

การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์  
กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยใช้ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์  
The Analysis of Return Rate and Risk of an Investment in the Property  
Development from The Stock Exchange of Thailand  
By Using Capital Asset Pricing Model

กนต์ธร แก้วไพฑูรย์

สาขาวิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยรามคำแหง ประเทศไทย  
ผู้รับผิดชอบบทความ

Kontorn Kaewpaitoon

kontorn.kpt@outlook.com

Faculty of Business Administration Program in Finance and Banking,  
Ramkhamhaeng University, Thailand  
Corresponding author

## บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ 1) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยงของการลงทุนหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์กับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2) เพื่อศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ภายใต้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ เพื่อเป็นแนวทางตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ โดยใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี แทนหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง โดยทำการศึกษาเป็นรายหลักทรัพย์ทั้งหมด 6 หลักทรัพย์ ได้แก่ 1.บริษัท เซนทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) – CPN 2.บริษัท แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) – LH 3.บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) – WHA 4.บริษัท สุภาลัย จำกัด (มหาชน) – SPALI 5.บริษัท เอ็ม บี เค จำกัด (มหาชน) – MBK ตั้งแต่วันที่ 2 มกราคม 2562 ถึงวันที่ 30 ธันวาคม 2562 จำนวน 244 วัน

ผลการศึกษา พบว่าหลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนมากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ หรือค่าแอลฟามากกว่า 0 ได้แก่ MBK SPALI LH โดยนักลงทุนมองว่าเป็นการลงทุนที่มีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนส่วนเกิน

**คำสำคัญ :** อัตราผลตอบแทน, ความเสี่ยง, กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

## ABSTRACT

The objective of this independent study were 1) To describe the relationship between the expected return rate and risk of investing in the property development sector and investing in the Stock Exchange of Thailand 2) To compare the actual rate of return and expected rate of return by using Capital Asset Pricing Model. In order to use data for investing decision in securities we chose to use 1. CENTRAL PATTANA PUBLIC COMPANY LIMITED – CPN 2. LAND AND HOUSES PUBLIC COMPANY LIMITED – LH 3. WHA CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED – WHA 4. SUPALAI PUBLIC COMPANY LIMITED – SPALI 5. MBK PUBLIC COMPANY LIMITED – MBK stock return of data. The market returns used in this study were the Stock Exchange of Thailand market return, using daily stock. Data was collected for the time period from 2 January 2019 until 30 December 2019.

The result of study was found that the excess rate of return or positive alpha were MBK SPALI LH. Theoretically, a positive alpha value indicate that a given stock is performing better than expected. Investors typically viewed stocks with positive alpha values as good investments likely to produce excess returns.

**Keywords :** Return Rate, Risk, Property Development sector

## บทนำ

ตลาดทุนอย่างเป็นทางการของประเทศไทยมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) ประมาณ 16,963,011.80 ล้านบาท แบ่งเป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 16,747,455.83 ล้านบาท หรือร้อยละ 98.73 และตลาดเอ็ม เอ ไอ 215,155.97 ล้านบาท หรือร้อยละ 1.27 เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Product : GDP) ปี 2562 อยู่ที่ 16,879,000 ล้านบาท หรือประมาณร้อยละ 99.22

ผลตอบแทนจากการลงทุนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกอบด้วยผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคา (capital gain) และผลตอบแทนเงินปันผลจากกำไรของบริษัทจดทะเบียน (dividend) สำหรับผลตอบแทนภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถวัดได้จากดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (Set Total Return Index : SET TRI) โดยการคำนวณดัชนี

ผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคา ผลตอบแทนเงินปันผลจากกำไรของบริษัทจดทะเบียน รวมถึงสิทธิในการจองซื้อหุ้นของการลงทุนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากสถิติดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2518 – 2562 พบว่ามีจำนวน 29 ปี จาก 45 ปีที่ผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์เป็นบวก หรือคิดเป็นร้อยละ 64.44 และจำนวน 16 ปีที่ผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์เป็นลบ หรือคิดเป็นร้อยละ 35.56 โดยแต่ละปีจะมีความผันผวนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ อย่างเช่น ปี 2560 2561 และ 2562 การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์อยู่ที่ ร้อยละ 17.30 -8.08 และ 4.29 ตามลำดับ จะเห็นได้ว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีโอกาสได้ผลตอบแทนที่สูง แต่ก็มีมีความผันผวนด้วย

ดังนั้นผู้ศึกษาจึงมีความสนใจในเรื่อง การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยใช้ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM)

## วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยงของการลงทุนหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์กับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ภายใต้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

## ขอบเขตการวิจัย

การศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ผู้ศึกษาใช้ข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งเป็นการเก็บรวบรวมราคาปิดรายวันที่มีการปรับผลของเงินปันผล (Adjust Price) ของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ และดัชนีหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ตั้งแต่วันที่ 2 มกราคม 2562 ถึงวันที่ 30 ธันวาคม 2562 โดยหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีจำนวนทั้งหมด 55 หลักทรัพย์ ผู้ศึกษาจึงคัดเลือกจากหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงสุด 5 อันดับแรกในปี 2562 ได้แก่

1. CPN : บริษัท เซนทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)
2. AWC : บริษัท แอสเสท เวิร์ด คอร์ป จำกัด (มหาชน)
3. LH : บริษัท แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน)
4. WHA : บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
5. SPALI : บริษัท ศุภาลัย จำกัด (มหาชน)

6. MBK : บริษัท เอ็ม บี เค จำกัด (มหาชน)

เนื่องจากบริษัท แอสเสท เวิร์ด คอร์ป จำกัด (มหาชน) – AWC ได้เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อวันที่ 10 ตุลาคม 2562 ดังนั้นผู้ศึกษาจึงขอใช้บริษัท เอ็ม บี เค จำกัด (มหาชน) – MBK ซึ่งมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงเป็นอันดับที่ 6 เพื่อให้ครบ 5 หลักทรัพย์

### ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

1. เพื่อทราบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของแต่ละหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

### แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM)

เมื่อมีการกระจายการลงทุนในสินทรัพย์ต่าง ๆ เพื่อลดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบแล้ว สามารถเอาทฤษฎี CAPM มาใช้ในการพิจารณาผลตอบแทน โดยการคำนวณผลต่างระหว่างผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดกับผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ หรือก็คือ ส่วนที่ชดเชยความเสี่ยง (Market Risk Premium) ดังนั้นเมื่อมีการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง ย่อมต้องการผลตอบแทนที่เพิ่มสูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยง ตามสมการ CAPM ดังนี้

$$E[r] = R_f + (E[r_m] - R_f) \beta_i \quad \text{สมการ CAPM}$$

โดยที่

$E[r]$  = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเฉลี่ยของหลักทรัพย์  $i$

$R_f$  = อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง

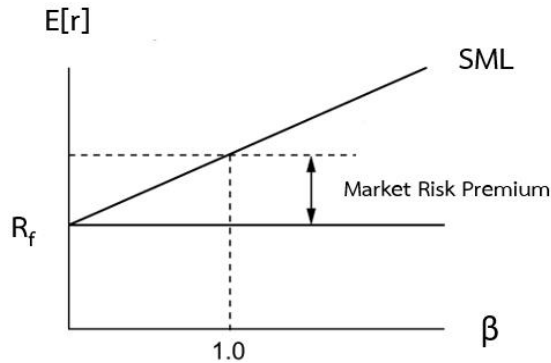
$E[r_m]$  = อัตราผลตอบแทนของตลาดเฉลี่ย

$\beta$  คือ ค่าเบต้าของหลักทรัพย์  $i$  หรือ Beta Coefficient

$E[r_m] - R_f$  คือ ส่วนชดเชยความเสี่ยง หรือ Market Risk Premium

จากสมการ CAPM จะเห็นได้ว่า ค่าเบต้าเป็นการเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์  $i$  กับการเคลื่อนไหวของดัชนีของตลาด กล่าวคือ ดัชนีความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Index of Systematic Risk) ซึ่งแสดงถึงความอ่อนไหวของหลักทรัพย์  $i$  กับ ส่วนชดเชยความเสี่ยง แต่เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการคำนวณค่าเบต้าเป็นข้อมูลการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์  $i$  กับการเคลื่อนไหวของดัชนีของตลาดในอดีต ดังนั้นเมื่อข้อมูลการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์  $i$  กับการเคลื่อนไหวของดัชนีของตลาดเปลี่ยนแปลงไป อาจจะทำให้ค่าเบต้าเปลี่ยนแปลงไปด้วย โดยความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของ

หลักทรัพย์  $i$  กับความเสี่ยงซึ่งวัดด้วยค่าเบต้าสามารถแสดงในรูปแบบเส้นตรง Security Market Line (SML) ดังภาพ 1



ภาพ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์กับความเสี่ยง

ที่มา. หนังสือการจัดการการเงินธุรกิจ หน้า 261

### ข้อมูลทั่วไปเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษา

บริษัท เซนทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อวันที่ 1 มีนาคม 2538 โดยมีบริษัทเซนทรัลโฮลดิ้ง จำกัด และบุคคลในตระกูลจิราวัฒน์เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ ลักษณะธุรกิจของบริษัท เซนทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) แบ่งตามรายได้ออกเป็น 6 กลุ่มธุรกิจ ได้แก่ ธุรกิจศูนย์การค้าธุรกิจอาคารสำนักงาน ธุรกิจโรงแรมในบริเวณโครงการศูนย์การค้า ธุรกิจอาคารที่พักอาศัย ธุรกิจศูนย์อาหาร และการลงทุนในกองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์

บริษัท แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) ได้เข้าเป็นบริษัทรับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อวันที่ 17 กุมภาพันธ์ 2532 และเปลี่ยนฐานะเป็นบริษัทจดทะเบียนเมื่อวันที่ 1 เมษายน 2534 ปัจจุบันมีกลุ่มของนายอนันต์ อศวโกคินเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ ลักษณะธุรกิจเป็นการพัฒนาโครงการที่พักอาศัยประเภทบ้านเดี่ยว ทาวน์เฮ้าส์ และอาคารชุดพักอาศัยเพื่อขาย โดยเน้นการพัฒนาโครงการในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล รวมถึงเชียงใหม่ เชียงราย ขอนแก่น นครราชสีมา ภูเก็ต ประจวบฯ(หัวหิน) อุดรธานี มหาสารคาม และอยุธยา

บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) สามารถจำแนกลักษณะการประกอบธุรกิจออกเป็น 4 กลุ่ม ได้แก่ ธุรกิจพัฒนาและบริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์ (LOGISTICS HUB) ธุรกิจพัฒนานิคมอุตสาหกรรม (INDUSTRIAL DEVELOPMENT HUB) ธุรกิจให้บริการด้านสาธารณูปโภคและพลังงาน (UTILITIES & POWER HUB) และธุรกิจให้บริการด้านดิจิทัล (DIGITAL PLATFORM HUB)

บริษัท ศุภาลัย จำกัด (มหาชน) เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในวันที่ 17 พฤศจิกายน 2536 สามารถแบ่งประเภทธุรกิจออกเป็น 3 ประเภท ดังนี้

1. ธุรกิจจัดสรรบ้านและที่ดินเป็นการพัฒนาโครงการบ้านพักอาศัยในลักษณะแนวราบในรูปแบบของบ้านเดี่ยว (Single detached House) บ้านแฝด (Duplex House) และทาวน์โฮม (Townhome)
2. ธุรกิจอาคารสำนักงานให้เช่า เป็นการให้บริการพื้นที่สำนักงานให้เช่าแก่ลูกค้า โดยทำเลที่ตั้งของโครงการจะอยู่ในกรุงเทพฯ บนทำเลศักยภาพที่สามารถเชื่อมต่อกับศูนย์กลางธุรกิจ (CBD: Central Business District) ได้ง่าย ปัจจุบันมีอาคารสำนักงานให้เช่า “ศุภาลัย แกรนด์ ทาวเวอร์” ตั้งอยู่บนถนนพระราม 3 เป็นอาคารสูง 33 ชั้น ประกอบด้วยพื้นที่ให้เช่าประมาณ 42,000 ตารางเมตร พร้อมอาคารจอดรถ 1 อาคาร
3. ธุรกิจโรงแรมและรีสอร์ท ภายใต้การบริหารของกลุ่มบริษัทมีโรงแรมและรีสอร์ท 2 แห่งได้แก่ “ศุภาลัย ป่าสัก รีสอร์ท แอนด์ สปา” ตั้งอยู่ที่จังหวัดสระบุรีซึ่งใกล้แหล่งท่องเที่ยวทางธรรมชาติ มีห้องพักจำนวน 138 ห้อง และ “ศุภาลัย รีสอร์ท แอนด์ สปา ภูเก็ต” ตั้งอยู่ที่จังหวัดภูเก็ตเป็นโรงแรมระดับ 4 ดาว มีห้องพักจำนวน 182 ห้อง ทั้งแบบห้อง Deluxe และแบบ Pool side Villa มีกลุ่มลูกค้าเป้าหมายเป็นชาวต่างประเทศเป็นหลัก

บริษัท เอ็ม บี เค จำกัด (มหาชน) ได้รับอนุญาตให้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ครั้งที่ 2) เมื่อวันที่ 5 เมษายน 2539 โดยเริ่มมีการซื้อขายหุ้นสามัญของบริษัทฯ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อวันที่ 24 เมษายน 2539 บริษัท เอ็ม บี เค จำกัด (มหาชน) แบ่งกลุ่มธุรกิจออกเป็น 6 กลุ่มธุรกิจ ได้แก่ ธุรกิจศูนย์การค้า ธุรกิจโรงแรม ธุรกิจกอล์ฟ ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ธุรกิจอาหาร และธุรกิจการเงิน

### งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

อภิรัช ถาวรสุข (2554) ศึกษาอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง และประเมินมูลค่าจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดบริการรับเหมาก่อสร้างโดยใช้แบบจำลอง CAPM ผลการศึกษาพบว่าค่าแอลฟา ( $\alpha$ ) พบว่าหลักทรัพย์หมวดบริการรับเหมาก่อสร้างที่ให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์มากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (Outperform Market) จำนวน 7 หลักทรัพย์ แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Undervalued) และมีจำนวน 13 หลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์น้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (Underperform Market) แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ สูงกว่าราคาที่เหมาะสม (Overvalued)

วิภาวี มูลอินต๊ะ (2556) ศึกษาการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง โดยใช้แบบจำลอง CAPM ผลการศึกษา พบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์มากกว่าอัตราผลตอบแทน

ที่คาดหวังของหลักทรัพย์ (Undervalued) จำนวน 5 หลักทรัพย์ ได้แก่ TPIPL SCP SCC Q-CON และDCC ส่วนหลักทรัพย์ DRT มีอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์น้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ (Overvalued)

สันติชัย น้อยสกุล (2556) ศึกษา การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ กลุ่มธุรกิจบริการ โดยใช้แบบจำลอง CAPM ผลการศึกษา พบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจบริการที่อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์มากกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ (Undervalued) จำนวน 4 หลักทรัพย์ ได้แก่ BIGC BJC GLOBAL และHMPRO ส่วนหลักทรัพย์ CPALL มีอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์น้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ (Overvalued)

เสาวรส วิงสันเทียะ (2557) การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ (ธุรกิจบ้านจัดสรร) โดยใช้แบบจำลอง CAPM ผลการศึกษา พบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ (ธุรกิจบ้านจัดสรร) ที่อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์มากกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ (Undervalued) จำนวน 1 หลักทรัพย์ ได้แก่ A ส่วนหลักทรัพย์ AP BROCK EVER KC KMC LALIN LH LPN NCH PF QH SARA SC SIRI และSPALI มีอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์น้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ (Overvalued)

สุธีรัตน์ กิตติโชควัฒนา (2557) การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มทรัพยากรพลังงานและสาธารณูปโภค โดยใช้แบบจำลอง CAPM ผลการศึกษา พบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มทรัพยากรพลังงานและสาธารณูปโภค ที่อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์มากกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ (Undervalued) จำนวน 4 หลักทรัพย์ ได้แก่ AI AKR BAFS และDEMCO ส่วนหลักทรัพย์ BANPU และBCP มีอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์น้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ (Overvalued)

## วิธีดำเนินการวิจัย

### วิธีการเก็บข้อมูล

การศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เป็นการเก็บข้อมูลทุติยภูมิ ได้แก่

1. ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) รายวัน
2. ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงสุด 5 อันดับแรกในปี 2562 ได้แก่ CPN LH WHA SPALI MBK
3. อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี

โดยการเก็บข้อมูลของวันที่ 2 มกราคม 2562 ถึงวันที่ 30 ธันวาคม 2562 เป็นจำนวน 244 วัน

### การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ กลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จะเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ โดยใช้สถิติพรรณนา (Descriptive Statistics) ในการคำนวณ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Min) ค่าสูงสุด (Max) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) และใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ในการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression) จากทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model) ในโปรแกรมสำเร็จรูปทางเศรษฐมิติ

$$Y_i = \alpha + \beta_i X_i + e_t \quad \text{สมการถดถอยอย่างง่าย}$$

โดยที่

$$Y_i = R_{it} - R_{ft} = \text{ส่วนชดเชยความเสี่ยงของหลักทรัพย์ } i \text{ ณ เวลา } t$$

$$X_i = R_{mt} - R_{ft} = \text{ส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาด ณ เวลา } t$$

$$\alpha = \text{ค่าแอลฟา}$$

ดังนั้น การศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยใช้ CAPM โดยกำหนดตัวแปร ดังนี้

- ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) คือ ส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาด หรืออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- ตัวแปรตาม (Dependent Variables) คือ ส่วนชดเชยความเสี่ยงของหลักทรัพย์  $i$  อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์  $i$

โดยที่อัตราผลตอบแทนส่วนเกิน คือ ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรืออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $i$  กับอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง ซึ่งการศึกษานี้ใช้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี เป็นอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

#### อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ และกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

##### ตาราง 1

ค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

หลักทรัพย์	Minimum	mean	Maximum	Std. deviation
CPN	-4.4997	-0.0486	4.8607	1.4037
LH	-3.6039	0.0357	3.8099	1.1023
WHA	-3.8384	-0.0097	3.5717	1.1952
SPALI	-4.1846	0.0366	5.4067	1.5944
MBK	-3.8466	0.0461	4.9515	1.4057



หลักทรัพย์	Minimum	mean	Maximum	Std. deviation
SET	-1.8595	0.0041	1.8496	0.5930

ที่มา. จากการคำนวณ

#### การวิเคราะห์ค่าแอลฟา ( $\alpha$ )

จากการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression) พบว่าหลักทรัพย์ที่มีค่าแอลฟา ( $\alpha$ ) มากกว่า 0 ได้แก่ LH SPALI และ MBK หมายความว่า ทั้ง 3 หลักทรัพย์ให้อัตราผลตอบแทนมากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ หรือก็คือราคาหลักทรัพย์ทั้ง 3 หลักทรัพย์ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Undervalued)

หลักทรัพย์ที่มีค่าแอลฟา ( $\alpha$ ) น้อยกว่า 0 ได้แก่ CPN และ WHA หมายความว่า ทั้ง 2 หลักทรัพย์ให้อัตราผลตอบแทนน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ หรือก็คือราคาหลักทรัพย์ทั้ง 2 หลักทรัพย์สูงกว่าราคาที่เหมาะสม (Overvalued)

#### การวิเคราะห์ความเสี่ยงที่เป็นระบบ หรือค่าเบต้า ( $\beta$ )

จากการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยค่าเบต้า ( $\beta$ ) โดยใช้ t-Statistic ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% พบว่าหลักทรัพย์ทั้ง 5 หลักทรัพย์ คือ CPN LH WHA SPALI และ MBK มีค่า Sig.(P) น้อยกว่า 0.05 แสดงว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

การวิเคราะห์ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ หรือค่าเบต้า ( $\beta$ ) พบว่าหลักทรัพย์ LH มีค่าเบต่าน้อยกว่า 0 แสดงว่า ราคาของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามกับการเคลื่อนไหวของดัชนีของตลาด

หลักทรัพย์ SPALI MBK และ WHA มีค่าเบต้าระหว่าง 0 กับ 1 แสดงว่า ราคาของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับการเคลื่อนไหวของดัชนีของตลาด โดยราคาของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงน้อยกว่าการเคลื่อนไหวของดัชนีของตลาด

ส่วนหลักทรัพย์ CPN มีค่าเบต้ามากกว่า 1 แสดงว่า ราคาของหลักทรัพย์ เปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับการเคลื่อนไหวของดัชนีของตลาด โดยราคาของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงมากกว่าการเคลื่อนไหวของดัชนีของตลาด

#### การวิเคราะห์ค่า R-square ( $R^2$ )

ค่า R-square ( $R^2$ ) คือการวัดสัดส่วนความแปรปรวนในตัวแปรตาม ซึ่งอธิบายด้วยตัวแปรอิสระ หรือกล่าวคืออัตราส่วนความแปรปรวนของตลาดสามารถอธิบายถึงอัตราผลตอบแทนส่วนความแปรปรวนของหลักทรัพย์ได้เท่าไร

หลักทรัพย์ที่มีค่า R-square สูงที่สุด คือ CPN มีค่าอยู่ที่ 0.3348 แสดงว่าอัตราส่วนความแปรปรวนของตลาดสามารถอธิบายถึงอัตราผลตอบแทนส่วนความแปรปรวนของหลักทรัพย์ CPN ได้ร้อยละ 33.48

หลักทรัพย์ที่มีค่า R-square รองลงมา ได้แก่ WHA MBK LH และ SPALI ซึ่งค่าอยู่ที่ 0.2100 0.1121 0.0867 และ 0.0162 ตามลำดับ แสดงว่าอัตราส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาดสามารถอธิบายถึงอัตราผลตอบแทนส่วนชดเชยความเสี่ยงของหลักทรัพย์ WHA MBK LH และ SPALI ได้ร้อยละ 21.00 11.21 8.67 และ 1.62 ตามลำดับ

### สรุปผลการวิจัย

หลักทรัพย์ที่  $E[R_i]$  น้อยกว่า  $R_f$  หรือหลักทรัพย์ที่มีค่าแอลฟา ( $\alpha$ ) มากกว่า 0 ได้แก่ LH SPALI และ MBK หมายความว่า ทั้ง 3 หลักทรัพย์ให้อัตราผลตอบแทนมากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ จากภาพ 2 จะเห็นได้ว่าหลักทรัพย์ LH SPALI และ MBK อยู่เหนือเส้น SML หรือก็คือราคาหลักทรัพย์ทั้ง 3 หลักทรัพย์ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Undervalued)

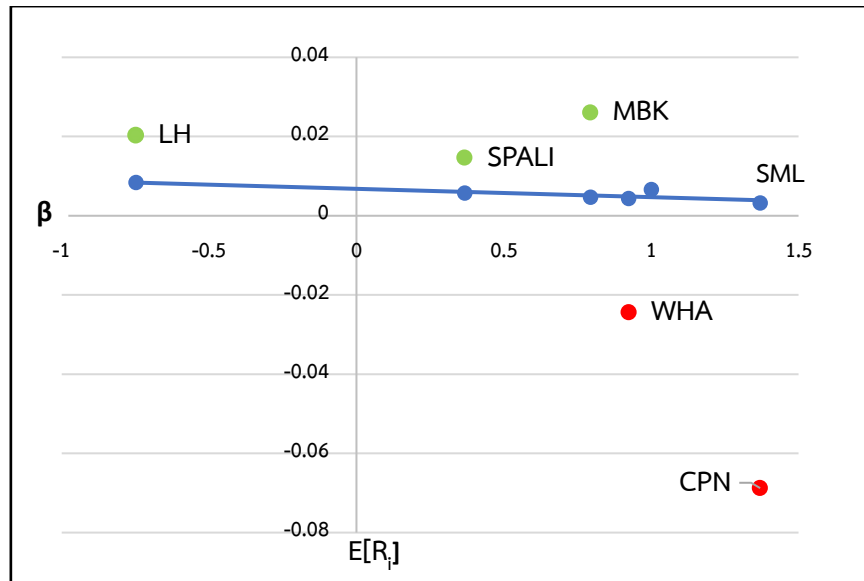
สำหรับหลักทรัพย์ที่  $E[R_i]$  มากกว่า  $R_f$  หรือหลักทรัพย์ที่มีค่าแอลฟา ( $\alpha$ ) น้อยกว่า 0 ได้แก่ CPN และ WHA หมายความว่า ทั้ง 2 หลักทรัพย์ให้อัตราผลตอบแทนน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ จากภาพ 2 จะเห็นได้ว่า CPN และ WHA อยู่ภายใต้เส้น SML หรือก็คือราคาหลักทรัพย์ทั้ง 2 หลักทรัพย์สูงกว่าราคาที่เหมาะสม (Overvalued)

#### ตาราง 2

อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ( $E[R_i]$ ) ตามทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์

หลักทรัพย์	$\beta$	$R_f$	$R_m$	$E[R_i]$	$R_i$	$\alpha$
CPN	1.3697	0.0065	0.0116	0.0135	-0.0486	-0.0720
LH	-0.7485	0.0065	0.0116	0.0027	0.0357	0.0938
WHA	0.9236	0.0065	0.0116	0.0113	-0.0097	-0.0287
SPALI	0.3672	0.0065	0.0116	0.0084	0.0366	0.0465
MBK	0.7939	0.0065	0.0116	0.0106	0.0461	0.0214

ที่มา. จากการคำนวณ



ภาพ 2 การวิเคราะห์หลักทรัพย์บนเส้น SML

ที่มา. จากการคำนวณ

### ข้อเสนอแนะ

1. ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงเป็นการใช้ข้อมูลที่เกิดขึ้น ณ ช่วงเวลาใดช่วงหนึ่งในอดีตเท่านั้น หมายถึงอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่คำนวณได้อาจจะไม่เกิดขึ้นในอนาคต ดังนั้นผลการศึกษาคควรเป็นข้อมูลส่วนหนึ่งในการพิจารณาตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

2. การศึกษานี้เป็นการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง โดยทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) ซึ่งในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลวิเคราะห์ข้อมูลปัจจัยพื้นฐาน คือ การวิเคราะห์เศรษฐกิจ (Economic Analysis) การวิเคราะห์อุตสาหกรรม (Industry Analysis) การวิเคราะห์บริษัท (Company Analysis) รวมถึงการวิเคราะห์ปัจจัยทางเทคนิค (Technical Analysis) และการติดตามข่าวสารต่าง ๆ เพื่อพิจารณาประกอบการตัดสินใจ

3. การศึกษาครั้งต่อไป ระยะเวลาในการจัดเก็บข้อมูลเกี่ยวกับราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ราคาปิดของหลักทรัพย์ เพื่อใช้ในการวิเคราะห์ อาจใช้ระยะเวลาที่มากกว่า 1 ปี เพื่อให้เกิดความคลาดเคลื่อนน้อยที่สุด

4. การศึกษาครั้งนี้ เป็นการใช้ข้อมูลทฤษฎีภูมิ ซึ่งเป็นการเก็บรวบรวมราคาปิดรายวันที่มีการปรับผลของเงินปันผล (Adjust Price) ของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ และดัชนีหลักทรัพย์ ซึ่งในการศึกษาครั้งต่อไป ผู้สนใจศึกษาอาจใช้ราคาปิด รายสัปดาห์ รายเดือน รายปี มีการปรับผลของเงินปันผล (Adjust Price) ของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ และดัชนีหลักทรัพย์

## บรรณานุกรม

Bear investor.(2561). *ผลตอบแทนหุ้น ความเข้าใจเชิงลึกเกี่ยวกับผลตอบแทนตลาดหุ้น*. ค้นเมื่อ 6 พฤศจิกายน 2563, จาก <https://bear-investor.com>

Finance yahoo. *ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ที่มีการปรับผลของเงินปันผล (Adjust Price)*. ค้นเมื่อ 6 พฤศจิกายน 2563, จาก <https://finance.yahoo.com>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *บริษัท เซนทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)*. ค้นเมื่อ 14 พฤศจิกายน 2563, จาก <https://www.set.or.th>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)*. ค้นเมื่อ 14 พฤศจิกายน 2563, จาก <https://www.set.or.th>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *บริษัท แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน)*. ค้นเมื่อ 14 พฤศจิกายน 2563, จาก <https://www.set.or.th>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *แบบฟอร์ม 56-1 ปี 2562 บริษัท ศุภาลัย จำกัด (มหาชน)*. ค้นเมื่อ 14 พฤศจิกายน 2563, จาก <https://www.set.or.th>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *แบบฟอร์ม 56-1 ปี 2562 บริษัท เอ็ม บี เค จำกัด (มหาชน)*. ค้นเมื่อ 14 พฤศจิกายน 2563, จาก <https://www.set.or.th>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดจำแนกตามกลุ่มธุรกิจ*. ค้นเมื่อ 6 พฤศจิกายน 2563, จาก <https://www.setsmart.com>

ธนาคารแห่งประเทศไทย. *ภาพรวมหลักเกณฑ์การกำกับดูแลเงินกองทุนธนาคารพาณิชย์*. (2563). ค้นเมื่อ 21 ตุลาคม 2563, จาก <https://www.bot.or.th>

ธนาคารแห่งประเทศไทย. *อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน*. ค้นเมื่อ 6 พฤศจิกายน 2563, จาก <https://www.bot.or.th>

ปริญศ ทับสมบัติ. (2558). *การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดบริการรับเหมาก่อสร้างโดยใช้แบบจำลองราคาหลักทรัพย์ CAPM*. บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

รศ.พูนศักดิ์ แสงสัน และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ ผู้แปลและเรียบเรียง. (2557). *การจัดการการเงินธุรกิจ*. สำนักพิมพ์แมคกรอ-ฮิล

วิภาวี มูลอินตะ. (2556). *การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มก่อสร้าง (CONMAT) โดยใช้แบบจำลอง CAPM*. บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

สันติชัย น้อยสกุล. (2556). การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจบริการ โดยใช้ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM). บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

สุธีรัตน์ กิตติโชควัฒนา. (2557). การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มทรัพยากรพลังงานและสาธารณูปโภคโดยใช้ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) . บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

เสาวรส วิงสันเทียะ. (2557). การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (ธุรกิจบ้านจัดสรร) โดยใช้ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM). บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยรังสิต.

อภิรัช ถาวรสุข. (2554). อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง และประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง. การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.