



การศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กลุ่มกองทุน  
รวมอสังหาริมทรัพย์โดยใช้แบบจำลองตั้งราคาหลักทรัพย์ CAPM  
The Comparisons of Risk and Rates of Return of Securities in the  
Property and Construction Groups by Capital Asset Pricing Model  
(CAPM)

วัชรา โกพิตรา \*

ดร.กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ \*\*

บทคัดย่อ

การศึกษาวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ ๑) เพื่อศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่ได้รับของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กับความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่ได้รับของตลาดและ ๒) เพื่อศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ โดยใช้แบบจำลอง CAPM ซึ่งมีหลักทรัพย์ในการศึกษา คือ หลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยจำนวน ๕ หลักทรัพย์ ได้แก่ ๑) กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ ฟิวเจอร์พาร์ค : FUTUREPF ๒) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบมีกรรมสิทธิ์ ๑๐๑ มนตรี : MONTRI ๓) กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ควอลิตี้ฮอสมิทอลลิตี: QHOP ๔.) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทยคอน : TFUND และ ๕.) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าดูสิตธานี : DTCPF

สรุปผลการศึกษาพบว่า ในด้านอัตราผลตอบแทน เมื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของตลาด หลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าตลาด มีเพียงหลักทรัพย์เดียว คือ FUTUREPF ขณะที่หลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด มีจำนวน ๔ หลักทรัพย์ ได้แก่ QHOP, DTCPF, MONTRI และ TFUND ในด้านความเสี่ยงกลับพบว่าทุกหลักทรัพย์มีความเสี่ยงต่ำกว่าตลาด และจากการศึกษาความสัมพันธ์เบื้องต้น สามารถจำแนกออกได้

\* นักศึกษาปริญญาโท หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยรามคำแหง

\*\* อาจารย์ประจำหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยรามคำแหง



เป็น ๒ กลุ่มคือ หลักทรัพย์ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เบต่าน้อยกว่า ๑ แต่มากกว่า ๐ หรือมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก มีจำนวน ๔ หลักทรัพย์ ได้แก่ DTCPF, FUTUREPF, TFUND และ QHOP กล่าวคือ หลักทรัพย์ดังกล่าวมีความเสี่ยงน้อยกว่าตลาดซึ่งแสดงว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้น มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนของตลาดในสัดส่วนที่น้อยกว่า กล่าวได้ว่าเป็น หลักทรัพย์เชิงรับ (Defensive Stock) และหลักทรัพย์ที่มีสัมประสิทธิ์น้อยกว่า ๐ หรือมีความสัมพันธ์ในเชิงลบ มีเพียงหลักทรัพย์เดียว คือ MONTRI ซึ่งหลักทรัพย์ดังกล่าวจะให้อัตราผลตอบแทนสวนทางกับการไหวของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการมากกว่าผลอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมี ๓ หลักทรัพย์ คือ FUTUREPF, QHOP และ TFUND โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็นมีค่า Undervalued มีความเหมาะสมและคุ้มค่าแก่การลงทุน

**คำสำคัญ :** กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์, ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า, ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทน

#### Abstract

The purpose of this study is 1) The comparative study of risk and rate of return on the securities in property fund sector and rates of return on the market, and 2) To compare the rate of return expected rate of return on the securities, mutual funds, the securities in property fund sector. Using the CAPM model, which is a group of securities in the Fund's securities. Securities listed on the Stock Exchange of Thailand 5 securities, 1) Future park leasehold property fund : FUTUREPF 2) 101 Montri storage property fund : MONTRI 3) Quality Hospitality leasehold property fund : QHOP 4) Ticonpropertyfund : TFUND and 5) and Dusitthanifreehold & leasehold : DTCPF

The results showed that, In the rate of return. Compare rates of return of all funds, securities with a market rate of return. Securities with higher yields than the market. There is only one FUTUREPF securities as securities with lower yields than the securities market, including 4 QHOP, DTCPF, MONTRI TFUND the risks and returns for all securities that have lower risk than the market. And the beta coefficient. Can be classified into two groups: security coefficient beta of less than 1 but greater than

o, or correlated positively with the number four securities, including DTCPF, FUTUREPF, TFUND and QHOP ie, securities that are less risky than the market. which indicates that the returns of the securities subject to change in line with market returns in proportion to less than Securities such as passive (Defensive Stock) and other securities with a coefficient less than o or a negative relationship. There is only one MONTRI securities, which securities will yield counter to the movement of the market rate of return, that Securities Group Fund at a rate of return that is greater than the rate of return expected the three securities is FUTUREPF, QHOP and TFUND. These securities are worth less. Undervalued than it should be appropriate and worth the investment.

**Keywords:** Group Fund, CAPM (asset pricing model), the beta coefficient, the risk and rate of return.

### บทนำ

ปัจจุบันแนวโน้มผลตอบแทนที่ได้รับจากการออมเงินผ่านสถาบันการเงินต่างๆ ลดลงอย่างต่อเนื่องทำให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย(The Stock Exchange of Thailand; SET) เป็นอีกช่องทางหนึ่งของการออมและการลงทุนที่น่าสนใจซึ่งมีจำนวนไม่น้อยของนักลงทุนกลุ่มนี้ที่ยังขาดความเข้าใจที่แท้จริงในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์นอกจากอัตราผลตอบแทนที่ได้รับแล้วปัจจัยเรื่องความเสี่ยงจากการลงทุนเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่สำคัญในการพิจารณาการลงทุนเนื่องจากความเสี่ยงหมายถึงโอกาสที่จะไม่ได้รับผลตอบแทนตามที่ต้องการการตัดสินใจลงทุนจึงต้องพิจารณาทั้งผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับกับความเสี่ยง ผู้มีเงินออมที่กำลังแสวงหาช่องทางการบริหารเงินให้เกิดประโยชน์ หรือได้รับผลตอบแทนสูงสุดนั้น เลือกลงทุนได้ตามความต้องการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีบทบาทสำคัญด้านการเป็นศูนย์กลางที่รวบรวมเงินทุนจากผู้มีเงินออมมาจัดสรรให้กับธุรกิจที่ต้องการเงินทุนเพื่อนำไปใช้ในการขยายกิจการ โดยการออกหลักทรัพย์จำหน่ายให้กับผู้มีเงินออมหรือนักลงทุนเพื่อให้เข้ามามีส่วนร่วมในการถือหลักทรัพย์และรับผลตอบแทนทางการเงินในหลักทรัพย์ที่นักลงทุนถือหุ้่นอยู่ เช่น เงินปันผล สิทธิในการจองซื้อหุ้นออกใหม่ใบสำคัญแสดงสิทธิเป็นต้น<sup>๑</sup> ส่วนธุรกิจที่ได้เงินทุนมากก็จะนำเงินที่ได้มาไปใช้ในการประกอบธุรกิจและขยายกิจการ ส่งผลต่อการพัฒนาและขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ก็เป็นหลักทรัพย์หนึ่ง

<sup>๑</sup> สุพจน์ สุกุลแก้ว, การวิเคราะห์งบการเงินลงทุน. (กรุงเทพมหานคร : เอ็กสเปอร์เน็ท, ๒๕๕๓), หน้า ๓๔.

น่าสนใจและสามารถเลือกลงทุนได้ นอกจากจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุนที่ได้ลงทุนหรือต้องการที่จะลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ แล้วยังเป็นการกระตุ้นการขยายฐานของผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ อีกด้วย<sup>๒</sup>

ในการศึกษาครั้งนี้ได้นำหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยมาเป็นกรณีศึกษาโดยทำการศึกษาเกี่ยวกับค่าความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ว่าผลตอบแทนควรจะเป็นเท่าไรเพื่อเป็นการชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากการขยายการลงทุนของกิจการ โดยใช้แนวคิดเรื่องทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model; CAPM) เป็นแนวคิดในการพิจารณาเพื่อการตัดสินใจลงทุนหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เพื่อศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่ได้รับหลักทรัพย์ของกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กับความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่ได้รับของตลาด และเพื่อศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่ต้องการกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์โดยใช้แบบจำลอง CAPM<sup>๓</sup>

### วิธีการวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาผู้วิจัยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจากแหล่งข้อมูลราคาปิดของหุ้นสามัญแต่ละตัวในแต่ละวันของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแหล่งข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน ๕ หลักทรัพย์ได้แก่ ๑) กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ฟิวเจอร์พาร์ค: FUTUREPF ๒) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบมีกรรมสิทธิ์ ๑๐๑ มนตรี : MONTRI ๓) กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ควอลิตี้ฮอสพิทอลลิตี : QHOP ๔) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทคอน: TFUND และ ๕) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าดุสิตธานี : DTCPF

<sup>๒</sup> ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน สถาบันกองทุนเพื่อพัฒนาตลาดทุน, ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์, (กรุงเทพมหานคร : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ๒๕๕๒), หน้า ๒.

<sup>๓</sup> จิรัตน์ สังข์แก้ว, “การลงทุน”, พิมพ์ครั้งที่ ๖, (กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, ๒๕๔๙), หน้า ๖๕.

### วิธีการรวบรวมข้อมูล

๑. ราคาปิดของหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จำนวน ๕ หลักทรัพย์ จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลาวันที่ ๔ มกราคม ๒๕๕๔ ถึงวันที่ ๒๘ ธันวาคม ๒๕๕๕ รวมเป็นระยะเวลา ๔๘๙ วันทำการ โดยจะรวบรวมค่าสำหรับใช้ในการคำนวณดังนี้

๑) ราคาปิดหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ณ เวลา  $t$  ใช้ตัวแปร  $P_t$

๒) ราคาปิดหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ณ เวลา  $t-๑$  ใช้ตัวแปร  $P_{t-๑}$

๓) เงินปันผลของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในช่วงเวลา  $t$  ใช้ตัวแปร  $D_t$

๒. ดัชนีราคาหุ้นจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ในช่วงระยะเวลาวันที่ ๔ มกราคม ๒๕๕๔ ถึงวันที่ ๒๘ ธันวาคม ๒๕๕๕ รวมเป็นระยะเวลา ๔๘๙ วันทำการ โดยจะรวบรวมค่าสำหรับใช้ในการคำนวณดังนี้<sup>๔</sup>

๑) ราคาปิดของตลาดหลักทรัพย์ ณ เวลา  $t$  ใช้ตัวแปร  $I_t$

๒) ราคาปิดของตลาดหลักทรัพย์ ณ เวลา  $t-๑$  ใช้ตัวแปร  $I_{t-๑}$

๓. อัตราผลตอบแทนตัวเงินค้ำอายุ ๑ ปี จากสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (The Thai Bond Market Association; ThaiBMA)<sup>๕</sup> ในช่วงระยะเวลาเดียวกัน

สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลเป็นการวิเคราะห์เชิงพรรณนา อธิบายเกี่ยวกับกรอบแนวคิด ทฤษฎี และคำจำกัดความที่เกี่ยวข้อง และวิเคราะห์เชิงปริมาณ ใช้สูตรในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า และอัตราผลตอบแทนที่ต้องการโดยการใช้สูตรแบบจำลอง (CAPM) ความเสี่ยงของการลงทุนเป็นปัจจัยที่สำคัญประการหนึ่งในการพิจารณาการลงทุนความหมายของความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์คือโอกาสที่จะไม่ได้รับอัตราผลตอบแทนตามที่คาดเอาไว้ยิ่งอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนมีความไม่แน่นอนมากขึ้นการลงทุนนั้นย่อมมีความเสี่ยงสูงขึ้นในการวิเคราะห์การลงทุนสูงผู้ลงทุนย่อมต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยง<sup>๖</sup>

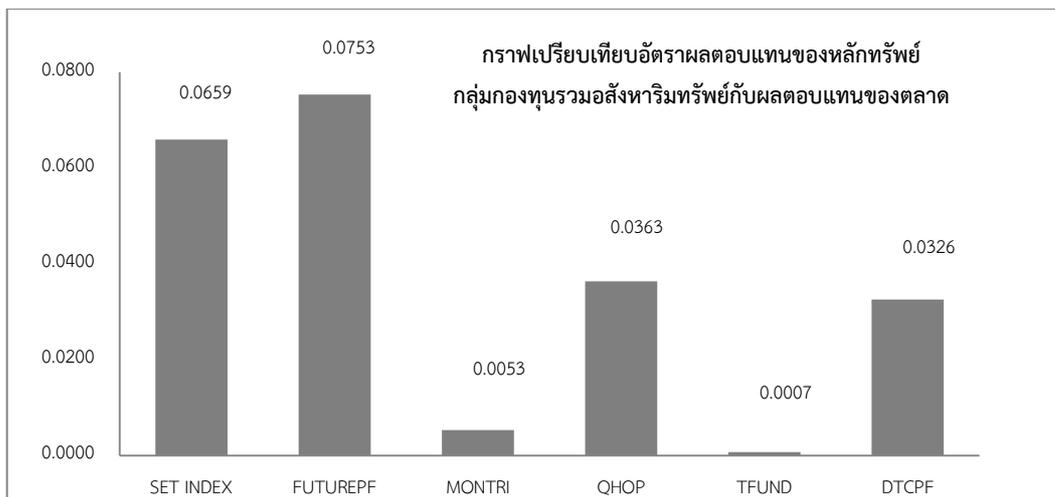
<sup>๔</sup> ดัชนีราคาปิดแต่ละวันของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยข้อมูลออนไลน์ [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com) วันที่ ๔ มกราคม ๒๕๕๔ ถึงวันที่ ๒๘ ธันวาคม ๒๕๕๕.

<sup>๕</sup> The Thai Bond Market Association; ThaiBMA วันที่ ๔ มกราคม ๒๕๕๔ ถึงวันที่ ๒๘ ธันวาคม ๒๕๕๕.

<sup>๖</sup> จิรัตน์ สังข์แก้ว, การลงทุน, (กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, ๒๕๔๕), หน้า ๑๗๑.

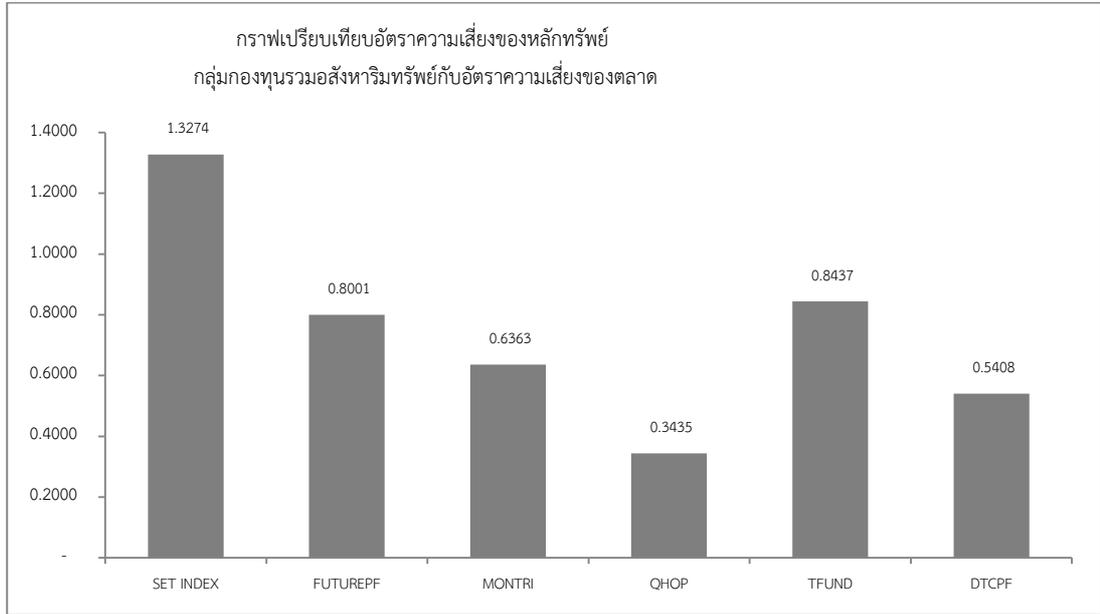
## ผลการวิจัย

## ส่วนที่ ๑: อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนอสังหาริมทรัพย์



ภาพที่ ๑ เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กับอัตราผลตอบแทนของตลาดในช่วงระยะเวลาวันที่ ๔ มกราคม ๒๕๕๔ ถึงวันที่ ๒๘ ธันวาคม ๒๕๕๕

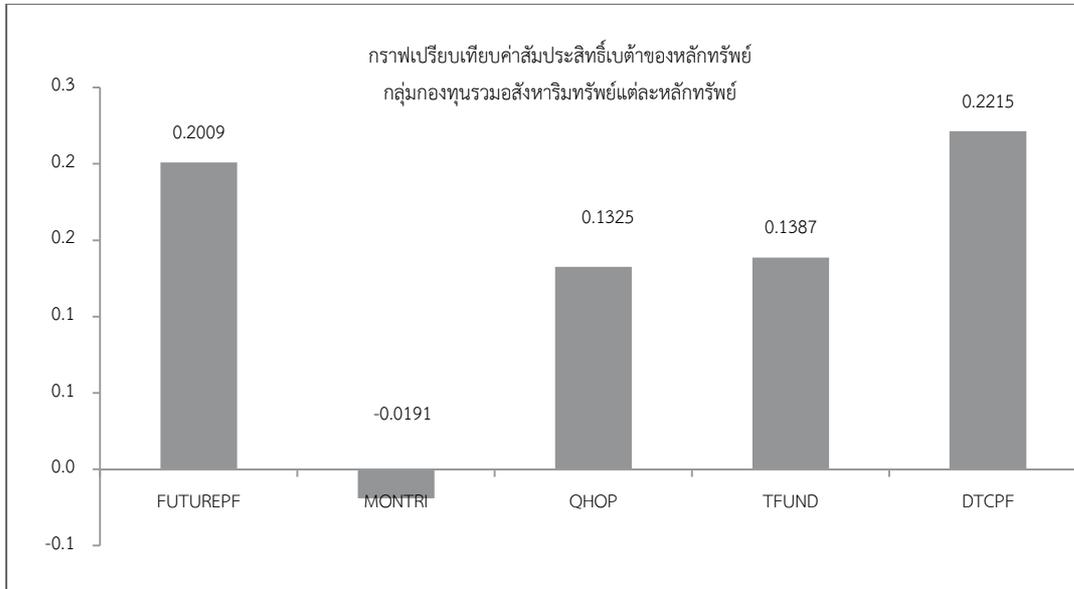
จากภาพที่ ๑ แสดงถึงการเปรียบเทียบระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กับอัตราผลตอบแทนของตลาด ในช่วงระยะเวลาวันที่ ๔ มกราคม ๒๕๕๔ ถึงวันที่ ๒๘ ธันวาคม ๒๕๕๕ ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนของตลาดมีค่าเท่ากับ ๐.๐๖๕๙ ซึ่งเมื่อทำการเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ สามารถจำแนกออกได้เป็น ๒ กลุ่ม คือ หลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนตลาดมีจำนวน ๑ หลักทรัพย์คือ FUTUREPF มีอัตราผลตอบแทนเท่ากับ ๐.๐๗๕๓ และหลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดมี ๔ หลักทรัพย์คือ QHOP, DTCPF, MONTRI และ TFUND โดย QHOP เป็นหลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด โดยมีค่าเท่ากับ ๐.๐๓๖๓ รองลงมาได้แก่ DTCPF, MONTRI และ TFUND โดยมีค่าอัตราผลตอบแทนเท่ากับ ๐.๐๓๒๖, ๐.๐๐๕๓ และ ๐.๐๐๐๗ ตามลำดับ



ภาพที่ ๒ เปรียบเทียบความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กับความเสี่ยงของตลาดในช่วงระยะเวลาวันที่ ๔ มกราคม ๒๕๕๔ ถึงวันที่ ๒๘ ธันวาคม ๒๕๕๕

จากภาพที่ ๒ แสดงถึงการเปรียบเทียบความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์กับความเสี่ยงของตลาด ในช่วงระยะเวลาวันที่ ๔ มกราคม ๒๕๕๔ ถึงวันที่ ๒๘ ธันวาคม ๒๕๕๕ ผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ทุกหลักทรัพย์มีความเสี่ยงต่ำกว่าตลาด ซึ่งความเสี่ยงของ TFUND สูงที่สุด โดยมีค่าเท่ากับ ๐.๘๔๓๗ รองลงมาได้แก่ FUTUREPF, MONTRI, DTCPF และ QHOP มีความเสี่ยงเท่ากับ ๐.๘๐๐๑, ๐.๖๓๖๓, ๐.๕๔๐๘ และ ๐.๓๔๓๕ ตามลำดับ

ส่วนที่ ๒: ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า และการแบ่งแยกค่าความเสี่ยงรวมของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวม  
อสังหาริมทรัพย์



ภาพที่ ๓ เปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กับค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของตลาดในช่วงระยะเวลาวันที่ ๔ มกราคม ๒๕๕๔ ถึงวันที่ ๒๘ ธันวาคม ๒๕๕๕

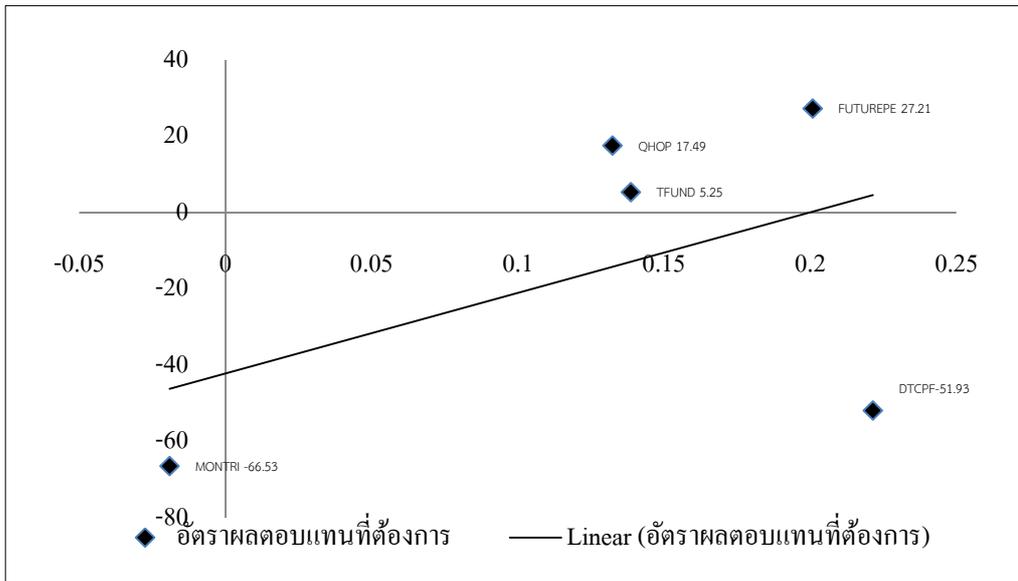
จากภาพที่ ๓ แสดงถึงการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กับค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของตลาด ในช่วงระยะเวลาวันที่ ๔ มกราคม ๒๕๕๔ ถึงวันที่ ๒๘ ธันวาคม ๒๕๕๕ ผลการศึกษาพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของตลาดมีค่าเท่ากับ ๑.๐ ซึ่งเมื่อทำการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ สามารถจำแนกออกได้เป็น ๒ กลุ่มคือ หลักทรัพย์ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า มากกว่า ๐ แต่น้อยกว่า ๑ หรือมีความสัมพันธ์เชิงบวก มีจำนวน ๔ หลักทรัพย์ ได้แก่ DTCPF, FUTUREPF, TFUND และ QHOP ซึ่งหลักทรัพย์ DTCPF มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าสูงที่สุดเท่ากับ ๐.๒๒๑๕ รองลงมาได้แก่ FUTUREPF, TFUND และ QHOP มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าเท่ากับ ๐.๒๐๐๙, ๐.๑๓๘๗ และ ๐.๑๓๒๕ ตามลำดับ และหลักทรัพย์ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า น้อยกว่า ๐ หรือมีความสัมพันธ์เชิงลบ มีจำนวน ๑ หลักทรัพย์ คือ MONTRI โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าเท่ากับ -๐.๐๑๙๑

ส่วนที่ ๓: เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ตามทฤษฎี CAPM กับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

ตารางที่ ๑ เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ตามทฤษฎี CAPM กับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ในช่วงระยะเวลาวันที่ ๔ มกราคม ๒๕๕๔ ถึงวันที่ ๒๘ ธันวาคม ๒๕๕๕

หลักทรัพย์	อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ (R <sub>i</sub> )	อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังตามทฤษฎี CAPM (E(R <sub>i</sub> ))	การตัดสินใจ
FUTUREPF	๒๗.๒๑	๕.๕๔	Undervalued
MONTRI	-๖๖.๕๓	๒.๗๘	Overvalued
QHOP	๑๗.๔๙	๔.๖๘	Undervalued
TFUND	๕.๒๕	๔.๗๖	Undervalued
DTCPF	-๕๑.๙๓	๕.๘	Overvalued

จากตารางที่ ๑ แสดงถึงเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ตามทฤษฎี CAPM กับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ในช่วงระยะเวลาวันที่ ๔ มกราคม ๒๕๕๔ ถึงวันที่ ๒๘ ธันวาคม ๒๕๕๕ ผลการศึกษาพบว่า หลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการมากกว่าผลอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมี ๓ หลักทรัพย์คือ FUTUREPF, QHOP, และ TFUND โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็นมีค่า Undervalued มีความเหมาะสมและคุ้มค่าแก่การลงทุน ดังนั้นนักลงทุนควรตัดสินใจลงทุนหรือซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้เพราะหลักทรัพย์ดังกล่าวมีโอกาสจะปรับตัวสูงขึ้นมีอัตราผลตอบแทนที่ต่อน้อยกว่าผลอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมี ๒ หลักทรัพย์ คือ MONTRI และ DTCPF โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็นมีค่า Overvalued ไม่คุ้มค่าที่จะลงทุน



ภาพที่ ๔ เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง กับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์ กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ด้วย Security Market Line (SML) ในช่วงระยะเวลาวันที่ ๔ มกราคม ๒๕๕๔ ถึงวันที่ ๒๘ ธันวาคม ๒๕๕๕

จากภาพที่ ๔ จากภาพแสดงให้เห็นว่า หลักทรัพย์ที่อยู่เหนือเส้น SML มี ๓ หลักทรัพย์ คือ FUTUREPF, QHOP และ TFUND มีอัตราผลตอบแทนเท่ากับ ๒๗.๒๑, ๑๗.๔๙, และ ๕.๒๕ ตามลำดับ โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เป็นหลักทรัพย์ที่เหมาะสมน่าลงทุน นักลงทุนจึงควรตัดสินใจซื้อหรือเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าว ส่วนหลักทรัพย์ที่อยู่ใต้เส้น SML มี ๒ หลักทรัพย์ คือ MONTRI และ DCPTF มีอัตราผลตอบแทนเท่ากับ -๖๖.๕๓ และ -๕๑.๙๓ ตามลำดับ โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็นไม่เหมาะกับการลงทุน

### การอภิปรายผล

สรุปผลการศึกษาวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้แบ่งการศึกษาออกเป็น ๓ ส่วน คือ ๑) ศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง ๒) ศึกษาความสัมพันธ์เชิงเบต้า และการแบ่งแยกความเสี่ยงรวม และ ๓) ศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ตามแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (CAPM) กับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ซึ่งสามารถสรุปผลการวิจัยได้ดังนี้

## จากการศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง

จากการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนตลาดมีเพียงหลักทรัพย์เดียวคือ FUTUREPF ขณะที่หลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด มีจำนวน ๔ หลักทรัพย์คือ QHOP, DTCPF, MONTRI และ TFUND และจากการเปรียบเทียบความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กับความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีความเสี่ยงต่ำกว่าตลาดทั้งหมด

จากการศึกษาค่าสัมประสิทธิ์ค่าเบต้า และการแบ่งแยกค่าความเสี่ยงรวมค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์มี ๔ หลักทรัพย์คือ DTCPF, FUTUREPF, TFUND และ QHOP มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้ามีค่าเป็นบวกน้อยกว่า ๑ แต่มากกว่า ๐ แสดงว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยรวมเมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดสูงขึ้นหลักทรัพย์จะมีอัตราผลตอบแทนสูงขึ้นด้วยและหากอัตราผลตอบแทนตลาดลดลงผลตอบแทนหลักทรัพย์ก็ลดลงด้วยเป็นหลักทรัพย์เชิงรับ (Defensive Stock) ส่วนหลักทรัพย์ที่มีสัมประสิทธิ์น้อยกว่า ๐ มีเพียงหลักทรัพย์เดียวคือ MONTRI มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้ามีค่าเป็นลบซึ่งแสดงว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์สวนทางกับการไหวของอัตราผลตอบแทนของตลาดโดยรวมกล่าวคือเมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดสูงขึ้นโดยเฉลี่ยแล้วหลักทรัพย์นี้จะมีอัตราผลตอบแทนลดลงและหากตลาดอัตราผลตอบแทนลดลงโดยเฉลี่ยแล้วหลักทรัพย์ดังกล่าวก็มีอัตราผลตอบแทนสูงขึ้น

จากการศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ตามแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (CAPM) กับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการมากกว่าผลอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมี ๓ หลักทรัพย์ คือ FUTUREPF, QHOP และ TFUND โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็นมีค่า Undervalued มีความเหมาะสมและคุ้มค่าแก่การลงทุน ดังนั้นนักลงทุนควรตัดสินใจลงทุนหรือซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้เพราะหลักทรัพย์ดังกล่าวมีโอกาสจะปรับตัวสูงขึ้นมีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการน้อยกว่าผลอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมี ๒ หลักทรัพย์ คือ MONTRI และ DTCPF โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็นมีค่า Overvalued ไม่คุ้มค่าที่จะลงทุน

หลักทรัพย์ที่อยู่เหนือเส้น SML มี ๓ หลักทรัพย์คือ FUTUREPF, QHOP และ TFUND มีอัตราผลตอบแทนตามลำดับ โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เป็นหลักทรัพย์ที่เหมาะสมน่าลงทุน นักลงทุนจึงควรตัดสินใจซื้อหรือเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าว ส่วนหลักทรัพย์ที่อยู่ใต้เส้น SML มี ๒ หลักทรัพย์ คือ MONTRI และ DCPTF มีอัตราผลตอบแทนตามลำดับ โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็นไม่เหมาะกับการลงทุน



### ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย

๑. การศึกษาครั้งนี้ได้ทำการศึกษาความเสี่ยงที่เป็นระบบซึ่งเป็นความเสี่ยงที่นักลงทุนไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้เท่านั้น ในการศึกษาครั้งต่อไปควรทำการศึกษาความเสี่ยงที่เป็นระบบและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ เพื่อจะได้ทราบถึงความเสี่ยงที่แท้จริงของหลักทรัพย์นั้น ว่าเกิดจากความเสียหายในธุรกิจ หรือความเสี่ยงอันเกิดจากความเปลี่ยนแปลงปัจจัยแวดล้อมภายนอก และความเสี่ยงใดส่งผลต่อธุรกิจมากกว่ากันเพื่อให้เป็นข้อมูลในการพิจารณาตัดสินใจในการเลือกลงทุนและใช้สำหรับเป็นแนวทางในการประกอบการตัดสินใจลงทุนหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนอสังหาริมทรัพย์เพียงกลุ่มเดียวเท่านั้น โดยพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในแต่ละหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ในการลงทุนควรที่จะกระจายการลงทุนไปยังหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ เพื่อลดความเสี่ยงในการลงทุน

๒. ควรจะศึกษาวิเคราะห์การลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มอื่นๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อที่จะสามารถกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ โดยไปลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มอื่นๆ ด้วย



## บรรณานุกรม

- กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. “การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนหลักทรัพย์ กลุ่มวัสดุก่อสร้างโดยใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM)” วารสารการเงิน การลงทุน การตลาด และการบริหารธุรกิจ ปีที่ ๓ ฉบับที่ ๔ มกราคม – มีนาคม ๒๕๕๖.
- กิตติยาพร คชอนันต์ และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. “การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์โดยใช้ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM)”. *วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต*. บัณฑิตวิทยาลัย : มหาวิทยาลัยรังสิต, ๒๕๕๕.
- จิรัตน์ สังข์แก้ว. *การลงทุน*. พิมพ์ครั้งที่ ๖. กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, ๒๕๔๕.
- วิไลพรรณ ตาริชกุล. “รูปแบบจำลอง CAPM การศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคาร”. *วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต*. บัณฑิตวิทยาลัย : มหาวิทยาลัยรามคำแหง, ๒๕๕๑.
- ศศิธร กาญจนานาประเสริฐและกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. “การศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารโดยใช้แบบจำลอง CAPM” *วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต*. บัณฑิตวิทยาลัย : มหาวิทยาลัยรังสิต, ๒๕๕๕.
- สิริวรรณ โฉมจัญญ. *หลักและนโยบายการลงทุน*. พิมพ์ครั้งที่ ๒. กรุงเทพมหานคร : ทีพีเอ็น เพรส, ๒๕๔๘.
- สุพจน์ สกุลแก้ว. *การวิเคราะห์งบการลงทุน*. กรุงเทพมหานคร : เอ็กซ์เปอร์เน็ท, ๒๕๕๓.
- เซ็ทสมาร์ตทอทคอม. *ดัชนีราคาปิดแต่ละวันของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยข้อมูลออนไลน์* [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com) / ๒๕๕๕ *ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน, ๒๕๕๒.*
- Weera Weerakhajornsak, Kittiphun Khongsawatkiat, And faculty (๒๐๐๘). “Asset Pricing in Energy Sector: The Evidence from Stock Exchange of Thailand.” The First National Conference on Graduate Research for Business Management ๒๐๐๘. May ๒๙, ๒๐๐๘. University of the Thai Chamber of Commerce.