นไม่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเกิดขึ้นเลย ดังนั้นการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรมสามารถลงทุนได้ในช่วงตลาดหลักทรัพย์เติบโตและตลาดหลักทรัพย์ทรงตัว ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานควรเลือกลงทุนในช่วงภาวะตลาดหลักทรัพย์เติบโตเท่านั้น และในช่วงภาวะตลาดหลักทรัพย์ซบเซาควรลดการลงทุนลงหรือย้ายการลงทุนไปยังแหล่งอื่น เช่น ทองคำ กองทุนรวม ตราสารหนี้ และพันธบัตรรัฐบาล เป็นต้น

เมื่อพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์ของแต่ละปัจจัยเสี่ยงในแบบจำลองราคาหลักทรัพย์ซึ่งประกอบด้วย ปัจจัยเสี่ยงด้านตลาด ( $\beta$ ) ปัจจัยเสี่ยงด้านขนาดกิจการ (s) ปัจจัยเสี่ยงด้านมูลค่าหลักทรัพย์ (h) และปัจจัยเสี่ยงด้านอัตราผลตอบแทนในอดีต (w) สามารถสรุปได้ว่าในทุกช่วงเวลามีเพียงปัจจัยเสี่ยงด้านตลาดเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ทุกกลุ่ม ส่วนปัจจัยเสี่ยงด้านอื่นๆ มีผลลัพธ์ที่แตกต่างกันออกไปตามภาวะตลาดหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลง เช่น ในช่วงตลาดหลักทรัพย์เติบโต ปัจจัยเสี่ยงด้านขนาดกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ทุกกลุ่ม แต่ปัจจัยเสี่ยงด้านมูลค่าหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานและกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรมเท่านั้น ส่วนปัจจัยเสี่ยงด้านอัตราผลตอบแทนในอดีตพบว่าทุกช่วงภาวะตลาดหลักทรัพย์ ปัจจัยเสี่ยงด้านอัตราผลตอบแทนในอดีต ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ใดๆ ดังนั้นในการพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน ควรให้ความสำคัญกับปัจจัยเสี่ยงด้านตลาดเป็นอันดับแรก เนื่องจากมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ในทุกช่วงภาวะตลาดหลักทรัพย์

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณพบว่า ในทุกช่วงเวลาที่ทำการทดสอบประสิทธิภาพ ทุกกลุ่มหลักทรัพย์มีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณอยู่ในระดับสูง หมายความว่าในทุกสถานการณ์ตัวแปรในแบบจำลองราคาหลักทรัพย์สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทุกกลุ่มได้ดี ยกเว้นกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐาน ในช่วงตลาดหลักทรัพย์ทรงตัว (ปี พ.ศ.2554 ถึง พ.ศ.2555) มีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณเท่ากับ 68.20% หมายความว่าตัวแปรในแบบจำลองราคาหลักทรัพย์สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานได้เพียง 68.20% ซึ่งถือว่าแบบจำลองราคาหลักทรัพย์สามารถอธิบายถึงอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นได้ในระดับปานกลาง

## 5.2 อภิปรายผลการศึกษา

การศึกษาเรื่องการเปรียบเทียบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐาน กลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรม และกลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือกโดยใช้แบบจำลองราคาสีปัจจัย ทำให้พบว่า

5.2.1 จากแนวคิดการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐาน กลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรม และกลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือก พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงที่สุด โดยการคัดเลือกหลักทรัพย์กลุ่มนี้ ใช้อัตราส่วนทางการเงินเป็นเกณฑ์ในการคัดเลือกหลักทรัพย์ เนื่องจากอัตราส่วนทางการเงินเป็นค่าที่สะท้อนผลการดำเนินงานของธุรกิจ ณ ช่วงเวลาหนึ่งได้ ดังนั้นการคัดเลือกหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากปัจจัยพื้นฐานมาลงทุน ทำให้นักลงทุนสามารถคัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานที่ดีและทำให้มีโอกาสได้รับอัตราผลตอบแทนที่มากกว่าการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่อยู่ในหมวดอุตสาหกรรมต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่เลือกลงทุน โดยไม่ได้พิจารณาหลักเกณฑ์ใดๆ ส่วนอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรม ถึงแม้ว่าจะเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่คัดเลือกหลักทรัพย์จากมูลค่าตลาดสูงของทุกกลุ่มอุตสาหกรรม แต่ก็พบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือกเพียงเล็กน้อย แสดงให้เห็นว่าการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนในแต่ละหมวดอุตสาหกรรม โดยพิจารณาหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดสูง จะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยใกล้เคียงกับกลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือกลงทุน ซึ่งเป็นการคัดเลือกหลักทรัพย์โดยไม่ได้พิจารณาจากหลักเกณฑ์ใดๆ และผลจากการเปรียบเทียบประสิทธิภาพกลุ่มหลักทรัพย์จากแบบจำลองราคาสีปัจจัย แสดงให้เห็นว่ามีกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานเพียงกลุ่มเดียวที่มีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ หรือกล่าวได้ว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานมีประสิทธิภาพมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์อื่นๆ

5.2.2 เมื่อพิจารณาถึงค่า Adjust R<sup>2</sup> ของกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานในช่วงภาวะตลาดหลักทรัพย์ทร่วงตัว พบว่ามีค่า Adjust R<sup>2</sup> อยู่ในระดับต่ำ แสดงว่ายังมีปัจจัยอื่นนอกเหนือจากแบบจำลองราคาสีปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นการลงทุนในช่วงภาวะตลาดหลักทรัพย์ทร่วงตัว นักลงทุนควรพิจารณาปัจจัยด้านอื่นเพิ่มเติม เช่น ภาวะเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยน และผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ เป็นต้น

5.2.3 จากสมมติฐานตามแนวคิดของ Fama and French (1993) ที่กล่าวถึงกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง หรือที่เรียกว่าหุ้นคุณค่า (Value Stock) จะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำหรือที่เรียกว่าหุ้นเติบโต (Growth Stock) ทั้งนี้มีสาเหตุมาจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นคุณค่า นักลงทุนจะมองว่าเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำกว่าความเป็นจริง (Undervalued) เมื่อพิจารณาในช่วงระยะเวลาหนึ่งตลาดหลักทรัพย์จะสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงออกมา ทำให้กลุ่มหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นคุณค่า



มีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นเติบโต จากผลการศึกษาค้นคว้าพบว่า เป็นไปตามสมมติฐานของ Fama and French (1993) โดยกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเดียวกันที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงจะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ

5.2.4 จากสมมติฐานตามแนวคิดของ Fama and French (1993) ที่กล่าวถึงกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กจะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ ทั้งนี้เป็นผลมาจากปัจจัยเสี่ยงทางด้านขนาดของกิจการ (Size Effect) ที่ทำให้นักลงทุนมีความคาดหวังในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ขนาดเล็กสูงกว่า เนื่องจากกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กมีความเสี่ยงเปรียบในด้านการดำเนินธุรกิจมากกว่า ทำให้ธุรกิจมีความเสี่ยงสูงมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ ซึ่งจากผลการศึกษาค้นคว้าตรงตามสมมติฐานของ Fama and French (1993) ที่ได้กล่าวมาเบื้องต้น โดยที่กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (S/H) และกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดปานกลาง (S/M) ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ทุกกลุ่ม ยกเว้นกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ (S/L) มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ 2 กลุ่ม ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดระดับปานกลาง (B/M) และระดับต่ำ (B/L) แต่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (B/H) ทั้งนี้เนื่องจากในช่วงตลาดหลักทรัพย์เติบโต กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (B/H) มีอัตราผลตอบแทนที่โดดเด่นและใกล้เคียงกับกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (S/H) จึงทำให้ในภาพรวมของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (B/H) มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ (S/L)

5.2.5 จากแนวคิดของ Jegadeesh and Titman (1993) ที่กล่าวถึงปัจจัยจากผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์ มีผลต่ออัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาถัดไป โดยที่กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตสูง จะให้อัตราผลตอบแทนที่ต่ำลงในช่วงเวลาถัดไป ทั้งนี้เนื่องจากการแก่งกำไรของนักลงทุนระยะสั้นถึงระยะปานกลาง ทำให้ราคาของหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงในแต่ละช่วงเวลา ซึ่งจากการศึกษาค้นคว้าตรงกับแนวคิดของ Jegadessh and Titman (1993) โดยที่กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเดียวกันที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตต่ำ (B/Lo, S/Lo) จะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตสูง (B/W, S/W)

5.2.6 เมื่อพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยเสี่ยงด้านตลาด ( $\beta$ ) ปัจจัยเสี่ยงด้านขนาดกิจการ (s) ปัจจัยเสี่ยงด้านมูลค่าหลักทรัพย์ (h) และปัจจัยเสี่ยงด้านผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอดีต (w) ของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้งสามกลุ่ม พบว่าปัจจัยเสี่ยงด้านตลาดกับปัจจัยเสี่ยงด้านขนาดกิจการ

มีความสัมพันธ์กับกลุ่มหลักทรัพย์ทุกกลุ่มอย่างมีนัยสำคัญ และปัจจัยเสี่ยงด้านมูลค่าหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานและกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรมอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน ซึ่งปัจจัยเสี่ยงทั้งสามด้านที่ได้กล่าวมา มีความสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Fama and French (1993) ที่ใช้แบบจำลองราคาสามปัจจัย (Three-factor Model) มาวิเคราะห์และอธิบายอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งพบว่านอกจากปัจจัยด้านตลาดแล้ว ยังมีปัจจัยด้านขนาดหลักทรัพย์ และปัจจัยด้านอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดที่สามารถอธิบายถึงอัตราผลตอบแทนได้อย่างมีนัยสำคัญ สำหรับงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสอดคล้องกับผลการศึกษาของ สรายุทธ หินยศ (2554) และ จักรพงษ์ เกื้อวงศ์ (2553) ที่ใช้แบบจำลองราคาสี่ปัจจัยทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าปัจจัยเสี่ยงด้านตลาด ปัจจัยเสี่ยงด้านขนาดกิจการและปัจจัยเสี่ยงด้านมูลค่าหลักทรัพย์ มีนัยสำคัญต่อการอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ ในส่วนปัจจัยเสี่ยงด้านอัตราผลตอบแทนในอดีตพบว่าไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้งสามกลุ่มได้ ซึ่งไม่สอดคล้องกับ ผลการศึกษาของ Carhart (1997) ที่พบว่าปัจจัยเสี่ยงด้านอัตราผลตอบแทนในอดีตสามารถอธิบายผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ได้ ทั้งนี้อาจมีสาเหตุมาจากตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพต่ำ ทำให้ราคาและปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์มีความไม่แน่นอน ทำให้นักลงทุนไม่สามารถใช้ข้อมูลในอดีตของหลักทรัพย์มาทำกำไรส่วนเกินได้

5.2.7 จากการแบ่งช่วงเวลาทดสอบประสิทธิภาพกลุ่มหลักทรัพย์ทั้งสามกลุ่ม พบว่า ผลการเปรียบเทียบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานและกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรมจะให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาที่ตลาดเติบโต (Bull Market) โดยที่กลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานมีประสิทธิภาพที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรม และในช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์ทรงตัว กลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรมเป็นเพียงกลุ่มหลักทรัพย์เดียวที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติ ทั้งนี้เนื่องจากกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานและกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรมนั้น มีความสามารถในการดำเนินธุรกิจได้ดีกว่ากลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือก จึงสามารถให้อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติได้

5.2.8 การใช้แบบจำลองราคาสี่ปัจจัยเปรียบเทียบประสิทธิภาพกลุ่มหลักทรัพย์ตามช่วงภาวะตลาดหลักทรัพย์ที่ได้กำหนดขึ้นมา แสดงให้เห็นแล้วว่าแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพและค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรตามแบบจำลองราคาสี่ปัจจัยที่แตกต่างกันออกไปตามภาวะตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นการใช้แบบจำลองราคาสี่ปัจจัยควรพิจารณาถึงช่วงภาวะของตลาดหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาประกอบด้วย



### 5.3 ข้อค้นพบ

การศึกษาเรื่องการเปรียบเทียบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐาน กลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรม และกลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือกโดยใช้แบบจำลองราคาสีปัจจัย มีข้อค้นพบดังนี้

5.3.1 จากการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนแบบเชิงรุก (Active Investing) หรือกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐาน และการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนแบบเชิงรับ (Passive Investing) หรือกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรม พบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนแบบเชิงรุกมีมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนแบบเชิงรับ เนื่องจากการลงทุนแบบเชิงรุกจะอาศัยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน และวิเคราะห์ทางเทคนิคเป็นเครื่องมือในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ เพื่อลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalue) ทำให้ได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์

5.3.2 การเปรียบเทียบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐาน โดยใช้แบบจำลองราคาสีปัจจัย พบว่าค่าอัลฟามีค่ามากกว่าศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าแบบจำลองราคาสีปัจจัยสามารถนำมาคาดการณ์อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานได้ ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์อื่นๆ มีค่าอัลฟามากกว่าศูนย์เช่นกัน แต่ผลการทดสอบกลับไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่ากลุ่มหลักทรัพย์ทั้งสองกลุ่มนี้ไม่มีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ

5.3.3 ในสถานการณ์ที่ตลาดหลักทรัพย์ซบเซา พบว่าไม่มีกลุ่มหลักทรัพย์ใดๆ ที่ให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติ

5.3.4 ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์อยู่ช่วงเติบโต พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานและกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรม มีค่าอัลฟาเป็นค่าบวก และมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าทั้งสองกลุ่มหลักทรัพย์มีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ ซึ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานมีประสิทธิภาพมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรม

5.3.5 ในสถานการณ์ที่ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในช่วงทรงตัวพบว่า มีเพียงกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรมที่มีค่าอัลฟาเป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่าในช่วงเวลาที่ตลาดหลักทรัพย์มีความไม่แน่นอน กลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรมจะมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ

5.3.6 ในการศึกษาครั้งนี้ในภาพรวมพบว่าปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานและกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรม ได้แก่ ปัจจัยเสี่ยงด้านตลาด ปัจจัยเสี่ยงด้านขนาด และปัจจัยเสี่ยงด้านมูลค่าหลักทรัพย์ ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือก ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทน ได้แก่ ปัจจัยเสี่ยงด้านตลาดและปัจจัยเสี่ยงด้านขนาดเป็นต้น ส่วนปัจจัยเสี่ยงด้านอัตราผลตอบแทนในอดีตยังไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้งสามกลุ่ม

5.3.7 ปัจจัยเสี่ยงด้านตลาดมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของทุกกลุ่มหลักทรัพย์ในทุกๆช่วงเวลาของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในช่วงภาวะตลาดหลักทรัพย์ซบเซาค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยเสี่ยงด้านตลาดจะมีค่าสูงกว่าช่วงภาวะตลาดหลักทรัพย์ด้านอื่นๆ อาจจะต้องมีการชดเชยความเสี่ยงด้านตลาดเพิ่มขึ้นเพื่อความเหมาะสมของอัตราผลตอบแทนที่ได้รับ

5.3.8 ปัจจัยเสี่ยงด้านขนาดกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์สุ่มเลือกในช่วงตลาดหลักทรัพย์ซบเซา ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์เติบโต ปัจจัยเสี่ยงด้านขนาดกิจการจะมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนทุกกลุ่มหลักทรัพย์ และในช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์ทรงตัวปัจจัยเสี่ยงด้านขนาด จะไม่มีความสัมพันธ์กับกลุ่มหลักทรัพย์ใดๆ

5.3.9 ปัจจัยเสี่ยงด้านมูลค่าหลักทรัพย์พบว่าในช่วงตลาดหลักทรัพย์ซบเซา มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานเท่านั้น ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์เติบโต ปัจจัยเสี่ยงด้านมูลค่าหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานและกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรม และขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ทรงตัว ปัจจัยเสี่ยงด้านมูลค่าหลักทรัพย์จะมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรมเพียงกลุ่มเดียว

5.3.10 ปัจจัยเสี่ยงด้านอัตราผลตอบแทนในอดีต พบว่าในทุกช่วงสถานการณ์ของตลาดหลักทรัพย์ ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ใดๆ

5.3.11 จากการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามแนวแบบจำลองราคาสีปัจจัย พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ ขนาดเล็ก ได้แก่ กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (S/H) และกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดปานกลาง (S/M) ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ (S/L) ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (B/H) เพียงกลุ่มเดียวเท่านั้น ถ้าพิจารณาตามขนาดกลุ่มหลักทรัพย์ที่เท่ากัน จะเห็นว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง จะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ ทั้งนี้ในการเลือกหลักทรัพย์ลงทุน นอกจากจะพิจารณาปัจจัยด้านขนาดแล้ว ควรคำนึงถึงปัจจัยอื่นๆที่สำคัญเพิ่มเติม เช่น อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ ความสามารถในการดำเนินงาน รวมถึงการคาดการณ์อนาคตของหลักทรัพย์ที่จะลงทุน

5.3.12 การจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามอัตราผลตอบแทนในอดีต หากพิจารณากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเท่ากัน จะพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตต่ำ จะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตสูง เมื่อพิจารณาตามขนาดของหลักทรัพย์พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ S/L มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์อื่นๆ ส่วนกลุ่ม

หลักทรัพย์ S/W พบว่ามีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยใกล้เคียงกับกลุ่มหลักทรัพย์ B/Lo และกลุ่มหลักทรัพย์ B/W ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุด

5.3.13 จากผลการทดสอบประสิทธิภาพกลุ่มหลักทรัพย์ตามแบบจำลองราคาสี่ปัจจัย พบว่า การพิจารณาปัจจัยเสี่ยงด้านตลาด (CAPM) เพียงอย่างเดียว ยังไม่สามารถอธิบายถึงอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ได้ทั้งหมด ซึ่งจากการศึกษาแสดงให้เห็นว่าปัจจัยเสี่ยงด้านขนาด ปัจจัยเสี่ยงด้านมูลค่าหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญ

#### 5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุน

5.4.1 ในการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ที่จะลงทุนนอกจากอัตราส่วนทางการเงินที่ได้กล่าว มาเบื้องต้นแล้ว ควรพิจารณาถึงอัตราส่วนทางการเงินอื่นๆเพิ่มเติม เช่น อัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงินของกิจการ (Liquidity Ratio) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio) ความสามารถในการดำเนินงาน (Efficiency Ratio) ความสามารถในการจัดการกับภาระหนี้สิน (Leverage Ratio) รวมถึงสถานการณ์จากปัจจัยภายนอกที่ส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์และหลักทรัพย์ลงทุนทั้งทางตรงและทางอ้อม

5.4.2 ในการพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ควรคำนึงถึงปัจจัยเสี่ยงด้านตลาด ปัจจัยเสี่ยงด้านขนาดกิจการ และปัจจัยเสี่ยงทางด้านมูลค่าหลักทรัพย์ มาพิจารณาร่วมกันเนื่องจากเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน

5.4.3 ในช่วงภาวะตลาดหลักทรัพย์ซบเซา มีค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยเสี่ยงด้านตลาดสูง ดังนั้นนักลงทุนควรให้ความสำคัญกับปัจจัยเสี่ยงด้านตลาดมากที่สุด และทำการชดเชยความเสี่ยงด้านตลาดเพิ่มขึ้น เพื่อให้ให้นักลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนที่เหมาะสมกับความเสี่ยงในช่วงภาวะตลาดนี้

#### 5.5 ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

5.5.1 การจัดกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนสามารถทำได้หลายรูปแบบ โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินตัวอื่นๆ เช่น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) เป็นต้น

5.5.2 ควรนำแบบจำลองราคาสี่ปัจจัย ไปศึกษาเปรียบเทียบกับแบบจำลองอื่นๆ เช่น แบบจำลองราคาสามปัจจัย แบบจำลอง CAPM เป็นต้น เพื่อพิจารณาถึงความเหมาะสมของแบบจำลองที่ควรจะนำมาใช้ทดสอบประสิทธิภาพกับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย

5.5.3 ในการเปรียบเทียบประสิทธิภาพกลุ่มหลักทรัพย์ ควรทำการแบ่งการทดสอบ ประสิทธิภาพตามสถานการณ์ของตลาดหลักทรัพย์ เพื่อพิจารณาถึงความเหมาะสมในการลงทุนของ กลุ่มหลักทรัพย์ตามสถานการณ์ต่างๆได้



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Copyright© by Chiang Mai University  
All rights reserved