



ผลกระทบของขนาด (Size Effect) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นายปิยพงษ์ สันติสกุลธรรม

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ผลกระทบของขนาด (Size Effect) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นายปิยพงษ์ สันติสกุลธรรม



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



THE SIZE EFFECT IN THAILAND

BY

MR. PIYAPONG SUNTISKULTAM



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE

IN FINANCIAL MANAGEMENT

FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY

THAMMASAT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2015

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นายปิยพงษ์ สันติสกุลธรรม

เรื่อง

ผลกระทบของขนาด (Size Effect) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

13 พ.ค. 2559

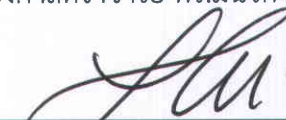
เมื่อ วันที่.....

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ผลกระทบของขนาด (Size Effect) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นายปิยพงษ์ สันติสกุลธรรม
ชื่อปริญญา	วิทยาศาตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	สาขาการบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

การศึกษานี้แสดงให้เห็นถึงผลกระทบของขนาด (Size effect) ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อทดสอบว่าหุ้นสามัญขนาดเล็กจะสามารถให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยได้สูงกว่าหุ้นสามัญขนาดใหญ่หรือไม่ตลอดระยะเวลาการศึกษา ซึ่งผลการศึกษาพบว่าไม่มีผลกระทบของขนาดในกรณีที่กลุ่มตัวอย่างของหุ้นสามัญทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตลอดระยะเวลาการศึกษาตั้งแต่ ปี 1992 ถึง 2015 แต่ผลการศึกษาที่น่าสนใจอีกกรณีหนึ่งคือการเปลี่ยนกลุ่มตัวอย่างเป็นเฉพาะหุ้นสามัญขนาดใหญ่ที่สุด 50 อันดับแรก ผลการศึกษาพบผลกระทบของขนาดในการศึกษากับกลุ่มตัวอย่างนี้ สอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีตของ Banz (1981)

คำสำคัญ: ผลกระทบของขนาด, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ไทย

Independent Study Title	The Size Effect in Thailand
Author	Mr. Piyapong Suntiskultam
Degree	Master of Science
Major Field/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Somchai Supattarakul,Ph.D.
Academic Years	2015

ABSTRACT

The main idea of this study is to investigate “The size effect” in The Stocks Exchange of Thailand, which is a developing market, by conducting the test in order to determine that whether the small firms are likely to outperform the large firms during the period of 1992 to 2015.

The empirical result exhibits that there is no size effect in The Stocks Exchange of Thailand with using the sample of total stocks in the market. Conversely, the result of testing size effect on the first 50th largest stocks in the market shows an evidence of size effect in this group that consistent with previous study of size effect purposed by Banz in 1981.

Keywords: Size effect, Thailand, Developing market

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาอิสระครั้งนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยดีเนื่องจาก ข้าพเจ้าได้รับการสนับสนุนและได้รับความช่วยเหลือจากผู้มีพระคุณทุกท่าน ข้าพเจ้าขอขอบพระคุณ รศ. ดร.สมชาย สุภัทรกุล อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระในครั้งนี้เป็นอย่างสูง เนื่องจากท่านได้สละเวลาในการให้คำปรึกษาและแนะนำแนวทางการแก้ปัญหาและมีส่วนสำคัญเป็นอย่างมากที่ทำให้การศึกษาอิสระครั้งนี้สมบูรณ์ได้ด้วยดีมาโดยตลอด และข้าพเจ้าขอขอบพระคุณในความกรุณาของคณะกรรมการรอบการศึกษาอิสระที่สละเวลาในการให้คำแนะนำเพิ่มเติมเพื่อปรับปรุงการศึกษาอิสระครั้งนี้ให้สมบูรณ์แบบมากยิ่งขึ้น

สุดท้ายนี้ข้าพเจ้ากราบขอบพระคุณบิดา มารดาและสมาชิกทุกคนในครอบครัวที่ให้การสนับสนุนและให้โอกาสข้าพเจ้าในการทำสิ่งต่างๆที่ข้าพเจ้ารักเสมอมา เป็นกำลังใจให้ข้าพเจ้าซึ่งมีส่วนสำคัญอย่างมากในการศึกษาอิสระครั้งนี้

นายปิยพงษ์ สันติสกุลธรรม

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
สารบัญภาพ	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	3
1.3 ขอบเขตการวิจัย	3
1.4 ผลที่คาดว่าจะได้รับ	4
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 แบบจำลองการประเมินราคาหลักทรัพย์และความสัมพันธ์ระหว่างขนาดกับอัตราผลตอบแทน	5
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	8
3.1 แหล่งข้อมูลในการวิจัย	8
3.2 วิธีวิจัยและแบบจำลอง	8
3.3 สมมุติฐานการวิจัย	10

	5
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	11
4.1 ผลการวิจัยเบื้องต้น	11
4.2 ผลการศึกษาที่ใช้กลุ่มตัวอย่างคือหุ้นสามัญทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	
4.2.1 การศึกษาผลกระทบของขนาดซึ่งมีระยะเวลาถือครอง 3 เดือน	11
4.2.2 การศึกษาผลกระทบของขนาดซึ่งมีระยะเวลาถือครอง 6 เดือน	13
4.2.3 การศึกษาผลกระทบของขนาดซึ่งมีระยะเวลาถือครอง 12 เดือน	15
4.3 ผลการศึกษาที่ใช้กลุ่มตัวอย่างคือหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใหญ่ที่สุด 50 อันดับแรก	
4.3.1 การศึกษาผลกระทบของขนาดซึ่งมีระยะเวลาถือครอง 3 เดือน	18
4.3.2 การศึกษาผลกระทบของขนาดซึ่งมีระยะเวลาถือครอง 6 เดือน	20
4.3.3 การศึกษาผลกระทบของขนาดซึ่งมีระยะเวลาถือครอง 12 เดือน	22
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	26
5.1 สรุปผลการศึกษา	26
5.2 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	27
รายการอ้างอิง	28
ประวัติผู้เขียน	30

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1.1 ตารางกองทุนที่มีผลตอบแทนมากที่สุด 5 อันดับแรกในประเทศไทย ผลการศึกษาที่ใช้กลุ่มตัวอย่างคือหุ้นสามัญทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	2
4.1 ตารางค่าสถิติของผลการศึกษามีระยะเวลาการถือครอง 3 เดือน	12
4.2 ตารางค่าสถิติของผลการศึกษามีระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน	14
4.3 ตารางค่าสถิติของผลการศึกษามีระยะเวลาการถือครอง 12 เดือน ผลการศึกษาที่ใช้กลุ่มตัวอย่างคือหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใหญ่ที่สุด 50 อันดับแรก	16
4.4 ตารางค่าสถิติของผลการศึกษามีระยะเวลาการถือครอง 3 เดือน	18
4.5 ตารางค่าสถิติของผลการศึกษามีระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน	20
4.6 ตารางค่าสถิติของผลการศึกษามีระยะเวลาการถือครอง 12 เดือน	22
4.7 ตารางอัตราผลตอบแทนแบบทบต้นต่อปีตลอดระยะเวลาการศึกษา	25
4.8 ตารางอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่องวดตลอดระยะเวลาการศึกษา	25
4.9 ตารางจำนวนงวดที่แต่ละพอร์ตโฟลิโอมีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกัน	25
5.1 ตารางการเปรียบเทียบบริษัทที่มีมูลค่าสูงที่สุด 5 อันดับแรกของแต่ละตลาด	27

สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
4.1	ภาพอัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 3 เดือน	12
4.2	ภาพอัตราผลตอบแทนแต่ละช่วงเวลาตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 3 เดือน	13
4.3	ภาพอัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน	14
4.4	ภาพอัตราผลตอบแทนแต่ละช่วงเวลาตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน	15
4.5	ภาพอัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 12 เดือน	16
4.6	ภาพอัตราผลตอบแทนแต่ละช่วงเวลาตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 12 เดือน	17
4.7	ภาพอัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 3 เดือน	19
4.8	ภาพอัตราผลตอบแทนแต่ละช่วงเวลาตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 3 เดือน	19
4.9	ภาพอัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน	21
4.10	ภาพอัตราผลตอบแทนแต่ละช่วงเวลาตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน	21
4.11	ภาพอัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 12 เดือน	23
4.12	ภาพอัตราผลตอบแทนแต่ละช่วงเวลาตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 12 เดือน	23

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

นับตั้งแต่ปี 1992 ที่สองนักวิจัยอย่าง Eugene F. Fama และ Kenneth R. French ได้สร้างแบบจำลองใหม่ขึ้นมาเพื่ออธิบายถึงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในแต่ละชนิดแทนที่แบบจำลองเดิม คือ Capital Asset Pricing Model หรือที่รู้จักกันดีในตัวย่อ CAPM เป็นผลงานวิจัยของ Sharpe (1964) และ Linter (1965) ซึ่งในผลการวิจัยของ Fama และ French ได้อธิบายถึงจุดอ่อนของการคำนวณผลตอบแทนใน CAPM ว่าค่าเบต้า (β) หรือความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) ไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นได้อย่างสมบูรณ์ในช่วงหลังปี 1969 เป็นต้นไป Reinganum (1981), Lakonishok and Shapiro (1986), Fama and French (1996) เป็นสาเหตุให้เกิดการนำปัจจัยอื่นๆ เช่น Size, Book to Market equity, E/P มาเป็นปัจจัยเพื่อที่จะคาดการณ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลจากการทดสอบพบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของหลักทรัพย์ (Size) ที่วัดโดยใช้ Market capitalization มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และความสัมพันธ์ระหว่าง Book to Market equity มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์

หลังจากนั้นได้มีผู้วิจัยอีกหลายท่านที่ศึกษาและต่อยอดความสัมพันธ์เหล่านี้ในวงกว้าง ไม่ว่าจะเป็นทั้งในตลาดขนาดใหญ่ที่พัฒนาแล้วอย่าง NYSE, AMEX หรือ NASDAQ และตลาดขนาดเล็กอย่างในประเทศนิวซีแลนด์ Djajadikerta and Nartea (2005) เป็นต้น ผลการศึกษาเหล่านี้พบผลลัพธ์ที่คล้ายคลึงกันคือ ความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่างขนาดของบริษัทจดทะเบียนและผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้น กล่าวคือบริษัทที่มีขนาดเล็ก (Small firm) จะให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยที่สูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ (Large firm) โดยใช้ Market capitalization เป็นตัวจำแนกขนาดเรียกผลของความสัมพัทธ์นี้ว่า “Size Effect” Banz(1981), Huberman and Kandell (1987), Loughran (1997), Fama and French (1992), (1993), (1996), (2006)

แต่ในความเป็นจริงแล้วผู้วิจัยกลับพบว่ากองทุนส่วนใหญ่ที่มีนโยบายในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็ก (Small cap. fund) หรือ ขนาดเล็กถึงกลาง (Small-Mid cap. fund) ในประเทศไทยนั้นส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่ากองทุนที่มีนโยบายในการลงทุนเฉพาะบริษัทขนาดใหญ่ (Large cap. fund) ซึ่งมีความขัดแย้งกับผลการศึกษาในตลาดต่างประเทศที่เป็นตลาดที่พัฒนาแล้ว ดังนี้

ตารางที่ 1.1 กองทุนที่มีผลตอบแทนมากที่สุด 5 อันดับแรกในประเทศไทย

Top 5 Large Cap Equity Fund	Morningstar risk	Avg. return of 5yrs (%)
กองทุนเปิดบัวหลวงทศพล	Below average	15.07
กองทุนเปิดบัวหลวงร่วมทุน	Below average	12.55
กองทุนเปิดบัวแก้ว	Below average	12.31
กองทุนเปิดบัวแก้ว 2	Below average	12.12
กองทุนเปิดบัวหลวงหุ้นระยะยาว	Below average	12.10
	Average return	12.83

Top 5 Small-MidCap Equity Fund	Morningstar risk	Avg. return of 5yrs (%)
กองทุนเปิด อเบอร์ดีนสมอลแค็ป	Low average	14.30
กองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย 4	Below average	11.81
Krung Thai Selective Equity	Above average	9.93
Bualuang Infrastructure RMF	Average	9.49
กองทุนเปิดบัวหลวงธนม	Average	9.28
	Average return	10.96

หมายเหตุ : ข้อมูลจาก Morningstarthailand ณ วันที่ 5 มกราคม 2559

ผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยที่มีความสามารถในการบริหารกองทุนดีที่สุด 5 อันดับแรก ซึ่งมีนโยบายการลงทุนที่คัดเลือกเฉพาะหุ้นขนาดใหญ่ (Large Cap.) มีผลตอบแทนรวมเฉลี่ยในระยะ 5 ปี ที่ดีกว่าระดับผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนที่มีนโยบายการลงทุนในหุ้นขนาดเล็กและขนาดกลาง (Small-Mid Cap.) ประมาณ 1.87% แต่ผู้วิจัยยังไม่สามารถสรุปได้ทันทีว่าหุ้นขนาดใหญ่ นั้นให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นขนาดเล็กเนื่องจากมีปัจจัยหลากหลายด้านที่ส่งผลกระทบต่อ การดำเนินงานของกองทุน ไม่ว่าจะเป็น ความสามารถในการเลือกหุ้นของผู้จัดการกองทุน (Stock Selection skill) หรือ ความสามารถในการคาดการณ์ตลาดและเลือกช่วงเวลาในการลงทุน (Market timing skill) หรือแม้กระทั่งผลตอบแทนของผู้จัดการกองทุนและค่าธรรมเนียมของแต่ละกองทุนที่ แตกต่างกัน เป็นต้น

ดังนั้นผู้วิจัยจึงมีความใคร่รู้และสนใจเป็นอย่างมากในการศึกษาถึงผลกระทบของขนาด (Size effect) ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้ Market Capitalization เป็นเกณฑ์ในการจำแนกหุ้นที่มีขนาดเล็ก, ขนาดกลาง และขนาดใหญ่ โดยจะพิจารณาว่าหุ้นที่มีขนาดเล็กนั้นจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นที่มีขนาดใหญ่หรือไม่ในประเทศไทยซึ่งเป็นตลาดทุนที่ยังอยู่ในระดับกำลังพัฒนาหรือ Emerging Market โดยผู้วิจัยจะทำการจำลองสร้างพอร์ตการลงทุนที่ประกอบไปด้วยหุ้นสามัญที่มีขนาดเล็กและใหญ่จะใช้กลยุทธ์การซื้อและถือครอง (Buy and Hold strategy) ไปจนกว่าจะมีการปรับพอร์ตการลงทุน (Rebalancing) โดยครอบคลุมทั้งการลงทุนระยะสั้นและการลงทุนในระยะยาว

ส่วนถัดไปของงานวิจัยจะเรียงลำดับดังต่อไปนี้คือ วัตถุประสงค์ของการวิจัย ขอบเขตการวิจัย และผลที่คาดว่าจะได้รับ ในส่วนที่สองจะเป็นการทบทวนวรรณกรรม (Literature Review) เพื่อศึกษาถึงความเกี่ยวข้องของงานวิจัยในอดีตที่มีต่องานวิจัยชิ้นนี้และประเด็นการศึกษาในอดีตที่มีผลต่อการอธิบายผลลัพธ์ของงานวิจัยชิ้นนี้ในเชิงเศรษฐศาสตร์ต่อไป ส่วนที่สาม จะนำเสนอถึงระเบียบวิธีวิจัย (Methodology) แหล่งข้อมูลในการศึกษา กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาและสมมุติฐานที่สำคัญในการศึกษา ส่วนที่สี่ จะเป็นการนำเสนอผลการวิจัยและส่วนสุดท้ายในงานวิจัยชิ้นนี้คือ บทสรุปของการวิจัย

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาผลกระทบของขนาด (Size Effect) ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการจำแนกเป็นพอร์ตจำลองที่ประกอบไปด้วยหุ้นสามัญขนาดเล็กและอีกพอร์ตที่ประกอบไปด้วยหุ้นสามัญขนาดใหญ่ และทำการจำลองผลตอบแทน พิจารณาผลการศึกษามีผลกระทบของขนาดหรือไม่

1.3 ขอบเขตการวิจัย

ผู้วิจัยทำการศึกษากลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand หรือ SET) ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ ค.ศ. 1992 ถึง 2015 รวมเป็นระยะเวลาทั้งหมด 24 ปี

1.4 ผลที่คาดว่าจะได้รับ

ผลของการวิจัยในครั้งนี้จะช่วยให้นักลงทุนไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนส่วนบุคคลจนตลอดไป ถึงกองทุนหรือสถาบันการลงทุนต่างๆ หรือแม้กระทั่งผู้วิจัยอื่นได้ทราบถึงผลกระทบของขนาดหรือ Size effect ที่เกิดขึ้นในประเทศไทย และนอกจากนี้ นักลงทุนยังสามารถนำผลการวิจัยไป ประยุกต์ใช้กับกลยุทธ์การลงทุนซึ่งอาจจะช่วยเพิ่มผลตอบแทนที่สูงขึ้นได้



บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แบบจำลองการประเมินราคาหลักทรัพย์และความสัมพันธ์ระหว่างขนาดกับอัตราผลตอบแทน

CAPM หรือ Capital Asset Pricing Model เป็นแบบจำลองในการประเมินอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ขึ้นเอกของโลกซึ่งเป็นผลงานวิจัยของ Sharpe (1964) และ Lintner (1965) และได้รับรางวัลโนเบลในปี 1990 โดยแบบจำลอง CAPM นี้ใช้เบต้า (β) เป็นปัจจัยในการพิจารณาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ พบว่าค่า β มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดสหรัฐอเมริกาช่วงก่อนปี 1969 และหลังจากนั้นผู้วิจัยอีกสองท่านอย่าง Eugene F. Fama และ Kenneth R. French ได้นำเสนอผลงานวิจัยในปี 1992 ซึ่งพบว่า ในความเป็นจริงแล้วค่า β ไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ทั้งหมดในช่วงเวลา 1963-1990 เช่นเดียวกับ Reinganum (1981), Lakonishok และ Shapiro (1986) จึงนำไปสู่การเพิ่มตัวแปรในแบบจำลองเพื่อที่จะสามารถอธิบายและคาดการณ์อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของแต่ละหลักทรัพย์ได้ดีกว่าการใช้ β เพียงตัวแปรเดียว ซึ่งตัวแปรที่ Fama และ French (1992) พิจารณาจากผลการวิจัยในอดีตพบตัวแปรที่น่าสนใจทั้งสามตัวคือ ขนาดของบริษัท (size) จากผลการวิจัยของ Banz (1981) ที่พบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ ตัวแปรที่สองคือ อัตราส่วน Book to Market value ที่พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญเช่นเดียวกับ Stattman (1980) และ Rosenberg, Reid, และ Lanstein (1985), Bhandari (1988) และอัตรากำไรต่อราคาหลักทรัพย์ (E/P) จากผลการศึกษาของ Basu ในปี 1983 ที่พบว่า E/P นั้นช่วยให้ขนาดและเบต้าของหลักทรัพย์นั้นๆ อธิบายอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น หลังจากการเพิ่มตัวแปรทั้ง Size และ Book to Market ratio เพื่ออธิบายและคาดการณ์อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างคือหุ้นสามัญในตลาด NYSE, AMEX และ NASDAQ ผลการวิจัยพบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนของบริษัท หรือ Size Effect กล่าวคือ บริษัทที่มีขนาดเล็ก (Small cap. firm) สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนได้สูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ (Large cap. firm) และความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่าง Book to Market Equity กล่าวคือ บริษัทที่มีอัตราส่วน Book to Market Equity สูงหรือถูกจัดกลุ่มเป็น Value

stock จะสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนได้สูงกว่าบริษัทที่มีลักษณะ Low Book to Market Equity หรือ Growth stock

จากผลงานวิจัยในปี 1996 ของ Fama and French ที่พบว่าแบบจำลอง CAPM นั้นไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ได้ทั้งหมดและผู้วิจัยได้ระบุว่าเกิดจากความผิดปกติ (Anomalies) ดังนั้นผู้วิจัยทั้งสองจึงสร้างแบบจำลองแบบ 3 ตัวแปร หรือ Three-factor Model เพื่อเพิ่มความสามารถในการระบุมุมสัมพันธ์จากแบบจำลองเดิม โดยสองตัวแปรที่เพิ่มขึ้นมานั้นคือ Size risk premium(SMB) ที่สะท้อนถึง Size effect และ Value risk premium(HML) คือสมการดังต่อไปนี้

$$R_i - R_f = \beta_1(R_m - R_f) + \beta_2(SMB) + \beta_3(HML)$$

โดยใช้กลุ่มตัวอย่างใน NYSE, AMEX และ NASDAQ ขั้นตอนการวิจัยผู้วิจัยจะจำแนก Small firm และ Large firm โดยใช้ Market value of Equity และในส่วนของ Book to Market Equity จะถูกจัดออกเป็น 3 กลุ่มคือ High, Medium and Low และผลการวิจัยพบว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กมีโอกาสให้ผลตอบแทนสูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ และบริษัทที่เป็น Value stock ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า Growth stock โดยความสัมพันธ์จากทั้งสองตัวแปรนี้มีความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย (Coefficient of Determination) ได้สูงถึง 81% ซึ่งดีกว่าแบบจำลองเดิม

ในปี 2006 Fama and French ได้ทำการศึกษาเพิ่มเรื่อง Value premium ของบริษัทที่มีขนาดเล็กและบริษัทที่เป็น Value stock และ Growth stock ว่ามี Value premium หรือไม่ โดยผลการทดสอบยังคงยืนยันการทดสอบในอดีตของ Loughran (1997) ที่ว่าจะมี Value premium ในบริษัทขนาดเล็กมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ และข้อสรุปที่ว่า Value stock สามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่า Growth stock ไม่ว่าจะบริษัทขนาดเล็กหรือบริษัทขนาดใหญ่ก็ตามแต่บริษัทขนาดเล็กที่เป็น Value stock ก็จะทำให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ที่เป็น Value stock และเมื่อบริษัทขนาดเล็กเหล่านี้เติบโตขึ้นก็จะส่งผลให้ค่า Value premium น้อยลงไปในอนาคตแต่ถ้าใช้ E/P ในการจำแนก Value หรือ Growth stock ผลลัพธ์คือไม่ว่าจะเป็น Small firm หรือ Large firm นั้นมี Value premium ที่ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 1963-2004

นอกจากนี้ยังมีผู้วิจัยอีกหลายท่านที่ได้ทำการทดสอบ Size effect และ Value premium ไม่ว่าจะตลาดขนาดใหญ่ในประเทศที่พัฒนาเช่นตลาด NYSE, AMEX, NASDAQ, TSE โดย Daniel and Titman Wei (2001) , SEHK โดย LAM (2002) หรือในตลาดขนาดเล็กอย่างเช่นในประเทศนิวซีแลนด์ และ ผลงานวิจัยของ Djajadikerta และ Nartea (2005) ได้สรุปว่า Size effect มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ย แต่อัตราส่วน Book to Market Equity นั้นไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนได้อย่างมีนัยสำคัญ และผลการศึกษาในอดีตเรื่อง The firm size effect กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นตลาดในประเทศสิงคโปร์

ในปี 1963-1975 ซึ่งเป็นช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์ของสิงคโปร์อยู่ในช่วงตลาดกำลังพัฒนา (Developing market) ของ Wong (1989) พบว่าขนาดของบริษัทนั้นมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญคือหุ้นขนาดเล็กให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นขนาดใหญ่ แต่ในทางกลับกันสำหรับผลการศึกษาในตลาดขนาดเล็กและยังต้องพัฒนาอย่างตลาดทุนในประเทศศรีลังกา โดย MACN. Shafana, AL. Fathima Rimziya และ AM.Inun Jariya ในปี 2013 กลับผลการศึกษาที่แตกต่างกันคือ พบความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่าง Book to Market equity กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และไม่พบ Size effect ที่เกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญกับหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี Milanka Price Index

แต่ในขณะเดียวกันก็มีงานวิจัยบางชิ้นที่มีผลขัดแย้งกับ Fama and French (1992) ซึ่งงานวิจัยของ Knez and Ready (1997) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนกับขนาด (Size) และ Book to Market Equity (B/M) โดยใช้การทำ Regression ตามปกติพบว่ามีความสัมพันธ์เหมือน กับผลงานวิจัยในอดีต แต่นักวิจัยทั้งสองได้ใช้เครื่องมือทางเศรษฐมิติที่แตกต่างออกไปจากเดิมอย่าง LTS (Least Trimmed Squares) ซึ่งจะมีการตัด Extreme data และ Outlier data ผลการศึกษาพบว่า Size กลับมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราผลตอบแทน ซึ่งผู้วิจัยให้ข้อสรุปว่าการที่บริษัทขนาดเล็กมีผลตอบแทนสูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ เนื่องจากการเติบโตของบริษัทขนาดเล็กมีโอกาสเติบโตอย่างผิดปกติได้สูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ บริษัทที่มีขนาดเล็กมีสภาพคล่องที่ต่ำกว่าส่งผลให้มีโอกาสการทำราคาได้ง่ายกว่า และสุดท้ายคือบริษัทขนาดเล็กมีโอกาสถูกเข้าควมรวมกิจการได้ง่ายกว่าซึ่งส่งผลต่อผลตอบแทนของหุ้นขนาดเล็กอย่างมาก โดยผู้วิจัยจึงสรุปว่า Size effect ที่เกิดขึ้นเกิดจากการเติบโตอย่างผิดปกติซึ่งมีโอกาสที่เป็นไปได้ค่อนข้างน้อย หรือเรียกว่า Outlier data

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

3.1 แหล่งข้อมูลในการวิจัย

ผู้วิจัยทำการศึกษาโดยใช้กลุ่มตัวอย่างคือ หุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand – SET) ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ ค.ศ. 1992 ถึง 2015 โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสของ ราคาปิด (Closing Price) เพื่อหาผลตอบแทนของแต่ละหลักทรัพย์, มูลค่าตลาด (Market capitalization) และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล SET SMART และ DATA STREAM

3.2 วิธีวิจัยและแบบจำลอง

กลยุทธ์ในการสร้างแบบจำลอง Portfolio ของการศึกษา Size effect ครั้งนี้มีเป้าหมายเพื่อตอบคำถามที่ว่า ผลกระทบของขนาด (Size Effect) ในการจัดขนาดของหลักทรัพย์ ด้วย Market capitalization มีความสอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีตที่ระบุว่าหุ้นขนาดเล็กจะสามารถสร้างผลตอบแทนได้ดีกว่าหุ้นขนาดใหญ่หรือไม่ หรือมี Size risk premium หรือไม่นั่นเอง

ดังนั้นวิธีการศึกษาของงานวิจัยชิ้นนี้ จะทำการสร้าง Portfolio จำลองขึ้นมาเป็นสอง Portfolio คือ Portfolio ที่ประกอบด้วยหุ้นขนาดเล็ก และ Portfolio ที่ประกอบด้วยหุ้นขนาดใหญ่ ซึ่งหุ้นแต่ละตัวจะถูกจัดลำดับตามขนาดโดยใช้ Market Value of Equity (MV) เป็นเกณฑ์ในแต่ละช่วงเวลาตั้งแต่ ค.ศ. 1992 ถึง 2015 และทำการแบ่งขนาดโดยใช้เกณฑ์ลำดับที่ 30% และ 70% ของ Percentile เป็นหลักทรัพย์ขนาดเล็ก และหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ตามลำดับในแต่ละช่วงเวลาการปรับ Portfolio (Rebalancing) ตามผลงานวิจัยในอดีตของ Cooper, Gulen and Schill (2008) และ Fama and French (1996) ซึ่งวิธีการทำการคำนวณขนาดของหลักทรัพย์ หรือ Market capitalization

$Market Value of Equity = Number of Outstanding shares \times Adjusted Price$ สมการที่ 3.1

จากการจัดอันดับขนาดของบริษัทแล้ว บริษัทที่อยู่ใน 30% อันดับที่มี Market capitalization ต่ำที่สุดจะถูกสร้างเป็น Portfolio Small Market cap. (SMV) และในทางกลับกัน ผู้วิจัยจะจำลอง Portfolio ของหุ้นที่มีขนาดใหญ่ที่สุดอยู่ใน 30% อันดับแรกของบริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่สุดเรียกว่า Big Market cap. (BMV) ซึ่งแต่ละหลักทรัพย์จะถูกให้น้ำหนักแต่ละหลักทรัพย์อย่าง

เท่าเทียมกันใน Portfolio หรือเป็น Equally-weighted portfolio โดยกลยุทธ์ที่ใช้คือการซื้อแล้วถือ (Buy and Hold strategy) จนกว่าจะถึงระยะเวลาปรับ Portfolio

โดยระยะเวลาในการถือครอง (Holding period) และการปรับ Rebalancing จะทำการศึกษาครอบคลุมทั้งการลงทุนระยะสั้นและการลงทุนระยะยาวโดยแบ่งเป็นทั้งหมด 3 การศึกษาคือระยะเวลา 3 เดือน, 6 เดือนและ 1 ปี เพื่อต้องการสะท้อนและยืนยันถึงผลการทดสอบผลกระทบของขนาดที่มีระยะเวลาถือครองที่แตกต่างกัน โดยงานศึกษาในอดีตมักจะใช้ระยะเวลาในการศึกษา คือ 1 เดือน อย่าง Fama and French (1996), Knez and Ready(1997) เป็นต้น และใช้ 1 ปีในการศึกษาอย่าง Cooper, Gulen and Schill (2008) และพบว่าจากการศึกษางานวิจัยที่ใช้กลุ่มตัวอย่างในประเทศทดสอบกลยุทธ์การลงทุนจะใช้ระยะเวลาคือ 6 เดือน, 1 ปี และ 2 ปี Panyangarm (2012) โดยผู้วิจัยได้เพิ่ม ระยะเวลา 3 เดือนเข้ามาในการศึกษาเพื่อให้ผลลัพธ์ที่ออกมาครอบคลุมการลงทุนในระยะสั้นเป็นรายไตรมาสด้วยเช่นกันซึ่งเหมาะสมสำหรับสภาวะการลงทุนในตลาดการเงินที่มีความเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วอยู่เสมอในปัจจุบัน

หลังจากทำการสร้าง Portfolio แล้วผู้วิจัยทำการจำลองผลตอบแทนที่ได้รับตลอดระยะเวลาการลงทุนกำไรจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นของแต่ละบริษัทเมื่อสิ้นสุดระยะเวลาการศึกษาก็จะทำการวัดผลตอบแทนทั้งหมดโดยใช้วิธี Cumulative Total return และนำผลลัพธ์ที่ได้มาเปรียบเทียบระหว่าง Portfolio ที่ประกอบด้วยหุ้นขนาดเล็กและกลุ่มหลักทรัพย์ที่ประกอบด้วยหุ้นขนาดใหญ่ว่า Portfolio แบบใดจะให้ผลตอบแทนสะสมได้ดีกว่า

นอกจากนี้เพื่อความ Robustness ของการศึกษาคั้งนี้ผู้วิจัยจึงได้ศึกษาผลกระทบของขนาด (Size effect) โดยมีกลุ่มตัวอย่างเฉพาะในกลุ่มของหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ 50 หลักทรัพย์แรกของตลาดในแต่ละช่วงเวลาด้วยวิธีวิจัยเดียวกัน เพื่อขจัดปัญหาเรื่องของตัวแปรด้านสภาพคล่องในแต่ละหลักทรัพย์ และความสามารถในการเลือกลงทุนในแต่ละหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบันที่มีข้อจำกัดการลงทุนในหุ้นขนาดเล็ก ในตลาดกำลังพัฒนา (Emerging Market) อย่างในประเทศไทย

3.3 สมมุติฐานการวิจัย

ผู้วิจัยตั้งสมมุติฐานในงานวิจัยชิ้นนี้เพื่อศึกษาผลกระทบของขนาด (Size effect) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวคือ กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่หรือไม่

$$H_0 : SMV_{return} - BMV_{return} > 0$$

ดังนั้นแล้วเพื่อพิสูจน์ว่าสมมุติฐานนี้เป็นจริงผลการศึกษาที่ออกมานั้นจะต้องสรุปได้ว่าในตลาดทุนของประเทศไทยนั้นพบผลกระทบของขนาด กล่าวคือหุ้นขนาดเล็กมีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าหุ้นขนาดใหญ่สอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีตในตลาดพัฒนาแล้ว (Developed Market)

นอกจากนี้เพื่อกำจัดตัวแปรด้านสภาพคล่องในแต่ละหลักทรัพย์ คุณภาพของหลักทรัพย์ และความสามารถในการเลือกลงทุนในแต่ละหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบัน จึงทำการทดสอบ Size Effect เฉพาะหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ที่สุด 50 อันดับแรกเท่านั้น ซึ่งมีสมมุติฐานดังต่อไปนี้ คือ กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กในกลุ่มตัวอย่างของหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ที่สุด 50 อันดับแรกให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ในกลุ่มตัวอย่างเดียวกันหรือไม่

$$H_0 : SMV_{S50ret} - BMV_{S50ret} > 0$$

หากผลการศึกษาผลกระทบของขนาด (Size effect) เฉพาะหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ที่สุด 50 อันดับแรกพบว่าหุ้นขนาดเล็กนั้นสามารถให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าหุ้นขนาดใหญ่ ดังนั้นแล้วผู้วิจัยจึงจะสามารถสรุปได้ว่า ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลกระทบจากขนาดในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ปี 1992 ถึง 2015

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

4.1 ผลการวิจัยเบื้องต้น

ผู้วิจัยทำการศึกษา Size effect ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ ค.ศ 1992 ถึง 2015 โดยทำการจัด Portfolio ของหุ้นขนาดเล็ก และหุ้นขนาดใหญ่โดยจะทำการเทียบผลตอบแทนตลอดระยะเวลาการลงทุนเป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 24 ปี ซึ่งจะมีการปรับปรุง Portfolio ตามช่วงเวลาที่กำหนด ผู้วิจัยจะนำเสนอถึงอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ย (Average return) ทั้ง Portfolio, อัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาศึกษา (Cumulative return) เพื่อนำมาเปรียบเทียบเป็นผลการศึกษา ซึ่งผู้วิจัย จะทำการแบ่งผลการศึกษาออกเป็น 2 กลุ่มเพื่อยืนยันถึงผลกระทบของขนาดเกิดขึ้นในประเทศไทย คือ 1. ผลการศึกษาที่ใช้กลุ่มตัวอย่างคือหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ 2. ผลการศึกษาที่ใช้กลุ่มตัวอย่างเฉพาะหลักทรัพย์ที่มีขนาด Market capitalization ใหญ่ที่สุด 50 อันดับแรกในแต่ละช่วงเวลาในการทดสอบ ผลการศึกษาของกลุ่มตัวอย่างแรกพบว่า ไม่มีผลกระทบของขนาด (Size effect) ที่เกิดขึ้นเช่นเดียวกับผลการศึกษาในอดีตของตลาดต่างประเทศ และผลการวิจัยกับกลุ่มตัวอย่างที่สองผู้วิจัยพบว่ามีผลกระทบของขนาดในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ที่สุด 50 อันดับแรก

4.2 ผลการศึกษาที่ใช้กลุ่มตัวอย่างคือหุ้นสามัญทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

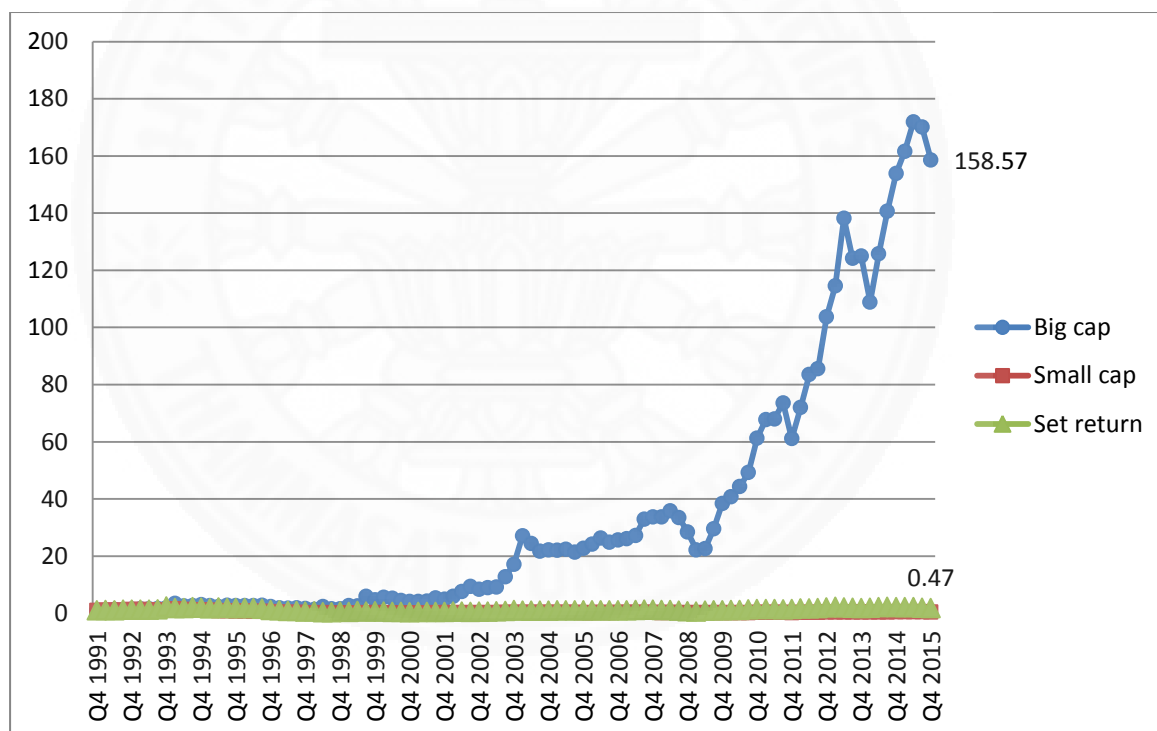
4.2.1 การศึกษาผลกระทบของขนาดซึ่งมีระยะเวลาถือครอง 3 เดือน

การศึกษาผลกระทบของขนาดโดยมีระยะเวลาการถือครอง 3 เดือน เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 96 งวด ซึ่งหุ้นสามัญขนาดใหญ่มีขนาดของบริษัทเฉลี่ยอยู่ที่ 31,503 ล้านบาท ในขณะที่ขนาดของหุ้นสามัญขนาดเล็กเฉลี่ยอยู่ที่ 363 ล้านบาท พบว่า อัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการลงทุนของพอร์ตโฟลิโอที่ประกอบด้วยหุ้นสามัญขนาดเล็ก (SMV_{return}) ให้อัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าพอร์ตโฟลิโอที่ประกอบด้วยหุ้นสามัญขนาดใหญ่ (BMV_{return}) ซึ่งอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในแต่ละงวดของ BMV_{return} เท่ากับ 7.39% ในขณะที่ SMV_{return} ให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในแต่ละงวดเท่ากับ 0.32% ซึ่งจากรยะเวลาทั้งหมด 96 งวดพบว่า BMV มีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนของ SMV ทั้งหมด 74 งวด คิดเป็นร้อยละ 77.08 และ

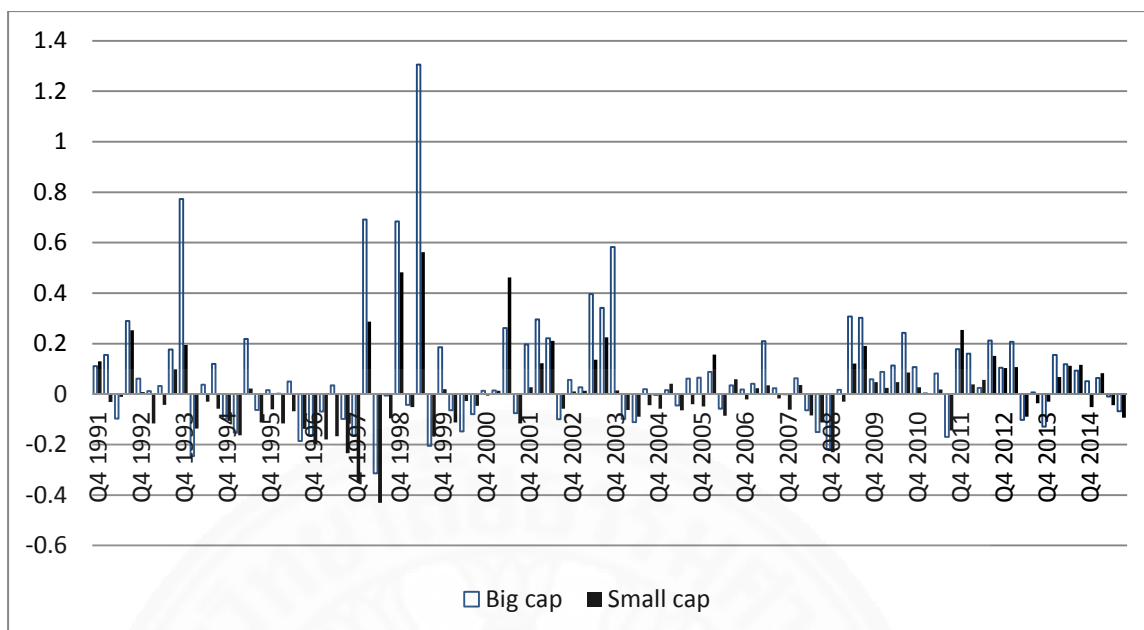
BMV อัตราผลตอบแทนทบต้นเท่ากับ 24.62% แต่ SMV มีอัตราผลตอบแทนทบต้นเท่ากับ -3.19% ซึ่งสรุปได้ว่า ไม่พบผลกระทบต่อขนาดในการศึกษาครั้งนี้

ตารางที่ 4.1 ค่าสถิติของผลการศึกษามีระยะเวลาการถือครอง 3 เดือน

Portfolio Statistics					
	Avg. Mkt Cap (MB)	CAGR	Mean	SD	Sharpe
Big Cap	31,503	24.62%	7.39%	22.88%	0.32
Small cap	363	-3.19%	0.32%	15.13%	0.02
SET	N/A	2.60%	1.97%	16.99%	0.12



ภาพที่ 4.1 อัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 3 เดือน



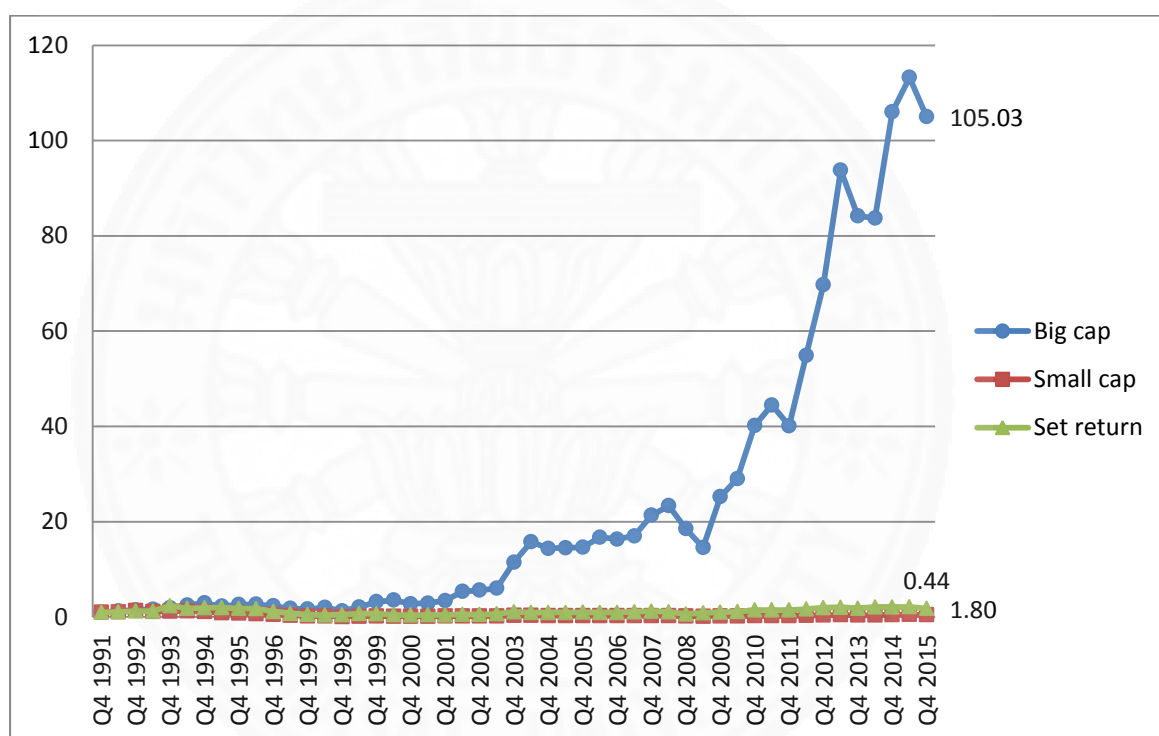
ภาพที่ 4.2 อัตราผลตอบแทนแต่ละช่วงเวลาตลอดการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 3 เดือน

4.2.2 การศึกษาผลกระทบของขนาดซึ่งมีระยะเวลาถือครอง 6 เดือน

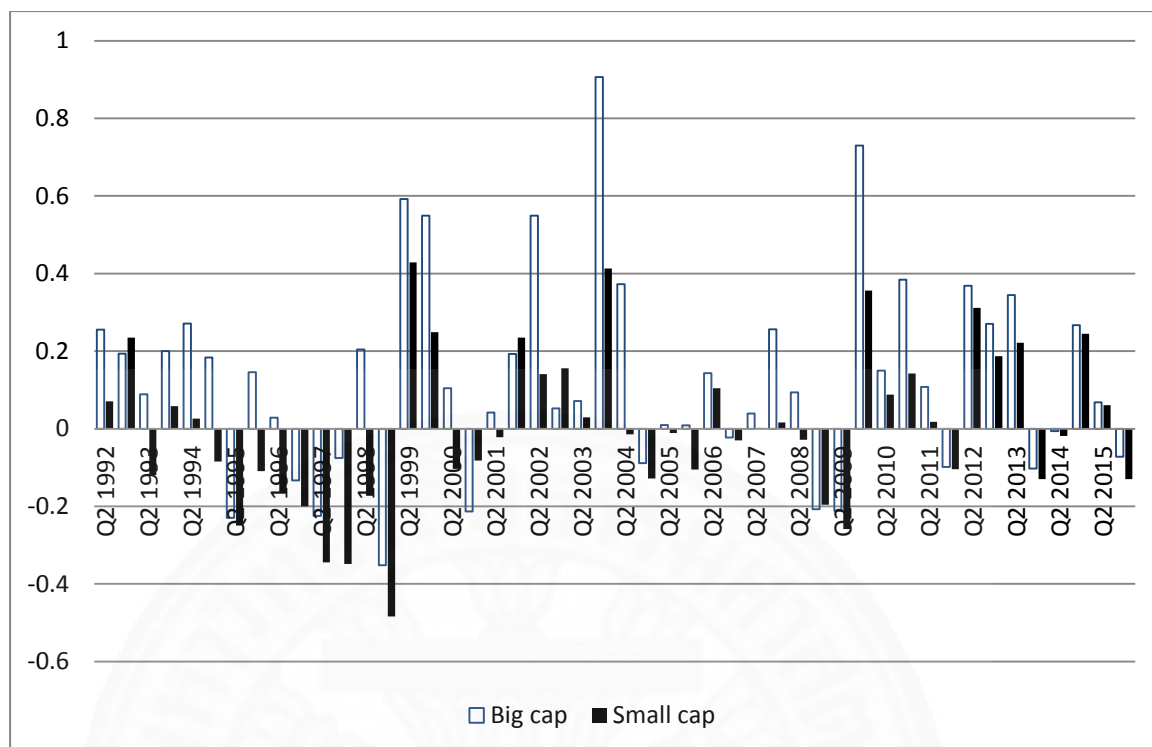
การศึกษาผลกระทบของขนาดโดยมีระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 48 งวด ซึ่งหุ้นสามัญขนาดใหญ่มีขนาดของบริษัทเฉลี่ยอยู่ที่ 31,569 ล้านบาท ในขณะที่ขนาดของหุ้นสามัญขนาดเล็กเฉลี่ยอยู่ที่ 365 ล้านบาท พบว่า อัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการลงทุนของพอร์ตโฟลิโอที่ประกอบด้วยหุ้นสามัญขนาดเล็ก (SMV_{return}) ให้อัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าพอร์ตโฟลิโอที่ประกอบด้วยหุ้นสามัญขนาดใหญ่ (BMV_{return}) ซึ่งอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในแต่ละงวดของ BMV_{return} เท่ากับ 12.93% ในขณะที่ SMV_{return} ให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในแต่ละงวดเท่ากับ 0.32% ซึ่งจากรยะเวลาทั้งหมด 48 งวดพบว่า BMV มีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนของ SMV ทั้งหมด 43 งวด คิดเป็นร้อยละ 89.58 และ BMV อัตราผลตอบแทนทบต้นเท่ากับ 22.43% แต่ SMV มีอัตราผลตอบแทนทบต้นเท่ากับ -3.50% ซึ่งสรุปได้ว่า ไม่พบผลกระทบต่อขนาดในการศึกษาครั้งนี้

ตารางที่ 4.2 ค่าสถิติของผลการศึกษามีระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน

Portfolio Statistics					
	Avg. Mkt Cap (MB)	CAGR	Mean	SD	Sharpe
Big Cap	31,569	22.43%	12.93%	25.78%	0.50
Small cap	365	-3.50%	0.32%	19.87%	0.02
SET	N/A	2.60%	4.10%	25.40%	0.16



ภาพที่ 4.3 อัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน



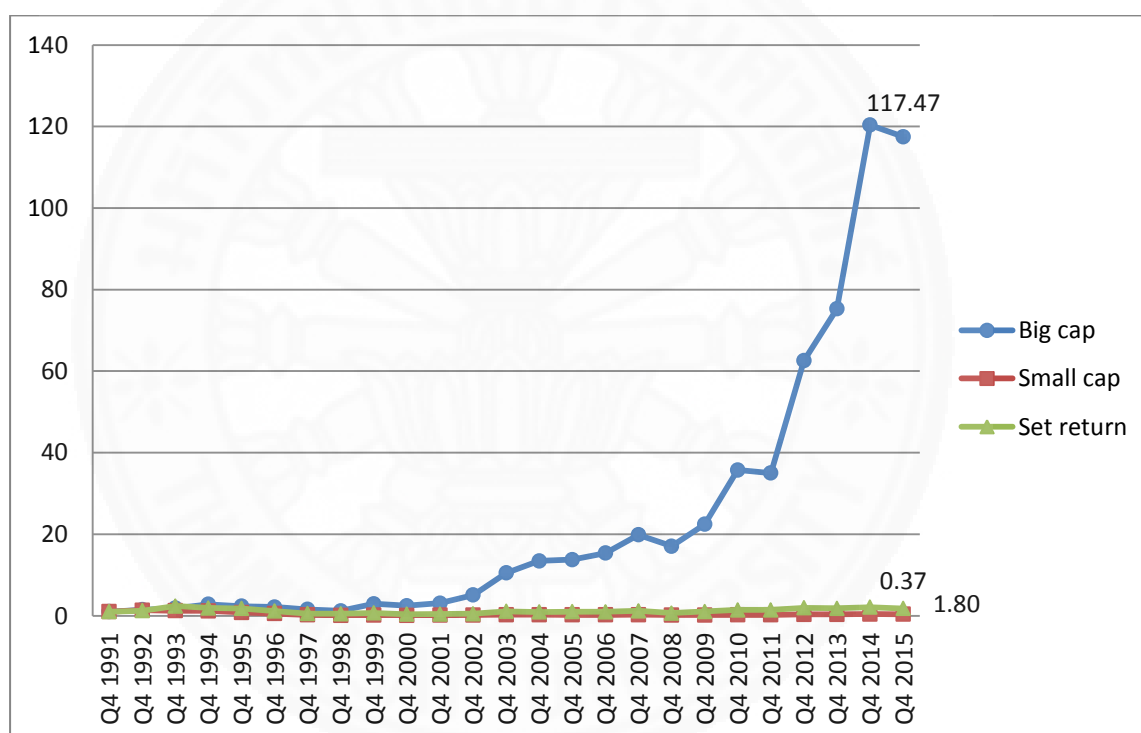
ภาพที่ 4.4 อัตราผลตอบแทนแต่ละช่วงเวลาตลอดการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน

4.2.3 การศึกษาผลกระทบของขนาดซึ่งมีระยะเวลาถือครอง 12 เดือน

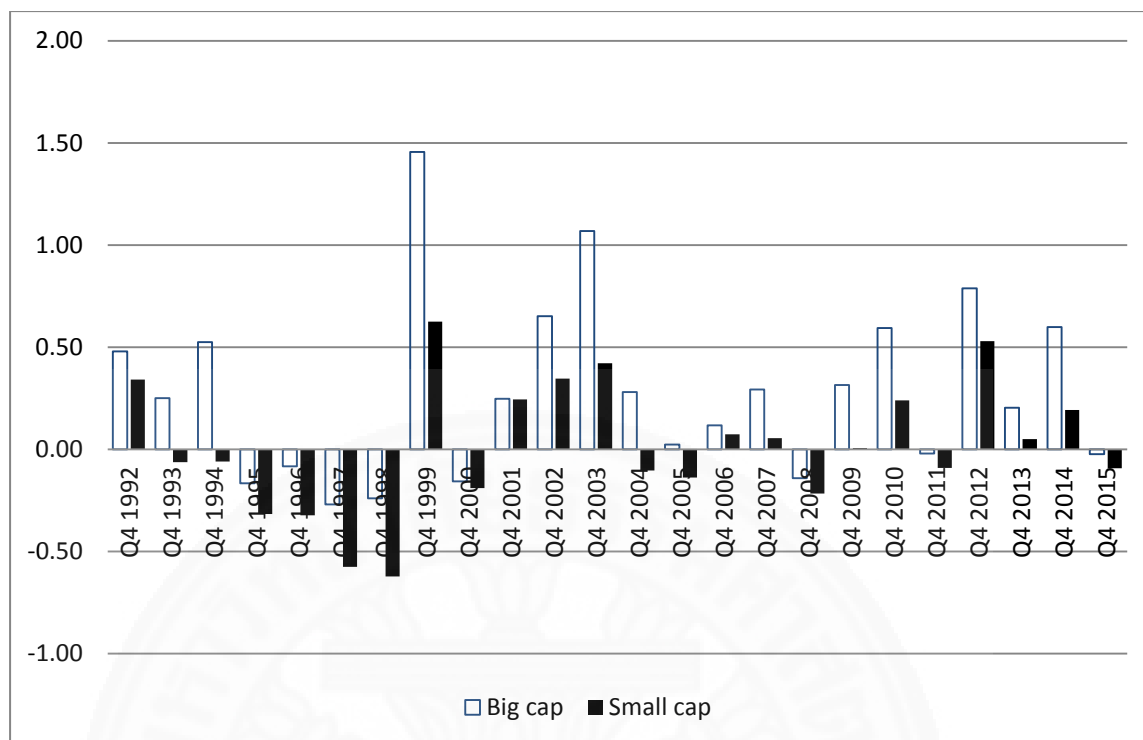
การศึกษาผลกระทบของขนาดโดยมีระยะเวลาการถือครอง 12 เดือน เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 24 งวด ซึ่งหุ้นสามัญขนาดใหญ่มีขนาดของบริษัทเฉลี่ยอยู่ที่ 31,751 ล้านบาท ในขณะที่ขนาดของหุ้นสามัญขนาดเล็กเฉลี่ยอยู่ที่ 366 ล้านบาท พบว่า อัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการลงทุนของพอร์ตโฟลิโอที่ประกอบด้วยหุ้นสามัญขนาดเล็ก (SMV_{return}) ให้อัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าพอร์ตโฟลิโอที่ประกอบด้วยหุ้นสามัญขนาดใหญ่ (BMV_{return}) ซึ่งอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในแต่ละงวดของ BMV_{return} เท่ากับ 28.25% ในขณะที่ SMV_{return} ให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในแต่ละงวดเท่ากับ 1.35% ซึ่งจากระยะเวลาทั้งหมด 24 งวดพบว่า BMV มีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนของ SMV ทั้งหมด 24 งวด คิดเป็นร้อยละ 100 และ BMV อัตราผลตอบแทนทบต้นเท่ากับ 23.03% แต่ SMV มีอัตราผลตอบแทนทบต้นเท่ากับ -4.25% ซึ่งสรุปได้ว่า ไม่พบผลกระทบต่อขนาดในการศึกษาครั้งนี้

ตารางที่ 4.3 ค่าสถิติของผลการศึกษามีระยะเวลาการถือครอง 12 เดือน

Portfolio Statistics					
	Avg. Mkt Cap (MB)	CAGR	Mean	SD	Sharpe
Big Cap	31,751	23.03%	28.25%	43.01%	0.66
Small cap	366	-4.25%	1.35%	31.66%	0.04
SET	N/A	2.60%	9.70%	41.06%	0.24



ภาพที่ 4.5 อัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 12 เดือน



ภาพที่ 4.6 อัตราผลตอบแทนแต่ละช่วงเวลาตลอดการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 12 เดือน

ผลการศึกษาผลกระทบของขนาด (Size Effect) ในกลุ่มตัวอย่างคือหุ้นสามัญทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผู้วิจัยไม่พบผลกระทบของขนาด (Size Effect) กล่าวคือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กไม่สามารถให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ตลอดระยะเวลาการศึกษา 24 ปี โดยขนาดบริษัทเฉลี่ยของหุ้นขนาดเล็กตลอดระยะเวลาการศึกษามีค่าประมาณ 360 ล้านบาท และขนาดบริษัทเฉลี่ยของหุ้นขนาดใหญ่มีค่าประมาณ 31,000 ล้านบาท

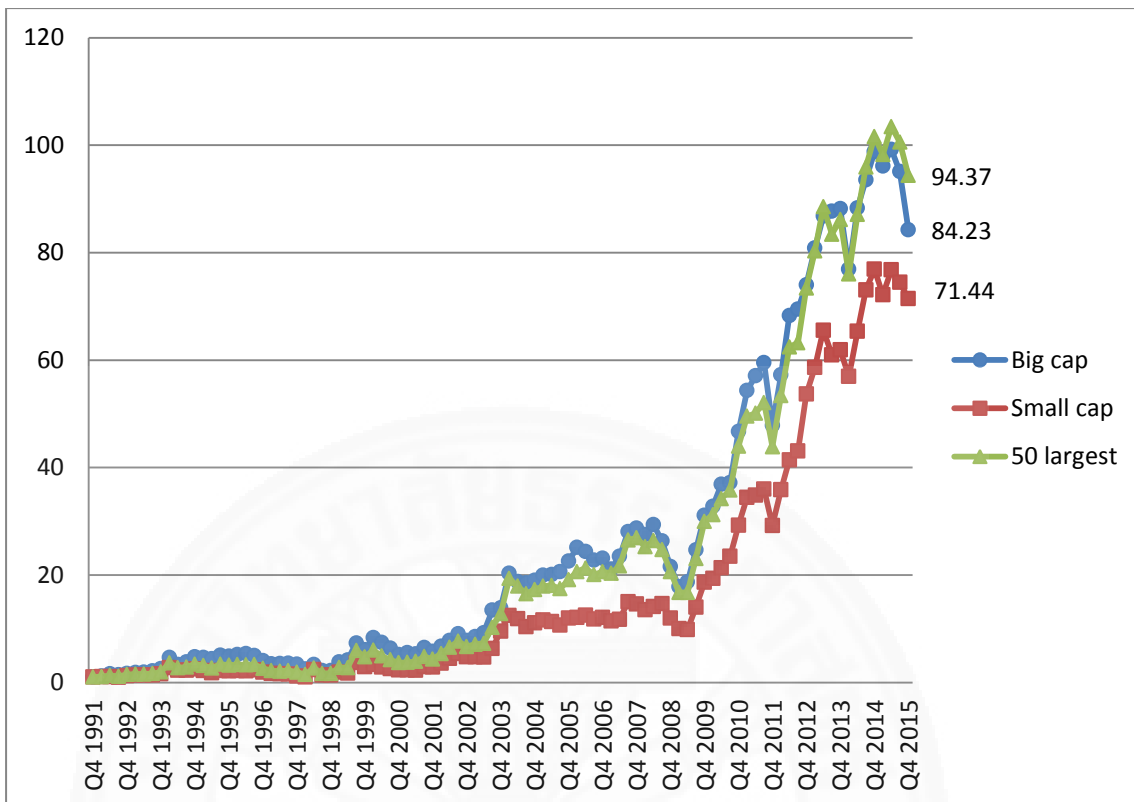
4.3 ผลการศึกษาที่ใช้กลุ่มตัวอย่างคือหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใหญ่ที่สุด 50 อันดับแรก

4.3.1 การศึกษาผลกระทบของขนาดซึ่งมีระยะเวลาถือครอง 3 เดือน

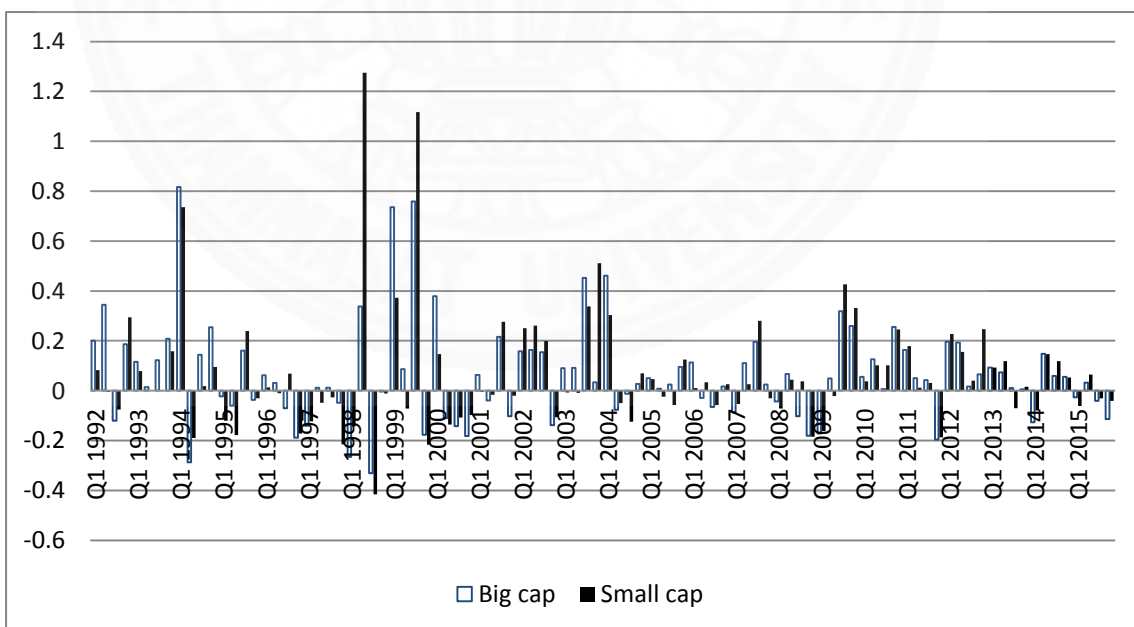
การศึกษาผลกระทบของขนาดที่ใช้กลุ่มตัวอย่างเฉพาะหุ้นสามัญที่มีขนาดใหญ่สุด 50 อันดับแรกโดยมีระยะเวลาการถือครอง 3 เดือน เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 96 งวด ซึ่งหุ้นสามัญขนาดใหญ่มีขนาดของบริษัทเฉลี่ยอยู่ที่ 170,233 ล้านบาท ในขณะที่ขนาดของหุ้นสามัญขนาดเล็กเฉลี่ยอยู่ที่ 19,134 ล้านบาท พบว่า อัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการลงทุนของพอร์ตโฟลิโอที่ประกอบด้วยหุ้นสามัญขนาดเล็ก (SMV_{s50ret}) ให้อัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าพอร์ตโฟลิโอที่ประกอบด้วยหุ้นสามัญขนาดใหญ่ (BMV_{s50ret}) ซึ่งอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในแต่ละงวดของ BMV_{s50ret} เท่ากับ 6.38% ในขณะที่ SMV_{s50ret} ให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในแต่ละงวดเท่ากับ 6.66% ซึ่งจากรยะเวลาทั้งหมด 96 งวดพบว่า BMV_{s50} มีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนของ SMV_{s50} ทั้งหมด 49 งวด คิดเป็นร้อยละ 51.04 และ BMV_{s50} อัตราผลตอบแทนทบต้นเท่ากับ 21.26% แต่ SMV_{s50} มีอัตราผลตอบแทนทบต้นเท่ากับ 20.39% ซึ่งสรุปได้ว่า ไม่พบผลกระทบต่อขนาดในการศึกษาครั้งนี้ แต่พบข้อสังเกตที่ทำให้เห็นว่า SMV_{s50} มีอัตราผลตอบแทนที่ใกล้เคียงกับ BMV_{s50} มากขึ้นและในขณะเดียวกัน อัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของ SMV_{s50} นั้นสูงกว่า BMV_{s50} แต่มีอัตราผลตอบแทนสะสมแบบทบต้นที่น้อยกว่า BMV_{s50} ซึ่งแตกต่างจากผลการศึกษาในครั้งแรกเป็นอย่างมาก

ตารางที่ 4.4 ค่าสถิติของผลการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 3 เดือน

Portfolio Statistics					
	Avg. Mkt Cap (MB)	CAGR	Mean	SD	Sharpe
Big Cap	170,233	21.26%	6.38%	19.82%	0.32
Small cap	19,314	20.39%	6.66%	23.84%	0.28
50 Largest	72,645	21.86%	6.86%	22.84%	0.30



ภาพที่ 4.7 อัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 3 เดือน



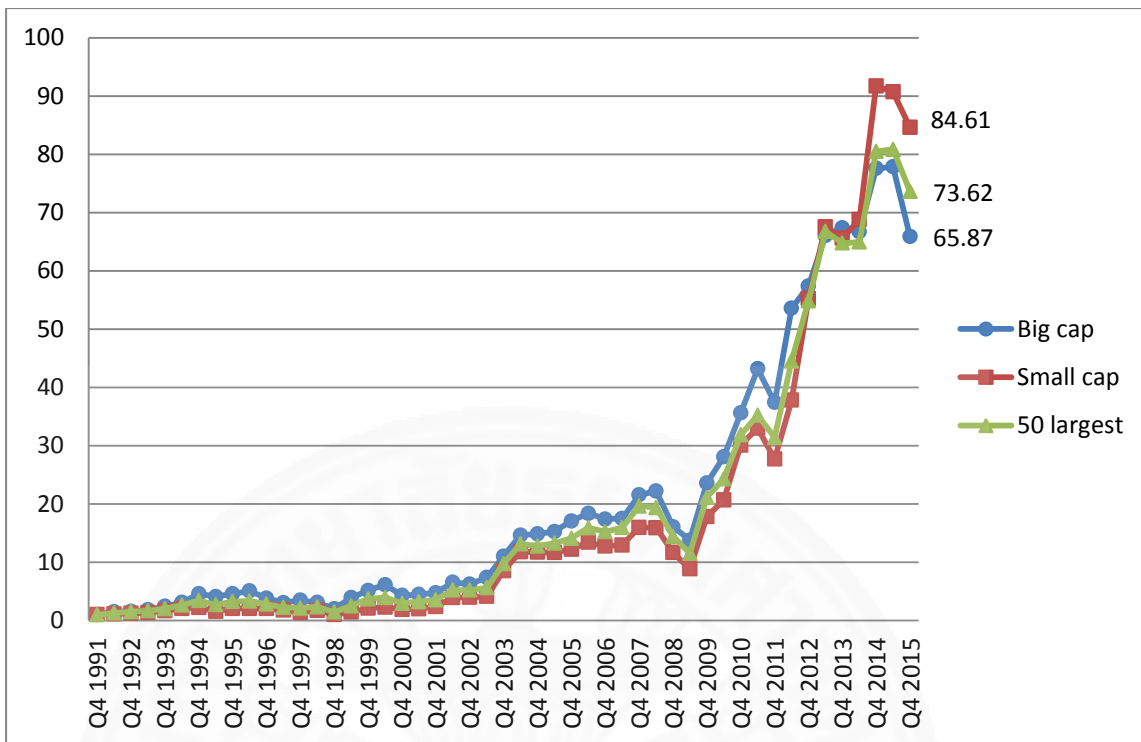
ภาพที่ 4.8 อัตราผลตอบแทนแต่ละช่วงเวลาตลอดการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 3 เดือน

4.3.2 การศึกษาผลกระทบของขนาดซึ่งมีระยะเวลาถือครอง 6 เดือน

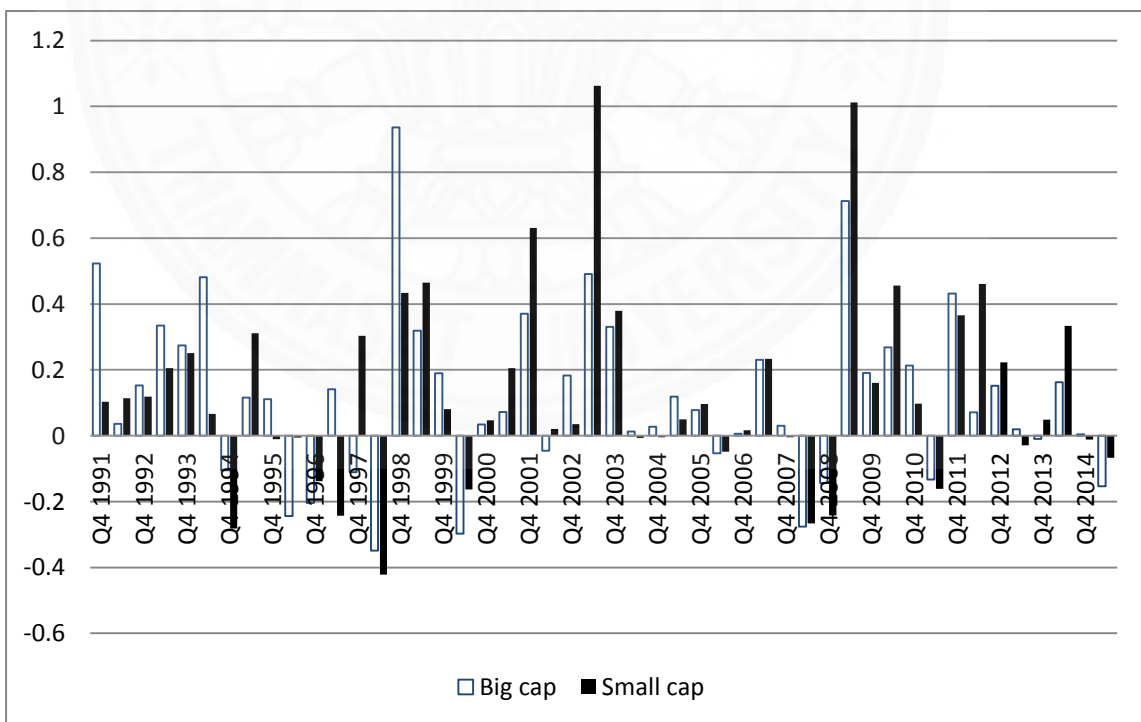
การศึกษาผลกระทบของขนาดที่ใช้กลุ่มตัวอย่างเฉพาะหุ้นสามัญที่มีขนาดใหญ่สุด 50 อันดับแรกโดยมีระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 48 งวด ซึ่งหุ้นสามัญขนาดใหญ่มีขนาดของบริษัทเฉลี่ยอยู่ที่ 171,105 ล้านบาท ในขณะที่ขนาดของหุ้นสามัญขนาดเล็กเฉลี่ยอยู่ที่ 19,649 ล้านบาท พบว่า อัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการลงทุนของพอร์ตโฟลิโอที่ประกอบด้วยหุ้นสามัญขนาดเล็ก (SMV_{s50ret}) ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าพอร์ตโฟลิโอที่ประกอบด้วยหุ้นสามัญขนาดใหญ่ (BMV_{s50ret}) ซึ่งอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในแต่ละงวดของ BMV_{s50ret} เท่ากับ 11.87% ในขณะที่ SMV_{s50ret} ให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในแต่ละงวดเท่ากับ 13.07% ซึ่งจากรยะเวลาทั้งหมด 48 งวดพบว่า SMV_{s50} มีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนของ BMV_{s50} ทั้งหมด 25 งวด คิดเป็นร้อยละ 52.08 และ SMV_{s50} อัตราผลตอบแทนทบต้นเท่ากับ 21.28% แต่ BMV_{s50} มีอัตราผลตอบแทนทบต้นเท่ากับ 19.97% ซึ่งสรุปได้ว่า ผลการศึกษาพบผลกระทบต่อขนาดในการศึกษาที่ใช้กลุ่มตัวอย่างเฉพาะหุ้นสามัญที่มีขนาดใหญ่สุด 50 อันดับแรก

ตารางที่ 4.5 ค่าสถิติของผลการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน

Portfolio Statistics					
	Avg. Mkt Cap (MB)	CAGR	Mean	SD	Sharpe
Big Cap	171,105	19.97%	11.87%	25.61%	0.46
Small cap	19,649	21.28%	13.07%	29.21%	0.45
50 Largest	73,276	20.55%	12.09%	25.48%	0.47



ภาพที่ 4.9 อัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน



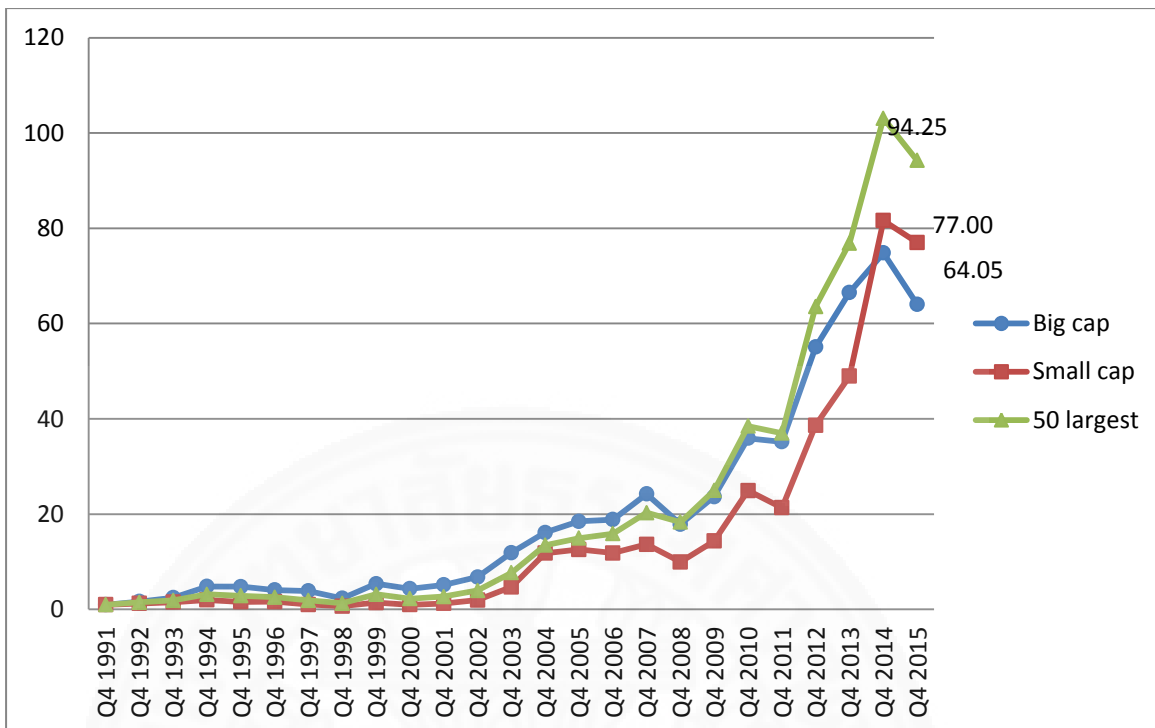
ภาพที่ 4.10 อัตราผลตอบแทนแต่ละช่วงเวลาตลอดการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน

4.3.3 การศึกษาผลกระทบของขนาดซึ่งมีระยะเวลาถือครอง 12 เดือน

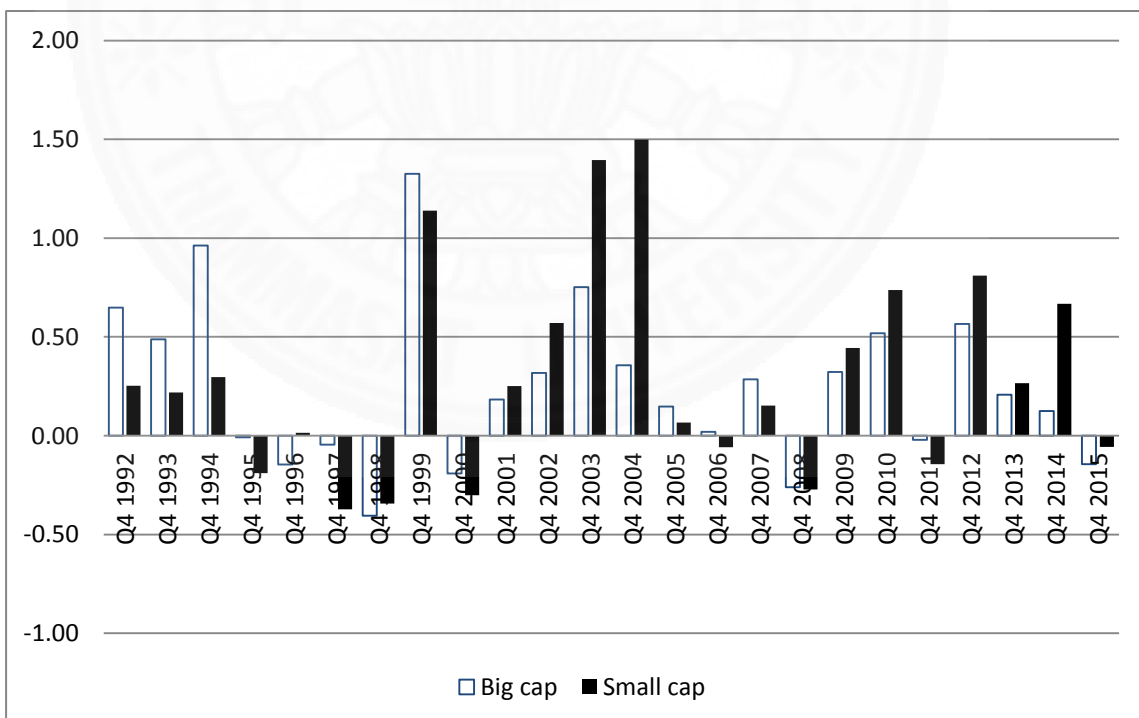
การศึกษาผลกระทบของขนาดที่ใช้กลุ่มตัวอย่างเฉพาะหุ้นสามัญที่มีขนาดใหญ่สุด 50 อันดับแรกโดยมีระยะเวลาการถือครอง 12 เดือน เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 24 งวด ซึ่งหุ้นสามัญขนาดใหญ่มีขนาดของบริษัทเฉลี่ยอยู่ที่ 171,845 ล้านบาท ในขณะที่ขนาดของหุ้นสามัญขนาดเล็กเฉลี่ยอยู่ที่ 20,114 ล้านบาท พบว่า อัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการลงทุนของพอร์ตโฟลิโอที่ประกอบด้วยหุ้นสามัญขนาดเล็ก (SMV_{s50ret}) ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าพอร์ตโฟลิโอที่ประกอบด้วยหุ้นสามัญขนาดใหญ่ (BMV_{s50ret}) ซึ่งอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในแต่ละงวดของ BMV_{s50ret} เท่ากับ 25.00% ในขณะที่ SMV_{s50ret} ให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในแต่ละงวดเท่ากับ 29.35% ซึ่งจากรยะเวลาทั้งหมด 24 งวดพบว่า SMV_{s50} มีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนของ BMV_{s50} ทั้งหมด 12 งวดคิดเป็นร้อยละ 50 และ SMV_{s50} อัตราผลตอบแทนทบต้นเท่ากับ 20.79% แต่ BMV_{s50} มีอัตราผลตอบแทนทบต้นเท่ากับ 19.82% ซึ่งสรุปได้ว่า ผลการศึกษาพบผลกระทบต่อขนาดในการศึกษาที่ใช้กลุ่มตัวอย่างเฉพาะหุ้นสามัญที่มีขนาดใหญ่สุด 50 อันดับแรก

ตารางที่ 4.6 ค่าสถิติของผลการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 12 เดือน

Portfolio Statistics					
	Avg. Mkt Cap (MB)	CAGR	Mean	SD	Sharpe
Big Cap	171,845	19.82%	25.00%	40.83%	0.61
Small cap	20,114	20.79%	29.35%	52.90%	0.55
50 Largest	74,109	21.85%	27.42%	43.15%	0.64



ภาพที่ 4.11 อัตราผลตอบแทนสะสมตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 12 เดือน



ภาพที่ 4.12 อัตราผลตอบแทนแต่ละช่วงเวลาตลอดการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 12 เดือน

ในส่วนสุดท้ายของการศึกษาผลกระทบของขนาดของกลุ่มตัวอย่างทั้งสอง ผู้วิจัยไม่พบผลกระทบของขนาดในการศึกษากับหุ้นสามัญทั้งตลาด ในช่วงระยะเวลาการศึกษาตั้งแต่ ปี 1992 ถึง 2015 ทุกๆระยะการถือครองตั้งแต่ 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือน แต่ในการศึกษาผลกระทบของขนาดของกลุ่มตัวอย่างที่สองคือหุ้นสามัญขนาดใหญ่ที่สุด 50 อันดับแรก ผู้วิจัยพบผลกระทบของขนาดซึ่งเกิดขึ้นในการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน และ 12 เดือน แต่ในการศึกษาที่มีระยะเวลาถือครอง 3 เดือน ผู้วิจัยไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนถึงแม้หุ้นสามัญขนาดเล็กที่สุด 50 อันดับแรกจะมีอัตราผลตอบแทนที่น้อยกว่าหุ้นสามัญขนาดใหญ่ก็ตาม แต่กลับมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยตลอดระยะเวลาการศึกษาที่มากกว่าหุ้นสามัญขนาดใหญ่

จากข้อสรุปข้างต้นที่ผลการศึกษาพบผลกระทบของขนาด (Size Effect) เฉพาะในกลุ่มตัวอย่างของหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ที่สุด 50 อันดับแรก แต่กลับไม่พบผลกระทบของขนาดในการใช้หุ้นสามัญทั้งตลาดหลักทรัพย์อันเนื่องมาจากขนาดของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 360 - 370 ล้านบาทตลอดระยะเวลาการศึกษา เมื่อเทียบกับกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กของหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ที่สุด 50 อันดับแรก ที่มีขนาดเฉลี่ยอยู่ที่ 19,000 - 20,000 ล้านบาท ผู้วิจัยสังเกตเห็นว่ากลุ่มหลักทรัพย์ในการศึกษาครั้งแรกมีขนาดเล็กกว่ากลุ่มตัวอย่างที่สองอย่างมากซึ่งนำไปสู่ปัญหาด้านสภาพคล่องในการลงทุน (Liquidity Risk) ส่งผลให้หุ้นสามัญขนาดเล็กที่มีความสามารถในการเติบโตได้ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนได้อย่างสมเหตุสมผล

ตารางที่ 4.7 อัตราผลตอบแทนแบบทบต้นต่อปีตลอดระยะเวลาการศึกษา

Holding period (Months)	Compound Annual Growth Rate					
	Total Market			First 50 th Biggest Mkt. cap in Market		
	Small Cap.	Big Cap.	Diff.	Small Cap.	Big Cap.	Diff.
3	-3.19%	24.62%	-27.81%	20.39%	21.26%	-0.87%
6	-3.50%	22.43%	-25.93%	21.28%	19.97%	1.31%
12	-4.25%	23.03%	-27.28%	20.79%	19.82%	0.97%

ตารางที่ 4.8 อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่องวดตลอดระยะเวลาการศึกษา

Holding period (Months)	Average return per period					
	Total Market			First 50 th Biggest Mkt. cap in Market		
	Small Cap.	Big Cap.	Diff.	Small Cap.	Big Cap.	Diff.
3	0.32%	7.39%	-7.07%	6.66%	6.38%	0.28%
6	0.32%	12.93%	-12.61%	13.07%	11.87%	1.20%
12	1.35%	28.25%	-26.90%	29.35%	25.00%	4.35%

ตารางที่ 4.9 จำนวนงวดที่แต่ละพอร์ตโฟลิโอมีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับ

Total Period	Number of outperforming period			
	Total Market		First 50 th Biggest Mkt. cap in Market	
	Portfolio	Period	Portfolio	Period
96	Big Cap.	74	Big Cap.	49
48	Big Cap.	43	Small Cap.	25
24	Big Cap.	24	Small Cap.	12

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

ผลการศึกษาผลกระทบของขนาด (Size effect) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แสดงให้เห็นว่าในกรณีที่ใช้กลุ่มตัวอย่างคือหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด ผู้วิจัยไม่พบผลกระทบของขนาดที่เกิดขึ้นกล่าวคือหุ้นสามัญขนาดเล็กไม่สามารถให้ผลตอบแทนได้ดีกว่าหุ้นสามัญขนาดใหญ่อย่างในตลาดต่างประเทศที่เป็นตลาดพัฒนาแล้ว (Developed Market) และขัดแย้งกับผลการศึกษาในอดีตที่ผ่านมา ในทุกระยะเวลาการถือครองตลอดระยะเวลาการศึกษา ทั้ง 24 ปี ตั้งแต่ปี 1992 ถึง 2015 จึงนำไปสู่การศึกษาต่อยอดโดยใช้กลุ่มตัวอย่างเฉพาะหุ้นสามัญที่มีขนาดใหญ่ที่สุด 50 อันดับแรกเพื่อศึกษาผลกระทบของขนาด (Size effect) อีกครั้งอันเนื่องมาจาก ผู้วิจัยต้องการจะกำจัดตัวแปรในด้านสภาพคล่องของหุ้นขนาดเล็กที่มีสภาพคล่องต่ำที่ทำให้นักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบันไม่สามารถลงทุนในหุ้นกลุ่มขนาดเล็กได้ถึงแม้จะมีโอกาสในการเติบโตมากกว่าหุ้นขนาดใหญ่ก็ตาม และนักลงทุนเหล่านี้อาจจะมีนโยบายการลงทุนเฉพาะหุ้นขนาดใหญ่ใน SET50 หรือ SET100 เท่านั้น ซึ่งผลการศึกษาพบว่าเกิดผลกระทบจากขนาดในการศึกษาที่มีระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน และ 12 เดือนแสดงว่าหุ้นสามัญที่ถูกจัดอันดับเป็นหุ้นสามัญขนาดเล็กสามารถให้ผลตอบแทนได้สูงกว่าหุ้นสามัญขนาดใหญ่ แต่ผู้วิจัยไม่สามารถสรุปได้อย่างแน่ชัดอันเนื่องมาจากผลการศึกษาของระยะเวลาการถือครองที่ 3 เดือน นั้นไม่พบผลกระทบของขนาดถึงแม้จะมีการเปลี่ยนกลุ่มตัวอย่าง

ดังนั้นแล้วจากผลการศึกษาข้างต้นทำให้ผู้วิจัยสามารถสรุปได้ว่าไม่พบผลกระทบของขนาด (Size effect) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นตลาดกำลังพัฒนา (Developing Market) เนื่องจากปัจจัยด้านสภาพคล่องของหุ้นสามัญขนาดเล็กหรือขนาดบริษัท ที่ทำให้นักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบันซึ่งมีอำนาจในการขับเคลื่อนตลาดไม่สามารถลงทุนได้ อันเนื่องมาจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกจัดเป็นหลักทรัพย์ขนาดเล็กนั้นมี Market capitalization ของหุ้นแต่ละตัวเฉลี่ยต่อระยะเวลาการศึกษาอยู่ที่ 360 ล้านบาทเมื่อเทียบกับขนาดเฉลี่ยของหุ้นขนาดเล็กแต่ละตัวที่อยู่ในกลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่สุด 50 อันดับแรก อยู่ที่ 20,000 ล้านบาท ส่งผลทำให้หุ้นขนาดเล็กของกลุ่มตัวอย่างแรกนั้นมีความเสี่ยงด้านสภาพคล่องเป็นอย่างมีนัยสำคัญไม่สามารถรองรับการซื้อขายของผู้เล่นหลักในตลาดอย่างนักลงทุนต่างชาติหรือนักลงทุนสถาบันได้ส่งผลทำให้หุ้นที่มี

ศักยภาพในการเติบโตแต่มีปัญหาด้านสภาพคล่องในการซื้อขายไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนได้สูงกว่าหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่ไม่มีปัญหาด้านสภาพคล่องในการซื้อขาย

นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) มีขนาดของบริษัทจดทะเบียนอยู่ในระดับที่ต่ำมากเมื่อเทียบกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดพัฒนาแล้ว (Developed Market) อย่างตลาด NYSE หรือ NASDAQ ซึ่งการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมี Market depth ที่ต่ำส่งผลให้ปัญหาด้านสภาพคล่องในการซื้อขาย (Liquidity risk) ยังคงเป็นปัจจัยที่สำคัญในการเลือกลงทุนของนักลงทุนที่มีบทบาทสำคัญในการขับเคลื่อนตลาดอย่างนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบัน

ตารางที่ 5.1 การเปรียบเทียบบริษัทที่มีมูลค่าสูงที่สุด 5 อันดับแรกของแต่ละตลาด

Top Five Biggest Companies in Each Market						
No	NYSE		Nasdaq		Set	
	Name	Mkt. cap	Name	Mkt. cap	Name	Mkt. cap*
1	Exxon Mobil	\$322 B	Apple Inc.	\$541 B	PTT	\$19.5 B
2	General Electric	\$288 B	Alphabet Inc.	\$488 B	ADVANCE	\$18.6 B
3	Johnson & Johnson	\$268 B	Microsoft	\$407 B	SIAM CEMENT	\$15.4 B
4	Wells Fargo	\$249 B	Facebook, Inc.	\$268 B	SCB	\$12.6 B
5	J P Morgan Chase	\$209 B	Amazon.com, Inc.	\$267 B	CP ALL	\$12.2 B

หมายเหตุ : ข้อมูล ณ 31 ธันวาคม 2558, *อัตราแลกเปลี่ยน ที่ USDTHB 36

5.2 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

สำหรับการศึกษาด้านผลกระทบของขนาด (Size effect) ในอนาคตที่มีกลุ่มตัวอย่างอยู่ในตลาดกำลังพัฒนา (Developing Market) ผู้วิจัยเห็นว่ามีความแปรผันต่างๆ ที่อาจจะทำให้ไม่สามารถพบผลกระทบจากขนาดได้เช่น ขนาดของบริษัท สภาพคล่องของการลงทุนในหุ้นขนาดเล็ก เม็ดเงินลงทุนจากต่างชาติ (Fund Flow) หรือแม้กระทั่งนโยบายในการลงทุนของนักลงทุนสถาบันหรือนักลงทุนต่างชาติ เป็นต้น หากการศึกษาในอนาคตสามารถนำปัจจัยเหล่านี้เข้ามาศึกษาถึงความสัมพันธ์ที่มีต่อผลกระทบต่อขนาดได้อาจจะช่วยให้ผลการศึกษามีความชัดเจนมากยิ่งขึ้นเกี่ยวกับผลกระทบของขนาดในตลาดกำลังพัฒนา

รายการอ้างอิง

Articles

- Allen, David E., Singh, Abhay K. and Powell R., 2009. Asset Pricing, the Fama-French Model and the Implications of Quantile Regression Analysis, School of Accounting, Finance and Economics of Edith Cowan University, Working Paper 0911, October 2009
- Banz, Rof W., 1981. The Relationship between Return and Market Value of Common Stock. *Journal of Financial Economics*, pages 3-18
- Basu, S., 1977. Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *The Journal of Finance*, No. 3, pages 663-682
- Billett, Matthew T., Dolly King, T. and Mauer, David C., 2007. Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants. *The Journal of Finance*, No.2, pages 697-730, April 2007
- Cooper, Micheal J., Gulen H., Schill, Michael J., 2008. Asset Growth and the Cross-Section of Stock Returns. *The Journal of Finance*, No. 4, pages 1609-1651, August 2008
- De Bondt, Werner F. and Thaler, R., 1985. Does the Stock Market Overreact?. *The Journal of Finance*, No. 3, pages 793-805, July 1985
- Djajadikerta, H. and Nartea, G., 2005. The Size and Book-to-Market Effects and the Fama-French Three -Factor Model in small Markets: Preliminary Findings from New Zealand. School of Accounting, Finance and Economics Edith Cowan University. Working paper 0510, November 2005
- Fama, Eugene F. and French, Kenneth R., 1992. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, No. 2, pages 427-465, June 1992
- Fama, Eugene F. and French, Kenneth R., 1996. Multifactor Explanation of Asset Pricing Anomalies. *The Journal of Finance*, Volume 51, No. 1, pages 55-84, March 1996

- Fama, Eugene F. and French, Kenneth R., 2006. The Value Premium and the CAPM. *The Journal of Finance*, No. 5, pages 2163-2185, October 2005
- Fresard, L., 2010. Financial Strength and Product Market Behavior: The Real Effects of Corporate Cash Holdings. *The Journal of Finance*, No. 3, pages 1097-1122, June 2010
- Gomes, Joao F. and Schmid L., 2010. Levered Returns. *The Journal of Finance*, No. 2, pages 467-494, April 2010
- Harford, J., 1999. Corporate Cash Reserves and Acquisitions. *The Journal of Finance*, No. 6, pages 1969-1997, December 1999
- Kie A, Wong, 1989. The firm size effect on stock returns in a developing stock market. *Economics Letters* No. 30 pages 61-65. National University of Singapore
- Knez, Peter J. and Ready, Mark J., 1997. On The Robustness of Size and Book-to-Market in Cross-Sectional Regressions. *The Journal of Finance*, No. 4, September 1997
- Litner, John, 1965. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, No. 1, pages 13-37, February 1965
- Macn S., AL. Fathima Rimziya and AM,Inun J.,2013. Relationship between Stock Returns and Firm Size, and Book-To-Market Equity: Empirical Evidence from Selected Companies Listed on Milanka Price Index in Colombo Stock Exchange. Department of Accountancy and Finance, Faculty of Management and Commerce, South Eastern University of Sri Lanka
- Panyangarm, P., 2012. Enterprise Multiple and Arbitrage Opportunity. Faculty of Commerce and Accountancy. Thammasat University
- Rajan, Raghuram G. and Zingales L., 1995. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5, pages 1421-1460, December 1995
- Sharpe, William F., 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *The Journal of Finance*. No. 3, pages 425-442, September 1964

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นายปิยพงษ์ สันติสกุลธรรม
วันเดือนปีเกิด	23 ตุลาคม พ.ศ. 2535
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2557: บัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ผลงานทางวิชาการ	-
ประสบการณ์ทำงาน	Alpha Absolute Company Limited (2016) Analyst Maybank Kim Eng (2014) Research Analyst (Internship) KPMG Phoomchai Audit Ltd (2013) Auditor (Internship)