

สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้ศึกษาการใช้ตัวแบบ three-factor Model ในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในหลายๆประเทศ โดยเปรียบเทียบผลลัพธ์จาก three-factor model ที่สร้างขึ้นจากวิธีที่ต่างกัน ซึ่งพิจารณาทั้งในส่วนของปัจจัยจากประเทศ และปัจจัยจากอุตสาหกรรม ผลการวิเคราะห์เชิงปริมาณ สามารถสรุปได้ดังนี้

5.1 สรุปผลการวิจัย

จากการทดสอบสมมติฐานโดยคำนวณ F-statistics ตามวิธีของ Gibbons, Ross and Shanken (1989) ซึ่งเป็นการทดสอบสมมติฐานที่ว่าอัตราผลตอบแทนไม่ปกติจะต้องเท่ากับศูนย์พร้อมกันในทุกกลุ่มการลงทุน ผลการศึกษาพบว่า ในทุกตัวแบบอัตราผลตอบแทนไม่ปกติไม่ได้เท่ากับศูนย์พร้อมกันในทุกกลุ่มการลงทุน จากผลการทดสอบนี้สามารถสรุปได้ว่า ไม่มีตัวแบบใดสามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้อย่างสมบูรณ์ ในกรณีที่สมมติฐานข้างต้นไม่สามารถพิจารณาหาตัวแบบที่ดีที่สุดได้ งานวิจัยนี้จะใช้ค่าเฉลี่ยค่าสัมบูรณ์อัตราส่วนผลตอบแทนไม่ปกติเป็นตัวแปรในการพิจารณา โดยตัวแบบที่มีค่าเฉลี่ยค่าสัมบูรณ์อัตราผลตอบแทนไม่ปกติน้อยที่สุด จะถือว่าเป็นตัวแบบที่สามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด

ผลการทดสอบตัวแบบซึ่งพิจารณาปัจจัยจากประเทศพบว่า ตัวแบบที่สร้างโดยแยกแต่ละประเทศ (ตัวแบบที่ 3) สามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่าตัวแบบที่สร้างโดยรวมทุกประเทศ (ตัวแบบที่ 1) เนื่องจากตัวแบบที่สร้างโดยแยกแต่ละประเทศมีค่าเฉลี่ยค่าสัมบูรณ์อัตราส่วนผลตอบแทนไม่ปกติน้อยกว่าตัวแบบที่สร้างโดยรวมทุกประเทศ อย่างไรก็ตามงานวิจัยนี้ทำการทดสอบตัวแบบที่สร้างโดยแบ่งออกเป็นปัจจัยในประเทศ และปัจจัยนอกประเทศ (ตัวแบบที่ 2) เปรียบเทียบกับตัวแบบที่สร้างแยกแต่ละประเทศ จากผลการทดสอบจะเห็นว่า ปัจจัยนอกประเทศช่วยให้ตัวแบบมีค่าเฉลี่ยค่าสัมบูรณ์อัตราส่วนผลตอบแทนไม่ปกติน้อยกว่าตัวแบบที่สร้างโดยแยกแต่ละประเทศ นอกจากนี้ปัจจัยนอกประเทศยังช่วยเพิ่มสัดส่วนความสามารถในการอธิบายพฤติกรรมผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยวัดจากค่า Adjusted R-squared ที่เพิ่มขึ้นอีกด้วย จึงสามารถสรุปผลการทดสอบได้ว่า ตัวแบบที่สร้างโดยแบ่งออกเป็นปัจจัยในประเทศ และปัจจัยนอกประเทศ สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุดในตัวแบบซึ่งพิจารณาปัจจัยจากประเทศ ผลสรุปนี้ขัดแย้งกับผลงานวิจัย Griffin (2002) ซึ่งให้ผลสรุปว่า ตัวแบบที่สร้าง

โดยแยกแต่ละประเทศ สามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด สาเหตุอาจเกิดจากกลุ่มประเทศที่ใช้ในการศึกษาของงานวิจัยนี้อยู่ในภูมิภาคเดียวกัน และส่วนใหญ่เป็นตลาดเกิดใหม่ (emerging market) นอกจากนี้กลุ่มประเทศที่ใช้ในการศึกษาเป็นประเทศขนาดเล็กในมุมมองของนักลงทุนต่างประเทศ ดังนั้นนักลงทุนต่างชาติจะพิจารณาลงทุนจากสภาพตลาดในภูมิภาคนั้น ๆ ก่อน แล้วจึงกระจายการลงทุนไปในแต่ละประเทศ ทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์จะขึ้นอยู่กับปัจจัย 2 ส่วน คือ ปัจจัยภายในประเทศ (domestic factors) และปัจจัยในระดับภูมิภาค (region factors) จากสาเหตุข้างต้นทำให้สามารถกล่าวได้ว่าปัจจัยภายนอกประเทศ (ตัวแบบที่ 2) ซึ่งเปรียบเสมือนปัจจัยในระดับภูมิภาค ช่วยอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ในประเทศที่ทำการศึกษาดูได้ดีกว่า ปัจจัยจากประเทศเพียงอย่างเดียว (ตัวแบบที่ 3) ในขณะที่งานวิจัย Griffin (2002) ทำการศึกษาประเทศที่พัฒนาแล้ว อีกทั้งกลุ่มประเทศที่ทำการศึกษาเป็นประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่ของโลก ทำให้การลงทุนในกลุ่มประเทศในงานวิจัย Griffin (2002) จะพิจารณาลงทุนรายประเทศเป็นสำคัญ

ส่วนผลการทดสอบตัวแบบซึ่งพิจารณาปัจจัยจากอุตสาหกรรม พบว่าตัวแบบที่สร้างโดยรวมทุกอุตสาหกรรม (ตัวแบบที่ 4) มีค่าเฉลี่ยค่าสัมบูรณ์อัตราส่วนผลตอบแทนไม่ปกติ น้อยกว่าตัวแบบอื่นๆ ผลการทดสอบสามารถสรุปได้ว่า ตัวแบบซึ่งสร้างโดยรวมทุกอุตสาหกรรมเป็นตัวแบบที่ดีที่สุดในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ แม้ว่าตัวแบบดังกล่าวจะมีสัดส่วนความสามารถในการอธิบายพฤติกรรมผลตอบแทนหลักทรัพย์ (ค่า Adjusted R-squared) น้อยกว่าในตัวแบบอื่นๆก็ตาม กล่าวคือหลักทรัพย์ในแต่ละอุตสาหกรรมมีตัวแปรชุดเดียวกันในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ (factor common among industry) จากผลสรุปนี้จะเห็นได้ว่าการกระจายความเสี่ยงไปในอุตสาหกรรมต่างๆ สามารถลดความเสี่ยงได้ไม่มากนัก

จากผลการทดสอบเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ระหว่างตัวแบบซึ่งพิจารณาปัจจัยจากประเทศ และปัจจัยจากอุตสาหกรรม จะเห็นว่าตัวแบบซึ่งพิจารณาปัจจัยจากประเทศ สามารถอธิบายผลตอบแทนในหลักทรัพย์ได้ดีกว่าตัวแบบซึ่งพิจารณาปัจจัยจากอุตสาหกรรม เนื่องจากตัวแบบซึ่งพิจารณาปัจจัยจากอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ยค่าสัมบูรณ์อัตราส่วนผลตอบแทนไม่ปกติน้อยกว่า ผลการทดสอบดังกล่าวทำให้สามารถสรุปได้ว่า ปัจจัยจากประเทศมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่าปัจจัยจากอุตสาหกรรม ผลสรุปนี้สอดคล้องกับงานวิจัย Potchane Assawatheerasathien (2002) นอกจากนี้ ผลการทดสอบพบว่า อุตสาหกรรมมีการบูรณาการอย่างสมบูรณ์ ขณะที่ผลตอบแทนในประเทศหนึ่งๆได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายในประเทศ และภายนอกประเทศไม่เท่ากัน ทำให้

สามารถสรุปได้ว่า การจัดสรรเงินลงทุนไปในประเทศต่างๆ ของผู้จัดการกองทุนรวมระหว่างประเทศ (global fund manager) สามารถกระจายความเสี่ยง (diversification) ได้ดีกว่าการจัดสรรเงินลงทุนไปในอุตสาหกรรมต่างๆ

จากผลสรุปในงานวิจัยนี้ เมื่อมองย้อนกลับมาที่นักลงทุนไทยจะพบว่า ถ้าหากนักลงทุนในประเทศไทยยังถูกจำกัดให้ลงทุนในประเทศเพียงอย่างเดียว ย่อมกระจายความเสี่ยงได้น้อยกว่าการลงทุนของผู้จัดการกองทุนรวมระหว่างประเทศ ซึ่งข้อจำกัดนี้เป็นข้อเสียเปรียบทางการลงทุนของนักลงทุนไทย ดังนั้นการเปิดช่องทางการลงทุนในต่างประเทศ น่าจะช่วยให้การลงทุนในประเทศไทยมีความสามารถในการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

5.2 ข้อเสนอแนะ

เนื่องจากช่วงเวลาในงานวิจัยชิ้นนี้ไม่ได้ครอบคลุมถึงภาวะราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องในปัจจุบัน ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตสามารถทำการศึกษาเพิ่มเติมได้ 2 แนวทาง แนวทางแรกศึกษาเปรียบเทียบระหว่างช่วงเวลาก่อนเกิดภาวะน้ำมันปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง กับช่วงเวลาหลังเกิดภาวะน้ำมันปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง แนวทางสองศึกษาเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มประเทศที่นำเข้าน้ำมัน กับประเทศที่ส่งออกน้ำมัน ซึ่งผลการวิจัยที่ได้รับอาจจะช่วยให้นักลงทุนสามารถกระจายความเสี่ยงไปในแต่ละประเทศ หรือแต่ละอุตสาหกรรม เพื่อลดความเสี่ยงของกลุ่มการลงทุนจากความผันผวนของราคาน้ำมันในอนาคต