



## 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดการเงินที่มีบทบาทสำคัญในการลงทุนของนักลงทุน ทั้งนักลงทุนภายในประเทศ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนต่างประเทศ เนื่องจากการลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนจัดเป็นทางเลือกในการลงทุนที่สำคัญมากทางเลือกหนึ่ง ในตลาดที่มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่ทั้งหมดอย่างทันทีทันใด ผู้ลงทุนไม่สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ล่วงหน้าได้ (market efficiency) อย่างไรก็ตามหากข้อมูลข่าวสารบางประเภทไม่ได้สะท้อนอย่างเต็มที่ในราคาหลักทรัพย์ หรือมีความล่าช้าในการสะท้อนข้อมูลข่าวสาร ทำให้นักลงทุนบางกลุ่มสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ล่วงหน้าได้ แสดงว่าตลาดนั้นไม่ได้มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์

ในอดีตได้มีนักวิจัยต่างประเทศหลายท่าน ที่พยายามค้นหาตัวแบบซึ่งสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (asset pricing model) งานวิจัยของ Sharpe (1964) ได้เสนอตัวแบบ Capital Asset Pricing Model (CAPM) ซึ่งถือว่าเป็นตัวแบบแรกในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ต่อมา Fama and French (1993) ได้เสนอตัวแบบ three-factor model เพื่อศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ งานวิจัยจำนวนมาก เช่น Fama and French (1996) Fama and French (1998) Connor and Sehgal (2001) และ Ajili (2002) พบว่าในหลายๆ ประเทศตัวแบบ three-factor model สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่าตัวแบบ CAPM ต่อมา Griffin (2002) ศึกษาการใช้ตัวแบบ three-factor model ในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในหลายๆประเทศ โดยเปรียบเทียบผลลัพธ์จาก three-factor model ที่สร้างขึ้นจากวิธีที่ต่างกัน 2 วิธี วิธีแรกสร้างตัวแบบของแต่ละประเทศแยกออกจากกัน ถือเสมือนว่าแต่ละประเทศเป็นอิสระต่อกัน (country specific) ส่วนวิธีที่สองสร้างตัวแบบโดยรวมทุกประเทศเข้าด้วยกัน (global) ผลจากงานวิจัยพบว่าตัวแบบ three-factor model โดยวิธีแรกสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่าวิธีที่สอง

งานวิจัยอีกกลุ่มหนึ่งซึ่งนำโดย Heston and Rouwenhorst (1994, 1995) ศึกษาถึงปัจจัยจากประเทศ (country factor) และปัจจัยจากอุตสาหกรรม (industry factor) ในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยงานวิจัยพบว่าปัจจัยจากประเทศ และปัจจัยจากอุตสาหกรรมสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ ต่อมา Cavaglia, Brightman and Aked (2000) ศึกษาในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว 21 ประเทศ พบว่าปัจจัยจากอุตสาหกรรมมี

ความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่าปัจจัยจากประเทศ นับตั้งแต่ปี 2540 เป็นต้นมา อีกทั้งในปัจจุบันมีบทความที่เกี่ยวกับการลงทุนในตลาดทุนของประเทศแถบเอเชีย เริ่มให้ความสนใจวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยพิจารณาอุตสาหกรรมของหลักทรัพย์มากขึ้น เช่น บทความวิเคราะห์กลุ่มหลักทรัพย์ปิโตรเคมี กลุ่มหลักทรัพย์เกี่ยวกับน้ำมันในประเทศแถบเอเชีย เป็นต้น

จากผลสรุปในงานวิจัยข้างต้นที่ศึกษาเปรียบเทียบความสำคัญระหว่างปัจจัยจากประเทศ และปัจจัยจากอุตสาหกรรม กล่าวคือปัจจัยจากอุตสาหกรรมสามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่า ปัจจัยจากประเทศ จะเห็นได้ว่างานวิจัย Griffin (2002) ให้ความสนใจต่อปัจจัยจากประเทศ และมีได้ให้ความสำคัญกับปัจจัยจากอุตสาหกรรมในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ กล่าวคืองานวิจัย Griffin (2002) ศึกษาเปรียบเทียบตัวแบบซึ่งพิจารณาปัจจัยจากประเทศด้วยวิธีการสร้างปัจจัยเสี่ยง (risk factor) ที่แตกต่างกัน<sup>1</sup> โดยมีได้ให้ความสำคัญกับปัจจัยจากอุตสาหกรรม ดังนั้นงานวิจัยนี้ศึกษาตัวแบบซึ่งพิจารณาปัจจัยจากอุตสาหกรรม ซึ่งมีวิธีการสร้างปัจจัยเสี่ยงคล้ายงานวิจัย Griffin (2002) พร้อมทั้งเปรียบเทียบกับตัวแบบซึ่งพิจารณาปัจจัยจากประเทศ ตามวิธีของ Griffin (2002) โดยงานวิจัยนี้คาดว่าปัจจัยเสี่ยงซึ่งสร้างโดยพิจารณาปัจจัยจากอุตสาหกรรมน่าจะเป็นตัวแทนที่ดีกว่าปัจจัยเสี่ยงซึ่งสร้างโดยพิจารณาปัจจัยจากประเทศ และส่งผลให้ตัวแบบซึ่งพิจารณาปัจจัยจากอุตสาหกรรมเป็นตัวแทนที่สามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่าตัวแบบซึ่งพิจารณาปัจจัยจากประเทศตามวิธีของ Griffin (2002) ก็เป็นไปได้

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นการศึกษาความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์รายตัวในแต่ละอุตสาหกรรมตามตัวแบบ three-factor model โดยเปรียบเทียบจากวิธีการสร้างตัวแบบซึ่งแตกต่างกัน คือตัวแบบซึ่งสร้างโดยแบ่งตามอุตสาหกรรม (industry factor model) ตัวแบบซึ่งสร้างโดยรวมทุกอุตสาหกรรม (region factor model by industry) ตัวแบบที่สร้างโดยแบ่งออกเป็นปัจจัยภายในอุตสาหกรรม และปัจจัยนอกอุตสาหกรรม (multi-industry factor model) พร้อมทั้งทำการเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ระหว่าง ตัวแบบซึ่งพิจารณาปัจจัยจากประเทศ กับตัวแบบซึ่งพิจารณาปัจจัยจากอุตสาหกรรม

## 1.3 ขอบเขตของการวิจัย

<sup>1</sup> ปัจจัยเสี่ยง หมายถึง อัตราผลตอบแทนของปัจจัยด้านขนาด (SMB) และอัตราผลตอบแทนของปัจจัยอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนผู้ถือหุ้นต่อมูลค่าของตลาด (HML)

งานวิจัยชิ้นนี้ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย มาเลเซีย สิงคโปร์ ใต้หวัน ฮองกง และประเทศไทย ซึ่งแบ่งออกเป็น 7 อุตสาหกรรม<sup>2</sup>

1. กลุ่มเกษตร และอุตสาหกรรมอาหาร (agro & food industry)
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (consumer products)
3. กลุ่มวัตถุดิบ และสินค้าอุตสาหกรรม (industrials)
4. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง (property & construction)
5. กลุ่มทรัพยากร (resource)
6. กลุ่มบริการ (services)
7. กลุ่มเทคโนโลยี (technology)

โดยใช้ข้อมูลรายเดือนในช่วงปี 2536 จนถึงปี 2546

รวบรวมจากแหล่งข้อมูล Datastream

#### 1.4 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

อัตราผลตอบแทนของปีจ่ายด้านขนาด หมายถึง ความแตกต่าง ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในการจัดกลุ่มการลงทุนของหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก และใหญ่ (*RSMB*)

อัตราผลตอบแทนของปีจ่ายอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนผู้ถือหุ้นต่อมูลค่าตามตลาด หมายถึง ความแตกต่าง ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในการจัดกลุ่มการลงทุนของหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าผู้ถือหุ้นทางบัญชีสูง และต่ำ (*RHML*)

#### 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

งานวิจัยชิ้นนี้ทำให้นักลงทุนมีเครื่องมือที่สามารถประเมินความสามารถ (performance measurement) ของกองทุนรวมระหว่างประเทศ รวมถึงสามารถกำหนดอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (required rate of return) จากการลงทุนได้อย่างเหมาะสม นอกจากนี้

<sup>2</sup> งานวิจัยนี้แบ่งหลักทรัพย์ไปในกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆตามตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะทำการศึกษาทุกหมวดอุตสาหกรรม ยกเว้นหมวดการเงิน เนื่องจากหลักทรัพย์ในหมวดการเงินมีอำนาจเพิ่มผลทางการเงินสูง (high leverage) ส่งผลให้การเคลื่อนไหวผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มนี้แตกต่างกับหลักทรัพย์ในหมวดอุตสาหกรรมอื่นๆ

ความรู้จากงานวิจัยนี้จะช่วยให้ผู้จัดการกองทุนรวมระหว่างประเทศ (global fund manager) ทราบถึงระดับบูรณาการ (level of integration) ระหว่างปัจจัยจากประเทศ และปัจจัยอุตสาหกรรม เพื่อให้สามารถกระจายความเสี่ยงไปในประเทศ และอุตสาหกรรมต่างๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น (diversification)

## 1.6 วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยนี้จะจำแนกหลักทรัพย์ออกเป็น 2 วิธี คือกลุ่มหลักทรัพย์จำแนกตามประเทศ และกลุ่มหลักทรัพย์จำแนกตามอุตสาหกรรม โดยในแต่ละกลุ่มจะจำแนกหลักทรัพย์ตามขนาด และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนผู้ถือหุ้นต่อมูลค่าตามตลาด พร้อมทั้งแบ่งช่วงเวลาทำการศึกษาเป็นช่วง ช่วงละ 5 ปี และในแต่ละช่วงเวลาจะทำการศึกษาด้วยวิธีการประมาณค่าแบบ Ordinary Least Square รวมถึงทดสอบสมมติฐานโดยใช้ F-statistics ซึ่งคำนวณตามวิธีของ Gibbons, Ross and Shanken (1989) เพื่อทดสอบอัตราผลตอบแทนไม่ปกติ (intercept) จะต้องมีค่าเป็นศูนย์พร้อมกัน ในทุกกลุ่มการลงทุน

## 1.7 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

เนื้อหาของวิทยานิพนธ์เล่มนี้สามารถสรุปได้ดังนี้

บทที่ 1 กล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ของการวิจัย ขอบเขตของการวิจัย คำจำกัดความที่ใช้ในงานวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ และวิธีดำเนินงานวิจัยโดยสังเขป

บทที่ 2 กล่าวถึง แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา รวมถึงเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

บทที่ 3 กล่าวถึง แบบจำลอง สมมติฐานของการศึกษา และวิธีการที่ใช้ศึกษา

บทที่ 4 กล่าวถึง ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยละเอียด

บทที่ 5 กล่าวถึง บทสรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ