



ประสิทธิภาพการดำเนินงานหุ้นธนาคารในอาเซียน

The Efficiency of Bank Stocks in ASEAN Stocks Exchanges

เบญจมาศ คำวงษ์พนาว์^{1*} และ ถวิล นิลใบ²

¹สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ คณะเศรษฐศาสตร์

มหาวิทยาลัยรามคำแหง ประเทศไทย

²คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง ประเทศไทย

ผู้รับผิดชอบบทความ*

Benjamat Khamwongpanao^{1*} and Tawin Nillbai²

Email: khamwongbenjamt@hotmail.com¹, tawin@ru.ac.th²

¹Economics, Faculty of Economics,

Ramkhamhaeng University, Thailand

²Faculty of Economics, Ramkhamhaeng University, Thailand

Corresponding author*

Received: July 12, 2020 / Revised: April 6, 2021 / Accepted: April 7, 2021

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อวัดและเปรียบเทียบประสิทธิภาพของหุ้น คือ หุ้นที่คุ้มค่ากับต้นทุนการถือครองของนักลงทุน การศึกษาได้ประยุกต์วิธี Data Envelopment Analysis โดยทำการศึกษาหุ้นกลุ่มธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อาเซียนจำนวน 26 ธนาคาร ทำการศึกษา 2 ช่วงเวลา คือ ปี พ.ศ. 2558 ซึ่งเป็นปีแรกในการริเริ่มโครงการ Asean Trading Link และเปรียบเทียบกับปี พ.ศ. 2561 ผลการศึกษาพบว่า คะแนนประสิทธิภาพหุ้นโดยเฉลี่ยในปี พ.ศ. 2558 และ 2561 เท่ากับ 0.71 และ 0.74 ตามลำดับ ประการที่สอง คุณลักษณะของหุ้นที่มีประสิทธิภาพสูงจะมีค่าความเสี่ยงต่ำกว่าตลาด ขณะที่หุ้นที่มีประสิทธิภาพต่ำจะมีค่าความเสี่ยงสูงกว่าตลาด ประการที่สาม หุ้นกลุ่มที่มีประสิทธิภาพสูงจะมีค่าสัดส่วนราคาต่อกำไรต่ำหรือสามารถคืนทุนแก่ผู้ซื้อหุ้นได้เร็ว ขณะที่กลุ่มหุ้นที่มีประสิทธิภาพต่ำจะมีค่าสัดส่วนราคาต่อกำไรสูง ประการสุดท้าย หุ้นกลุ่มที่มีประสิทธิภาพสูงจะมีผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และผลตอบแทนต่อทุนสูงกว่าหุ้นในกลุ่มประสิทธิภาพต่ำ

คำสำคัญ: หุ้นธนาคาร; ประสิทธิภาพหุ้น; ตลาดหลักทรัพย์อาเซียน

Abstract

The objective of this research is to study the characteristics of high performance stock (The best long-term stocks) by using the Data Envelopment Analysis (DEA) to measuring efficiency of 26 bank stocks in ASEAN Exchanges market. For comparison, between two period of bank stock performance, 2015 the ASEAN Trading Link project and bank stock performance in 2018 under the BCC-I analysis. Results show that average efficiency scores of Bank stocks was high at 0.74 in 2018 and 0.71 in 2015 respectively. the risk of characteristics of high performance stock will lower than market. Meanwhile, the risk of characteristics of low performance stock will higher than market. Secondly, low PE stocks earn higher return in short term. Meanwhile, high PE stocks earn lower return in long term, and high performance stock having higher Return On Assets and Return On Equity than low performance stock.

Keywords: Bank Stocks; Efficiency of Bank Stocks; ASEAN Stocks Exchanges

บทนำ

ในอดีตประชาชนในแต่ละประเทศมักจะมีข้อจำกัดหลาย ๆ ประการที่จะไปลงทุนซื้อหุ้นในตลาดต่างประเทศ แต่ปัจจุบันการที่จะไปลงทุนต่างประเทศทำได้ไม่ยุ่งยากเหมือนในอดีต โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประชาคมอาเซียน ประเทศสมาชิกประชาคมอาเซียน ได้ตกลงร่วมกันในการร่วมมือและพัฒนาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน (ASEAN exchanges) โดยเริ่มในปี พ.ศ. 2558 เพื่อยกระดับความสำคัญของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มอาเซียนให้เพิ่มสูงขึ้น โดยมีเป้าหมายร่วมกันที่จะเพิ่มสภาพคล่องของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์อาเซียน ด้วยการส่งเสริมการทำธุรกรรมข้ามตลาด การเพิ่มประสิทธิภาพช่องทางการเข้าถึงตลาดหลักทรัพย์อาเซียนให้สะดวกและง่ายขึ้น และการออกผลิตภัณฑ์ที่อ้างอิงหลักทรัพย์ในอาเซียน สำหรับมาตรการที่นำมาใช้ที่สำคัญ ได้แก่ การจัดตั้ง ASEAN Trading Link ซึ่งเป็นโครงการความร่วมมือระหว่าง ตลาดหลักทรัพย์ในอาเซียน 7 แห่ง ใน 6 ประเทศ อันประกอบไปด้วยประเทศไทย มาเลเซีย อินโดนีเซีย สิงคโปร์ ฟิลิปปินส์ และเวียดนาม ซึ่งต้องการที่จะพัฒนาระบบอิเล็กทรอนิกส์ เชื่อมต่อการซื้อขายว่าจะเพิ่มความน่าสนใจของภูมิภาค รวมถึงการรวมกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีปัจจัยพื้นฐานดีของตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่งในอาเซียน ที่เรียกว่า หุ้นดาวเด่นอาเซียน (ASEAN stars) ประโยชน์ของการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านโครงการ ASEAN Trading Link ที่สำคัญ ได้แก่ นักลงทุนจะได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาให้แก่ผู้ที่อาศัยอยู่ในประเทศไทยสำหรับผลตอบแทนส่วนเพิ่ม (capital gains) จากการขายหลักทรัพย์ผ่านกระดานเชื่อมโยงอาเซียน และให้สิทธิแก่ผู้ลงทุนในหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียน 2 ตลาด (ถวิล นิลใบ, 2560)



การเปิดโอกาสให้มีการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่สำคัญคือ ทำให้นักลงทุนสามารถมีจำนวนหุ้นให้เลือกเพิ่มขึ้น ไม่จำกัดที่จะต้องเลือกหุ้นเฉพาะในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศตนเอง แต่อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไม่เหมือนกับผลตอบแทนที่ได้จากตลาดการเงินและตลาดพันธบัตร เพราะถึงแม้ว่าจะให้ผลตอบแทนมาก แต่ก็มีความเสี่ยงมากด้วย ดังนั้น การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนจำเป็นต้องหาแนวทางช่วยในการตัดสินใจว่าควรลงทุนในหุ้นใดที่จะได้รับผลตอบแทนสูงสุดภายใต้ความเสี่ยงที่ยอมรับได้ ซึ่งที่ผ่านมามีหลาย ๆ แนวทาง แต่ละแนวทางต่างก็มีจุดอ่อน ซึ่งยังไม่มีแนวทางใดที่ดีกว่ากัน การศึกษานี้ประยุกต์วิธีการ Data Envelopment Analysis (DEA) ซึ่งเป็นแนวทางใหม่ที่น่าสนใจมาช่วยตัดสินใจวิเคราะห์การเลือกหุ้น

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อเปรียบเทียบประสิทธิภาพของหุ้นของกลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน
2. เพื่อศึกษาคุณลักษณะของหุ้นธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์อาเซียนที่มีประสิทธิภาพสูง

ข้อมูลขอบเขตของการวิจัย

การศึกษานี้ เลือกศึกษากลุ่มตัวอย่างเป็นหุ้นธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนใน 6 ตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 6 ประเทศ ได้แก่ สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ เวียดนาม และไทย ทำการศึกษาจำนวน 2 ปี คือในปี พ.ศ. 2558 และ ปี พ.ศ. 2561 การศึกษาใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) โดยหุ้นที่ทำการศึกษามีจำนวน 26 หุ้น

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

เพื่อให้ให้นักลงทุน ผู้ประกอบการ นักศึกษา และประชาชนทั่วไปมีความรู้เกี่ยวกับหุ้นกลุ่มธนาคารในอาเซียนที่มีผลประกอบการดี เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน รวมทั้งมีหลักเกณฑ์ในการคัดเลือกหุ้นที่จะลงทุน

การทบทวนวรรณกรรม

แนวคิดทางทฤษฎี Data Envelopment Analysis

วิธี DEA ถูกนำไปใช้ประเมินประสิทธิภาพขององค์กรทั้งภาครัฐและภาคเอกชน DEA เป็นวิธีการประมาณค่าที่ไม่อิงพารามิเตอร์ (nonparametric method) ในการวัดประสิทธิภาพขององค์กรหรือหน่วยผลิต ในกรณีนี้จะไม่มีการกำหนดรูปแบบของฟังก์ชันที่แน่นอนสำหรับขอบเขตประสิทธิภาพ (efficient frontier) แต่ขอบเขตประสิทธิภาพจะถูกคำนวณขึ้น โดยใช้ระเบียบวิธีการทางคณิตศาสตร์ที่เรียกว่า โปรแกรมเชิงเส้น (linear programming) โดยใช้ข้อมูลเชิงประจักษ์ของปัจจัยการผลิต และผลผลิต ของหน่วยผลิต

ที่วิเคราะห์ จากนั้นจะทำการสร้างดัชนีวัดความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยการผลิตและผลผลิตแสดงในรูปของสัดส่วนระหว่างผลผลิตและปัจจัยการผลิตแบบถ่วงน้ำหนัก (ถวิล นิลใบ, 2560, หน้า 13) ซึ่งเรียกว่า “ค่าคะแนนประสิทธิภาพ (efficiency scores)” คะแนนประสิทธิภาพจะมีค่าอยู่ระหว่าง 0 กับ 1 ถ้าคะแนนประสิทธิภาพเป็น 1 แสดงว่า หน่วยผลิตมีประสิทธิภาพสูงสุด ถ้าคะแนนประสิทธิภาพยิ่งเข้าใกล้ 1 มาก ประสิทธิภาพก็จะมีมาก และถ้าเป็น 0 หรือเข้าใกล้ แสดงว่าไม่มีประสิทธิภาพ หรือมีประสิทธิภาพต่ำ การคำนวณคะแนนประสิทธิภาพของหน่วยผลิตด้วยวิธีการ DEA กระทำได้ 2 แนวทาง คือ การวัดประสิทธิภาพจากด้านปัจจัยการผลิต (input-oriented approach) แนวทางที่สอง วัดประสิทธิภาพด้านผลผลิต (output-oriented approach) แนวทางแรก เป็นแนวทางที่ ผู้ผลิตมีเป้าหมายที่จะผลิตให้เสียต้นทุนต่ำสุดภายใต้ปริมาณผลผลิตที่กำหนด แนวทางที่สอง เป็นแนวทางที่ ผู้ผลิตมีเป้าหมายที่จะผลิตให้ได้ผลผลิตมากที่สุด ภายใต้ต้นทุนการผลิตที่กำหนด

ตัวแบบการวิเคราะห์ DEA แบ่งเป็น 2 ตัวแบบหลัก (Banker, Charnes, & Cooper, 1984) ได้แก่ “CCR DEA” และ “BCC DEA” ข้อแตกต่างระหว่างตัวแบบคือ ตัวแบบ BCC มีข้อกำหนดว่าฟังก์ชันการผลิตมีลักษณะผลตอบแทนต่อขนาดแปรผัน (variable returns to scale) ภายใต้กฎการผลิตนี้ จะครอบคลุมผลตอบแทนต่อขนาด (returns to scale) ทุกกรณี คือ ผลตอบแทนต่อขนาดเพิ่มขึ้น (increasing returns to scale) ผลตอบแทนต่อขนาดคงที่ (constant returns to scale) และผลตอบแทนต่อขนาดลดลง (decreasing returns to scale) ขณะที่ตัวแบบ CCR DEA กำหนดให้ฟังก์ชันการผลิตมีลักษณะเป็นผลตอบแทนต่อขนาดคงที่ เท่านั้น

แบบจำลอง DEA ที่ใช้ในการศึกษา

ประสิทธิภาพของหุ้น หมายถึง หุ้นที่ให้ผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ โดยเสียต้นทุนในการถือครองต่ำสุด ได้มีการประยุกต์ แบบจำลอง DEA ไปใช้วัดประสิทธิภาพของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ในหลาย ๆ ประเทศ เช่น Lopes, LanZer, Lima, and da Costa (2008) ศึกษาตลาดหุ้นบราซิล Ling and Kamil (2010) ศึกษาตลาดหุ้นในมาเลเซีย และ Gardijan and Kojic (2012) ศึกษาตลาดหุ้นในโครเอเชีย เป็นต้น การใช้วิธี DEA ศึกษาตลาดหุ้นของไทย เช่น นรินทร์ สุขสบาย (2553) และ รจนลักษณ์ เกื้อกุล (2556) การศึกษานี้ ได้นำแบบจำลอง DEA มาศึกษาการวัดประสิทธิภาพหุ้นธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน โดยตัวแบบที่มีพื้นฐานมาจากงานศึกษาของ ถวิล นิลใบ (2560) ที่ได้นำแบบจำลอง DEA มาศึกษาการวัดประสิทธิภาพหุ้นในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน

การศึกษาค้างนี้เลือกใช้ตัวแบบ BCC-I (input-oriented) เพื่อให้สอดคล้องกับข้อกำหนดว่า นักลงทุนต้องการผลตอบแทนในระดับที่กำหนด แต่ต้องการเสียต้นทุนให้ต่ำที่สุด การวิจัยครั้งนี้กำหนดปัจจัยผลผลิตที่ใช้เป็นตัวแทนต้นทุนการถือครองหุ้นจำนวน 2 ตัวแปร ได้แก่ อัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE) ค่าความเสี่ยง (beta) และปัจจัยผลผลิตซึ่งเป็นตัวแทนของผลตอบแทนจากการถือครองหุ้น จำนวน 3 ตัวแปร



ได้แก่ อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (DIY) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

โครงสร้างของลักษณะหุ้นที่ใช้ในการศึกษา

จำนวนธนาคารที่ใช้ในการศึกษามีทั้งสิ้น 26 ธนาคาร จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 6 ประเทศ ได้แก่ สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ เวียดนาม และไทย ทำการศึกษา 2 ช่วงเวลา คือ ปี พ.ศ. 2558 และปี พ.ศ. 2561 โครงสร้างของหุ้นธนาคารที่นำมาศึกษาจำแนกตามคุณลักษณะของหุ้นในแต่ละปี สรุปได้ ดังนี้

โครงสร้างลักษณะของหุ้นที่ศึกษาในปี พ.ศ. 2558

1. ค่าความเสี่ยงของหุ้น (วัดด้วยค่าเบต้า) พบว่า หุ้นธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย มีค่าความเสี่ยงเฉลี่ยสูงสุดคือ 1.51 รองลงมา คือ ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ เวียดนาม ฟิลิปปินส์ ไทย และมาเลเซีย ที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.31, 1.08, 0.95, 0.75 และ 0.54 ตามลำดับ
2. ค่าPEที่แสดงความถูกหรือแพงของราคาหุ้นเมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทน พบว่า หุ้นธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์เวียดนามมีค่าเฉลี่ยสูงสุดคือ 15.93 รองลงมา คือ ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย สิงคโปร์ ไทย และมาเลเซีย ที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 14.65, 12.34, 9.75, 8.79, และ 8.28 ตามลำดับ
3. อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (DIY) ที่แสดง ผลตอบแทนรายปีให้ผู้ถือหุ้นได้รับคิดเทียบเป็นเปอร์เซ็นต์ของราคาหุ้น พบว่า หุ้นธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียมีค่าเฉลี่ยสูงสุดคือ 1.79 รองลงมาคือตลาดหลักทรัพย์ไทย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ มาเลเซียและเวียดนามที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.66, 1.57, 0.60, 0.19 และ 0.07 ตามลำดับ
4. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการนำสินทรัพย์ไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทน พบว่า หุ้นธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย มีค่าเฉลี่ยสูงสุดคือ 1.87 รองลงมาคือ ตลาดหลักทรัพย์ไทย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ มาเลเซีย และเวียดนามที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.25, 1.19, 0.98, 0.81 และ 0.78 ตามลำดับ
5. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้นได้รับ พบว่า หุ้นธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียมีค่าเฉลี่ยสูงสุดคือ 19.40 รองลงมาคือ ตลาดหลักทรัพย์ไทย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ เวียดนาม และมาเลเซียที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 12.54, 12.11, 11.36, 10.94 และ 9.67 ตามลำดับ

โครงสร้างของลักษณะหุ้นที่ศึกษาในปี พ.ศ. 2561 สรุปได้ดังนี้

1. ค่าความเสี่ยงของหุ้นที่แสดงความผันผวนของราคาหุ้นเมื่อเทียบกับตลาด พบว่า หุ้นธนาคาร

พาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย มีค่าเฉลี่ยสูงสุดคือ 1.51 รองลงมาคือ ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ และเวียดนาม ที่มีค่าความเสี่ยงเท่ากันคือ 1.31 หัชนาการพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และไทย มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.21, 0.95 1 และ 0.76 ตามลำดับ

2. ค่า PE ที่แสดงการถูกแพงของราคาหุ้นเมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทน พบว่า หัชนาการพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียมีค่าเฉลี่ยสูงสุดคือ 16.53 รองลงมาคือ ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ เวียดนาม มาเลเซีย สิงคโปร์ และไทย มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 16.11, 15.84, 12.00, 10.25 และ 9.74 ตามลำดับ

3. อัตราส่วนเงินปันผล (DIY) ที่แสดงผลตอบรายปีที่ผู้ถือหุ้นได้รับในปี พ.ศ. 2561พบว่า หัชนาการพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย มีค่าเฉลี่ยสูงสุดคือ 2.27 รองลงมาคือ ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย สิงคโปร์ เวียดนาม ไทย และฟิลิปปินส์ ที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.43, 0.78, 0.72, 0.44 และ 0.32 ตามลำดับ

4. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการนำสินทรัพย์ไปลงทุน พบว่า หัชนาการพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียมีค่าเฉลี่ยสูงสุดคือ 1.87 รองลงมาคือ ตลาดหลักทรัพย์ไทย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ และเวียดนามที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.41, 1.16, 1.10, 1.01 และ 0.94 ตามลำดับ

5. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับในปี พ.ศ. 2561 พบว่า หัชนาการพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียมีค่าเฉลี่ยสูงสุดคือ 16.42 รองลงมาคือ ตลาดหลักทรัพย์เวียดนาม มาเลเซีย ไทย สิงคโปร์ และฟิลิปปินส์ ที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 14.91, 12.14, 12.06, 11.00 และ 10.16 ตามลำดับ

ผลการศึกษา

ตาราง 1

ผลการคำนวณคะแนนประสิทธิภาพของหัชนาการอาเซียนปี พ.ศ. 2558

คะแนนประสิทธิภาพ	จำนวน	ร้อยละ	ธนาคาร	ประเทศ
1	11	42.3	Kasikornbank PCL	Thailand
			Siam Commercial Bank PCL	Thailand
			Bangkok Bank PCL	Thailand
			Thanachart Capital PCL	Thailand
			TISCO Financial Group PCL	Thailand
			Public Bank Bhd	Malaysia
			Bank Central Asia Tbk	Indonesia
			Bank Rakyat Indonesia Persero	Indonesia



ตาราง 1 (ต่อ)

คะแนนประสิทธิภาพ	จำนวน	ร้อยละ	ธนาคาร	ประเทศ
			Bank Mandiri Persero Tbk	Indonesia
			Bank Negara Indonesia Tbk	Indonesia
			Joint Stock Commercial Bank for Investment and Development of Vietnam	Vietnam
0.90-0.99	1	3.84	Krung Thai Bank PCL	Thailand
0.80-0.89	5	19.23	Oversea-Chinese Banking Corp	Singapore
			DBS Group Holdings Ltd	Singapore
			Thai Military Bank	Thailand
			Kiatnakin Bank PCL	Thailand
			Military Commercial Joint Stock Bank	Vietnam
0.50-0.79	8	30.76	United Overseas Bank Ltd	Singapore
			Malayan Banking Bhd	Malaysia
			Bumiputra - Commerce Holdings Bhd	Malaysia
			BDO Unibank Inc	Philippine
			Bank of the Philippine Islands	Philippine
			Metropolitan Bank and Trust Co	Vietnam
			Vietnam JSCmmercial Bank for Industry and Trade	Vietnam
			Sai Gon Thuong Tin Commercial Joint Stock Bank	Vietnam
			Joint Stock Commercial Bank for	
ต่ำกว่า 0.5	1	3.84	Foreign Trade of Vietnam	Vietnam
ค่าเฉลี่ย = 0.71	26	100		

ผลการคำนวณแสดงในตาราง 1 สรุปได้ดังนี้

1. ผลการวิเคราะห์ในภาพรวม พบว่า ค่าเฉลี่ยคะแนนประสิทธิภาพมีค่าเท่ากับ 0.71 โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.30 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.22

2. หุ้นที่มีประสิทธิภาพสูงสุด หมายถึง หุ้นธนาคารที่ได้คะแนนประสิทธิภาพเท่ากับ 1 คือ หุ้นที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุด เมื่อเทียบกับต้นทุนการถือครองหุ้นในระดับที่กำหนด หุ้นธนาคารกลุ่มนี้มีจำนวน 11 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 42.3 โดยคุณลักษณะของหุ้นในกลุ่มนี้มีค่าเฉลี่ยของเบต้าเท่ากับ 1.01 ซึ่งมีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) ใกล้เคียงกับความเสี่ยงของตลาด ตีความว่า เป็นหุ้นที่มีความเสี่ยงปานกลาง ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE) มีค่าเท่ากับ 10.45 ส่วนผลตอบแทนของหุ้นกลุ่มนี้ได้แก่ อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (DIY) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.56, 1.47 และ 16.18 ตามลำดับ

3. หุ้นที่มีประสิทธิภาพสูงมาก หมายถึง หุ้นธนาคารที่ได้คะแนนประสิทธิภาพอยู่ระหว่าง 0.90-0.99 หุ้นธนาคารกลุ่มนี้มีจำนวน 1 หุ้น หรือคิดเป็นร้อยละ 3.84 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด ซึ่งมีค่าคะแนนประสิทธิภาพเท่ากับ 0.96 คุณลักษณะของหุ้นกลุ่มนี้มีค่าเฉลี่ยของเบต้าเท่ากับ 0.64 ซึ่งจัดว่าหุ้นมีความเสี่ยงต่ำเมื่อเทียบกับความเสี่ยงของหุ้นในตลาด ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาต่อกำไรมีค่าเท่ากับ 8.24 ส่วนผลตอบแทนของหุ้นในกลุ่มนี้ได้แก่ อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (DIY) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.9, 1.03 และ 11.92 ตามลำดับ

4. หุ้นที่มีประสิทธิภาพค่อนข้างสูง หมายถึง หุ้นที่ได้คะแนนประสิทธิภาพอยู่ระหว่าง 0.80-0.89 หุ้นธนาคารกลุ่มนี้มีจำนวน 5 หุ้น หรือคิดเป็นร้อยละ 19.23 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด คุณลักษณะของหุ้นในกลุ่มนี้มีค่าเฉลี่ยของเบต้าเท่ากับ 0.99 ซึ่งมีค่าความเสี่ยงเท่ากับความเสี่ยงของตลาด ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนราคาต่อกำไรมีค่าเท่ากับ 9.96 ส่วนผลตอบแทนได้แก่ อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (DIY) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.67, 1.13 และ 11.56 ตามลำดับ

5. หุ้นที่มีประสิทธิภาพปานกลาง หมายถึง หุ้นที่ได้คะแนนประสิทธิภาพอยู่ระหว่าง 0.50-0.79 หุ้นในกลุ่มนี้มีจำนวน 8 ธนาคารหรือคิดเป็นร้อยละ 30.76 คุณลักษณะของหุ้นในกลุ่มนี้มีค่าเฉลี่ยของเบต้าเท่ากับ 1.13 ซึ่งมีค่าความเสี่ยงสูงกว่าตลาดเล็กน้อย ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาต่อกำไรมีค่าเท่ากับ 14.20 ส่วนผลตอบแทนได้แก่ อัตราส่วนเงินปันผล (DIY) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราส่วนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าเท่ากับ 0.88, 0.96 และ 10.35 ตามลำดับ

6. หุ้นที่มีคะแนนประสิทธิภาพต่ำ หมายถึง หุ้นที่ได้คะแนนประสิทธิภาพน้อยกว่า 0.50 จำนวนหุ้นในกลุ่มนี้มี 1 ธนาคาร หรือคิดเป็นร้อยละ 3.84 มีคะแนนประสิทธิภาพเท่ากับ 0.46 คุณลักษณะของหุ้นกลุ่มนี้มีค่าเฉลี่ยเบต้าเท่ากับ 1.29 ซึ่งจัดว่าหุ้นมีความเสี่ยงสูงเมื่อเทียบกับความเสี่ยงของตลาด ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาต่อกำไรมีค่าเท่ากับ 22.02 ส่วนผลตอบแทนได้แก่ อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (DIY) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0, 0.85 และ 12.01 ตามลำดับ



ตาราง 2

ผลการคำนวณคะแนนประสิทธิภาพของหุ้นธนาคารอาเซียนปี พ.ศ. 2561

คะแนนประสิทธิภาพ	จำนวน	ร้อยละ	ธนาคาร	ธนาคาร
1	7	26.92	Krung Thai Bank PCL	Thailand
			Thai Military Bank	Thailand
			TISCO Financial Group PCL	Thailand
			Kiatnakin Bank PCL	Thailand
			Bank Central Asia Tbk	Indonesia
			Joint Stock Commercial Bank for	
			Foreign Trade of Vietnam	Vietnam
			Military Commercial Joint Stock Bank	Vietnam
0.90-0.99	2	7.69	Bangkok Bank PCL	Thailand
			Public Bank Bhd	Malaysia
0.80-0.89	2	7.69	Thanachart Capital PCL	Thailand
			Bank Negara Indonesia Tbk	Indonesia
0.50-0.79	12	46.15	Oversea-Chinese Banking Corp	Singapore
			DBS Group Holdings Ltd	Singapore
			United Overseas Bank Ltd	Singapore
			Kasikornbank PCL	Thailand
			Siam Commercial Bank PCL	Thailand
			Malayan Banking Bhd	Malaysia
			Bumiputra-Commerce Holdings Bhd	Malaysia
			Bank Mandiri Persero Tbk	Indonesia
			BDO Unibank Inc	Philippine
			Bank of the Philippine Islands	Philippine
			Metropolitan Bank and Trust Co	Philippine
ต่ำกว่า 0.50	3	11.53	Bank Rakyat Indonesia Persero	Indonesia
			Vietnam JSCmmercial Bank for	
			Industry and Trade	Vietnam
			Joint Stock Commercial Bank for	
			Investment and Development of	
			Vietnam	Vietnam
ค่าเฉลี่ย = 0.74	26	100		

ผลการคำนวณแสดงในตาราง 2 สรุปได้ดังนี้

1. ผลการวิเคราะห์ในภาพรวม พบว่า ค่าคะแนนประสิทธิภาพมีค่าเท่ากับ 0.74 โดยมีค่าคะแนนต่ำสุดเท่ากับ 0.30 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.23 ผลการวิเคราะห์หุ้นในปี พ.ศ. 2561 สรุปได้ ดังนี้
2. หุ้นธนาคารที่ได้คะแนนประสิทธิภาพเท่ากับ 1 คือ หุ้นที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุดเมื่อเทียบกับต้นทุนการถือครองหุ้น หุ้นธนาคารกลุ่มนี้มีจำนวน 7 หุ้นคิดเป็นร้อยละ 26.92 คุณลักษณะของหุ้นกลุ่มนี้มีค่าเฉลี่ยเบต้าเท่ากับ 0.86 ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาต่อกำไรมีค่าเท่ากับ 12.63 ส่วนผลตอบแทน ได้แก่ อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (DIY) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.01, 1.89 และ 16.95 ตามลำดับ
3. หุ้นธนาคารที่มีคะแนนประสิทธิภาพอยู่ระหว่าง 0.90-0.99 คือ หุ้นที่ให้ผลตอบแทนสูงมากเมื่อเทียบกับต้นทุนการถือครอง หุ้นกลุ่มนี้มีจำนวน 2 หุ้นหรือคิดเป็นร้อยละ 7.69 คุณลักษณะของหุ้นกลุ่มนี้มีค่าเฉลี่ยของเบต้าเท่ากับ 0.64 ซึ่งจัดว่าหุ้นมีความเสี่ยงต่ำเมื่อเทียบกับความเสี่ยงของตลาด ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนราคาต่อกำไรเท่า 12.66 ส่วนด้านผลตอบแทน ได้แก่ อัตราส่วนเงินปันผล (DIY) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.79, 1.25 และ 11.47 ตามลำดับ
4. หุ้นที่ได้คะแนนประสิทธิภาพอยู่ระหว่าง 0.80-0.89 หมายถึง หุ้นที่มีประสิทธิภาพค่อนข้างสูง หุ้นธนาคารกลุ่มนี้มีจำนวน 2 หุ้น หรือคิดเป็นร้อยละ 7.69 คุณลักษณะของหุ้นกลุ่มนี้มีค่าเฉลี่ยเบต้าเท่ากับ 1.38 ซึ่งจัดว่าหุ้นมีความเสี่ยงสูงเมื่อเทียบกับความเสี่ยงของหุ้นในตลาด อัตราส่วนราคาต่อกำไรมีค่าเท่ากับ 8.64 ส่วนผลตอบแทนของหุ้นในกลุ่มนี้ได้แก่ อัตราเงินปันผลตอบแทน (DIY) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.47, 1.36 และ 13.40 ตามลำดับ
5. หุ้นที่ได้คะแนนประสิทธิภาพอยู่ระหว่าง 0.50-0.79 คือ หุ้นที่มีประสิทธิภาพปานกลาง หุ้นกลุ่มนี้มีจำนวน 12 ธนาคารคิดเป็นร้อยละ 46.15 คุณลักษณะของหุ้นกลุ่มนี้มีค่าเฉลี่ยของเบต้าเท่ากับ 1.18 ซึ่งมีความเสี่ยงเท่ากับความเสี่ยงของตลาด อัตราส่วนราคาต่อกำไรมีค่าเท่ากับ 12.48 ส่วนผลตอบแทนหุ้นกลุ่มนี้ได้แก่ อัตราส่วนเงินปันผล (DIY) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเท่ากับ 0.59, 1.13 และ 10.74 ตามลำดับ
6. หุ้นที่ได้คะแนนประสิทธิภาพน้อยกว่า 0.50 คือ หุ้นที่มีประสิทธิภาพต่ำ หุ้นกลุ่มนี้มีจำนวน 3 ธนาคาร หรือ คิดเป็นร้อยละ 11.53 คุณลักษณะของหุ้นกลุ่มนี้มีค่าเฉลี่ยของเบต้าเท่ากับ 1.62 ซึ่งมีความเสี่ยงสูงเมื่อเทียบกับความเสี่ยงของตลาด อัตราส่วนราคาต่อกำไร มีค่าเท่า 19.14 ส่วนด้านผลตอบแทน ได้แก่ อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (DIY) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.04, 0.38 และ 13.66 ตามลำดับ

ข้อเสนอแนะ

1. ผลการศึกษาพบว่า โดยภาพรวม ผลตอบแทนของหุ้นกลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศอาเซียนมีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง คือ ต้นทุนในการถือครองหุ้นที่จะให้ผลตอบแทน



ตามที่ต้องการยิ่งสูงเกินไปประมาณร้อยละ 30 เพื่อลดต้นทุนในการถือครองหุ้นให้มากที่สุด กล่าวอีกนัยคือ เพิ่มประสิทธิภาพหุ้นที่จะถือครอง นักลงทุนควรเลือกหุ้นที่มีความเสี่ยงต่ำ คือ หุ้นที่มีความผันผวนด้านราคาต่ำ ๆ เมื่อเทียบกับการผันผวนของดัชนีราคาหุ้นตลาด (วัดด้วยค่าเบต้า) และควรเลือกหุ้นที่ไม่แพงมากเกินไป ซึ่งวัดจากอัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE) เมื่อเปรียบเทียบกับตลาด

2. ผลการศึกษาพบว่า คุณลักษณะของหุ้นในกลุ่มที่มีประสิทธิภาพสูงจะมีค่าความเสี่ยงต่ำกว่าตลาดและมีค่าอัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE) ต่ำ รวมทั้งหุ้นกลุ่มที่มีประสิทธิภาพสูงจะมีค่าผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และมีค่าผลตอบแทนต่อทุนสูงกว่าหุ้นในกลุ่มที่มีประสิทธิภาพต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับหลักการเลือกหุ้นแบบพื้นฐาน (fundamental analysis) ดังนั้น การศึกษาจึงมีข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุนว่า ควรยึดหลักเกณฑ์การคัดเลือกหุ้นแบบพื้นฐาน

3. การศึกษาทำการวิเคราะห์เพียง 2 ปี จึงเป็นการศึกษาเชิงสถิตินี้เปรียบเทียบ (comparative static analysis) ดังนั้น ผลการศึกษาจึงมีข้อจำกัดมาก ทั้งนี้ เพราะปัจจัยในการกำหนดราคาหุ้นปรับเปลี่ยนไปตลอดเวลาตามสภาพแวดล้อมทางด้านเศรษฐกิจ สังคม และการเมือง โดยเฉพาะอย่างยิ่งสภาพแวดล้อมทางด้านเทคโนโลยีที่เปลี่ยนไป ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการใช้งานและผลประโยชน์ของธนาคารพาณิชย์ ดังนั้น การศึกษาฉบับนี้จึงขอเสนอให้มีการศึกษาหลาย ๆ ช่วงเวลาเพื่อจะได้เห็นแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของประสิทธิภาพหุ้นธนาคาร

4. การคำนวณหาประสิทธิภาพของหุ้นธนาคารพาณิชย์สำหรับการศึกษา ใช้วิธีการคำนวณหาคะแนนประสิทธิภาพทางด้านปัจจัยการผลิต (input efficiency scores) ซึ่งมีข้อกำหนดว่า นักลงทุนต้องการผลตอบแทนในระดับที่กำหนด แต่ต้องการเสียต้นทุนให้ต่ำที่สุด ข้อกำหนดดังกล่าวนี้ สอดคล้องกับพฤติกรรมของนักลงทุนประเภท นักลงทุนระยะยาว (value investors) ที่มุ่งหวังผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นในรูปของเงินปันผล สำหรับผลตอบแทนจากมูลค่าส่วนเพิ่มของราคาหุ้น (capital gain) ไม่ได้นำมาพิจารณา ดังนั้น ข้อเสนอแนะจากการศึกษาจึงไม่เหมาะกับนักลงทุนประเภทเก็งกำไร (traders)

เอกสารอ้างอิง

- ถวิล นิลใบ. (2560). รายงานการวิจัยเรื่อง โครงสร้างและผลการดำเนินงานของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศอาเซียน. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยรามคำแหง, คณะเศรษฐศาสตร์.
- นรินทร์ สุขสบาย. (2553). การวัดประสิทธิภาพทางเทคนิคของหลักทรัพย์กลุ่ม SET50 โดยวิธี Data Envelopment Analysis-DEA. การศึกษาค้นคว้าอิสระเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- รณลักษณ์ เกื้อกุล. (2557). การวัดประสิทธิภาพหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 โดยวิธี Data envelopment analysis. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.



- Ling, O. P., & Kamil, A. A. (2010). Data envelopment analysis for stocks selection on Bursa Malaysia. *Archives of Applied Science Research*, 2(5), 11-35.
- Lopes, A., LanZer, E., Lima, M., & da Costa, N., Jr. (2008). DEA investment strategy in the Brazilian stock market. (2), 1-10.