

การศึกษาผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยงของหุ้นสามัญของการลงทุนในหุ้น สามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) โดยมาตรวัด Jensen's Alpha

A Study on Risk-Adjusted Performance of Common Stocks Listed in The Stock Exchange of Thailand (SET) and Market for Alternative Investment (mai) via Jensen's Alpha

บดินทร์เดช แก้วสีเคน¹, นารี ผากา¹, มัลลิกา สีหาไชย¹

รัตนากร พุดพ่อง¹, นัชชา โยธานัก¹, กุลนาถ ภูธรโคตร²

กิตติมา งามวิไลกร², ตติยาภรณ์ ศิริศักดิ์ากุล² และปรัชญา งามจันทร์^{2*}

Bordindet Gaewseekan¹, Naree Phaka¹, MunlikaSeehachai¹

Rattanakorn Pudpong¹, Nutcha Yothanak¹, Kullanart Phuthornkotara²

Kittima Ngamvilaikorn², Tatiyaporn Sirisakdakul² and Prajya Ngamjan^{2*}

(Received: July 20, 2019; Revised: September 15, 2019; Accepted: November 11, 2019)

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยงของหุ้นสามัญของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand, SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment, mai) ผ่านมาตรวัด Jensen's alpha โดยใช้ข้อมูลรายเดือนระหว่าง พ.ศ. 2557-2561 จำนวน 525 บริษัท แบ่งเป็น SET 450 บริษัท และ mai 75 บริษัท ผลการศึกษาพบว่า Jensen's alpha ของตลาด SET และตลาด mai โดยรวมไม่ต่างจากศูนย์หมายความว่าไม่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกิน (excess return) หรือ เอาชนะตลาดได้ (beat the market) แต่เมื่อศึกษาแยกหมวดธุรกิจ (sector) พบว่ามี 5 หมวดธุรกิจของ SET ที่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติคือ กลุ่มธุรกิจกระดาษและวัสดุการพิมพ์สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ที่ 3.36%, พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 0.73%, การแพทย์ 0.6%, พาณิชยกรรม 0.58%, และ พลังงานและสาธารณูปโภค 0.43% แต่มี 2 กลุ่มธุรกิจที่มีผลตอบแทนต่ำกว่าผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญคือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทุนเพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ -1.39% และสื่อและสิ่งพิมพ์ -0.83% สำหรับตลาด mai มีหนึ่งอุตสาหกรรมที่มีค่า alpha เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 1.68% คืออุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง สรุปแม้ว่าการที่จะเอาชนะตลาดโดยรวมเป็นไปได้ยาก แต่ยังมีโอกาสทำได้ในบางกลุ่มธุรกิจ

คำสำคัญ: มาตรวัด Jensen's Alpha ผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยง ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ

¹ นิสิตสาขาการเงิน ภาควิชาการเงินและการบัญชี คณะศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตเฉลิมพระเกียรติ จังหวัดสกลนคร

² อาจารย์สาขาการเงิน ภาควิชาการเงินและการบัญชี คณะศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตเฉลิมพระเกียรติ จังหวัดสกลนคร

* Corresponding author; Email: prachya.ng@ku.th

Abstract

This study investigates risk-adjusted performance of common stocks listed in the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment (mai) by employing Jensen's alpha performance metric. The data consisted of 525 firms: 450 from SET and 75 from mai. The research finds that Jensen's Alpha is not statistically different from zero for both markets, SET and mai, implying the markets in general cannot be beaten. However, a further investigation into each business sector reveals five SET sectors and one mai industry that could outperform the market, viz., (1) paper & printing materials, (2) property development, (3) health care services, (4) commerce, (5) energy & utilities, and (6) property & construction, respectively. In addition, there are two SET business sectors that fall below market expectations, namely, property fund & real estate investment trusts and paper & printing materials. The findings confirm that beating the market is rarely the case. Nonetheless, there are a window of opportunity for some sectors.

Keywords: Jensen's Alpha, Risk-Adjusted Performance, Market for Alternative Investment (mai)

1. บทนำ

การลงทุนในหลักทรัพย์ (securities investment) คือการลงทุนซื้อหลักทรัพย์ทางการเงิน เช่น พันธบัตร, หุ้นกู้, หุ้นสามัญ, ตราสารอนุพันธ์ ฯลฯ ซึ่งการลงทุนในหุ้นสามัญเป็นทางเลือกหนึ่งของการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยมีตลาดซื้อขายหุ้นสามัญที่เป็นทางการ (organized exchanges) ในประเทศไทย คือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET: The Stock Exchange of Thailand) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: mai) อย่างไรก็ตามการลงทุนใดๆ ย่อมมีความเสี่ยง กล่าวคือผลที่ได้จากการลงทุนอาจเป็นหรือไม่เป็นไปตามที่ผู้ลงทุนคาดหวัง คืออาจสร้างมูลค่าเพิ่มหรือลดมูลค่า (สร้างผลขาดทุน) ให้กับผู้ลงทุน

ดังนั้น ผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนจึงเป็นสิ่งที่ผู้ลงทุนให้ความสนใจ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการได้รับ (required rate of return) ควรเป็นอัตราผลตอบแทนที่ชดเชยความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนต้องเผชิญ โดยทฤษฎี CAPM (Treyner, 1962; Sharpe, 1964; Lintner, 1975) ได้อธิบายว่าความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risk) สามารถขจัดได้ด้วยการสร้างกลุ่มการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ ดังนั้นความเสี่ยงประเภทเดียวที่ผู้ลงทุนควรได้รับการชดเชยคือความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือความเสี่ยงตลาด (market risk) ผลที่ได้คืออัตราผลตอบแทนที่ชดเชยความเสี่ยงตลาดได้พอดีจึงเป็นผลตอบแทนที่เหมาะสม (fair return) ของการลงทุนนั้นๆ

หากการลงทุนใดที่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนที่เหมาะสมนี้ได้ หมายความว่าการลงทุนนั้นสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกิน (excess return) หรือ สามารถเอาชนะตลาดได้ (beat the market) ซึ่งเป็นสิ่งที่ผู้ลงทุนแสวงหาเนื่องจากการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ลงทุน งานวิจัยนี้จึงสนใจศึกษาว่า การลงทุนในหุ้นสามัญในตลาดซื้อขายที่เป็นทางการของประเทศไทยสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้หรือไม่ โดยใช้มาตรวัดที่เรียกว่า Jensen's Alpha หรือเรียกสั้นๆ ว่า α (Jensen, 1968) เป็นการเปรียบเทียบระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของการลงทุนในหุ้นสามัญ กับอัตราผลตอบแทนที่ชดเชยความเสี่ยงที่เป็นระบบที่กำหนดโดยทฤษฎี CAPM (risk-adjusted

performance measure) ค่า α เป็นบวกลบหมายความว่าผู้ลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินหรือเอาชนะตลาดได้ การศึกษาครั้งนี้ได้ทดสอบอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในหุ้นสามัญในตลาด SET และ mai โดยใช้ข้อมูลรายเดือน 5 ปีระหว่าง พ.ศ. 2557–2561

หัวข้อต่อไปจะกล่าวถึง สมมติฐานในการศึกษาข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยกรอบแนวคิดและเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาผลการศึกษา และสรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ ตามลำดับ

2. วัตถุประสงค์ในการศึกษา

เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยงของหุ้นสามัญของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand, SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: mai) ผ่านมาตรวัด Jensen's alpha

3. สมมติฐานการวิจัย

การศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผ่านมาตรวัด Jensen's Alpha จากสมการCAPM เป็นการหาผลตอบแทนส่วนเกินของราคาหุ้นสามัญและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงตามลำดับ ค่า α ที่เป็นบวก บ่งบอกถึงผลการดำเนินงานที่ปรับด้วยความเสี่ยงที่เหนือกว่าหลักทรัพย์ และค่า α ที่เป็นลบ บ่งบอกถึงผลการดำเนินงานที่ปรับด้วยความเสี่ยงที่ด้อยกว่าหลักทรัพย์ และเพื่อที่จะทดสอบค่า Jensen's alpha สมมติฐานจึงกำหนดได้ดังนี้

สมมติฐานหลัก $H_0 : \alpha = 0$

สมมติฐานรอง $H_1 : \alpha \neq 0$

4. วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลทางการเงินย้อนหลัง 5 ปี ในช่วงปี พ.ศ. 2557 – 2561 เป็นข้อมูล ณ วันสิ้นปี จำนวนทั้งสิ้น 605 บริษัท หลังจากได้ทำการเก็บข้อมูลแล้วพบว่า มีบริษัทที่มีข้อมูลเพียงพอต่อการศึกษาเพียง 525 บริษัท โดยแบ่งเป็น SET จำนวน 450 บริษัท และ mai จำนวน 75 บริษัท

ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัย

ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษา เป็นข้อมูลทางการเงินที่เกิดขึ้นจริงในอดีตเพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเพื่อแสดงข้อมูลเชิงเปรียบเทียบผลตอบแทนของราคาหุ้นสามัญที่มีลักษณะแตกต่างกันของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) จาก EIKON, SETSMART และ THAIBMA ทั้งแบบ time-series และ cross sectional จากกลุ่มตัวอย่าง 525 บริษัท แบ่งเป็น SET 450 บริษัท และ mai 75 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2557 – 2561 ข้อมูลทางการเงินดังกล่าวได้แก่ ข้อมูลราคาหุ้น (stock price) รายเดือนของหุ้นสามัญทั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาด SET และ mai, อัตราผลตอบแทนรายเดือนของตัวเงินคลัง (risk-free interest rate), และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET Index)

กรอบแนวคิด และเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยนี้ใช้แบบจำลอง Jensen's Alpha ใช้สมการ CAPM เพื่อวิเคราะห์ผลตอบแทนส่วนเกินในหุ้นสามัญ โดยสมการ CAPM อธิบายว่า อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง (risky asset) เช่น หุ้นสามัญ ควรเท่ากับ อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง R_{ft} และ ส่วนชดเชยความเสี่ยง (risk premium) ซึ่งอธิบายโดย $\beta_i(r_{m,t} - r_{f,t})$ โดย β_i เป็นดัชนีวัดความเสี่ยงที่เป็นระบบของสินทรัพย์ i ดังสมการ 1

$$R_{it} = [R_{ft} + \beta_i(r_{m,t} - r_{f,t})] \quad \text{สมการ 1}$$

โดยที่	R_{it}	คือ ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ณ เวลา t
	R_{ft}	คือ ผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง ณ เวลา t เช่น ตัวเงินคลัง, พันธบัตรรัฐบาล เป็นต้น
	β_i	คือ ค่าความชันของเส้นถดถอยหรือค่าเบต้า วัดความเสี่ยงที่เป็นระบบ
	$r_{m,t}$	คือ ผลตอบแทนของตลาด ณ เวลา t

สมการ 1 อธิบายว่าหากความเสี่ยงที่เป็นระบบสูง ผู้ที่ลงทุนในสินทรัพย์ i ควรที่จะได้รับผลตอบแทนที่สูงเช่นเดียวกัน เป็นการอธิบายคำว่า “high risk, high return”

ผลตอบแทนที่ CAPM กำหนด เป็นผลตอบแทนที่ได้รับการชดเชยความเสี่ยงที่เป็นระบบที่ผู้ลงทุนเผชิญแล้ว (fair return) ดังนั้นหากผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงสูงกว่าผลตอบแทนที่พยากรณ์ CAPM จะหมายความว่า ได้รับผลตอบแทนสูงกว่าที่ควรเป็น หรือสามารถเอาชนะตลาดได้

Jensen (1968) ใช้สมการ CAPM ชำรงต้นในการเปรียบเทียบผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง R_{it} และผลตอบแทนที่กำหนดโดย CAPM ดังแสดงในสมการ 2

$$\alpha_i = R_{it} - [R_{ft} + \beta_i(r_{m,t} - r_{f,t})] \quad \text{สมการ 2}$$

โดย α_i คือ Jensen's Alpha หรือ alpha เป็นการเปรียบเทียบระหว่างผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงกับผลตอบแทนที่กำหนดโดย CAPM ซึ่งเป็นผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงแบบเป็นระบบแล้ว

ดังนั้นสามารถตีความได้ดังนี้ หาก $\alpha_i > 0$ หมายความว่า ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงสูงกว่าผลตอบแทนที่ควรเป็นและหาก $\alpha_i < 0$ หมายความว่าผลตอบแทนในหุ้นสามัญต่ำกว่าผลตอบแทนตลาด ส่วน $\alpha_i = 0$ หมายความว่า ผลตอบแทนของหุ้นสามัญกับผลตอบแทนตลาดมีค่าไม่แตกต่างกัน

การวิเคราะห์สมการถดถอย

สมการ 2 ถูกนำมาปรับเป็นสมการ 3 เพื่อใช้ในการวิเคราะห์สมการถดถอย ดังนั้นการทดสอบ Jensen's Alpha จึงทำได้โดย ทดสอบ t -test ของพารามิเตอร์ α_i (Jensen, 1968)

$$r_{it} - r_{ft} = \alpha_i + \beta_i(r_{m,t} - r_{ft}) + u_{it} \quad \text{สมการ 3}$$

โดย	r_{it}	คือ return ของ portfolio i ณ เวลา t
	r_{mt}	คือ return ของ market ณ เวลา t
	r_{ft}	คือ risk free rate ณ เวลา t

การวิเคราะห์สมการถดถอย ผ่านโปรแกรม Microsoft Excel โดยแยกการวิเคราะห์ pool regression บนข้อมูลทั้งหมดใน SET (จำนวนตัวอย่าง 450 บริษัท) และ mai (จำนวนตัวอย่าง 75 บริษัท) นอกจากนี้ ยังได้วิเคราะห์สมการถดถอยแยกเป็นรายกลุ่มธุรกิจในตลาด SET และ แยกเป็นรายอุตสาหกรรมในตลาด mai (สาเหตุที่ไม่แยก mai ออกเป็นกลุ่มธุรกิจ เนื่องจากมีจำนวนบริษัทตัวอย่างเพียง 75 บริษัท ในตลาด mai)

4. ผลการศึกษา

ผลการศึกษา Jensen's Alpha ของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในตลาด SET และ mai แสดงในตารางที่ 1 และตารางที่ 2 ตามลำดับ ดังนี้

ตารางที่ 1 ตารางแสดงผลตอบแทนส่วนเกิน Jensen's Alpha ของแต่ละหมวดธุรกิจในตลาด SET

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ	จำนวนบริษัท	α	P-Value ^a
เกษตรและอุตสาหกรรม	ธุรกิจการเกษตร	9	0.0028	0.6263
อาหาร	อาหารและเครื่องดื่ม	28	-0.0029	0.1889
สินค้าอุปโภคบริโภค	แฟชั่น	21	0.0020	0.7214
	ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน	10	-0.0047	0.4267
	ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์	5	-0.0033	0.4777
ธุรกิจการเงิน	ธนาคาร	11	0.0004	0.8587
	เงินทุนและหลักทรัพย์	27	0.0025	0.3188
	ประกันภัยและประกันชีวิต	14	-0.0035	0.2921
สินค้าอุตสาหกรรม	ยานยนต์	16	0.0013	0.7350
	วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร	8	0.0016	0.7574
	กระดาษและวัสดุการพิมพ์	1	0.0336	0.0102***
	ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	10	0.0027	0.4322
	บรรจุภัณฑ์	14	0.0020	0.5963
	เหล็ก	23	0.0003	0.9359
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	วัสดุก่อสร้าง	16	-0.0014	0.6841
	บริการรับเหมาก่อสร้าง	17	0.0053	0.1248
	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และ	30	-0.0139	0.0000***
	กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์			
	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	41	0.0073	0.0276**
ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค	28	0.0043	0.0702*
	เหมืองแร่	1	0.0166	0.2735
บริการ	พาณิชย์	19	0.0058	0.0345*
	การแพทย์	15	0.0060	0.0324*
	สื่อและสิ่งพิมพ์	25	-0.0083	0.0083***
	การท่องเที่ยวและสันทนาการ	11	0.0001	0.9832
	ขนส่งและโลจิสติกส์	15	0.0005	0.8896
เทคโนโลยี	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	10	-0.0041	0.4352
	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	25	-0.0027	0.3171
รวมทุกอุตสาหกรรมใน SET		450	0.0001	0.9397

^aหมายเหตุ: ค่า P-Value ของ t-test ของสมการถดถอยดังแสดงในสมการ 2

*ระดับนัยสำคัญที่ 0.10, **ระดับนัยสำคัญที่ 0.05, ***ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

จากข้อมูลดังกล่าว เป็นข้อมูลการทดสอบ Jensen's Alpha ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 450 หลักทรัพย์ แยกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมได้ 8 อุตสาหกรรม แยกเป็นหมวดธุรกิจได้ 27 ธุรกิจ ซึ่งได้คำนวณค่า α เพื่อจะพิสูจน์ว่าหมวดธุรกิจใดที่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกิน ซึ่งวัดจาก Jensen's Alpha

ผลการทดสอบสรุปได้ว่า P-Value ของอัตราผลตอบแทนของ 450 หุ้นสามัญใน SET เท่ากับ 0.9397 สูงกว่าค่า significance level ที่ร้อยละ 10 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานหลัก $H_0: \alpha = 0$ หมายความว่าผลการดำเนินงานโดยรวมของ SET ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้สูงกว่าผลตอบแทนของตลาด หรืออีกความหมายหนึ่งคือ ผลตอบแทนของ SET มีค่าเท่ากับผลตอบแทนของตลาด อย่างไรก็ตามผลตอบแทนของ SET โดยรวมไม่สามารถเอาชนะตลาดได้ แต่มี 5 กลุ่มธุรกิจที่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนี้ กลุ่มธุรกิจกระดาษและวัสดุการพิมพ์สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ที่ 3.36%, กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 0.73%, กลุ่มการแพทย์ 0.6%, กลุ่มพาณิชย์ 0.58%, และ กลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค 0.43%

มี 2 กลุ่มธุรกิจที่มี Jensen's Alpha ผลตอบแทนต่ำ ผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญคือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทุนเพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ -1.39% และ สื่อและสิ่งพิมพ์ -0.83% ส่วนหุ้นสามัญกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น พบว่าไม่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลตอบแทนส่วนเกิน Jensen's Alpha ของแต่ละหมวดอุตสาหกรรมในตลาด mai

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	α	P-Value ^a
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	5	-0.0065	0.2307
สินค้าอุปโภคบริโภค	6	0.0106	0.2391
ธุรกิจการเงิน	4	0.0125	0.1636
สินค้าอุตสาหกรรม	22	0.0011	0.7586
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	11	0.0168	0.0632*
ทรัพยากร	5	-0.0034	0.6184
บริการ	19	0.0004	0.9203
เทคโนโลยี	3	0.0016	0.8765
รวมทุกอุตสาหกรรมใน mai	75	0.0035	0.1301

^aหมายเหตุ: ค่า P-Value ของ t-test ของสมการถดถอยดังแสดงในสมการ 2

*ระดับนัยสำคัญที่ 0.10, **ระดับนัยสำคัญที่ 0.05, ***ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

ข้อมูลในตาราง 2 เป็นผลการทดสอบ Jensen's Alpha ของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในตลาด mai จำนวน 75 หลักทรัพย์ แยกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมได้ 8 อุตสาหกรรม (เนื่องจากมีจำนวนบริษัทตัวอย่างที่มีข้อมูลครบถ้วนในจำนวนที่น้อย จึงไม่ได้แบ่งกลุ่มอุตสาหกรรมของ mai ย่อยลงเป็นกลุ่มธุรกิจดังที่ได้ทำในตลาด (SET)

ผลการทดสอบสรุปของทั้ง 75 หลักทรัพย์พบว่า P-Value เท่ากับ 0.13 ซึ่งสูงกว่าค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.1 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานหลัก $H_0: \alpha = 0$ หมายความว่าผลการดำเนินงานโดยรวมของ mai ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้สูงกว่าผลตอบแทนของตลาด หรืออีกความหมายหนึ่งคือ ผลตอบแทนของ mai มีค่าเท่ากับผลตอบแทนของตลาด แต่มี 1 กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาด คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่ 1.68%

5. สรุปและอภิปรายผล

สรุปผลและอภิปรายผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีจุดประสงค์เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเพื่อแสดงถึงข้อมูลเชิงเปรียบเทียบผลตอบแทนของราคาหุ้นสามัญที่มีลักษณะแตกต่างกันของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากตลาด SET และตลาด mai จำนวน 605 บริษัท ในช่วงปี 2557 – 2561 โดยใช้ข้อมูลทางการเงินที่สมบูรณ์สามารถนำมาทำการวิจัยได้จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 525 บริษัท ประกอบด้วยตลาด SET 450 บริษัท และตลาด mai 75 บริษัท โดยอาศัยกระบวนการทางสถิติเพื่อทำการวิเคราะห์ข้อมูล ด้วยวิธีการวิเคราะห์สมการถดถอย

จากผลการวิเคราะห์สำหรับการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลตอบแทนโดยรวมของ SET มีค่าเท่ากับผลตอบแทนของตลาด แต่มี 5 กลุ่มธุรกิจที่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ กลุ่มธุรกิจกระดาษและวัสดุการพิมพ์ สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ที่ 3.36%, กลุ่มพัฒนาสิ่งทอ 0.73%, กลุ่มการแพทย์ 0.6%, พาณิชยกรรม 0.58%, และ กลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค 0.43% ในส่วนของผลตอบแทนโดยรวมของ mai มีค่าเท่ากับผลตอบแทนของตลาดเช่นเดียวกัน แต่มี 1 อุตสาหกรรมที่สามารถมีผลตอบแทนสูงกว่าตลาดได้ คือ กลุ่มสิ่งทอและก่อสร้าง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยดังต่อไปนี้ (1) ปรียศ ทับสมบัติ (2557) ได้ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์หมวดบริการรับเหมาก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้มาตรวัด Jensen's alpha ในการหาผลตอบแทนส่วนเกินพบว่าจำนวน 11 หลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนมากกว่าผลตอบแทนที่คาดหวัง (2) นัยนาไพสินชัยอารี (2546) ได้ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนส่วนเกินและความเสี่ยง ตลอดจนผลการดำเนินงานของแต่ละกองทุน โดยใช้มาตรวัด Jensen's Alpha ในการหาผลตอบแทนส่วนเกิน พบว่าใน 12 กองทุน มี 7 กองทุน ที่มีผลดำเนินงานดีกว่าดัชนีสำคัญ (3) ธัญลักษณ์ วิริยะศิริ (2557) ได้ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ โดยใช้มาตรวัด Jensen's alpha ในการหาผลตอบแทนส่วนเกิน พบว่าใน 18 กองทุน มีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดจำนวน 16 กองทุน

6. ข้อเสนอแนะ

สามารถสรุปได้ว่าโดยรวมไม่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ในตลาดหลักทรัพย์ แต่เมื่อพิจารณาย่อยลงไปในแต่ละหมวดอุตสาหกรรม ยังมีบางอุตสาหกรรมที่ผู้ลงทุนมีโอกาสสร้างอัตราผลตอบแทนสูงส่วนเกิน หรือสามารถเอาชนะตลาดได้ ดังผลการทดสอบ Jensen's Alpha ข้างต้น และการวิเคราะห์หุ้นสามัญรายตัวอาจทำให้สามารถชี้ชัดได้ว่าหุ้นสามัญตัวใดที่สามารถเอาชนะตลาดได้

7. เอกสารอ้างอิง

- จิราพร ศาลาแดง. (2557). การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนส่วนเกินและความเสี่ยงของหุ้นเชิงรุกและหุ้นเชิงรับในดัชนี SET 50 ตามระยะเวลาการลงทุนที่แตกต่างกัน. สืบค้นจาก http://department.utcc.ac.th/library/onlinethesis/259309.pdf?fbclid=IwAR3YeHuZlEHO_3dcLcAH8i_wNwz7Ph9gjnAMN2-fsBdW60W_BZtzKzylM
- ณิชนันท์ ทิพย์พาณิชย์. (2553). การศึกษาผลตอบแทนกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยผ่านมาตรวัด Jensen's Alpha (พ.ศ. 2545-2552). สืบค้นจาก

- <http://digi.library.tu.ac.th/thesis/ac/0956/title-biography.pdf?fbclid=IwAR33wVjM4xtVWqJlKazAhPVTsBFzBLZJfcwm5Xun5tezhBc1pb4W1wPn06k>
บุญญฉัตร บุญญาลัย. (2559). ผลตอบแทนการลงทุนของหุ้นสามัญตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการกรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สืบค้นจาก
http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2016/TU_2016_5802112689_5727_4394.pdf?fbclid=IwAR3o--0eoX4ZJQZ01w9N79I6a43UplDm23J-UD4vwaOViBe8BB8dW9INAUQ.
- พิศาล วรฐิติชัยรักษ์. (2554). ผลตอบแทนพอร์ตการลงทุนในหุ้นสามัญด้วยวิธีการลงทุน แบบเน้นคุณค่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สืบค้นจาก
http://dspace.bu.ac.th/jspui/bitstream/123456789/958/1/pisal_wora.pdf.
- แวววัน ปรางค์ธวัช. (2545). การจัดการกำไรและผลตอบแทนของการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน: การศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สืบค้นจาก
http://dspace.bu.ac.th/jspui/bitstream/123456789/958/1/pisal_wora.pdf.
- จารุพร เรื่องกาญจนวิทย์. (2549). คุณภาพกำไรก่อนและหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สืบค้นจาก
<https://cuir.car.chula.ac.th/bitstream/123456789/13217/1/jaruporn.pdf>.
- รวี ลงกานี, อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์, และเกรียงไกร ก้อนคำ. (2560). ผลการลงทุนของหุ้นคุณค่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สืบค้นจาก
<https://www.tcithaijo.org/index.php/CBSReview/article/view/84961/67686>.
- อลิษา มกราพันธุ์. (2554). การศึกษาผลตอบแทนในกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า และหลักทรัพย์เติบโตในตลาดหุ้นไทย พ.ศ.2543-2553. สืบค้นจาก
<http://digi.library.tu.ac.th/thesis/ac/1105/title-appendix-a.pdf?fbclid=IwAR3fY5a5tNHenz6tmli2S60T02WBidlkRQUngCmvsAtd0oSez2N3a5Lflw>.
- Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *The Journal of finance*, 23(2), 389-416.
- Lintner, J. (1975). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. In *Stochastic optimization models in finance* (pp. 131-155). Academic Press.
- Treynor, Jack L. (1962). *Toward a Theory of Market Value of Risky Assets. Unpublished manuscript. A final version was published in 1999.* Asset Pricing and Portfolio Performance: Models, Strategy and Performance Metrics. Robert A. Korajczyk (editor) London: Risk Books.
- Sharpe, William F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.