

## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่องการใช้แบบจำลองราคาสี่ปัจจัยเพื่อทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามลักษณะเฉพาะของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

#### 5.1 สรุปผลการศึกษา

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อาจเป็นองค์ประกอบส่วนหนึ่งที่มีความสำคัญอย่างยิ่งสำหรับการวางแผนออมเงินระยะยาวของประชาชนผู้ที่สนใจ ซึ่งการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีสิทธิได้รับเงินปันผลจากกำไรที่เกิดขึ้นในการทำธุรกิจนั้นทุกๆปี ควบที่ยังถือหลักทรัพย์นั้นอยู่ ยิ่งไปกว่านั้นยังสามารถคาดหวังให้หลักทรัพย์ที่ถืออยู่มีมูลค่าเพิ่มขึ้นได้ ถ้าธุรกิจนั้นเจริญเติบโตและมีผลกำไรเพิ่มขึ้นและเมื่อถึงเวลาที่ตัดสินใจขายหลักทรัพย์นั้นออกไปก็จะได้ราคาที่สูงกว่าเมื่อแรกซื้อ มา ด้วยเหตุนี้การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับผู้มีเงินออมที่แสวงหาผลตอบแทน โดยระดับของผลตอบแทนสำหรับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีความผูกพันใกล้ชิดกับปัจจัยความสำเร็จของธุรกิจ และระบบเศรษฐกิจที่จะมีผลต่อธุรกิจการลงทุนนั้นๆ

อย่างไรก็ตาม การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงเช่นเดียวกับกับการลงทุนประเภทอื่นๆ หากธุรกิจที่เลือกลงทุนเผชิญสภาวะที่ไม่เอื้ออำนวยหรือผลประกอบการตกต่ำลง ย่อมส่งผลให้เงินปันผลที่พึงจะได้รับลดลงไปด้วย และในกรณีที่ธุรกิจนั้นประสบภาวะขาดทุนจนต้องปิดกิจการลงจะได้รับเงินคืนก็ต่อเมื่อธุรกิจยังมีทรัพย์สินเหลืออยู่หลังจากชำระส่วนที่เป็นหนี้คืนให้แก่เจ้าหนี้ทั้งหมดแล้ว ดังนั้นการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จึงมีทั้งโอกาสที่ได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงพร้อมกับมีความเสี่ยงที่สูงควบคู่กันไป การจัดกลุ่มหลักทรัพย์ที่ดีจะเป็นการกระจายความเสี่ยงของการลงทุน หากกลุ่มหลักทรัพย์ที่เลือกลงทุนมีประสิทธิภาพสูง นักลงทุนก็จะได้รับผลตอบแทนที่สูงตามไปด้วย การคัดเลือกหลักทรัพย์ และจัดกลุ่มหลักทรัพย์ในกลุ่มการลงทุนเป็นสิ่งที่จะช่วยให้นักลงทุนใช้ในการวิเคราะห์ คาดการณ์ และใช้ในการวางแผนและตัดสินใจลงทุนอย่างถูกต้อง โดยทฤษฎีแบบจำลองราคาหลักทรัพย์จะเป็นส่วนหนึ่งที่นักลงทุนจะนำมาใช้วิเคราะห์ คาดการณ์ และนำไปสู่การกำหนดราคาหลักทรัพย์ในอนาคต ซึ่งแบบจำลองราคาหลักทรัพย์ อย่างเช่น CAPM, Fama-French Three Factor Model ถูกนำมาใช้อย่างแพร่หลาย และยังมีแบบจำลองราคาสี่ปัจจัยโดย Carhart (1997) ได้อ้างอิงตัวแบบจำลองราคาสามปัจจัยของ Fama และ French และเพิ่มปัจจัยของผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ในอดีตเข้าไปใน

แบบจำลองทำให้แบบจำลองราคาหลักทรัพย์ปัจจัยประกอบไปด้วยปัจจัยความเสี่ยงตลาด ปัจจัยความเสี่ยงขนาดธุรกิจ ปัจจัยความเสี่ยงมูลค่า และปัจจัยความเสี่ยงของผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ในอดีต

การศึกษาครั้งนี้จึงได้ทำการใช้แบบจำลองราคาหลักทรัพย์เพื่อทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามลักษณะเฉพาะของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการวิเคราะห์ข้อมูลหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเดือนกรกฎาคมปี พ.ศ. 2542 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2552 นำมาแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolios) ตามลักษณะเฉพาะที่แบ่งตามตามการคาบเกี่ยวกันของขนาด และอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด ตามวิธีการของ Fama and French ทั้งหมด 6 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มหลักทรัพย์ S/L, S/M, S/H, B/L, B/M และ B/H ตามตารางที่ 4.2 พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กทุกกลุ่ม มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ทุกกลุ่ม และพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเดียวกัน กลุ่มที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงมีผลตอบแทนเฉลี่ยที่มากกว่ากลุ่มที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ โดยกลุ่ม S/H มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุดคือ 3.49 % มีค่า SD คือ 9.39 % และกลุ่ม B/L มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุดคือ -0.15 % มีค่า SD คือ 7.20 %

ส่วนผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามผลตอบแทนในอดีต ได้แก่ กลุ่มหลักทรัพย์ B/W, B/Lo, S/W และ S/Lo ตามตารางที่ 4.5 พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ทุกกลุ่ม และกลุ่มที่มีผลตอบแทนในอดีตที่ต่ำ (Loser) มีผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตสูง (Winner) ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเดียวกัน โดยกลุ่ม S/Lo มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุดคือ 2.56 % มีค่า SD คือ 9.89 % และกลุ่ม B/W มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุดคือ 0.14 % มีค่า SD คือ 8.16 %

อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์คือ 0.44 % มีค่า SD 8.02% และอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) มีค่า 0.24 % มีค่า SD 0.09 %

ผลของการจัดกลุ่มหลักทรัพย์เพื่อหาค่าของตัวแปร MP, SMB, HML และ WML จากตารางที่ 4.7 พบว่าค่า MP มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยคือ 0.21 % มีค่า SD 8.04 % แสดงว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) ค่า SMB มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยคือ 1.44 % มีค่า SD 4.09 % แสดงถึงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ ตามข้อสมมติฐานตามแนวคิดของ Fama and French การลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก นักลงทุนจะคาดหวังอัตราผลตอบแทนมากกว่าการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ เนื่องจากนักลงทุนมองเห็นความเสี่ยงจากการลงทุนในกลุ่มบริษัทหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กที่มีความเสี่ยงในการลงทุนในกลุ่มบริษัทหลักทรัพย์ที่มี

ขนาดใหญ่ ค่า HML มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยคือ 1.77 % มีค่า SD 4.72 % แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ ตามสมมติฐานของ Fama and French ที่ว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง นักลงทุนจะคาดหวังผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ เนื่องจากนักลงทุนคาดการณ์ถึงอนาคตที่ไม่ดีของหลักทรัพย์นั้น ส่วนค่า WML มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยคือ -0.89 % มีค่า SD 5.28 % แสดงถึงกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตที่สูงจะมีผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วงถัดไปต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตต่ำ

จากการทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามลักษณะเฉพาะ โดยแบบจำลองราคาสีปิงจัย จากกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 6 กลุ่มพบว่าค่าอัลฟาของกลุ่มหลักทรัพย์ S/L, S/M, B/M, B/H จะมีค่าอัลฟาเป็นบวกซึ่งหมายความว่ากลุ่มหลักทรัพย์ดังกล่าวมีอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์สูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง แต่ทั้งนี้ผลที่ได้ดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนค่าอัลฟาของกลุ่มหลักทรัพย์ S/H, B/L จะมีค่าอัลฟาเป็นลบซึ่งหมายความว่ากลุ่มหลักทรัพย์ดังกล่าวมีอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง แต่ทั้งนี้ผลที่ได้ดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ B/M มีค่าอัลฟาสูงที่สุด กลุ่มหลักทรัพย์ B/L มีค่าอัลฟาต่ำที่สุด เมื่อพิจารณาค่า t Stat ของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 6 พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ทั้งหมดไม่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติแต่อย่างใด และเมื่อพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณ (Adjusted R<sup>2</sup>) พบว่ามีค่าเฉลี่ยของค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณคือ 75.42 % ซึ่งหมายความว่าแบบจำลองราคาสีปิงจัยสามารถอธิบายความผันผวนของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นตามลักษณะเฉพาะในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ถึง 75.42 % ทั้งนี้พบว่าแบบจำลองราคาสีปิงจัย และแบบจำลองราคาสามปีจัยมีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณเฉลี่ยใกล้เคียงกัน และแบบจำลองทั้งสองก็มีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณเฉลี่ยสูงกว่าแบบจำลอง CAPM หมายถึงแบบจำลองราคาสีปิงจัย และแบบจำลองราคาสามปีจัย สามารถอธิบายผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ได้ดีกว่าแบบจำลอง CAPM เนื่องจากได้เพิ่มปัจจัยด้านขนาด ปัจจัยด้านมูลค่า และปัจจัยผลตอบแทนในอดีต

เมื่อพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยตลาด ปัจจัยด้านขนาดธุรกิจ ปัจจัยมูลค่า และปัจจัยผลตอบแทนในอดีต ( $\beta$ ,  $s$ ,  $h$ ,  $w$ ) ของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 6 พบว่าปัจจัยตลาด มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ทุกกลุ่ม ปัจจัยด้านขนาดธุรกิจมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กทุกกลุ่ม ปัจจัยมูลค่ามีความสัมพันธ์กับผลตอบแทน

ของกลุ่มหลักทรัพย์ทุกกลุ่ม ยกเว้นกลุ่มหลักทรัพย์ B/M ที่ปัจจัยด้านมูลค่าไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ส่วนปัจจัยผลตอบแทนในอดีตไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ทุกกลุ่ม

## 5.2 อภิปรายผลการศึกษา

การศึกษาเรื่องการใช้แบบจำลองราคาสี่ปัจจัยเพื่อทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามลักษณะเฉพาะของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้พบว่า

1. การคาดหวังอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีขนาดแตกต่างกันของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญนั่นคือ อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น เมื่อนักลงทุนมองเห็นความเสี่ยงจากการลงทุนในบริษัทที่มีขนาดแตกต่างกันมีมากขึ้น แต่อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่ต่ำกว่า ซึ่งเรียกว่าผลของปัจจัยขนาด (Size effect) เป็นไปตามข้อสมมติฐานตามแนวคิดของ Fama and French การลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก นักลงทุนจะคาดหวังอัตราผลตอบแทนมากกว่าการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ เนื่องจากนักลงทุนมองเห็นความเสี่ยงจากการลงทุนในกลุ่มบริษัทหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กที่มีความเสี่ยงในการลงทุนในกลุ่มบริษัทหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่

2. การคาดหวังอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าบัญชีส่วนด้วยมูลค่าตลาดมีความแตกต่างกัน ของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ นั่นคือ อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าบัญชีส่วนด้วยมูลค่าตลาดสูง มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าบัญชีส่วนด้วยมูลค่าตลาดต่ำ เมื่อนักลงทุนมองเห็นความเสี่ยงจากความแตกต่างกันของข้อมูลตามบัญชี และมูลค่าตามตลาดในตลาดหลักทรัพย์มีมากขึ้น ซึ่งเรียกว่าผลปัจจัยมูลค่า (Value effect หรือ BE/ME effect) ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานตามแนวคิดของ Fama and French กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก (Small Size) และมีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (High BE/ME Ratio) ควรให้ผลตอบแทนมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ (Big Size) และมีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ (Low BE/ME Ratio)

3. การคาดหวังอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตที่สูง (กลุ่ม Winner) กับกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตที่ต่ำ (กลุ่ม Loser) มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญนั่นคืออัตราผลตอบแทนของกลุ่มที่มีผลตอบแทนในอดีตต่ำ จะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตสูง ซึ่งตามแนวคิดการเงินเชิง

พฤติกรรมได้อธิบายว่า อัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่เกิดการเปลี่ยนแปลงไปนั้น จะมีส่วนหนึ่งที่เกิดจากอิทธิพลทางด้านประสบการณ์ในอดีต จิตวิทยา ความเชื่อส่วนบุคคล ลักษณะพฤติกรรมการลงทุนเฉพาะของนักลงทุน ปัจจัยต่างๆ เหล่านี้จะส่งผลให้นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ มีการคาดเดาหรือคาดการณ์ระดับราคา มูลค่าการลงทุนที่คลาดเคลื่อนไปจากระดับราคาที่แท้จริง จากการศึกษาของ De Bondt และ Thaler (1985) ได้ศึกษาพบการตอบสนองเกินจริงของข่าวสารที่ได้รับ คือผลการดำเนินงานของการลงทุนสวนทางที่เคยเกิดขึ้น

4. ผลการทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามลักษณะเฉพาะโดยแบบจำลองราคาสี่ปัจจัยไม่มีกลุ่มหลักทรัพย์ใดที่ให้ผลตอบแทนเกินปกติ โดยค่า  $\alpha$  ไม่แตกต่างจากค่า 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

5. เมื่อพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยตลาด ปัจจัยด้านขนาด ปัจจัยมูลค่า และปัจจัยผลตอบแทนในอดีต ( $\beta$ , s, h, w) ของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 6 พบว่าปัจจัยตลาด ปัจจัยด้านขนาด และปัจจัยด้านมูลค่ามีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของณัฐพงศ์ รุธีร (2547) ที่ได้ทำการทดสอบแบบจำลองราคาสามปัจจัยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าขนาดของกิจการและอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีนัยสำคัญต่อการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ส่วนปัจจัยผลตอบแทนในอดีตนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ แสดงถึงปัจจัยผลตอบแทนในอดีตยังไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ได้ทุกกลุ่ม ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Carhart (1997) และ Lam and Li (2008) ที่ว่าปัจจัยผลตอบแทนในอดีตสามารถอธิบายผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ได้

### 5.3 ข้อค้นพบ

การศึกษาเรื่องการใช้แบบจำลองราคาสี่ปัจจัยเพื่อทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามลักษณะเฉพาะของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีข้อค้นพบดังนี้

1. การวัดประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ตามลักษณะเฉพาะด้วยค่า  $\alpha$  จากแบบจำลอง 4 ปัจจัย แสดงให้เห็นว่ายังไม่มียอดอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน โดยค่า  $\alpha$  เข้าใกล้ศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าแบบจำลองราคาสี่ปัจจัยสามารถนำมาคาดการณ์อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ได้
2. ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ คือ ปัจจัยความเสี่ยงจากตลาด ปัจจัยจากขนาดของกิจการ และปัจจัยมูลค่า ส่วนปัจจัยด้านผลตอบแทนในอดีตยังไม่มียอดอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. การจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามลักษณะเฉพาะพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กทุกกลุ่มมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ ขณะเดียวกันกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเดียวกัน กลุ่มที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงจะให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่มากกว่ากลุ่มที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ โดยจากการศึกษาพบว่ากลุ่ม S/H เป็นกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงที่สุด โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่นำลงทุนคือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กและมีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (S/H) แต่ในขณะเดียวกันก็มีความเสี่ยงจากปัจจัยทางด้านตลาด ปัจจัยความเสี่ยงทางด้านขนาดกิจการ และปัจจัยความเสี่ยงทางด้านมูลค่าสูงเช่นกัน ทั้งนี้เมื่อนักลงทุนตัดสินใจจะคัดเลือกหลักทรัพย์เพื่อการลงทุนควรที่จะคำนึงถึงปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องอีก อันได้แก่ อัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น และความสามารถในการทำกำไรในระยะยาวของบริษัทซึ่งจะต้องวิเคราะห์ปัจจัยต่างๆ ตั้งแต่เรื่องของภาวะอุตสาหกรรม การตลาด การผลิต การบริหารงาน และการเงินของบริษัท เพื่อคัดเลือกหลักทรัพย์ในการลงทุนต่อไป

4. แบบจำลองราคาสี่ปัจจัย และแบบจำลองราคาสามปัจจัย สามารถอธิบายผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ได้ดีกว่าแบบจำลอง CAPM เนื่องจากได้เพิ่มปัจจัยด้านขนาด ปัจจัยด้านมูลค่า และปัจจัยผลตอบแทนในอดีต ดังนั้นผู้บริหารทางด้านการเงินของกิจการสามารถนำแบบจำลองราคาสี่ปัจจัย และแบบจำลองราคาสามปัจจัย ไปใช้ในการคำนวณต้นทุนเงินทุนของกิจการ ซึ่งจะให้ผลการคำนวณที่ถูกต้องกว่าแบบจำลอง CAPM และมีผลทำให้การพิจารณาตัดสินใจลงทุนในโครงการต่างๆ ได้แม่นยำ และถูกต้องขึ้น

#### 5.4 ข้อเสนอแนะ

1. การทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ด้วยค่า  $\alpha$  จากแบบจำลองราคาสี่ปัจจัยชี้ให้เห็นถึงความสามารถในการคาดการณ์อัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงจากลงทุนได้ ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรที่จะทำการศึกษาถึงความเป็นไปได้ที่จะมีการจัดทำตัววัดค่าอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงจากการลงทุนที่ได้จากแบบจำลองราคาสี่ปัจจัย แบบจำลองราคาสามปัจจัย และแบบจำลอง CAPM เพื่อเป็นส่วนหนึ่งในการวิเคราะห์ เปรียบเทียบและตัดสินใจในการลงทุนให้กับนักลงทุนไว้พิจารณา

2. ปัจจัยทางด้านผลตอบแทนในอดีต (Momentum Effect) ยังไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ได้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งต่อไป

การจัดกลุ่มหลักทรัพย์ยังสามารถจัดได้อีกหลายรูปแบบ โดยอาจนำปัจจัยอื่นๆเข้ามา ร่วมในการพิจารณาคัดเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ เช่น อันดับความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ (Credit Rating) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน การจ่ายเงินปันผล กระแสเงินสดของกิจการ ซึ่งสมควรที่จะนำมา ศึกษาและวัดประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย