

**การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์  
กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์: กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์ไทย**  
**ANALYSIS RATE OF RETURN AND RISKS OF AN INVESTMENT  
IN THE STOCK OF PROPERTY FUND CASE STUDY:  
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND**

**ฉวีพรรณ บัวเสริมสุวรรณ<sup>1</sup> / CHAWEEPAN BUASERMSAWAN<sup>1</sup>**  
**กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ / KITTIPHUN KHONGSAWATKIAT<sup>2</sup>**

**บทคัดย่อ**

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาและเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาด และเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ในการชดเชยความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ โดยใช้เส้นตลาดหลักทรัพย์ Securities Market Line (SML) หรือแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) ในการตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์และดัชนีราคาตลาด SET100 และอัตราผลตอบแทนของตัวเงินคั่ง อายุ 1 ปี แทนหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง เพื่อตัดสินใจลงทุน ได้ทำการศึกษาเป็นรายหลักทรัพย์ทั้งหมด 6 หลักทรัพย์ ได้แก่ CTARAF: กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์โรงแรมและรีสอร์ทในเครือฯ, LUXF: กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ลักซ์ซัวร์, MNIT2: กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นิชธานี 2, GOLDPF: กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์โกลด์, BKKCP: กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์บางกอก และ CPNRF: กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ CPN รีเทล โกรท ทำการศึกษาข้อมูล ตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2554 – 28 ธันวาคม 2555

ผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์ CTARAF, LUXF, MNIT2, GOLDPF, BKKCP และ CPNRF มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าต่ำกว่า 1 แต่มากกว่า 0 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก หลักทรัพย์ดังกล่าวมีความเสี่ยงน้อยกว่าตลาด ซึ่งแสดงว่า ผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนของตลาดในสัดส่วนที่น้อยกว่า กล่าวได้ว่าเป็นหลักทรัพย์เชิงรับ

<sup>1</sup>นักศึกษาลัทธิบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต โครงการบริหารธุรกิจมหาบัณฑิตสำหรับผู้จัดการยุคใหม่ มหาวิทยาลัยรามคำแหง

<sup>2</sup>อาจารย์พิเศษโครงการบริหารธุรกิจมหาบัณฑิตสำหรับผู้จัดการรุ่นใหม่ มหาวิทยาลัยรามคำแหง

(defensive security) โดยมีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมากกว่า อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ดังนั้น นักลงทุนควรตัดสินใจลงทุนหรือซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้ เพราะหลักทรัพย์ดังกล่าวมีโอกาสจะปรับตัวสูงขึ้น

**คำสำคัญ :** กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ รูปแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์

## ABSTRACT

The purposes of this study were to investigate and compare the returns and risks of an investment in the stock property fund with returns and market risks and also compare expected with requirement of returns in order to offset securities sector by using the Exchange Securities Market Line (SML) was a valuation model (CAPM) in the decision to buy or sell securities by considered the close of the stock market index and SET100 and the yield of 1-year bond as the risk-free securities to investment decisions. The stocks six assets in this study are CTARAF: CENTARA HOTEL & RESORT LEASEHOLD PROPERTY FUND, LUXF: LUXURY REAL ESTATE INVESTMENT FUND, MNIT2: NICHADA THANI PROPERTY FUND2, GOLDPF: GOLD PROPERTY FUND (LEASE HOLD), BKKCP: BANGKOK COMMERCIAL PROPERTY FUND, CPNRF: CPN RETAIL GROWTH LEASEHOLD PROPERTY FUND, during 4 January 2011 to 28 December 2012.

The results showed that the securities CTARAF, LUXF, MNIT2, GOLDPF, BKKCP and CPNRF have a beta coefficient of less than 1 but greater than 0, there was a positive. Securities were less risky than the market which indicates that the returns of the securities subject to change in line with market returns proportion of less than. Securities such as passive (Aggressive Security) was the expected rate of return over rate of return to the investor should invest or buy such securities because such securities are likely to rise.

**Keywords:** property fund, securities market, CAPM

## บทนำ

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้น สามารถเป็นองค์ประกอบส่วนหนึ่งที่มีความสำคัญอย่างยิ่ง ในการวางแผนออมเงินระยะยาวได้ ด้วยการซื้อหลักทรัพย์ในธุรกิจที่ผู้ลงทุนมีความเชื่อมั่นว่าจะสร้างผลกำไรและเจริญรุ่งเรืองต่อไปในวันข้างหน้า การซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวจะทำให้ผู้ลงทุน

กลายเป็นส่วนหนึ่งของเจ้าของกิจการ และจะได้รับการจ่ายเงินปันผลจากกำไรที่เกิดขึ้นในการทำธุรกิจนั้นทุก ๆ ปี ตราบเท่าที่ผู้ลงทุนยังถือหลักทรัพย์นั้นอยู่

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เป็นอีกทางเลือกหนึ่งของการออมเงินในระยะยาวที่สามารถหลีกเลี่ยง หรือป้องกันการขาดทุนอันเกิดขึ้นจากระดับอัตราเงินเฟ้อได้ เพราะการลงทุนในหลักทรัพย์ จะช่วยรักษามูลค่าที่แท้จริงของเงินทุน และให้ผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล กำไรส่วนทุน และสิทธิการจองซื้อหุ้นใหม่ ในราคาต่ำให้แก่ผู้ลงทุนอีกด้วย และหากผู้ลงทุนมีความรู้และความชาญฉลาดพอก็จะสามารถเลือกซื้อเลือกขายหลักทรัพย์ต่าง ๆ ในระดับราคา และจังหวะเวลาที่จะให้ผลตอบแทนได้สูงสุด

ปัจจุบันการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เป็นที่สนใจของผู้ลงทุนทั่วไป โดยเฉพาะอย่างยิ่งในภาวะที่ดอกเบี้ยเงินฝากต่ำ และการลงทุนในสินค้าทางการเงินอื่น ๆ เช่น หุ้น หุ้นกู้ ฯลฯ มีความเสี่ยงจากภาวะตลาดที่ผันผวน เพราะการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์มีข้อดี คือ ช่วยกระจายความเสี่ยงของผู้ลงทุน เนื่องจากอสังหาริมทรัพย์มีความสัมพันธ์ (correlation) กับสินทรัพย์ทางการเงินต่ำ ราคาของอสังหาริมทรัพย์จึงไม่ได้เคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันกับสินทรัพย์ทางการเงินอื่น ๆ อีกทั้งการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ยังช่วยป้องกันการเสื่อมค่าของเงินลงทุนจากอัตราเงินเฟ้อได้ดีในระดับหนึ่ง เนื่องจากราคาอสังหาริมทรัพย์มักปรับตัวสูงขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อ และผู้ลงทุนสามารถเจรจาเก็บค่าเช่าเพิ่มขึ้นได้

อย่างไรก็ดีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์โดยตรงมีข้อจำกัดหลายประการ ไม่ว่าจะเป็นเงินลงทุนที่สูง ภาระค่าใช้จ่ายในการดูแลรักษา รวมถึงสภาพคล่องในการซื้อขายต่ำ ทางเลือกที่จะช่วยอำนวยความสะดวกให้กับผู้ลงทุนคือ การลงทุนผ่านกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (property fund) ที่บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) จัดตั้งขึ้น โดยระดมทุนจากประชาชนทั่วไปผ่านการขายหน่วยลงทุน แล้วนำเงินดังกล่าวไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เช่น เซอร์วิสอพาร์ทเมนท์ โรงแรม ศูนย์การค้า อาคารสำนักงาน สนามบิน ฯลฯ และบริหารจัดการให้เช่าเพื่อเก็บเกี่ยวผลตอบแทนจากค่าเช่าแล้วนำมาเฉลี่ยจ่ายให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนตามสัดส่วน

การลงทุนผ่านกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีข้อดีคือ ใช้เงินลงทุนน้อย สามารถเลือกลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่ได้หลากหลาย และผู้ลงทุนไม่มีภาระในการดูแลรักษา เนื่องจากมีมืออาชีพคอยบริหารจัดการให้ อีกทั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เหล่านี้มีการจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้มีสภาพคล่องในการซื้อขายในระดับหนึ่ง

ในการศึกษาครั้งนี้ ได้นำหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มาเป็นกรณีศึกษา โดยทำการศึกษาเกี่ยวกับค่าความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ว่าผลตอบแทนควรจะเป็นเท่าไรเพื่อเป็นการชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากการขยายการลงทุนของกิจการ โดยใช้แนวคิดเรื่องทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model – CAPM)

## วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่ได้รับของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ทฤษฎีแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) เป็นแนวทางการศึกษาเพื่อการตัดสินใจลงทุน
2. เพื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ กับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการในการชดเชยความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์โดยใช้เส้นตลาดหลักทรัพย์ Securities Market Line (SML) หรือแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM)

## ขอบเขตของการวิจัย

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ได้เลือกใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) ในการวิเคราะห์หลักทรัพย์เนื่องจากแบบจำลองนี้เป็นแบบจำลองพื้นฐานที่ได้แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาดได้อย่างชัดเจนและง่ายแก่การทำความเข้าใจ โดยหลักทรัพย์ที่นำมาใช้ในการศึกษาเป็นหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งสิ้น 6 หลักทรัพย์ ได้แก่

1. CTARAF : กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์โรงแรมและรีสอร์ทในเครือฯ
2. LUXF : กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ลักซ์ซัวร์
3. MNIT2 : กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นิชดาธานี 2
4. GOLDPF : กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์โกลด์
5. BKKCP : กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์บางกอก
6. CPNRF : กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ CPN รีเทล โกรท

ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์จะเป็นข้อมูลราคาปิดในแต่ละวันของหลักทรัพย์ ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2554 ถึงวันที่ 28 ธันวาคม 2555 จำนวน 489 วัน

## กรอบแนวคิด

### ตัวแปรอิสระ

ราคาปิดแต่ละวันทำการของ  
หลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวม  
อสังหาริมทรัพย์

ดัชนี SET Index

อัตราผลตอบแทนของตัว  
เงินคลังที่มีอายุ 1 ปี

อัตราผลตอบแทนของ  
หลักทรัพย์กลุ่มกองทุน  
รวมอสังหาริมทรัพย์และ  
อัตราผลตอบแทนของ  
ตลาด

อัตราผลตอบแทนที่  
ไม่มีความเสี่ยง

### ตัวแปรตาม

ค่าส่วนเบี่ยงเบน  
มาตรฐาน

ค่าส่วนเบต้า

### การเปรียบเทียบ

1. ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่ได้รับของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์
2. ค่าเบต้าของหลักทรัพย์กลุ่มบริการการแพทย์
3. อัตราผลตอบแทนที่ต้องการกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

## ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

### นิยามศัพท์เฉพาะ

1. **ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand)** ทำหน้าที่เป็นตลาดหุ้น หรือศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ตลาดหลักทรัพย์เองไม่ได้ทำการซื้อขายหลักทรัพย์โดยตรง หากแต่ทำหน้าที่ในการควบคุมดูแลให้การซื้อขายหลักทรัพย์เป็นไปอย่างมีระเบียบ คล่องตัวและยุติธรรม เพื่อเป็นการสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ลงทุน และก่อให้เกิดการระดมเงินออมจากประชาชนไปลงทุนในกิจการต่าง ๆ อันเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาเศรษฐกิจโดยส่วนรวม

2. **กองทุนรวม** คือ เครื่องมือในการลงทุน (investment vehicle) สำหรับผู้ลงทุนรายย่อย ที่ประสงค์จะนำเงินมาลงทุนในตลาดเงินตลาดทุน แต่ติดขัดด้วยอุปสรรคหลายประการที่ทำให้การลงทุนด้วยตนเองไม่สามารถได้ผลลัพธ์ตามเป้าหมายที่ต้องการ

3. **ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย** คือ ดัชนีที่สะท้อนความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ทั้งหมด โดยคำนวณจากหุ้นสามัญจดทะเบียนทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (รวมหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์) ยกเว้นหุ้นที่ถูกขึ้นเครื่องหมาย SP เกิน 1 ปี

4. **ผู้ลงทุน** จัดเป็นองค์ประกอบที่สำคัญที่สุดของตลาดหลักทรัพย์ โดยผู้ลงทุนอาจเป็นประชาชนทั่วไปหรือนิติบุคคลทั้งในประเทศและต่างประเทศ ที่เข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อมุ่งหวังผลตอบแทนในรูปแบบของกำไรจากการซื้อขาย (ผู้ลงทุนระยะสั้น) หรือรวมทั้งดอกเบี้ยและเงินปันผลด้วย (ผู้ลงทุนระยะยาว)

5. **อสังหาริมทรัพย์** คือ ที่ดินและทรัพย์สินอันติดอยู่กับที่ดินมีลักษณะเป็นการถาวรหรือประกอบเป็นอันเดียวกับที่ดินนั้น และหมายความรวมถึงทรัพย์สินอันเกี่ยวกับที่ดิน หรือทรัพย์สินอันติดอยู่กับที่ดินหรือประกอบเป็นอันเดียวกับที่ดินนั้นด้วย

6. **กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์** หมายถึง กองทุนรวมที่บริษัทจัดการจัดตั้งขึ้น เพื่อนำเงินที่ได้จากการขายหน่วยลงทุนไปซื้อ หรือเช่าอสังหาริมทรัพย์ และบริหารอสังหาริมทรัพย์นั้น ๆ โดยมุ่งเน้นเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสม่ำเสมอในรูปแบบของค่าเช่า โดยมีได้ซื้ออสังหาริมทรัพย์มาเพื่อการพัฒนาและขายต่อ ผลตอบแทนหรือรายได้ที่ได้รับจากการบริหารอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว จะถูกนำไปแบ่งให้ผู้ถือหน่วยลงทุนในรูปแบบของเงินปันผลต่อไป

7. **ความเสี่ยงจากการลงทุน** คือ การเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นที่ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงเบี่ยงเบนไปจากอัตราผลตอบแทนที่ได้คาดหวังไว้

8. **ตลาดรองหรือตลาดซื้อขายหลักทรัพย์** เป็นแหล่งกลาง สำหรับการซื้อขาย เปลี่ยนมือความเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ที่ได้ผ่านการจองซื้อในตลาดแรกมาแล้ว เป็นการสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในตลาดแรกว่า เขาจะสามารถขายหลักทรัพย์นั้นเพื่อเปลี่ยนกลับคืนเป็นเงินสดได้เมื่อต้องการ

9. **ผลตอบแทน** หมายถึง ผลประโยชน์ที่พึงจะได้รับจากการลงทุนที่ทำให้ส่วนของผู้ลงทุนมีมูลค่าเพิ่มขึ้น

10. **ตราสารทุน** คือ ตราสารที่บริษัทออกให้แก่ผู้ถือเพื่อแสดงสิทธิของความเป็นเจ้าของในกิจการนั้น

## ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

### 1. ทฤษฎีและแนวคิดเกี่ยวกับความเสี่ยง

**ความเสี่ยงจากการลงทุน (risk)** หมายถึง โอกาสที่จะไม่ได้รับอัตราผลตอบแทนตามที่คาดหวังไว้ ซึ่งถ้าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนมีความไม่แน่นอนมากขึ้น การลงทุนนั้นก็ยิ่งมีความเสี่ยงมากขึ้น ในการวิเคราะห์การลงทุนโดยทั่วไปถือว่า ผู้ลงทุนเป็นบุคคลที่ไม่ชอบความเสี่ยง (risk averse) หรือต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง หากการลงทุนใดมีความเสี่ยงสูง ผู้ลงทุนย่อมต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น เพื่อชดเชยความเสี่ยง

## 2. ทฤษฎีแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ Capital Asset Pricing Model (CAPM)

ความเสี่ยงของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์นั้นเป็นปัจจัยที่สำคัญในการวิเคราะห์ความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ นั่นคือ ความเสี่ยงของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์จะส่งผลต่อความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน ซึ่งความเสี่ยงของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์นั้น ได้แก่ ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่เป็นระบบ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าเป็นตัวบ่งบอกถึงความเสี่ยงที่เป็นระบบนี้ ดังนั้นในการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในตลาดที่มีประสิทธิภาพ จึงควรพิจารณาความเสี่ยงโดยดูที่ค่าสัมประสิทธิ์เบต้ามากกว่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ดังนั้นจึงได้มีการพัฒนาทฤษฎีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ขึ้นมาเพื่อช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถวิเคราะห์และวัดความเสี่ยงระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงได้ ซึ่งทฤษฎี CAPM เป็นตัวแบบสำหรับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ต่าง ๆ ให้เหมาะสมกับสภาพความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้น ๆ (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2543: 249)

## 3. ทฤษฎีอัตราผลตอบแทน (rate of return)

ผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทต่าง ๆ มักแสดงในรูปร้อยละโดยเปรียบเทียบกับเงินลงทุนต้นงวดและมักคิดต่อระยะเวลาหนึ่งปี โดยเรียกรวม ๆ ว่า "อัตราผลตอบแทน" ซึ่งเป็นตัวบ่งบอกถึงผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับหรือจะได้รับในหนึ่งงวดจากการลงทุนประเภทนั้น ๆ (ศุภมาศ สุกหลวงษ์, 2547 อ้างถึงใน จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2543: 156)

## 4. ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

กิตติยาพร คชาอนันต์ และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2555: 4) ได้ทำการศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ โดยใช้ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาและเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ กับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาด และเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ในการชดเชยความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ โดยใช้เส้นตลาดหลักทรัพย์ Securities Market Line (SML) หรือแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) ในการตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์และดัชนีราคาตลาด SET100 และอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล อายุ 1 ปี แทนหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง เพื่อตัดสินใจลงทุน ได้ทำการศึกษาเป็นรายหลักทรัพย์ทั้งหมด 6 หลักทรัพย์ ทำการศึกษาข้อมูลตั้งแต่วันที่ 13 พฤษภาคม 2553 ถึง 30 ธันวาคม 2554 ผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์ BBL, KBANK, KTB, SCB, TMB มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าน้อยกว่า 1 แต่มากกว่า 0 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก หลักทรัพย์ดังกล่าวมีความเสี่ยงน้อยกว่าตลาด ซึ่งแสดงว่า ผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนของตลาด ในสัดส่วนที่น้อยกว่า

ศศิธร กาญจนุประเสริฐ และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2555: 4) ได้ทำการศึกษาเรื่อง การเปรียบเทียบความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทน ของหลักทรัพย์กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร โดยใช้แบบจำลอง CAPM โดยมีวัตถุประสงค์ 1) เพื่อศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่ได้รับของหลักทรัพย์กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารกับความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่ได้รับของตลาด 2) เพื่อศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่ต้องการกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร ซึ่งมีหลักทรัพย์ในการศึกษา คือ หลักทรัพย์กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเลือกหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาด (Market Capitalization) สูงสุดมา 10 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC, INTUCH, DTAC, TRUE, JAS, THCOM, SMART, SIM, SAMTEL และ JMART ทำการศึกษาใช้ข้อมูลทุดิถีภูมิเป็นรายวัน ตั้งแต่วันที่ 13 พฤษภาคม 2553 ถึงวันที่ 30 ธันวาคม 2554 รวมเป็นระยะเวลา 400 วันทำการ เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ การวิเคราะห์จากทฤษฎี CAPM (Capital Asset Pricing Model) ผลการศึกษาพบว่า หลักทรัพย์กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารที่ผู้ลงทุนควรลงทุนซื้อ มี 9 หลักทรัพย์ คือ ADVANC, INTUCH, DTAC, JAS, THCOM, SMART, SIM, SAMTEL และ JMART โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Undervalued) ส่วนหลักทรัพย์กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารที่ผู้ลงทุนไม่ควรลงทุนซื้อ มี 1 หลักทรัพย์ คือ TRUE โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็น (overvalued)

ฐิติพงศ์ พรลิลิตประเสริฐ (2554) ได้ทำการศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์: ศึกษากลุ่มชนส่งสินค้าทางทะเลภายใต้แบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) ผลการศึกษาพบว่าค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของทั้ง 4 หลักทรัพย์ มีค่าเป็นบวกและมากกว่า 1 ทั้งหมด ซึ่งแสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มชนส่งสินค้าทางทะเลมีการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนที่มากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาดหรือที่เรียกว่าเป็นหลักทรัพย์ที่มีราคาปรับตัวเร็ว (aggressive stock) และทุกหลักทรัพย์มีอัตราผลตอบแทนที่อยู่สูงกว่าเส้น SML แสดงว่ามีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็นและเป็นหลักทรัพย์ที่ราคาจะปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นในอนาคต ดังนั้น นักลงทุนควรที่จะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์

กฤติยา นวรัตน์ (2549) ได้ทำการศึกษาเรื่อง “การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” การศึกษาได้วิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผลการศึกษาพบว่า มีหลักทรัพย์จำนวน 6 หลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับหรืออยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ AITCO, ASL, GBX, GL, MFC และ THANI แสดงว่าหลักทรัพย์มีราคาซื้อขายในตลาดต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม ส่วนการวิเคราะห์เพื่อการตัดสินใจ พบว่า มีหลักทรัพย์จำนวน 5 หลักทรัพย์ ได้แก่ ASL, GBX, GL, MFC และ THANI เป็นหลักทรัพย์ที่ควรลงทุน



## วิธีดำเนินการ

### การกำหนดประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

1. ประชากรในการศึกษาค้างนี้เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ประเภทตราสารทุน (หุ้นสามัญ) ในหมวดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 40 หลักทรัพย์

2. กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้ คือ กลุ่มหลักทรัพย์ประเภทตราสารทุน (หุ้นสามัญ) ในหมวดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 6 หลักทรัพย์ ได้แก่

CTARAF (กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์โรงแรมและรีสอร์ทในเครือฯ)

LUXF (กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ลักซ์ซัวร์)

MNIT2 (กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นิชดาธานี 2)

GOLDPF (กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์โกลด์)

BKKCP (กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์บางกอก)

CPNRF (กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ CPN รีเทล โกรท)

โดยทำการเก็บรวบรวมข้อมูล ที่เป็นราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่เลือกทำการศึกษา อัตราพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุ 1 ปี และดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET INDEX) ระหว่างวันที่ 4 มกราคม 2554 ถึงวันที่ 28 ธันวาคม 2555 จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และใช้รูปแบบการกำหนดราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM) เป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อการเปรียบเทียบมูลค่าของหลักทรัพย์ สำหรับตัดสินใจลงทุนซื้อ

### การรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลสำหรับการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ แบบอนุกรมเวลา (time series data) จัดเก็บข้อมูลเป็นรายวันระหว่างวันที่ 4 มกราคม 2554 ถึงวันที่ 28 ธันวาคม 2555 รวบรวมจากรายงานตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ([www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)) และรายงานจากธนาคารแห่งประเทศไทย ข้อมูลที่รวบรวมมีดังนี้

1. รายงานการซื้อขายหลักทรัพย์ในหมวดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (ราคาปิดรายวัน) เพื่อนำมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ( $R_i$ )

2. ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) รายวัน เพื่อนำมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของตลาด ( $R_m$ )

3. รายงานอัตราดอกเบี้ยรายวันของตัวเงินคลังรัฐบาลอายุ 1 ปี เพื่อใช้เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง ( $R_f$ )

### การวิเคราะห์ข้อมูล

สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลเป็นการวิเคราะห์เชิงพรรณนา อธิบายเกี่ยวกับกรอบแนวความคิด ทฤษฎี และคำจำกัดความที่เกี่ยวข้อง และวิเคราะห์เชิงปริมาณ ใช้สูตรในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า และอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ โดยใช้รูปแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM)

#### สูตรในการคำนวณ

1. คำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $i$  แต่ละวัน ( $R_i$ ) โดยใช้ข้อมูลปิดของหลักทรัพย์แต่ละวันทำการ

$$R_i = \frac{p_t - p_{t-1}}{p_{t-1}} * 100$$

โดย $P_t$	หมายถึง	ราคาปิดของหลักทรัพย์ $i$ ณ วันทำการ $t$
$P_{t-1}$	หมายถึง	ราคาปิดของหลักทรัพย์ $i$ ณ วันทำการก่อนหน้า $t$

2. คำนวณหาอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$$R_m = \frac{SET\ Index_t - SET\ Index_{t-1}}{SET\ Index_{t-1}} * 100$$

โดย $SET\ Index_t$	หมายถึง	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันทำการ $t$
$SET\ Index_{t-1}$	หมายถึง	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันทำการก่อนหน้า $t$

3. คำนวณหาความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยใช้ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation :  $\sigma$ )

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)^2}{n}}$$

โดยที่ $R_i$	หมายถึง	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ $i$
$\bar{R}_i$	หมายถึง	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ $i$
$n$	หมายถึง	จำนวนวันทำการ

4. คำนวณหาความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนของตลาด โดยใช้ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation :  $\sigma$ )

$$\sigma_m = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_m - \bar{R}_m)^2}{n}}$$

โดยที่ $R_m$	หมายถึง	อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์
$\bar{R}_m$	หมายถึง	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์
n	หมายถึง	จำนวนวันทำการ

5. คำนวณหาค่าความแปรปรวนร่วม (Covariance: COV)

$$COV_{i,m} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_m - \bar{R}_m) * (R_i - \bar{R}_i)}{n}}$$

6. คำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate:  $R_f$ )

7. คำนวณหาค่าเบต้าของหลักทรัพย์

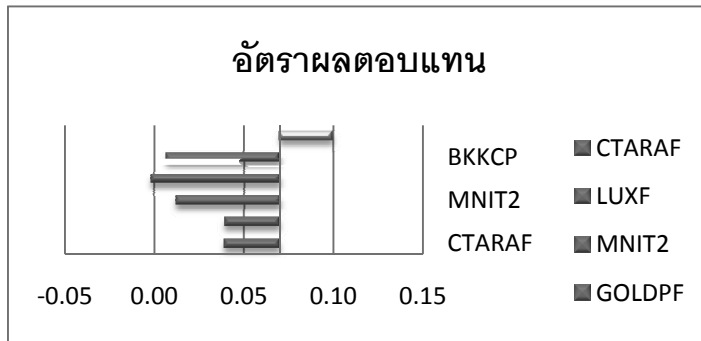
$$\beta_i = \frac{COV_{i,m}}{\sigma_m^2}$$

โดยที่ $COV_{i,m}$	หมายถึง	ค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i และอัตราผลตอบแทนของตลาด
$\sigma_m^2$	หมายถึง	ค่าความแปรปรวนของตลาดหลักทรัพย์

8. คำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i :  $E(R_i)$  โดยใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM)

$$E(R_i) = R_f + (R_m - R_f) \beta_i$$

## ผลการวิจัย

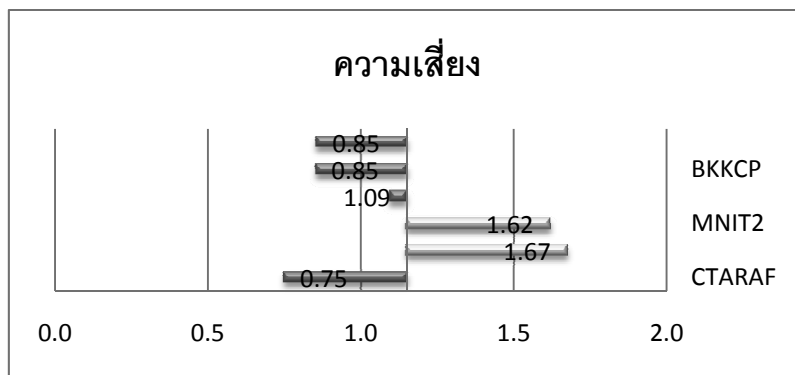


ภาพที่ 2 อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ในช่วงระยะเวลา ระหว่าง 4 มกราคม 2554 – 28 ธันวาคม 2555

จากภาพที่ 2 แสดงถึงการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ในช่วงระยะเวลา ระหว่าง 4 มกราคม 2554 – 28 ธันวาคม 2555 ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ มีค่าเท่ากับ ร้อยละ 0.07 เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ สามารถจำแนกออกได้เป็น 2 กลุ่ม ดังนี้

1) หลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าตลาด มีจำนวน 1 หลักทรัพย์ คือ CPNRF ซึ่งอัตราผลตอบแทนของ CPNRF มีค่าเท่ากับ ร้อยละ 0.10%

2) หลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด มีจำนวน 5 หลักทรัพย์ คือ CTARAF, LUXF, MNIT2, GOLDPF และ BKKCP ซึ่งอัตราผลตอบแทนของ GOLDPF มีค่าต่ำที่สุดเท่ากับ ร้อยละ 0 รองลงมา ได้แก่ MNIT2, BKKCP, CTARAF และ LUXF โดยมีค่าอัตราผลตอบแทนเท่ากับ ร้อยละ 0.01, 0.01, 0.04 และ 0.04 ตามลำดับ

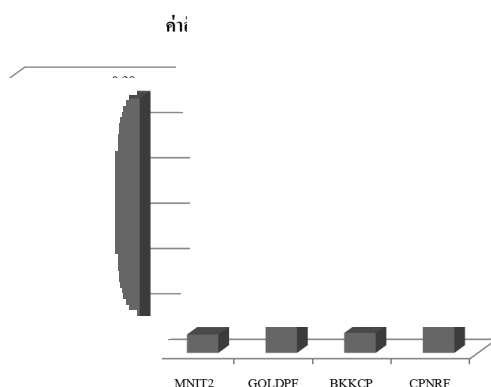


ภาพที่ 3 ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ในช่วงระยะเวลา ระหว่าง 4 มกราคม 2554 – 28 ธันวาคม 2555

จากภาพที่ 3 แสดงถึงการเปรียบเทียบความเสี่ยงของตลาดกับความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ในช่วงระยะเวลาระหว่าง 4 มกราคม 2554 – 28 ธันวาคม 2555 ผลการศึกษาพบว่า ความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์ มีค่าเท่ากับร้อยละ 1.15 เมื่อเปรียบเทียบกับความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ สามารถจำแนกออกได้เป็น 2 กลุ่ม ดังนี้

1) หลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงกว่าตลาด มีจำนวน 2 หลักทรัพย์ คือ LUXF และ MNIT2 โดยความเสี่ยงของทั้ง 2 หลักทรัพย์มีค่าเท่ากับร้อยละ 1.67 และร้อยละ 1.62 ตามลำดับ

2) หลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าตลาด มีจำนวน 4 หลักทรัพย์ คือ CTARAF, LUXF, GOLDFP และ BKKCP ซึ่งความเสี่ยงของ CTARAF มีค่าต่ำที่สุดเท่ากับร้อยละ 0.75 รองลงมาได้แก่ BKKCP, CPNRF และ GOLDFP โดยมีค่าเท่ากับร้อยละ 0.85, 0.85 และ 1.09 ตามลำดับ



**ภาพที่ 4** ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (Beta Coefficient) ของหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ในช่วงระยะเวลาระหว่าง 4 มกราคม 2554 – 28 ธันวาคม 2555

จากภาพที่ 4 แสดงการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ โดยหลักทรัพย์ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เบต่าน้อยกว่า 1 และมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกมี 6 หลักทรัพย์ คือ CTARAF, LUXF, MNIT2, GOLDFP, BKKCP และ CPNRF ซึ่งแสดงว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของตลาด แต่ผลตอบแทนที่ได้รับจากหลักทรัพย์นั้นจะน้อยกว่าผลตอบแทนของตลาด คือหลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงน้อยกว่าความเสี่ยงของตลาดในทิศทางเดียวกัน กล่าวได้ว่าเป็นหลักทรัพย์เชิงรับ (defensive stock)

**ตารางที่ 1** การแบ่งแยกค่าความเสี่ยงรวม (total risk) ของหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวม  
อสังหาริมทรัพย์ ในช่วงระยะเวลาระหว่าง 4 มกราคม 2554 – 28 ธันวาคม 2555

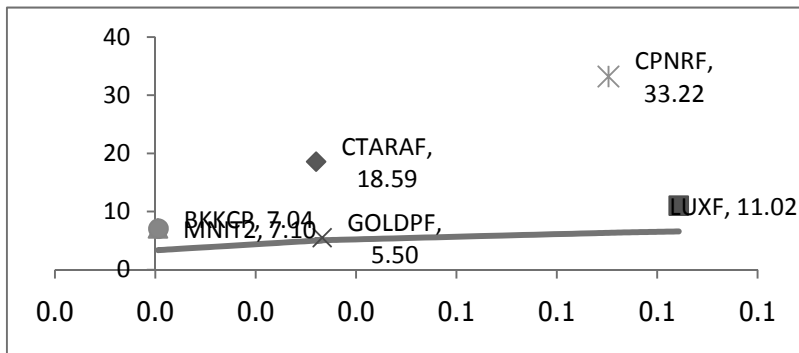
หลักทรัพย์	ค่าความเสี่ยงรวม ( $\sigma_i^2$ )	ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ ( $\beta_i^2 \sigma_m^2$ )	ค่าความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ( $\sigma_{ei}^2$ )
CTARAF	0.56	0.03	0.53
LUXF	2.80	0.10	2.70
MNIT2	2.62	0.00	2.62
GOLDPF	1.19	0.03	1.16
BKKCP	0.73	0.00	0.73
CPNRF	0.73	0.09	0.64

ตารางที่ 1 แสดงถึงการแบ่งแยกค่าความเสี่ยงรวมของหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ระยะเวลาระหว่าง 4 มกราคม 2554 – 28 ธันวาคม 2555 พบว่า ค่าความเสี่ยงรวมของหลักทรัพย์ LUXF มีค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 2.80 รองลงมา ได้แก่ MNIT2, GOLDPF, BKKCP, CPNRF และ CTARAF โดยมีค่าความเสี่ยงรวมเท่ากับร้อยละ 2.62, 1.19, 0.73, 0.73 และ 0.56 ตามลำดับ และยังพบว่าหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์มีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบน้อยกว่าค่าความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ มีจำนวน 6 หลักทรัพย์ ได้แก่ CTARAF, LUXF, MNIT2, GOLDPF, BKKCP และ CPNRF

**ตารางที่ 2** การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์  
เพื่อการตัดสินใจสำหรับการลงทุนในช่วงระยะเวลาระหว่าง 4 มกราคม 2554 – 28  
ธันวาคม 2555

หลักทรัพย์	อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง	อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง	การตัดสินใจ
CTARAF	18.59	5.04	Undervalued
LUXF	11.02	6.59	Undervalued
MNIT2	7.10	3.36	Undervalued
GOLDPF	5.50	5.08	Undervalued
BKKCP	7.04	3.38	Undervalued
CPNRF	33.22	6.35	Undervalued

จากตารางที่ 2 จะเห็นได้ว่า เมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง ( $R_i$ ) กับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ตามทฤษฎี CAPM ( $E(R_i)$ ) มาเปรียบเทียบกัน โดยหลักทรัพย์ที่นักลงทุนตัดสินใจลงทุนนั้น เป็นหลักทรัพย์ที่  $R_i > E(R_i)$  แสดงว่าเป็นหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง ณ ระดับความเสี่ยงเดียวกันกับเส้นตลาดหลักทรัพย์ เพราะมีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าตลาดบนเส้นตลาดหลักทรัพย์ ณ ระดับความเสี่ยงเดียวกัน ขณะที่หลักทรัพย์ที่นักลงทุนไม่ตัดสินใจลงทุนเป็นหลักทรัพย์ที่  $R_i < E(R_i)$  แสดงว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ทั้ง 6 หลักทรัพย์สามารถสรุปการตัดสินใจลงทุนว่า หลักทรัพย์ที่นักลงทุนตัดสินใจลงทุนมีจำนวน 6 หลักทรัพย์ ได้แก่ CTARAF, LUXF, MNIT2, GOLDPF, BKKCP และ CPNRF (การตัดสินใจซื้อหรือขายนั้นอยู่ในช่วงที่ทำการศึกษานั้น)



ภาพที่ 4 การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง

จากภาพที่ 4 การสร้างเป็นเส้น Security Market Line (SML) แสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์ที่อยู่เหนือเส้น SML ได้แก่ CTARAF, LUXF, MNIT2, GOLDPF, BKKCP และ CPNRF เป็นหลักทรัพย์ที่น่าลงทุน

## อภิปรายผล

จากผลการวิเคราะห์ตามทฤษฎีผู้ลงทุนควรพิจารณาลงทุนในหลักทรัพย์ 6 หลักทรัพย์ คือ CTARAF, LUXF, MNIT2, GOLDPF, BKKCP และ CPNRF เนื่องจากอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงมากกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง แต่ทั้งนี้การศึกษาจะเป็นส่วนประกอบหนึ่งให้กับผู้ลงทุนสำหรับใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุนและเป็นประโยชน์แก่ผู้ที่ต้องการศึกษาตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในลักษณะอื่น การพิจารณาลงทุนในแต่ละหลักทรัพย์ จะพิจารณาเฉพาะอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงเท่านั้นคงยังไม่เพียงพอสำหรับการตัดสินใจ ยังมีอีกหลายปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ มีหลายงานวิจัยที่พบว่ายังมีปัจจัยอื่น ๆ ที่ผู้ลงทุนต้องนำมา

พิจารณาประกอบการตัดสินใจ อาทิ อัตราเงินเฟ้อ สภาพการตลาดและการแข่งขัน นโยบายของรัฐ ภาษี การบริหารงานของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ทำให้ผู้ลงทุนต้องทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้านต่าง ๆ ประกอบการตัดสินใจลงทุน ไม่ว่าจะเป็นการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (fundamental analysis) ซึ่งเป็นการพิจารณาปัจจัยพื้นฐานที่มีอิทธิพลต่อหลักทรัพย์มาเป็นตัวกำหนดราคาหลักทรัพย์ และการวิเคราะห์ทางเทคนิค (technical analysis) เป็นการวิเคราะห์ในรูปแบบการเคลื่อนไหวของราคาในอดีต มาวิเคราะห์ราคาหลักทรัพย์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต สุดท้ายผู้ลงทุนต้องพึงระลึกเสมอว่าการลงทุนทุกประเภทมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนต้องตัดสินใจภายใต้ข้อมูลรอบด้าน พร้อมสำหรับการตัดสินใจ และใช้สติพิจารณาใคร่ครวญอย่างรอบคอบ รอบรู้ และระมัดระวัง

## ข้อเสนอแนะ

### ข้อเสนอแนะจากการวิจัยในครั้งนี้

1. การที่นักลงทุนจะเลือกตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ควรพิจารณาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้นก่อนที่จะตัดสินใจลงทุน และผู้ลงทุนควรที่จะกระจายการลงทุนไปในหลักทรัพย์กลุ่มอื่น ๆ เพื่อลดความเสี่ยงในการลงทุนในหลักทรัพย์
2. การศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์โดยทฤษฎี CAPM ในการวิเคราะห์ข้อมูลเพียงอย่างเดียว อาจจะทำให้ผลลัพธ์ที่ไม่ถูกต้องเสมอไป และการพิจารณาเฉพาะความเสี่ยงอาจไม่สะท้อนถึงสภาวะตลาดที่แท้จริงทั้งหมด จึงควรพิจารณาความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายในบริษัทและความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเฉพาะตัวธุรกิจนั้นด้วย เพื่อให้การตัดสินใจลงทุนนั้นไม่ผิดพลาด

### ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งต่อไป

1. ผู้ศึกษาอาจใช้ทฤษฎีและแนวคิดอื่น ๆ เช่น ทฤษฎีการเก็งกำไรราคา (arbitrage pricing theory: APT) หรือ Fama 3 Factors (F-3-F) มาใช้ในการหาคำตอบเพื่อให้เกิดความแม่นยำและชัดเจนยิ่งขึ้น
2. ควรศึกษาวิเคราะห์การลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มอื่น ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์โดยไปลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มอื่น ๆ ด้วย
3. ในการศึกษารั้งต่อไปควรศึกษาทั้งความเสี่ยงที่เป็นระบบและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ เพื่อให้ทราบถึงความเสี่ยงที่แท้จริงจากหลักทรัพย์นั้น ว่าเกิดจากความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงปัจจัยแวดล้อมภายนอก หรือความเสี่ยงภายในธุรกิจ เพื่อเป็นข้อมูลในการตัดสินใจเลือกลงทุน



## สรุป

1. การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ จากผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ มีค่าเท่ากับร้อยละ 0.07 ส่วนใหญ่เป็น หลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด ซึ่งมีทั้งหมด 5 หลักทรัพย์ ได้แก่ CTARAF, LUXF, MNIT2, GOLDPF, และ BKKCP ส่วนหลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าตลาด มีจำนวน 1 หลักทรัพย์ คือ CPNRF ซึ่งอัตราผลตอบแทนของ CPNRF ความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์ มีค่าเท่ากับร้อยละ 1.15 โดยเมื่อทำการเปรียบเทียบกับความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ สามารถจำแนกออกได้เป็น 2 กลุ่ม คือ หลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงกว่าตลาด มีจำนวน 2 หลักทรัพย์ ได้แก่ LUXF และ MNIT2 ขณะที่หลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าตลาด มีจำนวน 4 หลักทรัพย์ ได้แก่ CTARAF, BKKCP, CPNRF และ GOLDPF

2. การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หลักทรัพย์ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เบตานั้นน้อยกว่า 1 และมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกมี 6 หลักทรัพย์ คือ CTARAF, LUXF, MNIT2, GOLDPF, BKKCP และ CPNRF ซึ่งแสดงว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ นั้นมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของตลาด แต่ผลตอบแทนที่ได้รับจาก หลักทรัพย์นั้นจะน้อยกว่าผลตอบแทนของตลาด คือหลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงน้อยกว่าความเสี่ยง ของตลาดในทิศทางเดียวกัน กล่าวได้ว่าเป็นหลักทรัพย์เชิงรับ (defensive stock)

3. การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง ของ หลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ มีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังต่ำกว่าอัตราผลตอบแทน ที่เกิดขึ้นจริงทุกหลักทรัพย์ ได้แก่ CTARAF, LUXF, MNIT2, GOLDPF, BKKCP และ CPNRF

## เอกสารอ้างอิง

กฤติยา นวรัตน์. (2549). การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่ม เงินทุนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญา เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัย เกษตรศาสตร์.

กิตติยาพร คชอนันต์ และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. (2555, ตุลาคม-ธันวาคม). การวิเคราะห์อัตรา ผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์โดยใช้ ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM). วารสารการเงิน การลงทุน การตลาด และ การบริหารธุรกิจ, 2 (4).

- จิตราพรพรรณ ใจตุ้ย. (2546). **การวิเคราะห์ความเสี่ยงของหลักทรัพย์บางหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- จิรัตน์ สังข์แก้ว. (2543). **การลงทุน**. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ฐิติพงศ์ พรลิลิตประเสริฐ. (2554). **การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์: ศึกษากลุ่มขนส่งสินค้าทางทะเล**. วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). ข้อมูลสถิติราคาปิดของหลักทรัพย์และดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. <[www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)> (10 มีนาคม)
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2555). ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลังรัฐบาล. <[www.bot.or.th](http://www.bot.or.th)> (10 มีนาคม)
- ธีระ ลัมประเสริฐ และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. (2555, ตุลาคม-ธันวาคม). การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในหลักทรัพย์หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค โดยใช้ตัวแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (CAPM). **วารสารการเงิน การตลาด และการบริหารธุรกิจ**, 2 (4).
- เพชร ชุมทรัพย์. (2549). **หลักการลงทุน** (พิมพ์ครั้งที่ 12). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ร่วมเกล้า ชัยนุวงศ์. (2543). **การวิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มบันเทิงและสันทนาการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- โรจนา ธรรมจินดา. (2547). **การวิเคราะห์การลงทุน**. เชียงใหม่: ภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- ศศิณี ตันรัตนาวงศ์. (2544). **การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจการเกษตร**. การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- ศศิธร กาญจนประเสริฐ และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. (2555, ตุลาคม-ธันวาคม). การศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารโดยใช้แบบจำลอง CAPM. **วารสารการเงิน การลงทุน การตลาด และการบริหารธุรกิจ**, 2 (4).
- ศุภมาส สกุลวงษ์. (2547). **การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพื่อปรับความเสี่ยง**. ภาคนิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์.
- Weera Weerakhajornsak. (2007). **Asset Pricing in Energy Sector: The Evidence from Stock Exchange of Thailand**. Graduate School, Department of International Business Administration, Bangkok: University of the Thai Chamber of Commerce.