



วิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนา
อสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หทัยพันธุ์ ปัญญาทิพย์

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาเศรษฐศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

พ.ศ. 2554

**Risk – Return Analysis of Real Estate - Sector Securities in the Stock
Exchange of Thailand**

Hathaipan Panyathip

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of Master of Economics

Department of Economics

เลขทะเบียน **0218162** Graduate School, Dhurakij Pundit University

วันลงทะเบียน..... - 6 ก.ย. 2554

เลขเรียกหนังสือ..... 332.632

๙ 13๕๖

[๒๕๕๔]

๗๒

2011



ใบรับรองวิทยานิพนธ์

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

ปริญญา เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต


หัวข้อวิทยานิพนธ์ วิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์
ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์แห่งประเทศไทย

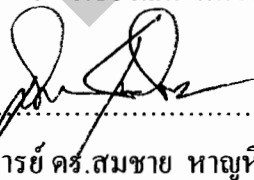
เสนอโดย หทัยพันธ์ ปัญญาทิพย์

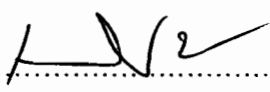
สาขา เศรษฐศาสตร์ สาขาวิชา เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ

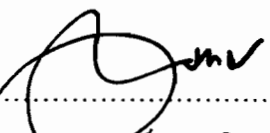
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ อาจารย์ ดร.สมชาย หาญหิรัญ

ได้พิจารณาเห็นชอบ โดยคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์แล้ว



..... ประธานกรรมการ
(อาจารย์ ดร.ชัยวัฒน์ คนจริง)


..... กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์
(อาจารย์ ดร.สมชาย หาญหิรัญ)


..... กรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร.เรืองไร โตกฤษณะ)


..... กรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร.ชนินทร์ มีโกศล)

บัณฑิตวิทยาลัยรับรองแล้ว


..... คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย
(รองศาสตราจารย์ ดร.ธนิดา จิตรน้อมรัตน์)

วันที่ 31 เดือน พฤษภาคม พ.ศ. 2564

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จสมบูรณ์ได้โดยผู้วิจัยได้รับความกรุณา ความช่วยเหลือ คำแนะนำ และกำลังใจจากผู้มีพระคุณหลายท่าน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง อาจารย์ ดร.สมชาย หาญหิรัญ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ที่กรุณาชี้แนะ ตรวจสอบ และแก้ไขวิทยานิพนธ์ให้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี ตลอดทั้ง อาจารย์ ดร.ชัยวัฒน์ คนจริง ประธานคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ รองศาสตราจารย์ ดร.ชนินทร์ มีโกศล และรองศาสตราจารย์ ดร.เรืองโร โดกฤษณะ กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่กรุณาให้คำแนะนำและข้อคิดเห็นที่เป็นประโยชน์อย่างยิ่ง

ขอบคุณบิดามารดา พี่ๆ และเพื่อนๆ ที่ได้ให้กำลังใจเสมอมาตลอดการทำวิทยานิพนธ์ และขอบคุณเจ้าหน้าที่บัณฑิตวิทยาลัย ที่ให้ความช่วยเหลือตลอดเวลาที่ทำการศึกษา ขอขอบคุณศูนย์วิจัยธุรกิจ ส่วนงานศูนย์รังสิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ที่ให้ข้อมูล รวมถึงผู้เขียนตำรา เอกสาร และบทความต่างๆ ที่ผู้วิจัยได้ศึกษาค้นคว้าและนำมาอ้างอิงในวิทยานิพนธ์ครั้งนี้จนกระทั่งสำเร็จสมบูรณ์เป็นรูปธรรม และหวังเป็นอย่างยิ่งว่าวิทยานิพนธ์ฉบับนี้คงจะเป็นประโยชน์ต่อท่านผู้อ่านและผู้สนใจ และขอมอบคุณงามความดีและความสำเร็จทุกประการ แต่ผู้มีพระคุณทุกท่านที่ให้กำลังใจเสมอมา หากมีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขอน้อมรับด้วยความเต็มใจ

หทัยพันธ์ ปัญญาทิพย์

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ฉ
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ญ
สารบัญภาพ.....	ฎ
บทที่	
1. บทนำ.....	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา.....	3
1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	3
1.4 ขอบเขตของการศึกษา.....	3
1.5 แนวคิดของการศึกษา.....	4
1.6 นิยามคำศัพท์.....	6
2. ทฤษฎี ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และระเบียบวิธีวิจัย.....	9
2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	9
2.2 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	20
2.3 ระเบียบวิธีวิจัย.....	31
2.4 เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา.....	36
3. ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย.....	47
3.1 พัฒนาการในการดำเนินธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย.....	48
3.2 สถานการณ์และวิกฤตของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์.....	50
3.3 ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์สู่การลงทุนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	57
4. ผลการศึกษา.....	66
4.1 ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจกับอัตราผลตอบแทน ของตลาดเฉพาะในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์.....	66

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
4.2 การวิเคราะห์ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ใน หมวดพัฒนาธุรกิจอสังหาริมทรัพย์.....	70
5. สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ.....	103
5.1 สรุปผลการศึกษา.....	103
5.2 ข้อเสนอแนะในการลงทุนในหลักทรัพย์ หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์.....	109
5.3 ข้อจำกัดในการศึกษา.....	110
5.4 ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป.....	111
บรรณานุกรม.....	113
ภาคผนวก.....	118
ประวัติผู้เขียน.....	127

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 สรุปผลงานที่เกี่ยวข้อง	26
3.1 แสดงสัดส่วนปริมาณหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	57
4.1 แสดงการทดสอบ Correlation Matrix.....	67
4.2 อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SET Index)	71
4.3 ผลการวิเคราะห์ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ใน หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Standard Deviation)	75
4.4 ผลการวิเคราะห์ค่า R^2	79
4.5 วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลตอบแทนตลาด (Set Index) หรือค่า β	85
4.6 ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ใน หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ตามแบบจำลอง CAPM ช่วงระยะเวลาเดือน มกราคม พ.ศ.2547 – เดือนธันวาคม พ.ศ.2549	88
4.7 ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ใน หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ตามแบบจำลอง CAPM ช่วงระยะเวลาเดือน มกราคม พ.ศ.2550 – เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553	91
4.8 ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ใน หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ตามแบบจำลอง CAPM ช่วงระยะเวลาเดือน มกราคม พ.ศ.2547 – เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553	93
4.9 การจำแนกประเภทของอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงของหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับตลาด ในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2547 – เดือนธันวาคม พ.ศ.2549	97
4.10 การจำแนกประเภทของอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงของหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับตลาด ในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2550 – เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553	99

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.11 การจำแนกประเภทของอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงของหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับตลาด ในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2550 – เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553	101

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1.1 กราฟอัตราผลตอบแทนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์รายวัน เดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึง มิถุนายน พ.ศ.2553	2
1.2 แสดงอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ลงทุน เมื่อสัมพันธ์กับความเสี่ยงจากการลงทุน	5
2.1 แสดงถึง Utility function แบบต่างๆ	9
2.2 เส้นอรรถประโยชน์และเส้นประสิทธิภาพสูงสุดในการลงทุน	11
2.3 Investor portfolio position in the Capital Marketing line	15
2.4 แสดงเส้น Characteristic Line(CL) ของ Single index model หรือ Market model	16
2.5 แสดงเส้น Security Market Line(SML) ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ของแบบจำลอง CAPM	19
2.6 ขั้นตอนการศึกษา.....	32
2.7 ราคาปิดของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ช่วงพ.ศ.2547 ถึง เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553	40
2.8 Characteristic line (CL)	45
2.9 Security Market Line (SML)	46
3.1 การเปลี่ยนแปลงราคาที่ดินในกรุงเทพฯและปริมณฑล ปี พ.ศ.2528 – พ.ศ.2552	53
4.1 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทน ที่คาดหวัง $E(R_i)$ กับความเสี่ยง(β_i) ในช่วง เดือนมกราคม พ.ศ.2547 ถึงเดือน ธันวาคม พ.ศ.2549	95
4.2 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทน ที่คาดหวัง $E(R_i)$ กับความเสี่ยง(β_i) ในช่วง เดือนมกราคม พ.ศ.2550 ถึงเดือน มิถุนายน พ.ศ.2553	96

สารบัญภาพ (ต่อ)

ภาพที่	หน้า
4.3 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทน ที่คาดหวัง $E(R_{it})$ กับความเสี่ยง (β_i) ในช่วง เดือนมกราคม พ.ศ.2550 ถึงเดือน มิถุนายน พ.ศ.2553	96

หัวข้อวิทยานิพนธ์ วิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนา
อสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน หทัยพันธ์ ปัญญาทิพย์
อาจารย์ที่ปรึกษา ดร.สมชาย หาญหิรัญ
สาขาวิชา เศรษฐศาสตร์ (เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ)
ปีการศึกษา 2553

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ ศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อดัชนีราคา
หลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาและเก็บรวบรวมข้อมูลแบบราย
เดือนของตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจ เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อดัชนี
ราคาหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตรา
ผลตอบแทนกับความเสี่ยงของหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อ
เป็นแนวทางในการตัดสินใจเลือกลงทุน โดยใช้ข้อมูลหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์
จำนวน 58 บริษัท และแยกระยะเวลาการศึกษาออกเป็น สองช่วงเวลาตามความผันผวนของดัชนี
ราคาหลักทรัพย์ ทั้งนี้เพื่อตรวจสอบความเคลื่อนไหวของความเสี่ยงและผลตอบแทนของ
หลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลา คือช่วงการศึกษาที่ 1 เดือนมกราคม พ.ศ.
2547 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2549 ช่วงการศึกษาที่ 2 เดือนมกราคม พ.ศ.2550 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ.
2553 และศึกษาตลอดช่วง ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2547 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ.2553

การศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวดพัฒนา
อสังหาริมทรัพย์ ได้แก่ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนในช่วงเวลาย้อนหลังหนึ่งช่วงเวลา อัตราเงินเฟ้อ
ทั่วไป วิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ ดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ช่วงเวลาในอดีตที่
ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนในปัจจุบัน และมาตรการสนับสนุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์จาก
ภาครัฐ นอกจากนี้ จากแนวคิด Capital Asset Pricing Model (CAPM) โดยข้อมูลจากดัชนีราคา
ตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) มาคำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาด และใช้อัตราดอกเบี้ย
พันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี มาเป็นตัวแทนของผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง การศึกษาพบว่า
ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยงของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ โดยบริษัทที่
ให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงและมีลักษณะความสัมพันธ์กับความเสี่ยงที่สูงขึ้น ถึงแม้ว่า จาก

การศึกษาในช่วงที่ 2 เดือนมกราคม พ.ศ.2550 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ.2553 ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีลักษณะชะลอตัวลง ซึ่งมีทิศทางเดียวกันกับความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่ลดลงเช่นกัน

นอกจากนี้ การศึกษายังพบว่าสำหรับการประเมินราคาของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนา อสังหาริมทรัพย์ ตามแนวคิดของสมการ Security Market Line (SML) พบว่า ราคาหลักทรัพย์อยู่ในเกณฑ์ที่ต่ำเกินไป อนาคตราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอีก ซึ่งหลักทรัพย์เหล่านี้ส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทที่มีอายุการทำธุรกิจนาน มีโอกาสทางธุรกิจมากกว่า ให้ผลตอบแทนในหลักทรัพย์มากกว่า ความเสี่ยงในธุรกิจจะน้อยกว่า และมีเงินลงทุนจดทะเบียนสูง ดังนั้น ธุรกิจประเภทนี้จึงเหมาะกับการลงทุนเพื่อทำกำไรในอนาคตได้

9

Thesis Title	Risk – Return Analysis of Real Estate - Sector Securities in the Stock Exchange of Thailand
Author	Hathaipan Panyathip
Thesis - Advisor	Dr. Somchai Harnhirun
Department	Economics
Academic Year	2010

Abstract

This research aims to analyze the economic determinants of return of real estate securities' in the Stock Exchange of Thailand, and to investigate the relationship between their risks and their returns by employing the securities' prices and return of 58 companies in the Stock Exchange of Thailand (SET) during January 2004 to June 2010. Besides, the analysis is also conducted to investigate the characteristics of risk and return of the real estate security in separating two studied periods, basing on the fluctuation pattern of the securities' prices in this industry. First period covers January 2004 and December 2006, and second period covers January 2007 and June 2010 when return on this sector seems to slowdown compared with the former period.

By utilizing Ordinary Least Squares (OLS) method, the study found that the macroeconomic factors, namely inflation, government policy toward real estate sector, business confidence index and economic crisis occurred in mid 2008 – mid 2009 have significant influence on the return of securities in real estate sector, hence reflecting their prices in SET. As for sectoral level, the lagged-one period price is found to affect the present return. As far as the risk analysis is concerned, by employing portfolio management concepts, namely CAPM, CML and SML, the results of study reveal that in most of the case the company which has relative higher return will be associated with relative higher risk in both studied periods. This finding is valid in both booming period and slowdown period. While during the slowdown period between 2007 and 2010, the rate of return of real estate sector is lower than that of during the booming period, the risk also shows a declining rate.

Following the guideline of Security Market Line (SML), the study reveals that security's prices of most real estate companies in SET are above the market line, meaning that their prices are too low compared with the expected prices, although they are likely to increase. Most companies in this group have their long-time establishment in business with large volume of capital and asset, having lower business risk and providing high return on their securities. These kinds of securities should receive first priority for investment in the future.

บทที่ 1

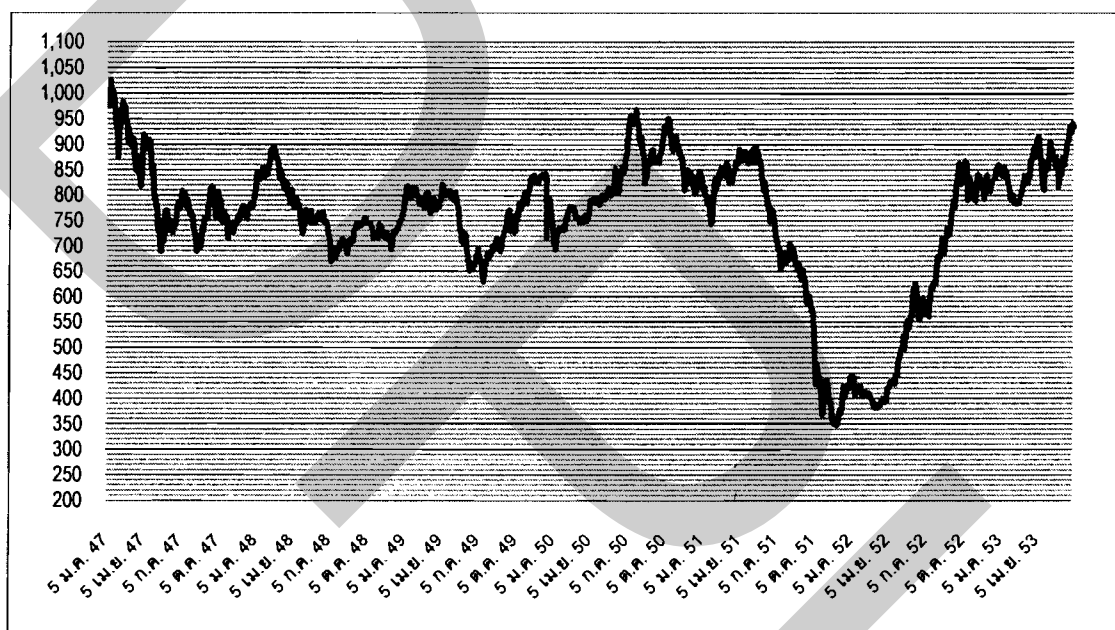
บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การลงทุนในทรัพย์สินทางการเงินสามารถกระทำได้หลากหลายรูปแบบ ทั้งในรูปของการฝากเงิน และการซื้อ-ขายหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจากการลงทุนเหล่านี้จะมีลักษณะที่แตกต่างกันไปทั้งในแง่ของรูปแบบและระดับผลตอบแทน เช่นเดียวกันกับระดับความเสี่ยงที่นักลงทุนจะต้องเผชิญ จากความเชื่อของนักลงทุนที่ว่า “ผลตอบแทนที่ได้รับในอนาคตจะมีมูลค่าสูงกว่าการลงทุนในปัจจุบัน หรือก็คือระดับผลตอบแทนจากการลงทุนจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่เลือกลงทุน โดยหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง ย่อมให้ผลตอบแทนสูงขึ้นเช่นกัน (High Risk High Return)” นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาสภาพเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไป อุตสาหกรรมแต่ละอุตสาหกรรมอาจจะไม่มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกับสภาพเศรษฐกิจ หรือมีขนาดของการเปลี่ยนแปลงไม่เท่าเทียมกันเสมอไป หลักทรัพย์ในบางอุตสาหกรรมอาจจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจเพียงเล็กน้อย ขณะที่หลักทรัพย์ในบางอุตสาหกรรม อาจจะได้รับผลกระทบอย่างมากเมื่อภาวะเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลง ซึ่งสอดคล้องกับคำกล่าวที่ว่า “การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลก่อนตัดสินใจลงทุน” เป็นคำกล่าวที่นักลงทุนและไม่ใช่ นักลงทุนคงได้ยินเป็นประจำ โดยเฉพาะอย่างยิ่งนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จึงเป็นทางเลือกหนึ่งที่มีความสนใจอย่างมากจากนักลงทุน เนื่องจากภายในตลาดหลักทรัพย์มีกลุ่มหลักทรัพย์ให้นักลงทุนเลือกลงทุนหลากหลาย หนึ่งในนั้นคือหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่ได้รับความนิยมจากนักลงทุนทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติ เนื่องจากกลุ่มธุรกิจดังกล่าวเป็นกลุ่มธุรกิจเกี่ยวข้องกับชีวิตประจำวัน โดยไม่ได้จำกัดแค่อู่อาศัยเพียงเท่านั้น แต่รวมถึงสิ่งปลูกสร้างถาวรอื่นๆ เช่น ศูนย์การค้าและโรงพยาบาล รวมถึงเป็นเครื่องหมายแสดงถึงความมั่งคั่งของประเทศ และผู้ครอบครอง ฉะนั้นเมื่อมีการกระตุ้นทางเศรษฐกิจ งานก่อสร้างจะมีการขยายตัวเพิ่มขึ้นซึ่งเห็นได้จากภาพรวมของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในปี พ.ศ.2552 มีการขยายตัวจากปี พ.ศ.2551 ด้านอุปสงค์มีการขยายตัวถึงร้อยละ 9.6 และด้านอุปทานของตลาดอสังหาริมทรัพย์ขยายตัวร้อยละ 1.6 (รายงานเศรษฐกิจและการเงิน, 2552: 2.3.3) จึงส่งผลให้หลักทรัพย์กลุ่มนี้ได้รับความนิยมจากนัก

ลงทุนมากขึ้น ทำให้หลักทรัพย์ในกลุ่มนี้มีการขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และในปี พ.ศ.2552 หลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีสัดส่วนมูลค่าการซื้อขายอยู่ที่ประมาณร้อยละ 10 ของมูลค่าการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ แต่ถึงอย่างไรก็ตาม ระดับราคาของหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ยังมีการแกว่งตัวค่อนข้างสูงในช่วงเวลาที่ผ่านมาตามสภาพการณ์ทางธุรกิจของอสังหาริมทรัพย์ที่มีการเคลื่อนไหวอย่างรวดเร็วตามสภาพเศรษฐกิจในภาพรวม ส่งผลต่อระดับความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนในการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มนี้อย่างมาก ดังรูปที่ 1.1



รูปที่ 1.1 อัตราผลตอบแทนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์รายวัน เดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึง มิถุนายน พ.ศ.2553

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดังนั้น การศึกษาความเคลื่อนไหวและปัจจัยที่กำหนดความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่สำคัญแต่ละหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ไทยจึงมีความสำคัญอย่างยิ่งกับผู้เกี่ยวข้อง โดยเฉพาะนักลงทุน ผู้จัดการกองทุน และสถาบันการเงินสามารถนำผลการศึกษาไปใช้ประกอบการตัดสินใจเลือกอสังหาริมทรัพย์ที่ดีที่สุดในการลงทุนของตนเองได้

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของปัจจัยที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์
3. เพื่อประเมินเปรียบเทียบระดับความเสี่ยงและผลตอบแทนที่คาดหวังของแต่ละหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. แนวทางสำหรับนักลงทุนในการนำผลการศึกษาไปประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุน ณ ระดับความเสี่ยงและผลตอบแทนที่คาดหวังของแต่ละหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ตอบสนองความต้องการหรือให้ได้รับผลตอบแทนสูงสุด
2. องค์ความรู้และทักษะด้านการบริหารการลงทุนและบริหารความเสี่ยงของหลักทรัพย์
3. ความเข้าใจในหลักการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนและความเสี่ยงในหลักทรัพย์

1.4 ขอบเขตของการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยกลุ่มข้อมูลที่นำมาวิเคราะห์ความเสี่ยง และผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์เฉพาะหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ระยะเวลาในการศึกษาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2547 – เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553 รวม 78 เดือน เนื่องจากเป็นช่วงที่ภาวะตลาดและเศรษฐกิจมีความผันผวนอย่างมากไม่ว่าจะมาจากสถานการณ์การปั่นราคาหุ้น ปัญหาสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ ประเภทค้อยมาตรฐาน (Subprime Loan) ที่ส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจทั้งโลก หรือความไม่แน่นอนทางการเมืองจากวิกฤตการณ์การเมืองในประเทศไทยอันเป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นผลกระทบโดยตรงต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและส่งผลต่อการดำเนินนโยบายของรัฐบาลคณะต่าง ๆ ที่อยู่ภายใต้ความกดดันจากกลุ่มการเมืองต่าง ๆ

ลักษณะการศึกษา จะแบ่งออกเป็น 2 ระดับ คือ

ระดับมหภาค ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนของตลาดเฉพาะหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ระยะเวลาตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือน มิถุนายน พ.ศ.2553

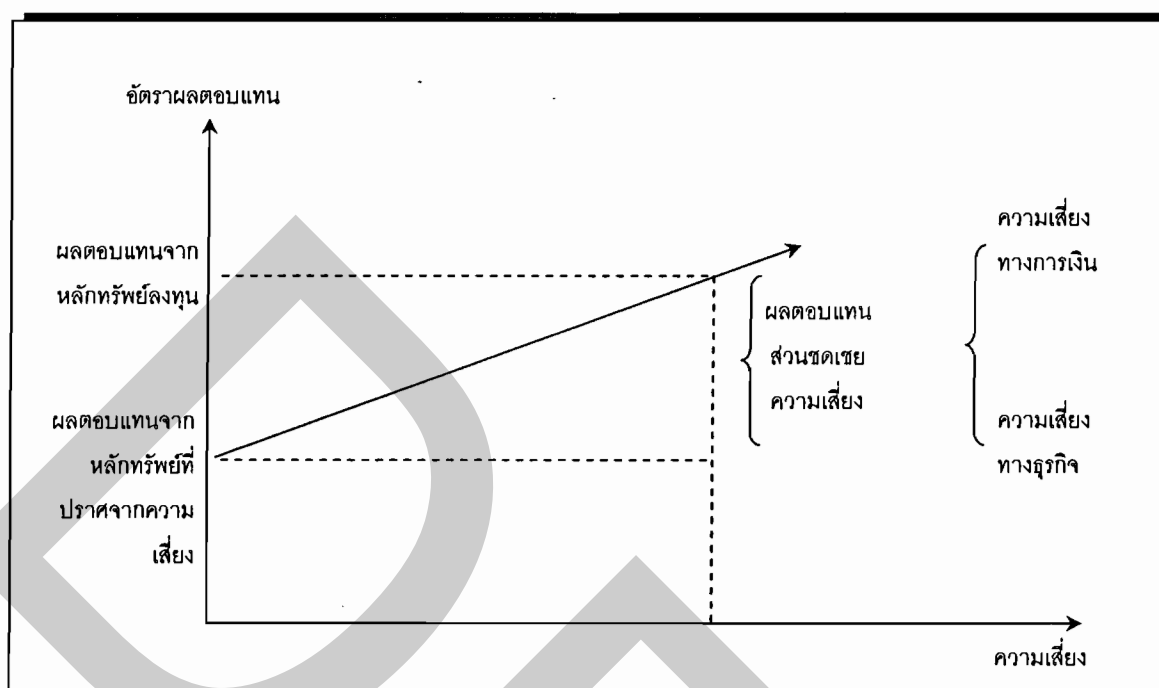
โดยใช้ตัวแปรทางเศรษฐกิจมาใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจกับอัตราผลตอบแทนของตลาด

ระดับจุลภาค หลักทรัพย์ที่จะทำการศึกษา จำนวน 58 หลักทรัพย์ โดยใช้สมการถดถอยอย่างง่าย (Simple Linear Regression) คำนวณค่าสัมพันธระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และผลตอบแทนตลาดตามแบบจำลอง CAPM และการเปรียบเทียบผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยงของหลักทรัพย์กับเส้น SML และแบ่งระยะเวลาการศึกษาเป็น 3 ช่วง ดังนี้

- 1) ระยะเวลาตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือน ธันวาคม พ.ศ.2549 ศึกษาในช่วงที่สถานะตลาดมีลักษณะความแปรปรวนไม่มากนักหรือระดับปกติ
- 2) ระยะเวลาตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ.2550 ถึง เดือน มิถุนายน พ.ศ.2553 ศึกษาในช่วงที่สถานะตลาดมีลักษณะความแปรปรวนอย่างมาก
- 3) ระยะเวลาตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือน มิถุนายน พ.ศ.2553 ศึกษาสถานะตลาดโดยรวมของหลักทรัพย์

1.5 แนวคิดของการศึกษา

พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนจะเลือกลงทุนในทางเลือกที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดเพื่อตอบสนองความต้องการและสร้างความมั่งคั่งให้กับตนเองอย่างไม่มีที่สิ้นสุด ทั้งนี้นอกจากปัจจัยในเรื่องผลตอบแทนจากการลงทุน ยังมีอีกหนึ่งปัจจัยที่ต้องคำนึงถึง นั่นคือ “ความเสี่ยง (risk)” ที่แสดงถึงความไม่แน่นอน (Uncertainty) ของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนกับผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง หรือกล่าวได้ว่า “ความแปรปรวน (variance)” ของอัตราผลตอบแทน ซึ่งเป็นตัวแทนที่สามารถนำมาใช้วัดความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนได้อย่างมีความหมายภายใต้ข้อสมมุติฐานที่กำหนด ตามทฤษฎี **Modern Portfolio Theory** แนวคิดของ **Harry Markowitz** (Harry Markowitz , Journal of Finance: 1952)



รูปที่ 1.2 แสดงอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ลงทุนเมื่อสัมพันธ์กับความเสี่ยง
ที่มา: เพชรี ชุมทรัพย์, 2544

จากรูปที่ 1.2 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุน เมื่อหลักทรัพย์มีความเสี่ยงสูง นักลงทุนย่อมต้องการได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นเช่นกัน ทั้งนี้เนื่องจากว่า นักลงทุนแต่ละคนเป็นผู้ที่ไม่ชอบความเสี่ยง (risk averse) โดยนักลงทุนแต่ละคนมีความพอใจในอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในระดับที่แตกต่างกันไป เส้นแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของบุคคลนั้นจะชันขึ้นเป็นเส้นตรงคังรูป เป็นเส้นที่แสดงระดับความพอใจในอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงโดยเฉลี่ยของตลาด หรือเรียกว่า Security Market Line (จิรัตน์, 2540 : 176)

ณ จุดดุลยภาพหรือผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับจากการถือครองหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงจะเท่ากับอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (R_f) เช่น พันธบัตรรัฐบาล หรือก็คือผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการเมื่อไม่มีสภาพคล่องชั่วคราว บวกกับผลตอบแทนส่วนชดเชยความเสี่ยง (Premium for risk) ที่นักลงทุนต้องแบกรับความเสี่ยงจากการถือครองหลักทรัพย์ตัวนั้น ซึ่งผลตอบแทนส่วนชดเชยความเสี่ยงประกอบด้วย ความเสี่ยงทางการเงินและความเสี่ยงทางธุรกิจ

1.6 คำนิยามศัพท์

1) หุ้นสามัญ (Common stock) คือ หลักทรัพย์ประเภทตราสารทุน เป็นตราสารแสดงความเป็นเจ้าของกิจการ ผู้ถือหุ้นสามัญมีสิทธิเรียกร้องต่อบริษัทเป็นรายสุดท้าย หรือก็คือ เจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิจะต้องได้รับการจ่ายใดๆ สำหรับในกรณีที่บริษัทล้มลายนั่น ผู้ถือหุ้นสามัญจะมีสิทธิได้รับส่วนแบ่งที่คงเหลือต่อเมื่อได้จ่ายภาระผูกพันที่มีต่อผู้เรียกร้องอื่นๆ ทั้งหมดแล้ว ในกรณีที่บริษัทไม่สามารถจ่ายตามพันธะผูกพันให้แก่ผู้เรียกร้องอื่นๆ ได้ครบ ผู้ถือหุ้นสามัญที่ได้ชำระค่าหุ้นเต็มมูลค่าแล้ว ไม่ต้องรับผิดชอบเพิ่มเติมต่อบริษัทอีก ผู้ถือหุ้นสามัญมีสิทธิร่วมรับในผลกำไรของบริษัทในรูปของเงินปันผล เฉพาะในกรณีที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล บริษัทส่วนใหญ่จ่ายเงินปันผลในรูปเงินสดปันผล มีบางกรณีที่จ่ายในรูปหุ้นปันผล นอกจากนี้ ผู้ถือหุ้นสามัญมีสิทธิลงคะแนนเสียงเลือกคณะกรรมการบริหาร และมีสิทธิซื้อหุ้นสามัญที่ออกใหม่ได้ตามที่บริษัทประกาศในราคาที่กำหนด (จිරัตน์, 2540 : 27)

2) ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ (Rate of return) คือ ผลประโยชน์ทั้งสิ้นที่ได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในระยะเวลาหนึ่ง ที่ผู้ลงทุนได้ถือครองหลักทรัพย์นั้น ๆ ไว้ เรียกว่า รายได้ปัจจุบัน (Current yield) และรวมถึงมูลค่าส่วนเพิ่มของราคาหลักทรัพย์ ณ วันสุดท้ายของการลงทุนที่เรียกว่า กำไรส่วนทุน (Capital gain) ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์มีหลายรูปแบบ อาทิเช่น กำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ (capital gain) เงินปันผล (dividend) สิทธิในการจองซื้อหุ้นออกใหม่ (rights offering) โดยหลักการแล้ว นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนเพิ่มขึ้นตราบใดที่บริษัทมีผลประกอบการที่ดี และหุ้นมีราคาเพิ่มขึ้น

3) ความเสี่ยง คือ การที่ผลตอบแทนจริงที่ผู้ลงทุนได้รับจากการลงทุนเบี่ยงเบน หรือแตกต่าง ไปจากผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนนั้นคาดหวังไว้

ถ้า เบี่ยงเบน หรือ แตกต่าง มาก ความเสี่ยงก็จะสูง

ถ้า เบี่ยงเบน หรือ แตกต่าง น้อย ความเสี่ยงจะต่ำลง

ความเสี่ยงในการลงทุนแบ่งออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ ๆ ได้แก่

3.1 ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากปัจจัยมหภาค (Macro Factors) เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากระบบเศรษฐกิจ สังคม และการเมือง ทั้งในประเทศและต่างประเทศ เป็นผลกระทบมาจากภาวะแวดล้อมภายนอกธุรกิจ เป็นความเสี่ยงที่นักลงทุนไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้และไม่สามารถคาดเดาล่วงหน้าหรือคาดเดาได้ยาก โดยแบ่งออกเป็น

1. Pervasive Risk หมายถึง ความเสี่ยงที่กระทบทุกคน ไม่ว่าจะเป็นผู้ลงทุนหรือไม่ก็ตาม ความเสี่ยงประเภทนี้ได้แก่

- ความเสี่ยงจากอำนาจซื้อ (Purchasing Power Risk) หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากลูกค้าหรือผู้บริโภคมีอำนาจซื้อลดลงจากระดับที่คาดว่าจะ เป็น ซึ่งอาจเกิดจากปัญหาเศรษฐกิจตกต่ำ ปัญหาคนว่างงาน ทำให้รายได้ที่นักลงทุนได้รับ อาจไม่เพียงพอต่อการครองชีพ

- ความเสี่ยงทางการเมืองของประเทศ (Political Country Risk) หมายถึง ความเสี่ยงที่มักเกิดขึ้นเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองแล้วทำให้เงื่อนไขในการลงทุนในประเทศต่างไปจากรูปแบบที่เคยคาดไว้เดิม ทั้งนี้เพราะเมื่อมีรัฐบาลใหม่ย่อมหมายถึง โอกาสที่จะมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาลเกี่ยวกับเศรษฐกิจการเงิน นักลงทุนจึงมักระงับการลงทุนเพื่อรอดูท่าทีของรัฐบาลใหม่ นอกจากนี้ยังรวมถึงความไม่สงบทางการเมืองต่างๆ ด้วย

- ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (Currency Exchange Risk) หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากความผันแปรของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเกิดขึ้นเฉพาะการลงทุนข้ามประเทศและเมื่อผู้ลงทุนประสงค์นำเงินกลับไปยังต้นทางหรือโยกย้ายไปยังแหล่งทุนอื่น หากอัตราแลกเปลี่ยนเปลี่ยนแปลงไปในทางลบ ผลตอบแทนรวมอาจลดลงหรือขาดทุนทั้งที่การลงทุนในหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์นั้นก็มีกำไร ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนก็อาจกระทบทางตรงหรือทางอ้อมจากการแข็งหรืออ่อนตัวของเงินด้วย ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผู้ส่งออกหรือนำเข้าสินค้า

2. Systematic Risk หมายถึง ความเสี่ยงที่ส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนทุกคนในระบบ ไม่ว่าจะเป็นผู้ลงทุนสถาบัน หรือประเภทบุคคลก็ตาม ได้แก่

- ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk) หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากความผันแปรของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะกระทบต่อนักลงทุนในตราสารหนี้ หรือพันธบัตรระยะยาวที่มีอัตราดอกเบี้ยที่ตราไว้ (Coupon Rate) ค่อนข้างต่ำ เมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินขยับตัวสูงขึ้น และหากมีนักลงทุนมีความจำเป็นต้องขายตราสารหนี้หรือพันธบัตรที่ลงทุนไว้ในตลาดตราสารหนี้ ผู้ขายก็จะต้องเสนออัตราผลตอบแทนแก่ผู้สนใจซื้อเท่าเทียมกับระดับอัตราดอกเบี้ยปัจจุบัน ซึ่งหมายความว่าผู้ขายจะต้องลดราคาของตราสารหนี้หรือพันธบัตรนั้นลงมา ส่งผลให้เกิดผลขาดทุนในที่สุด

- ความเสี่ยงจากตลาด (Market Risk) หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากการที่ความรู้สึกละเอียดของนักลงทุนเปลี่ยนแปลงไป ทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง โดยที่ปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์นั้นไม่ได้เปลี่ยนแปลงเลย ตัวอย่างเช่น สถานการณ์การลงทุนของตลาดหุ้นหลัก ๆ ของโลกที่เปลี่ยนแปลงไป ไม่ว่าจะในทางบวกหรือลบ จะมีอิทธิพลต่อผู้ลงทุนในตลาดหุ้นขนาดเล็กและตลาดที่เกิดใหม่เสมอ

- ความเสี่ยงจากการปั่นหุ้น ทั้งการปั่นหุ้นจากนักลงทุนในประเทศ หรือจากกองทุนต่างชาติ

3.2 ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากปัจจัยจุลภาค (Micro Factors/ Unsystematic Risk) เป็นความเสี่ยงที่ไม่มีระบบ เกิดขึ้นจากผลกระทบของเหตุการณ์ภายในหรือเป็นการเฉพาะตัวธุรกิจนั่นเอง นักลงทุนสามารถหลีกเลี่ยงได้ โดยการเลือกสรรการลงทุนที่ดี และกระจายการลงทุนออกไปอย่างกว้างขวาง ความเสี่ยงประเภทนี้ ได้แก่

- Financial Risk (Credit Risk/Company Risk) หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากตัวบริษัทนั้น ๆ เอง โดยพิจารณาจากปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เช่น มีความเข้มแข็งทางฐานะความมั่นคงทางการเงินหรือไม่, มีความสามารถในการบริหารและจัดการหรือไม่ เป็นต้น

- Business Risk (Sector Risk/ Industry Risk) หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากลักษณะของธุรกิจหรืออุตสาหกรรมนั้น ๆ ซึ่งอาจเปราะบาง ถูกกระทบได้ง่าย และจะมีผลต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนควรตระหนักและเพิ่มความระมัดระวังในการลงทุน ความเสี่ยงประเภทนี้ มักเกิดขึ้นใน อุตสาหกรรมประเภทหมดเปลือง หมายความว่า วัตถุดิบหมดไป ไม่สามารถสร้างทดแทนได้ในระยะสั้นๆ) เช่น เหมืองแร่ ป่าไม้ น้ำมัน, อุตสาหกรรมที่ผลิตภัณฑ์มีราคาที่สูงลงตามวงจรราคาโลก เช่น ข้าว ยางพารา ผลไม้, ธุรกิจที่มีผลิตภัณฑ์แคบ หรือที่มีบริการเพียงไม่กี่ประเภท เช่น สายการบิน ธุรกิจ software หรือ dot.com เป็นต้น (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553 : ออนไลน์)

บทที่ 2

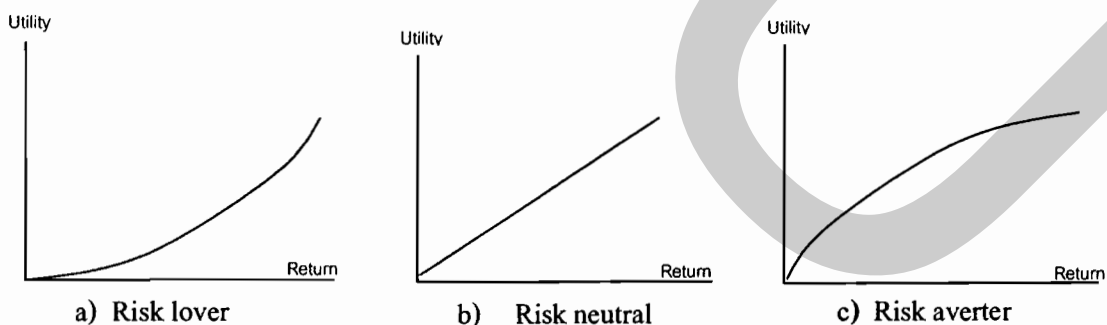
ทฤษฎี ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องและระเบียบวิธีวิจัย

ในการศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์ความเสี่ยง ผลตอบแทน และการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในครั้งนี้ได้ใช้แบบจำลอง CAPM ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับกับความเสี่ยงที่เป็นระบบ รวมถึงการใช้รูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression Analysis) สำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนตลาดของหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งมีทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องมาเป็นแนวทางในการศึกษาดังนี้

2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 Modern Portfolio Theory (MPT)

ทฤษฎีนี้เริ่มต้นจากแนวคิดของ *Harry Markowitz* โดยมีแนวคิดว่านักลงทุนทุกคนมีพฤติกรรมเป็นผู้หลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Averter) นั่นก็คือความไม่แน่นอนหรือความเสี่ยงเป็นสิ่งไม่พึงปรารถนาของนักลงทุน



รูปที่ 2.1 แสดงถึง Utility function แบบต่างๆ

จากรูปที่ 2.1 แสดงถึงความต้องการของคนที่ไม่มีที่สิ้นสุดความต้องการความมั่งคั่งเพิ่มขึ้น ไม่ว่าจะมีความมั่งคั่งอยู่เพียงใดก็ตาม ดังนั้น ในรูปจึงเป็น function ที่มีลักษณะเป็น

positive marginal utility แบบต่างๆ โดยที่แกน x ในแต่ละรูปนั้น แสดงถึงความมั่งคั่ง/ผลตอบแทน (Wealth/ Return) ส่วนแกน y แสดงถึงอรรถประโยชน์ (Utility : $U(W)$) หรือความพึงพอใจ ซึ่งอาจกล่าวในเชิงคณิตศาสตร์ว่าอรรถประโยชน์เป็นฟังก์ชันของผลตอบแทน โดยมีลักษณะเป็นฟังก์ชันแบบเพิ่ม (Increasing Function) หรือมีความชันเป็นค่ามากกว่าค่าศูนย์ (Positive slope) ความสัมพันธ์ในลักษณะนี้แสดงถึงอรรถประโยชน์หน่วยสุดท้ายเป็นบวก (Positive marginal utility) ทั้งนี้ แล้วแต่ลักษณะของฟังก์ชันแต่ละแบบ (เพิ่มขึ้น คงที่ หรือลดลง) และในกรณีการหาอรรถประโยชน์ของลักษณะการลงทุนที่มีความเสี่ยง ทำได้โดยการหาค่าของอรรถประโยชน์ที่คาดหวัง (Expected Utility : $E[U(W)]$) ซึ่งแบ่งออกเป็นบุคคล 3 ประเภท ดังนี้

ถ้า $U[E(W)] < E[U(W)]$ เป็นลักษณะของ risk loving (Convex Utility Function)

ถ้า $U[E(W)] = E[U(W)]$ เป็นลักษณะของ risk neutrality (Linear Utility Function)

ถ้า $U[E(W)] > E[U(W)]$ เป็นลักษณะของ risk aversion (Concave Utility Function)

Risk Lover (นักลงทุนที่ชอบความเสี่ยง) ทุกระดับของอัตราผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น อรรถประโยชน์จะเพิ่มขึ้นในอัตราที่เพิ่มขึ้น ถึงแม้ว่าจะมีความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น เนื่องจากพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนประเภทนี้มีความชอบที่ได้เข้าไปเสี่ยง

Risk neutral (นักลงทุนที่ไม่สนใจความเสี่ยง) ทุกระดับของอัตราผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น จะทำให้อรรถประโยชน์ที่ได้รับเพิ่มขึ้นในอัตราคงที่

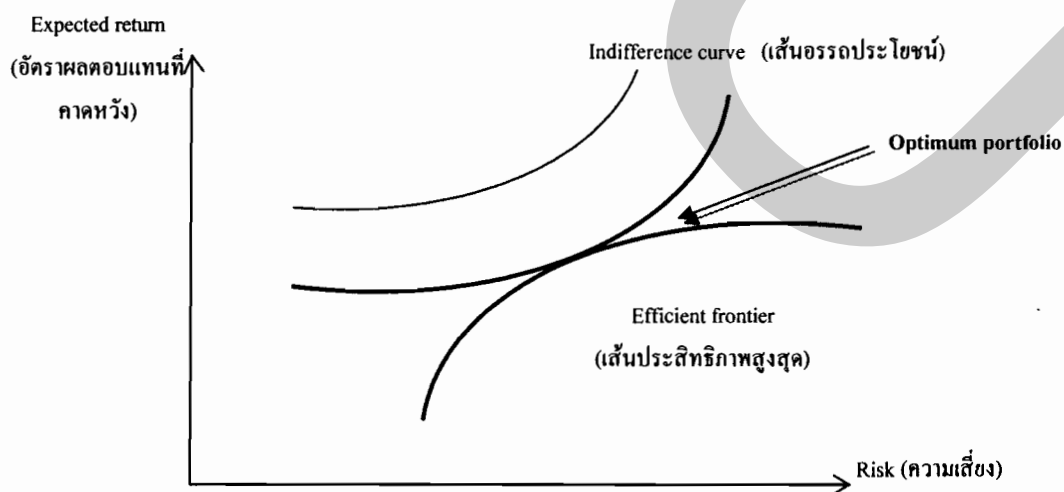
Risk Averter (นักลงทุนที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง) ทุกระดับของอัตราผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น อรรถประโยชน์จะมีอัตราที่ลดลง เนื่องจากผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นทำให้นักลงทุนต้องเผชิญความเสี่ยงมากขึ้น ซึ่งพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนประเภทนี้ไม่ชอบความเสี่ยง ดังนั้น อรรถประโยชน์ที่นักลงทุนจะได้รับจากการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนที่สูงขึ้น จะมีอัตราที่ลดลงเมื่อนักลงทุนจะต้องได้รับความเสี่ยงที่มากขึ้น

จากพฤติกรรมการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงของนักลงทุนนั้น ตามทฤษฎีของ Markowitz ระบุว่านักลงทุนจะกระจายลงทุนในลักษณะกลุ่มหลักทรัพย์หรือกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์หลายชนิด และจะเลือกลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ต่างๆ ซึ่งให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง หรือกลุ่มหลักทรัพย์ต่างๆ ซึ่งมีความเสี่ยงต่ำที่สุด ณ ระดับอัตราผลตอบแทนหนึ่ง กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีคุณสมบัติดังกล่าวนี้เขาเรียกว่าเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพที่สุด (efficient portfolio)

ข้อสมมติฐานของทฤษฎี Modern Portfolio Theory ของ Markowitz

- การตัดสินใจลงทุนในแต่ละทางเลือกของนักลงทุนจะพิจารณาถึงการกระจายของโอกาสที่จะเกิดอัตราผลตอบแทน ตลอดช่วงเวลาที่นักลงทุนถือหลักทรัพย์นั้นๆ

- นักลงทุนมีเป้าหมายแสวงหาความพอใจที่คาดหวังสูงสุดในช่วงเวลาเดียว (maximize one-period expected utility) และฟังก์ชันอรรถประโยชน์เป็นไปตามกฎลดน้อยถอยลง (diminishing marginal utility)
 - นักลงทุนแต่ละคนจะประมาณความเสี่ยงในการลงทุน บนพื้นฐานของความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ
 - การตัดสินใจของผู้ลงทุนขึ้นกับอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับและความเสี่ยงเท่านั้น ภายใต้ความเสี่ยงระดับหนึ่ง ผู้ลงทุนจะเลือกการลงทุนที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด ในทำนองเดียวกันภายใต้อัตราผลตอบแทนระดับหนึ่ง ผู้ลงทุนจะเลือกการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำสุด
- ภายใต้ข้อสมมติฐานดังกล่าว หลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ใดๆ จะถือได้ว่าเป็นหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มี “ประสิทธิภาพ” ได้ก็ต่อเมื่อไม่มีหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ใดให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่า ณ ระดับความเสี่ยงเดียวกันหรือไม่มีหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ใดที่มีความเสี่ยงต่ำกว่า ณ ระดับอัตราผลตอบแทนที่เท่ากัน ซึ่งสามารถสร้างเส้นอรรถประโยชน์เท่ากันในการเลือกระหว่างผลตอบแทนกับความเสี่ยง ทางเศรษฐศาสตร์เรียกว่า Risk/return indifference curves เส้นอรรถประโยชน์ที่อยู่สูงกว่าแสดงระดับความพอใจที่มากกว่า และพอร์ตการลงทุนที่ดีที่สุดคือจุดสัมผัสของเส้นอรรถประโยชน์หรือเส้นความพอใจเท่ากัน (Indifference curve) และเส้นเป็นไปได้อันดับการการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ (efficient frontier) ณ จุดนี้ นักลงทุนจะได้รับอรรถประโยชน์สูงสุดจากการลงทุน นั่นก็หมายความว่า พื้นที่หรือทางเลือกที่อยู่ต่ำกว่าจุดสัมผัสเป็นจุดที่ไม่มีประสิทธิภาพ (inefficiency) ดังรูปที่ 2.2



รูปที่ 2.2 เส้นอรรถประโยชน์และเส้นประสิทธิภาพสูงสุดในการลงทุน

การตัดสินใจลงทุนโดยพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังกับความเสี่ยง นั่นคือ เส้นอรรถประโยชน์เท่ากันจะสามารถแสดงเป็นฟังก์ชันของผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยง หรือ ความแปรปรวนของผลตอบแทนได้ ซึ่งถ้าแต่ละหลักทรัพย์มีผลตอบแทนที่คาดหวังเท่ากัน แต่มีความแปรปรวนต่างกัน นักลงทุนย่อมเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ กล่าวคือ หลักทรัพย์ลงทุนที่มีประสิทธิภาพจะต้องให้ผลตอบแทนสูงกว่าอีกหลักทรัพย์หนึ่ง ณ ระดับความเสี่ยงเท่ากันหรือในระดับความเสี่ยงที่ต่ำกว่า ณ ระดับผลตอบแทนเท่ากัน ดังนั้น การกระจายการลงทุนให้มีประสิทธิภาพจำเป็นต้องพิจารณาถึงส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของหลักทรัพย์ในการวัดความเสี่ยง โดยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของหลักทรัพย์นั้นต้องพิจารณาถึงความแปรปรวนร่วม (Covariance) และค่าสัมประสิทธิ์ (Correlation) ของแต่ละหลักทรัพย์ซึ่งจะชี้ให้เห็นทิศทางเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทน นักลงทุนไม่สามารถลดความเสี่ยงลงได้ถ้าความแปรปรวนร่วมมีค่าเป็นบวกอย่างสมบูรณ์ ทั้งนี้เพราะหลักทรัพย์ดังกล่าวจะมีการเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกัน และหลักทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามจะสามารถลดความเสี่ยงของพอร์ตลงได้ นักลงทุนจึงต้องถือหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนไม่สัมพันธ์กันสูง

อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) คือ ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตภายใต้ความไม่แน่นอนจากการลงทุน และนำความน่าจะเป็นมาใช้ในการคำนวณ สามารถเขียนสมการได้ดังนี้

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n w_i E(R_i)$$

โดย $E(R_p)$ คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์
 $E(R_i)$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i เมื่อสิ้นสุดระยะเวลาถือครอง
 w_i คือ สัดส่วนเงินลงทุนของหลักทรัพย์ i

ค่าความแปรปรวน (Variance : σ_p^2) หมายถึง ค่าการกระจายซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยของผลต่างกำลังสองระหว่างข้อมูลแต่ละค่ากับค่า Mean สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\sigma_p^2 = w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_j w_j^2 \sigma_j^2 + 2w_i w_j \sigma_{ij}$$

โดย σ_p^2 คือ ความแปรปรวนจากการลงทุนที่ประกอบด้วยหลักทรัพย์ i และ j
 σ_i^2, σ_j^2 คือ ความแปรปรวนของหลักทรัพย์ i และ j
 σ_{ij} คือ ความแปรปรวนร่วมของหลักทรัพย์ i และ j
 w_i, w_j คือ สัดส่วนเงินลงทุนของหลักทรัพย์ i และ j (คูสิต, ม.ป.ป :10)

ดังนั้น ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของพอร์ตการลงทุน (Standard deviation) คำนวณได้จาก:

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2}$$

ค่าสัมประสิทธิ์การกระจาย (Coefficient of Variance) เนื่องจากค่าความแปรปรวนร่วมเป็นค่าที่ถูกกำหนดโดยความผันแปรของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ 2 ชนิด ดังนั้น การตีความอาจมีปัญหาว่าความแปรปรวนร่วมที่ได้ มีระดับสูงหรือต่ำ ในทางตรงกันข้ามถ้าข้อมูลอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีระดับค่อนข้างคงที่ ค่าความแปรปรวนที่ได้อาจตีความได้ว่ามีระดับสูง ดังนั้นขนาดของความแปรปรวนร่วมขึ้นอยู่กับความผันแปรของข้อมูล 2 ชุด การพิจารณาความสัมพันธ์ของความผันแปรของอัตราผลตอบแทนอาจทำได้ดีกว่า หากใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

$$CV = \frac{\sigma_p}{\bar{R}_p}$$

โดย CV คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i กับ j
 σ_p คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์
 \bar{R}_p คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์

เนื่องจากแบบจำลองของ Markowitz มีข้อจำกัดในเรื่องความยุ่งยากที่ต้องหาส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของทุกหลักทรัพย์แล้วต้องหาค่าความแปรปรวนร่วมรวมถึงค่าสัมประสิทธิ์ระหว่างหลักทรัพย์ของพอร์ตการลงทุน จึงได้มีการพัฒนาทฤษฎีของ Markowitz เป็นแบบจำลอง CAPM โดยแบบจำลอง CAPM จะนำหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงเข้ามาพิจารณาด้วย ซึ่งหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk-Free Asset) จะมีค่าความแปรปรวนเป็นศูนย์ (Variance = 0)

2.2.2 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

จากแนวคิด “ทฤษฎี Modern Portfolio Theory” ของ Harry M. Markowitz ซึ่งเป็นพื้นฐานนำไปสู่แนวคิดเรื่อง CAPM ที่ได้พัฒนาขึ้นจากนักวิชาการ 2 ท่าน คือ William F. Sharpe และ John Lintner โดยแนวคิดหลักๆ กล่าวว่าระดับผลตอบแทนที่ควรจะได้รับจากการลงทุนหนึ่งๆ ควรขึ้นอยู่กับความเสี่ยงจากการลงทุน โดยหลักการลงทุนของทฤษฎีจะพิจารณาว่านักลงทุนจะได้รับการชดเชยเฉพาะความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) หรือความเสี่ยงทางการตลาด (Market Risk) เนื่องจากเป็นความเสี่ยงที่นักลงทุนไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้หรือไม่สามารถขจัดได้จากการกระจายการลงทุน ดังนั้นการลงทุนที่มีความเสี่ยงใดๆ ควรได้รับผลตอบแทนอย่างน้อยคือเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk-Free Rate) บวกด้วยส่วนชดเชยความเสี่ยงที่มีสัดส่วนเดียวกับอัตราชดเชยความเสี่ยงของตลาด (Market Risk Premium) โดยสัดส่วนดังกล่าวแสดงด้วยค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (β)

1) The Capital Market Model: Capital Market Line (CML)

พัฒนามาจากการเลือกพอร์ตการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ กล่าวคือ ในการพิจารณาเลือกพอร์ตการลงทุนที่มีประสิทธิภาพพิจารณาเฉพาะหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงเท่านั้น สำหรับในกรณีนี้จะนำหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง(risk-free securities) มาร่วมพิจารณาด้วย ทำให้นักลงทุนสามารถมีทางเลือกที่มีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้นซึ่งจะนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของความพอใจเมื่อเทียบกับการเลือกการลงทุนที่มีแต่เฉพาะหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยง ดังนั้น เพื่อการจัดสรรการลงทุนให้เหมาะสม นักลงทุนควรผสมผสานระหว่างหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงกับหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง จากแนวคิดนี้นำไปสู่เส้น capital market line (CML)

ดังนั้น จึงจำเป็นต้องพิจารณาถึงผลกระทบของการรวมหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงต่อผลตอบแทนของพอร์ตการลงทุนและความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนที่มีต่อหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยง

ผลกระทบของการรวมหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงที่มีต่อพอร์ตการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ

ผลตอบแทนที่คาดหวังของพอร์ตการลงทุนในกรณีที่รวมเอาหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงจะเท่ากับค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของผลตอบแทนหลักทรัพย์สองหลักทรัพย์ ดังนี้

$$E(R_{port}) = w_{RF}(R_{FR}) + (1 - w_{RF})E(R_i)$$

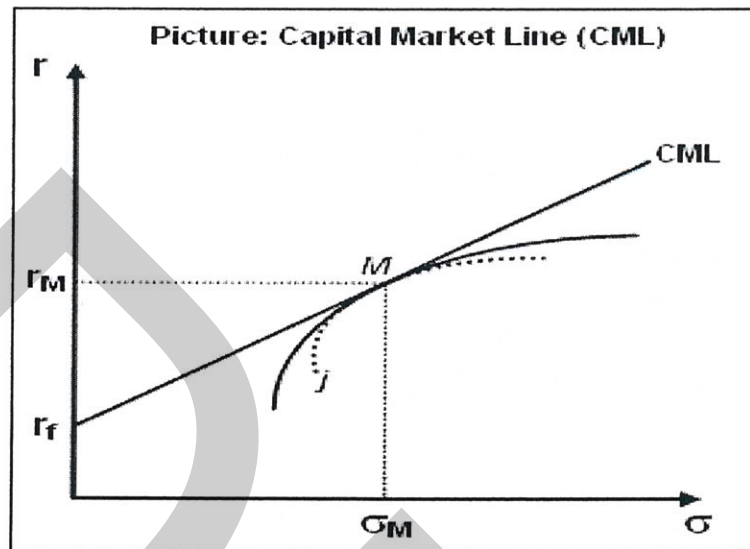
โดยที่ w_{RF} = สัดส่วนของพอร์ตการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

$E(R_i)$ = ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงที่ i ในพอร์ตการลงทุน

สำหรับผลกระทบที่มีต่อผลตอบแทนที่คาดหวังของความเสี่ยงในพอร์ตการลงทุน วัดด้วยค่าคาดหวังของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานจะมีค่าเท่ากับ

$$E(\sigma_{port}) = (1 - w_{RF})\sigma_i$$

จะเห็นว่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของพอร์ตที่ประกอบด้วยหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงและหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยงคือสัดส่วนเชิงเส้นตรง (Linear proportion) ของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของพอร์ตหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยง



รูปที่ 2.3 Investor portfolio position in the Capital Marketing line

สมการของ CML คือ
$$r = r_f + \left[\frac{r_m - r_f}{\sigma_m} \right] \sigma$$

จากสมการแสดงถึงผลตอบแทนที่คาดหวังจากพอร์ตการลงทุนที่มีประสิทธิภาพเท่ากับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (r_f) บวกกับผลตอบแทนส่วนเพิ่มของตลาด (Market risk premium: $r_m - r_f$) หารด้วยความเสี่ยงของตลาด (σ_m) คูณกับค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของพอร์ตการลงทุน (Standard deviation : σ) ดังนั้น เส้น CML จะแสดงความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังของพอร์ตการลงทุนและความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน ความชันของเส้นจะเป็นดัชนีวัดความรู้สึกรู้สึกหรือความต้องการของนักลงทุนในเรื่องความเสี่ยง

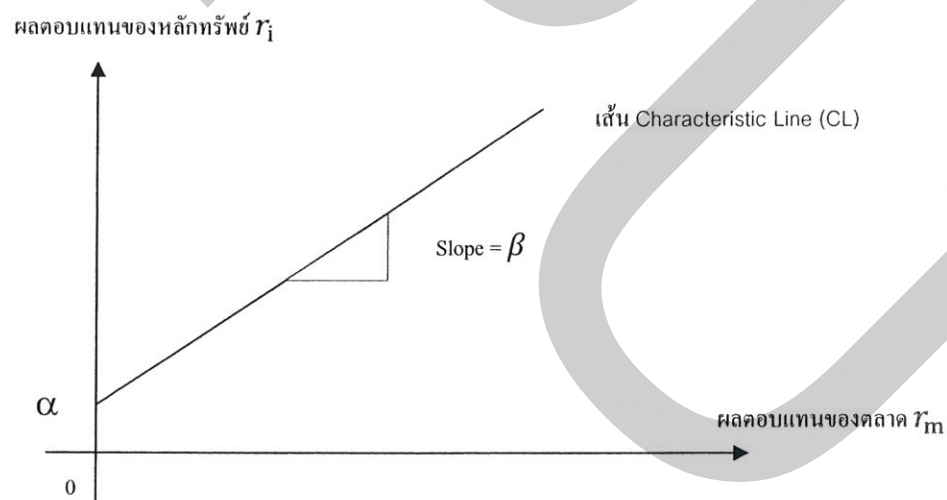
ข้อสังเกตสำหรับพอร์ตการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ (Efficient portfolio) หมายถึงพอร์ตที่มีการกระจายความเสี่ยงที่เกิดจากตัวหลักทรัพย์หรือความเสี่ยงไม่เป็นระบบ (company risk or unsystematic risk) หหมดไป ความเสี่ยงที่ยังคงเหลือกับพอร์ตการลงทุนที่มีประสิทธิภาพก็คือ ความเสี่ยงจากตลาด (ความเสี่ยงเป็นระบบ) market risk or systematic risk เท่านั้น ความเสี่ยงของพอร์ตจะวัดจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนของพอร์ตคือ σ_p ดังนั้น การวัดความสัมพันธ์ของผลตอบแทนและความเสี่ยง หากพิจารณาเฉพาะความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่านั้น จะพิจารณาจากเส้น “ประสิทธิภาพสูงสุด (Efficient portfolio)” แต่เมื่อมีการนำความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบเข้ามาาร่วมด้วย จะพิจารณาจากเส้น “CML” เพื่อใช้ในการวัดความสัมพันธ์แทน

2) ขนาดของความเสี่ยงของหุ้นแต่ละตัวในพอร์ตการลงทุน

แนวคิดที่เกี่ยวกับ CML จะเป็นการพิจารณาพอร์ตการลงทุน โดยเชื่อมโยงผลตอบแทนที่คาดหวังของพอร์ตการลงทุนกับความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน ในกรณีที่นักลงทุนจะเลือกหลักทรัพย์ตัวหนึ่งตัวใดเข้ามาในพอร์ตการลงทุนจะต้องพิจารณาว่าหลักทรัพย์แต่ละประเภทและความเสี่ยงของหลักทรัพย์แต่ละตัวที่จะมีผลต่อพอร์ตการลงทุนมากน้อยเพียงใด ความเสี่ยงดังกล่าวมีชื่อเรียกว่า relevant risk แต่เนื่องจากการพิจารณาเฉพาะภายใต้สถานการณ์การชดเชยเฉพาะความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) หรือความเสี่ยงทางการตลาด (Market Risk) ที่เกิดขึ้นกับหุ้นแต่ละตัว ซึ่งวัดด้วยค่าเบต้า β

3) การคำนวณหาค่าเบต้า (β) ของหุ้น

การวัดค่าเบต้า ก็คือ ค่าความแปรปรวนร่วม (Covariance) ของหลักทรัพย์ใดๆ และตลาด เป็นการวัดความไวของการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทใดบริษัทหนึ่งต่อตัววัดค่าความเสี่ยงประเภท Relevant risk (ความเสี่ยงที่เป็นระบบ) ของหุ้นตัวนั้นที่มีต่อพอร์ตการลงทุน การคำนวณหาจากขนาดความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหุ้นแต่ละตัวกับผลตอบแทนของตลาด (พอร์ตการลงทุนที่ดีที่สุด)



รูปที่ 2.4 แสดงเส้น Characteristic Line (CL) ของ Single index model หรือ Market model

สมการเส้น Characteristic line จากรูปที่ 2.4 ดังนี้

$$R_i = \alpha + \beta R_m$$

สมการถดถอยที่แสดง สามารถเรียกอีกชื่อว่า stock's characteristic line หรือค่าความชันของเส้น characteristic line ที่คำนวณได้คือค่าเบต้า (β) ค่าเบต้าจะเป็นค่าบวกหรือลบก็ได้ เนื่องจากความไวของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ใดๆ เทียบกับอัตราผลตอบแทนจากตลาดโดยรวม อาจจะเป็นไปในทางเดียวกันหรืออาจจะเป็นไปในทางสวนกันก็ได้ ซึ่งปกติค่าเบต้ามักจะมีค่าเป็นบวก หมายความว่า ถ้าผลตอบแทนของตลาดปรับตัวสูงขึ้น ผลตอบแทนของหุ้นจะสูงตาม และเมื่อผลตอบแทนตลาดลดลงผลตอบแทนของหุ้นก็จะลดตาม ซึ่งเป็นปรากฏการณ์ทั่วไปทั้งนี้เพราะตลาดเป็นผลรวมของหุ้นแต่ละตัว ค่าเบต้าอาจจะมีค่ามากกว่าเท่ากับหรือน้อยกว่า 1 ก็ได้

จากการวิเคราะห์สมการถดถอยจะพบว่าค่าความชันหรือเบต้ามีค่าเท่ากับ

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R^m)}{\text{var}(R^m)}$$

ค่าเบต้าของหุ้นตัวใดตัวหนึ่งจะมีค่าเท่ากับค่าสัมประสิทธิ์ (correlation coefficient) ของผลตอบแทนหุ้นตัวนั้นกับผลตอบแทนของตลาด หากอัตราส่วนระหว่างส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนของหุ้นตัวนั้น เมื่อเทียบกับส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนตลาด $r_{jm} \left[\frac{\sigma_j}{\sigma_m} \right]$ ถ้านักลงทุนถือพอร์ตการลงทุนที่มีขนาดใหญ่เท่ากับตลาด ค่าเบต้าที่คำนวณได้จะมีค่าเท่ากับ 1 คือผลตอบแทนของหุ้นจะปรับเพิ่มหรือลดตามตลาดในสัดส่วนเดียวกัน แต่ถ้าผลตอบแทนของพอร์ตการลงทุนเพิ่มมากกว่าของตลาดค่าเบต้าจะมีค่ามากกว่า 1 หรือเรียกว่า Aggressive Stock และในทางกลับกันถ้าผลตอบแทนของหุ้นหรือพอร์ตเพิ่มขึ้นน้อยกว่าของตลาด ค่าเบต้าจะมีค่าน้อยกว่า 1 หรือเรียกว่า Defensive Stock

4) ข้อสมมติของตัวแบบ CAPM

1. ผู้ลงทุนทุกคนแสวงหาความพอใจที่คาดว่าจะได้รับสูงสุด (maximize expected utility) จากสินทรัพย์ที่มีอยู่โดยการเลือกถือครองกลุ่มหลักทรัพย์บนพื้นฐานของผลตอบแทนและความเสี่ยงเป็นตัวกำหนดว่านักลงทุนมีนิสัยกลัวความเสี่ยง (Risk averter) ดังนั้นนักลงทุนจึงจะเลือกถือครองพอร์ตการลงทุนเพื่อที่จะได้ประโยชน์จากการกระจายการลงทุน เมื่อนักลงทุนต้องการซื้อหุ้นตัวใหม่ที่เข้ามาในพอร์ตการลงทุน นักลงทุนจำเป็นต้องทราบว่าหุ้นที่จะซื้อเข้ามามีส่วนเพิ่มความเสี่ยงและเพิ่มผลตอบแทนต่อพอร์ตการลงทุนมากน้อยเพียงใด

2. นักลงทุนสามารถกู้เงินหรือให้กู้โดยไม่จำกัดจำนวนเงิน ณ ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นอยู่ (เท่ากับอัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินฝากหรืออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่กำหนดสำหรับหลักทรัพย์ของรัฐบาล) นอกจากนี้ นักลงทุนยังสามารถทำ Short sales ได้โดยไม่มีข้อกำหนดใดๆ

3. นักลงทุนทุกคนมีการคำนวณผลตอบแทนที่คาดหวัง จากค่าความแปรปรวน (variance) และแปรปรวนร่วม (covariance) ของหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ในลักษณะเดียวกันซึ่งหมายถึงให้ผลเท่ากัน กรณีนี้เรียกว่า นักลงทุนแต่ละคนมี การคาดคะเนที่เหมือนกัน (homogeneous expectations)

4. หลักทรัพย์ทุกตัวมีสภาพคล่องสูง (perfect liquid) และมีการซื้อขาย ณ ราคาที่เป็นอยู่ได้อย่างไม่มีต้นทุนประเภทที่เรียกว่า transaction cost ไม่ต้องเสียภาษี

5. นักลงทุนแต่ละรายที่มีขนาดเล็ก การซื้อและขายจะไม่มีผลกระทบต่อราคา หรือนักลงทุนมีลักษณะเป็น price takers

6. จำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมดที่พิจารณา มีปริมาณคงที่

คุณภาพการจัดสรรการลงทุนของนักลงทุน

CAPM ให้ข้อสรุปถึงตัวกำหนดคุณภาพของผลตอบแทนที่จะได้รับจากการถือครองหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยง โดยกล่าวว่า ผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการจากการถือครองหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงจะเท่ากับอัตราผลตอบแทนจากผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง บวกกับอัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากการถือครองหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยง (risk premium) ซึ่งสามารถเขียนเป็นสมการความสัมพันธ์ได้ ดังนี้

$$\text{Required return on stock } i = \text{risk-free return} + \text{risk premium for stock } i \dots\dots\dots(1)$$

ความหมายของแต่ละส่วนของสมการที่ (1) อธิบายได้ดังนี้

- ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (risk-free return)

การตัดสินใจลงทุนในรูปแบบของการกระจายการลงทุนไปในหลักทรัพย์หลาย ๆ ประเภทหรือในรูปแบบพอร์ตการลงทุน หลักทรัพย์ที่ถือครองจะมีทั้งที่มีความเสี่ยงและปราศจากความเสี่ยง หลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ที่นิยมใช้อ้างอิงคือ พันธบัตรรัฐบาล (Government bonds) หรือตั๋วเงินคลัง (treasury bills) ผลตอบแทนจากการถือครองหลักทรัพย์ของรัฐบาลจึงถือว่าเป็น risk-free return

- ผลตอบแทนส่วนเพิ่มของการถือครองหุ้น i (Risk premium for stock i)

ผลตอบแทนส่วนเพิ่มของหุ้นเป็นผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการในการที่ต้องแบกรับความเสี่ยงจากการถือครองหุ้นตัวนั้น ผลตอบแทนส่วนเพิ่มของหุ้นดังกล่าวนี้จะขึ้นอยู่กับขนาดของความเสี่ยงของหุ้น (วัดด้วยค่าเบต้าของหุ้น) และผลตอบแทนส่วนเพิ่มของตลาด (market premium) ผลตอบแทนของหุ้นที่นักลงทุนต้องการจะสูงขึ้นเป็นสองเท่าถ้าขนาดของความเสี่ยงของหุ้นเพิ่มเป็นสองเท่าของความเสี่ยงของตลาด ในทางกลับกัน ถ้าความเสี่ยงลดลงครึ่งหนึ่งเมื่อเทียบกับความ

เสี่ยงของตลาด ผลตอบแทนส่วนเพิ่มที่ต้องการจะลดลงครึ่งหนึ่งด้วย ซึ่งสามารถกำหนดผลตอบแทนเพิ่มของหุ้นแต่ละตัว (RP_i) ได้ดังนี้

$$Risk\ premium\ for\ stock\ i = RP_i = (RP_m)\beta_i$$

- ผลตอบแทนส่วนเพิ่มของตลาด (market premium : RP_m) คือ ผลตอบแทนส่วนเพิ่มที่นักลงทุนต้องการสำหรับการที่ต้องแบกรับความเสี่ยงจากการถือหุ้นที่เป็นตัวแทนตลาด (the risk of an average stock) ซึ่งขึ้นอยู่กับขนาดของ risk aversion ที่นักลงทุนต้องการ

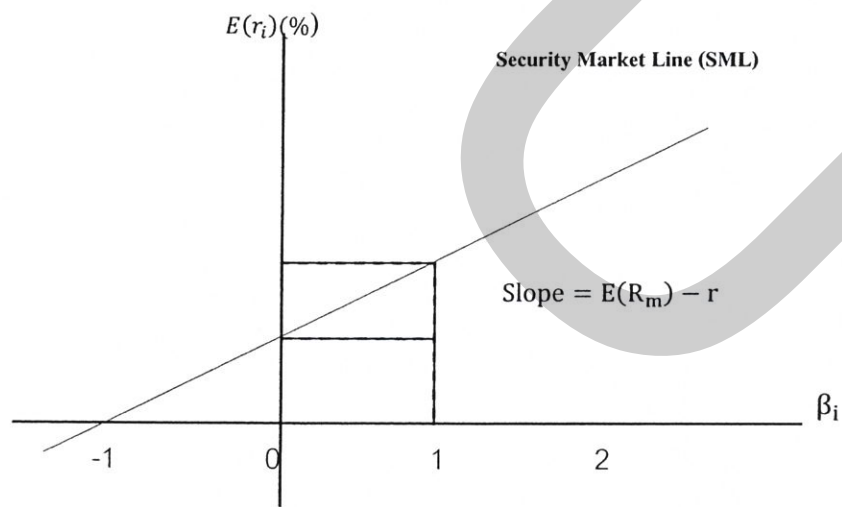
$$Market\ premium\ for\ stock\ i = k_M - k_{RF}$$

5) สมการ Security market line (SML)

สมการที่แสดงคุณลักษณะการจัดสรรการลงทุนทางการเงินของนักลงทุนแต่ละรายที่แสดงในสมการที่ (1) คุณลักษณะดังกล่าวแสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับกับความเสี่ยงที่เป็นระบบ (วัดด้วยค่าเบต้า) และถ้านำสมการคุณลักษณะของแต่ละคนมารวมกันก็จะเป็สมการของตลาด ซึ่งรู้จักกันในนามว่า Security Market Line (SML) เหมือนกับการคำนวณหาเส้นอุปสงค์รวมของตลาดของสินค้าที่หาจากกรรวมเส้นอุปสงค์ปัจเจกบุคคล SML equation ดังนี้

$$ER_i = r + (ER_m - r)\beta_i \dots\dots\dots (2)$$

โดยที่ β คือความเสี่ยงของหุ้นที่พิจารณา คำนวณได้จากสูตร $\beta_i = cov(R_i, R_m)/var(R_m)$ หรือสมการ Characteristic line โดย $(ER_m - r)$ คือผลตอบแทนส่วนเพิ่มของตลาด



รูปที่ 2.5 แสดงเส้น Security Market Line (SML) ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ของแบบจำลอง CAPM

ข้อสังเกตเกี่ยวกับสมการที่ (2) ดังนี้

1. $(E R_m - r)$ จะมีค่าเป็นบวกเสมอ มิฉะนั้นจะไม่มีใครลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง
2. ผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละประเภทมีแนวโน้มที่จะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันกับตลาด นั่นหมายถึง $cov(R_i, R_m)$ จะมีค่าเป็นบวก จากคุณสมบัติข้อนี้และสูตรการคำนวณค่าความแปรปรวน จึงมีผลทำให้ β_i มีค่าเป็นบวกด้วย แต่อย่างไรก็ตาม ในความเป็นจริง $cov(R_i, R_m)$ อาจมีค่าเป็นลบก็ได้ ในกรณีนี้ก็จะทำให้ β_i มีค่าเป็นลบด้วย หรือกล่าวได้ว่าเครื่องหมายของค่า β_i จะผันแปรไปตามเครื่องหมายของค่าสัมประสิทธิ์ของความเสี่ยงต่อระบบโดยรวมเท่านั้น
3. β_i จะมีค่าผันแปรไปในทิศทางเดียวกันกับค่า $cov(R_i, R_m)$ และจะผันแปรในทิศทางผกผันกับค่า $var(R_m)$
4. CAPM พยากรณ์ว่า หลักทรัพย์ที่มีค่า $cov(R_i, R_m)$ เท่ากับศูนย์จะยังมีนักลงทุนต้องการถือหลักทรัพย์อยู่ตราบเท่าที่ผลตอบแทนที่ได้ยังเท่ากับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ในกรณีนี้ค่า β_i จะเท่ากับศูนย์
5. หลักทรัพย์ที่มีค่าสัมพันธที่เป็นบวกที่มีค่าสูง จะให้ผลตอบแทนค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับหลักทรัพย์ประเภทอื่นที่มีค่าของความสัมพันธต่ำ
6. คุณภาพของผลตอบแทน ภายใต้ CAPM จะไม่คงที่ แต่จะเปลี่ยนแปลงไปตามการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนร่วม คุณภาพของผลตอบแทนจะคำนวณได้จะต้องทราบค่าความแปรปรวนและความแปรปรวนร่วม ซึ่งเป็นดัชนีที่ใช้วัดความเสี่ยง

2.2 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ธนิดา กาญจนพันธุ์ (2534) ศึกษาถึงผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจต่อราคาหุ้นของไทย ผ่านตัวแปรทางเศรษฐกิจต่อราคาหลักทรัพย์โดยแบ่งการศึกษาออกเป็นสองส่วน ส่วนแรกเป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ส่วนที่สองเป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาคกับราคาหุ้นของกลุ่มหลักทรัพย์ และราคาหุ้นของแต่ละหลักทรัพย์ โดยตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคได้แก่ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริง อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริง ดัชนีการลงทุนปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศและดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์ ตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาคได้แก่เงินปันผลต่อหุ้น กำไรสุทธิต่อหุ้น และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น วิธีการศึกษาอาศัยสมการถดถอย (Ordinary least squares) และใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2523

ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2533 ผลการศึกษาในส่วนแรกพบว่า การเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ และดัชนีอุตสาหกรรมดาว์นโจนส์ ผลการศึกษาในส่วนที่สองพบว่า การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นของกลุ่มธนาคารขึ้นอยู่กับปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ดัชนีการลงทุน ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ ดัชนีอุตสาหกรรมดาว์นโจนส์ และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นของกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริง ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ ดัชนีอุตสาหกรรมดาว์นโจนส์ เงินปันผลต่อหุ้นกำไรสุทธิต่อหุ้น และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมขึ้นอยู่กับ ดัชนีอุตสาหกรรมดาว์นโจนส์ และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมขึ้นอยู่กับ ดัชนีอุตสาหกรรมดาว์นโจนส์ และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น หลังจากนั้นพิจารณาเป็นรายหลักทรัพย์ ตัวแปรทางเศรษฐกิจ ที่อธิบายราคาหุ้นของแต่ละหลักทรัพย์ได้มากที่สุด คือ ดัชนีอุตสาหกรรมดาว์นโจนส์ รองลงมาคือ ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นเงินปันผลต่อหุ้น ดัชนีการลงทุน ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริง กำไรสุทธิต่อหุ้น และผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริงตามลำดับ ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายแยกออกได้เป็น 2 ข้อใหญ่ ๆ คือ ข้อแรกในด้านการพัฒนาและส่งเสริมธุรกรรมในตลาดหลักทรัพย์ให้มีปริมาณมากขึ้น รัฐบาลควรให้ความสำคัญแก่การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นตลาดสากล เพื่อเปิดโอกาสให้ชาวต่างประเทศเข้ามาซื้อขายได้สะดวกมากขึ้น และข้อสองในด้านการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ให้เจริญเติบโต ควรมีการเผยแพร่ความรู้ในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์อย่างรวดเร็วและทั่วถึง เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์มีความสมบูรณ์มากที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้

ชัยโย กรกิจสุวรรณ (2540) วิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความเสี่ยงและเพื่อใช้เป็นแนวทางในการประเมินราคาของแต่ละหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงานจำนวน 8 หลักทรัพย์ คือ BANPU, BCP, EGCOMP, LANNA, PTTEP, SUSCO, TIG, UGP การศึกษามีลักษณะการใช้ข้อมูลเป็นรายสัปดาห์ ตั้งแต่วันที่ 3 กรกฎาคม พ.ศ.2538 ถึง วันที่ 24 มิถุนายน พ.ศ.2539 รวม 52 สัปดาห์ เพื่อทำการประมาณค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์ 8 หลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงาน โดยใช้ทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM) ใช้ข้อมูลตลาดหลักทรัพย์มาคำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาด และอัตราดอกเบี้ยฝากประจำ 3 เดือน แทนอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง ผลการศึกษาพบว่า ค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์จำนวน 6 หลักทรัพย์มีค่าเป็นบวก คือ หลักทรัพย์ BANPU, BCP, EGCOMP, LANNA, PTTEP และ SUSCO หมายความว่า

ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของตลาดมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน

สำหรับการประเมินราคาหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ในการลงทุน สามารถพิจารณาจากการนำเอาค่าความเสี่ยง (Beta) และอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังไปประมาณเส้นตลาดหลักทรัพย์ SML (Security Market Line) จากเส้นตลาดหลักทรัพย์สามารถจะนำอัตราผลตอบแทนที่ประมาณการของหลักทรัพย์ใดมีค่าสูงกว่าเส้นตลาดหลักทรัพย์ ถือว่า หลักทรัพย์นั้นมีค่าต่ำกว่าความเป็นจริงควรซื้อหลักทรัพย์นั้น ในทางตรงกันข้าม ถ้าอัตราผลตอบแทนที่ประมาณการมีค่าต่ำกว่าเส้นตลาดถือว่า หลักทรัพย์นั้นมีค่าสูงเกินความเป็นจริงจะต้องขายออกไป

สุรางค์ บุญยะพงศ์ไชย (2540) ศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่ม ธนาคารพาณิชย์ กลุ่มบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และ ดัชนี ราคาหลักทรัพย์โดยรวม มีวัตถุประสงค์การศึกษาเพื่อให้ทราบทิศทางการเคลื่อนไหวและ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มหลักทรัพย์ดังกล่าว ในช่วงเวลาปี พ.ศ. 2533 – ปี พ.ศ. 2540 โดยมีวิธีการศึกษาคือ การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ เป็นการศึกษาข้อเท็จจริงต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ และการวิเคราะห์เชิงปริมาณ เป็นการวิเคราะห์หาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ โดยใช้วิธีการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน ผลการศึกษาคือ ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์โดยรวม ได้แก่ กำไรสุทธิ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์, กำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์, ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน, มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์โดยรวม ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ ได้แก่ กำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ เงินลงทุนนำเข้ามาจากต่างประเทศใน ธุรกิจสถาบันการเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินประจำปี ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ กลุ่มบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ ได้แก่ กำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในกลุ่มบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ เงินลงทุนนำเข้ามาจากต่างประเทศในธุรกิจสถาบันการเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร ตัวแปรดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มบริษัทเงินทุน และหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ผ่านมา ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่ม พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ได้แก่ กำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่ม พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมมีระยะเวลา ดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่ม พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ช่วงเวลาที่ผ่านมา

กนกกาญจน์ ทวีอภิรดีเจริญ (2541) ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2536 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ.2539 รวม 48 ตัวอย่าง ปัจจัยที่นำมาศึกษา ได้แก่ ดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน ปริมาณสินเชื่อของสถาบันการเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ อัตราเงินเฟ้อ กำไรสุทธิ อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารและดัชนีดาวโจนส์การวิเคราะห์ความสัมพันธ์จากรูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อนในการประมาณค่าทางสถิติ

ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญในทางบวกกับดัชนีราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์ ได้แก่ ดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน ดัชนีดาวโจนส์และอัตราเงินเฟ้อ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้และอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารมีความสัมพันธ์ในทางลบ หรือทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์

Bartholdy and Peare (2003) วิเคราะห์การคาดคะเนถึงผลตอบแทนที่คาดหวังโดยใช้แบบจำลอง CAPM และแบบจำลองของฟาร์มาและเฟรนช์ โดยกล่าวว่าผู้เชี่ยวชาญส่วนใหญ่นิยม one factor model (CAPM) เพื่อทำการวิเคราะห์การได้ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์แต่ละตัว แต่สำหรับการวิเคราะห์ผลกำไรในหลักทรัพย์นั้น นักวิชาการจะใช้แบบจำลองฟาร์มาและเฟรนช์ จุดประสงค์หลักของการศึกษาคือการเปรียบเทียบวิธีการของแบบจำลองทั้งสองต่อหลักทรัพย์เฉพาะราย อันดับแรก วิเคราะห์กำไรจากหลักทรัพย์แต่ละตัวตามวิธี CAPM โดยใช้กรอบเวลาที่ต่างกัน ความถี่ของตัวเลขและตัวชี้วัด โดยใช้ข้อมูลในการศึกษาตั้งแต่ช่วงปี ค.ศ.1970 - 1996 โดยใช้ผลตอบแทนรายวันซึ่งคำนวณได้จากผลตอบแทนที่มีระยะเวลาในการถือครองหลักทรัพย์ระหว่างวัน ผลตอบแทนรายสัปดาห์คำนวณจากวันพุธของสัปดาห์หนึ่งไปยังอีกสัปดาห์หนึ่งเพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบจากวันหยุดและวันจันทร์ โดยราคาสุดท้ายของเดือนถูกใช้ในการคำนวณผลตอบแทนรายเดือน และใช้ข้อมูลรายวัน รายสัปดาห์และรายเดือนของผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ระยะเวลา 3 เดือนเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงสำหรับข้อมูลอนุกรมเวลา และใช้ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ระยะเวลา 12 เดือนเป็นตัวแทนของผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงสำหรับข้อมูลแบบภาคตัดขวาง (cross section) สิ่งที่พบในข้อมูลภายในระยะเวลา 5 ปี คือ จำนวนตัวเลขและน้ำหนักที่เท่ากันของตัวชี้วัด ความขัดแย้งต่อการชี้แนะต่างๆไปของน้ำหนักมูลค่าของตัวชี้วัด การจัดเตรียมวิธีวิเคราะห์ที่เหมาะสมที่สุด อย่างไรก็ตาม คำตอบที่ได้คือความแตกต่างของการคืนกำไรโดยเฉลี่ย 3% และเมื่อทำการวิเคราะห์การคืนผลของหลักทรัพย์แต่ละตัวตามวิธีของฟาร์มาและเฟรนช์ โดยใช้ข้อมูลรายเดือนในระยะเวลา 5 ปี ตัวชี้วัดอิสระที่ใช้ให้คำตอบประมาณ 5% จากคำตอบเหล่านี้จึงมีคำถามว่าควรใช้แบบจำลองใดมาทำการวิเคราะห์ความคาดหวังต่อการคืนกำไรของหลักทรัพย์แต่ละราย

สว่างจิต พุ่มมณีกร (2549) ทำการศึกษาเพื่อวิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2542 – พ.ศ. 2547 โดยจะแบ่งการศึกษาออกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด จำนวน 8 กลุ่ม แบ่งเป็น 27 หมวดอุตสาหกรรม การศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิที่รวบรวมจากแหล่งข้อมูลและเว็บไซต์ต่าง ๆ เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง โดยใช้วิธีการวิเคราะห์สมการถดถอยอย่างง่ายและแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM)

ผลการศึกษาพบว่า หุ้นที่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบสูงจะมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ดังนั้น จึงอาจสรุปได้ว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบของหุ้นมีผลต่ออัตราผลตอบแทนโดยตรง การลงทุนจึงต้องคำนึงถึงความเสี่ยงและภาวะการณ์ของตลาดหลักทรัพย์ควบคู่กันไป จากการศึกษาครั้งนี้จะเห็นได้ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นแหล่งลงทุนที่น่าสนใจ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนอยู่ในเกณฑ์สูงกว่าการลงทุนประเภทอื่น อย่างไรก็ตามผู้ลงทุนควรตัดสินใจลงทุนอย่างมีเหตุผล ควรวิเคราะห์ความเสี่ยงจากการลงทุน ทั้งความเสี่ยงที่เป็นระบบ และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ และพิจารณาว่า หลักทรัพย์ใดเหมาะสมสำหรับเป็นหลักทรัพย์ลงทุน หรือหลักทรัพย์ใดเหมาะสมสำหรับเป็นหลักทรัพย์เก็งกำไร เพื่อจะได้ประโยชน์สูงสุดจากการตัดสินใจลงทุนนั้น

ฐานันดร จันทรสีทอง (2551) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยงของกองทุนเปิดตราสารทุนในประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ทราบถึงปัจจัยที่เป็นส่วนช่วยตัดสินใจในการลงทุน ซึ่งทำการศึกษาในกลุ่มของกองทุนเปิดตราสารทุนที่มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม (NAV) 500 ล้านบาทขึ้นไป จำนวน 15 กองทุน แบ่งเป็นสองช่วงการศึกษา ช่วงแรกระหว่างเดือนมกราคม พ.ศ. 2542 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2544 ช่วงสองระหว่างเดือนมกราคม พ.ศ. 2545 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2548 และใช้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม (NAV) เป็นตัวแทนในการศึกษาโดยใช้สมการเส้นลักษณะ (Characteristic Line) และดัชนีการวัดประสิทธิภาพการบริหารหลักทรัพย์ของกองทุนตามแบบจำลองดัชนี Sharp และดัชนี Treynor มาใช้ในการวิเคราะห์

ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนโดยเฉลี่ยจะมีค่าติดลบในช่วงแรกและเพิ่มขึ้นอยู่ในแนวนอนในช่วงที่สอง เท่ากับ -0.68% และ 2.26% ต่อปี ซึ่งต่ำกว่าอัตราผลตอบแทน โดยเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ที่เท่ากับ 0.14% และ 1.98% โดยกองทุนเปิดเออร์ดีนโกรท และกองทุนเปิดไทยพาณิชย์ เซ็ทอินเด็กซ์ ฟันด์ เป็นกองทุนที่ให้อัตราผลตอบแทนที่ดีที่สุดทั้ง

สองช่วงการศึกษา แต่ก็มีความเสี่ยงสูงเมื่อพิจารณาจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน กองทุนเปิดไทยพาณิชย์ทวีทรัพย์ 2 ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดในช่วงแรก ส่วนกองทุนเปิดดวงข้าว 3 ให้อัตราผลตอบแทนต่ำสุดในช่วงที่สอง แต่ในด้านความเสี่ยงของกองทุนมีค่าต่ำกว่าตลาดในช่วงแรก และสูงกว่าในช่วงที่สอง

ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของกองทุนมีค่าเฉลี่ยน้อยกว่า 1 ทุกช่วงการศึกษา แสดงว่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกับตลาดแต่จะเคลื่อนไหวช้ากว่า จัดเป็นกองทุนประเภทปรับตัวช้า มีเพียงกองทุนเปิดเอเบอร์ดีน โกรท และกองทุนเปิดไทยพาณิชย์ เซ็ทอินเด็คซ์ ฟินด์ เท่านั้น ที่ในช่วงที่สองมีค่าเบต้ามากกว่า 1

การทดสอบ Structure Break และผลกระทบด้านการลงทุนไม่มีกองทุนใดที่มีการเปลี่ยนแปลงของ Structure Break ในส่วนผลกระทบด้านการลงทุนนั้นพบว่า นโยบายการลงทุนของทุกกองทุนมีนโยบายที่เหมือนกัน ทำให้ชี้ได้ว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของแต่ละกองทุนนั้นเกิดจากสภาพการบริหารจัดการภายในองค์กรเอง และส่วนหนึ่งจากแนวทางการกระจายการลงทุนของผู้จัดการกองทุนเองว่าจะสามารถจัดการเพื่อหลีกเลี่ยงกับเสี่ยงได้มากน้อยเพียงใด

การวัดประสิทธิภาพการบริหารหลักทรัพย์ของกองทุนตามดัชนี Sharp และดัชนี Treynor พบว่า โดยเฉลี่ยในช่วงแรกกองทุนมีความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ต่ำกว่าตลาด แต่ในช่วงที่สองกองทุนมีความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์สูงกว่าตลาด สังเกตได้จากในช่วงที่สองนี้ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมจะเพิ่มขึ้นสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด

โดยกองทุนที่มีความน่าสนใจที่สุดในการศึกษารั้งนี้ ทั้งในเรื่องของอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง และประสิทธิภาพการบริหารหลักทรัพย์ของกองทุนคือ กองทุนเปิดเอเบอร์ดีน โกรท และกองทุนเปิดไทยพาณิชย์ เซ็ทอินเด็คซ์ ฟินด์

ตารางที่ 2.1 สรุปผลงานที่เกี่ยวข้อง

รายชื่อ/ชื่อเรื่อง	เครื่องมือ / ข้อมูล	ผลการศึกษา
<p>ธนิดา กาญจนพันธ์ (2534) / ศึกษาถึงผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจต่อราคากู้เงินของไทย</p>	<p>การศึกษาแบ่งออกเป็นสองส่วน ส่วนแรกเป็นการศึกษาดัชนีค่าตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคกับดัชนีราคากู้เงินตลาดหลักทรัพย์ ส่วนที่สองเป็นการศึกษาดัชนีค่าตัวแปรทางเศรษฐกิจจุดภาคกับราคากู้เงินของดัชนีค่าตัวแปรทางเศรษฐกิจและราคาหุ้นของแต่ละหลักทรัพย์ โดยตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคได้แก่ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริง อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริง ดัชนีการลงทุน ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศและดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ ตัวแปรทางเศรษฐกิจ จุดภาคได้แก่เงินปีนผลต่อหุ้น กำไรสุทธิต่อหุ้น และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น วิธีการศึกษาอาศัยสมการถดถอย (Ordinary least squares) และใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่มกราคม 2523 ถึง ธันวาคม 2533</p>	<p>ผลการศึกษาในส่วนแรกพบว่า การเคลื่อนไหวของดัชนีราคากู้เงินตลาดหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ และดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ ผลการศึกษาในส่วนที่สองพบว่า การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นของกลุ่มธนาคารขึ้นอยู่กับปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ, ดัชนีการลงทุน ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ, ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น</p> <p>การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นของกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริง ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ เงินปีนผลต่อหุ้นกำไรสุทธิต่อหุ้น และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น</p> <p>การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรม</p>

ตารางที่ 2.1 (ต่อ) สรุปผลงานที่เกี่ยวข้อง

รายชื่อ/ ชื่อเรื่อง	เครื่องมือ / ข้อมูล	ผลการศึกษา
ชัยโย กรกิจสุวรรณ (2540) / การวิเคราะห์ความเสถียรและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	การศึกษามีลักษณะการใช้ข้อมูลเป็นรายสัปดาห์ ตั้งแต่วันที่ 3 กรกฎาคม 2538 ถึง วันที่ 24 มิถุนายน 2539 รวม 52 สัปดาห์ เพื่อทำการประมาณค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์ 8 หลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงาน โดยใช้ทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM) ใช้ข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ มาคำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาด และอัตราดอกเบี้ยฝากประจำ 3 เดือน แทนอัตราผลตอบแทนที่ไม่ความเสี่ยง	ขึ้นอยู่กับ ดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์ และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของดาวนโจนส์ และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นพบว่า ค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์จำนวน 6 หลักทรัพย์มีค่าเป็นบวก คือ หลักทรัพย์ BANPU, BCP, ECOM, LANNA, PTTEP และ SUSCO หมายความว่า ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของตลาดมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน
สุรางค์ บุญยะพงส์ไชย (2540) / ศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์, กลุ่มบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์, กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และดัชนี ราคาหลักทรัพย์	การศึกษานำข้อมูลช่วงเวลาปี พ.ศ. 2533 - ปีพ.ศ. 2540 โดยมีวิธีการศึกษาคือ การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (สมการถดถอยเชิงซ้อน)	ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์โดยรวม ได้แก่ กำไรสุทธิของบริษัทในกลุ่มธนาคารพาณิชย์, กำไรสุทธิของบริษัทในกลุ่มบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์, ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน, มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์โดยรวม

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

รายชื่อ/ ชื่อเรื่อง	เครื่องมือ / ข้อมูล	ผลการศึกษา
โดยรวม		<p>ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ กลุ่มธนาคารพาณิชย์ ได้แก่ กำไรสุทธิของบริษัทในกลุ่มธนาคารพาณิชย์, ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน, มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ เงินลงทุนนำเข้ามา ต่างประเทศใน ธุรกิจสถาบันการเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินประจำปี</p> <p>ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ กลุ่มบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ ได้แก่ กำไรสุทธิของบริษัทในกลุ่มบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์, เงินลงทุนนำเข้ามาจากต่างประเทศในธุรกิจสถาบันการเงิน, อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร</p> <p>ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ได้แก่ กำไรสุทธิของบริษัทในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์, อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระยะเวลา</p>
กนกกาญจน์ ทวีภริติเจริญ (2541) / ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์	การศึกษาใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือน มกราคม 2536 ถึง เดือนธันวาคม 2539 รวม 48 ตัวอย่าง ปัจจัยที่นำมาศึกษา ได้แก่ ดัชนีการลงทุนของ	II, DJIA และ INF มีความสัมพันธ์ทางบวกกับดัชนีราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์ และ INT, INTERBANK มีความสัมพันธ์ทางลบกับราคาหุ้น

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

รายชื่อ/ชื่อเรื่อง	เครื่องมือ / ข้อมูล	ผลการศึกษา
Bartholdy and Peare (2003) / วิเคราะห์การคาดคะเนถึงผลตอบแทนที่คาดหวังโดยใช้แบบจำลอง CAPM และแบบจำลองของฟาร์มและเฟรนช์	ภาคเอกชน ปริมาณสินเชื่อของสถาบันการเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ อัตราเงินเฟ้อ กำไรสุทธิ อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารและดัชนีดาวโจนส์ การวิเคราะห์ความสัมพันธ์จากรูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อนในการประมาณค่าทางสถิติ	หมวดอสังหาริมทรัพย์
	วิเคราะห์กำไรจากหลักทรัพย์แต่ละตัวตามวิธี CAPM และ วิธีของฟาร์มและเฟรนช์ โดยใช้กรอบเวลาที่ต่างกัน ความถี่ของตัวเลขและตัวชี้วัด โดยใช้ข้อมูลในการศึกษาตั้งแต่ช่วงปี ค.ศ.1970 - 1996 โดยใช้ผลตอบแทนรายวันซึ่งคำนวณได้จากผลตอบแทนที่มีระยะเวลาในการถือครองหลักทรัพย์ระหว่างวัน ผลตอบแทนรายสัปดาห์คำนวณจากวันพุธของสัปดาห์หนึ่งไปยังอีกสัปดาห์หนึ่งเพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบจากวันหยุดและวันจันทร์ โดยราคาสุดท้ายของเดือนถูกใช้ในการคำนวณผลตอบแทนรายเดือน	สิ่งที่พบในข้อมูลภายในระยะเวลา 5 ปี ตามวิธี CAPM คือ จำนวนตัวเลขและน้ำหนักที่เท่ากันของตัวชี้วัด ความขัดแย้งต่อการชี้แนะต่างๆ ไปของน้ำหนักมูลค่าของตัวชี้วัด การจัดเตรียมวิธีวิเคราะห์ที่เหมาะสมที่สุด อย่างไรก็ตาม คำตอบที่ได้คือความแตกต่างของการกินกำไร โดยเฉลี่ย 3% และเมื่อทำการวิเคราะห์การกินผลของหลักทรัพย์แต่ละตัวตามวิธีของฟาร์มและเฟรนช์ ตัวชี้วัดอิสระที่ใช้ให้คำตอบประมาณ 5%

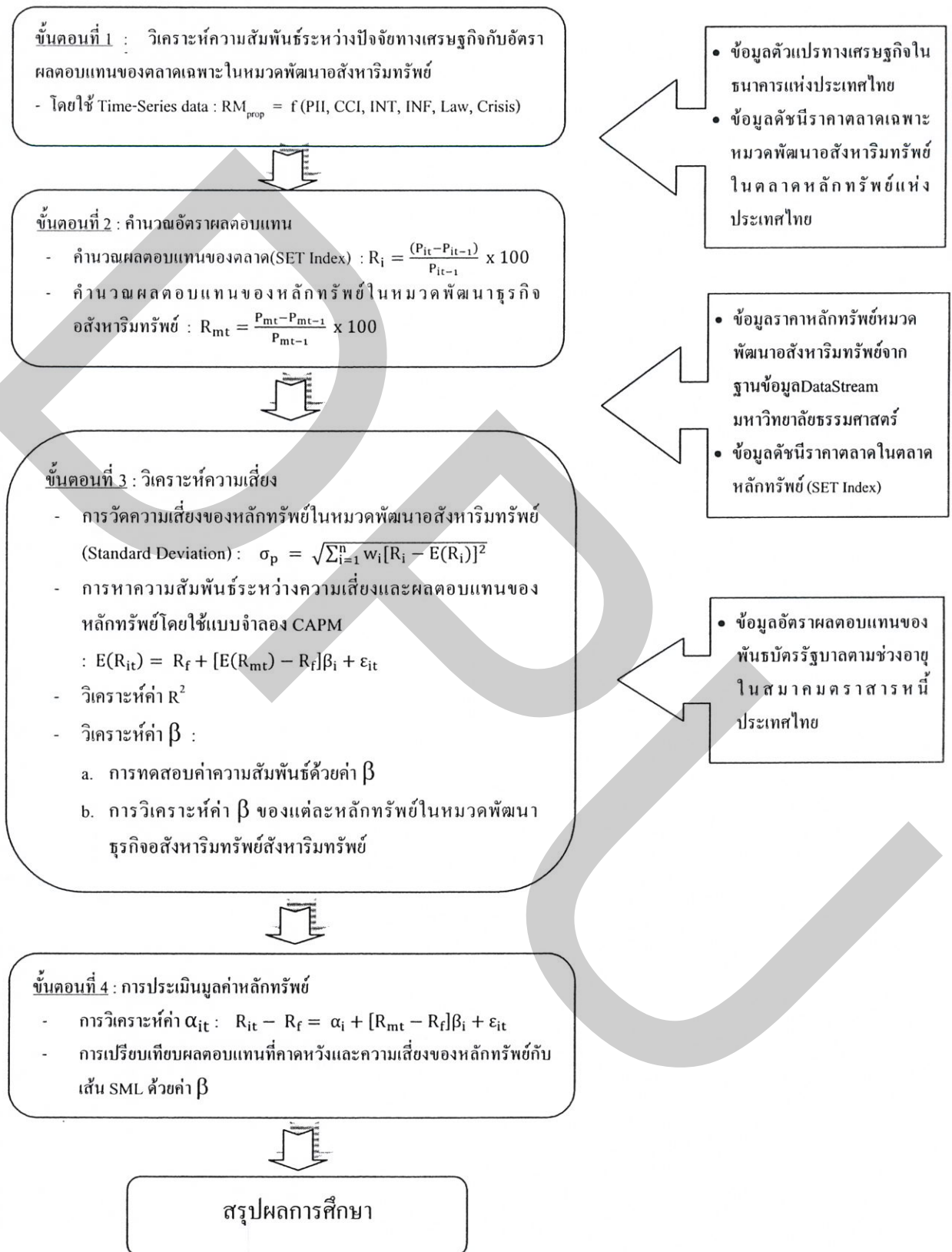
ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

รายชื่อ/ชื่อเรื่อง	เครื่องมือ / ข้อมูล	ผลการศึกษา
สว่างจิต พุ่มฉัตร (2549) / ศึกษาเพื่อวิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	การศึกษาดังแต่ปี พ.ศ. 2542 – 2547 โดยจะแบ่งการศึกษ้ออกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด จำนวน 8 กลุ่ม แบ่งเป็น 27 หมวดอุตสาหกรรม โดยใช้วิธีการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์ถดถอยอย่างง่ายและแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM)	หุ้นที่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบสูงจะมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ดังนั้น จึงอาจสรุปได้ว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบของหุ้นมีผลต่ออัตราผลตอบแทนโดยตรง
ฐานันดร จันทรสีทอง (2550) / ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยงของกองทุนเปิดตราสารทุนในประเทศไทย	การศึกษากลุ่มของกองทุนเปิดตราสารทุนที่มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม (NAV) 500 ล้านบาทขึ้นไป จำนวน 15 กองทุน แบ่งเป็นสองช่วงการศึกษา ช่วงแรกระหว่างเดือนมกราคม พ.ศ. 2542 ถึง เดือน ธันวาคม พ.ศ. 2544 ช่วงสองระหว่างเดือนมกราคม พ.ศ. 2545 ถึง เดือน ธันวาคม พ.ศ. 2548 และใช้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม (NAV) เป็นตัวแทนในการศึกษาโดยใช้สมการเส้นถดถอย (Characteristic Line) และดัชนีการวัดประสิทธิภาพการบริหารหลักทรัพย์ของการลงทุนแบบจำลองดัชนี Sharp และดัชนี Treynor มาใช้ในการวิเคราะห์	กองทุนที่มีความน่าสนใจที่สุดในการศึกษาครั้งนี้ ทั้งในเรื่องของอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง และประสิทธิภาพการบริหารหลักทรัพย์ของกองทุนคือ กองทุนเปิดเบอร์ดีน โกรท และกองทุนเปิดไทยพาณิชย์ เซ็ทอินเด็คซ์ ฟินด์

2.3 ระเบียบวิธีวิจัย

2.3.1 ขั้นตอนการศึกษา

จากการศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การคำนวณผลตอบแทน การศึกษาความเสี่ยง และการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น ขั้นตอนการศึกษาจะแบ่งออกเป็น 4 ขั้นตอน คือ



รูปที่ 2.6 ขั้นตอนการศึกษา

2.3.2 แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลราคาปิดรายเดือนของหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนทั้งสิ้น 58 หลักทรัพย์เริ่มตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ.2547 – มิถุนายน พ.ศ.2553 รวม 78 เดือน นอกจากนี้ได้ใช้ข้อมูลดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) มาใช้คำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาด โดยลักษณะการศึกษา จะแบ่งออกเป็น 2 ระดับ คือ

ระดับมหภาค ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนของตลาดเฉพาะหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ระยะเวลาตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึงเดือน มิถุนายน พ.ศ.2553 โดยใช้ตัวแปรทางเศรษฐกิจมาใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจกับอัตราผลตอบแทนของตลาด

สำหรับตัวแปรทางเศรษฐกิจที่ใช้ศึกษาได้แก่ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII), ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI), อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ภายในประเทศ (INT), อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (INF), มาตรการสนับสนุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์จากภาครัฐ (Law), วิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ (Crisis)

ระดับจุลภาค หลักทรัพย์ที่จะทำการศึกษา จำนวน 58 หลักทรัพย์ โดยใช้ Simple Linear Regression คำนวณค่าสัมพันธระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลตอบแทนตลาดตามแบบจำลอง CAPM และการเปรียบเทียบผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยงของหลักทรัพย์กับเส้น SML และแบ่งระยะเวลาการศึกษาเป็น 3 ช่วง ดังนี้

- 1) ระยะเวลาตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2549 ศึกษาในช่วงที่สภาวะตลาดมีลักษณะความแปรปรวนไม่มากนักหรือระดับปกติ
- 2) ระยะเวลาตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ.2550 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ.2553 ศึกษาในช่วงที่สภาวะตลาดมีลักษณะความแปรปรวนอย่างมาก
- 3) ระยะเวลาตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553 ศึกษาสภาวะตลาดโดยรวมของหลักทรัพย์

โดยหลักทรัพย์ที่จะทำการศึกษาทั้งหมด 58 หลักทรัพย์ ได้แก่

อักษรย่อ	บริษัท	วันที่เข้าซื้อขายหลักทรัพย์
1) UV	บริษัท ยูนิ เวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)	09/12/2531
2) LH	บริษัท แลนด์เอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	17/02/2532
3) MK	บริษัท มั่นคงเคหะการ จำกัด (มหาชน)	26/03/2533
4) LL	บริษัท ลิฟวิ้งแลนด์ แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)	16/08/2533

5)	CNT	บริษัท คริสเตียนีและนิตเส็น (ไทย) จำกัด (มหาชน)	01/03/2534
6)	KMC	บริษัท กฤษดามหานคร จำกัด (มหาชน)	10/05/2534
7)	TFD	บริษัท ไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	15/05/2534
8)	QH	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน)	11/09/2534
9)	BLAND	บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน)	05/02/2535
10)	HEMRAJ	บริษัท เหมราชพัฒนาที่ดิน จำกัด (มหาชน)	10/07/2535
11)	STEC	บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	31/08/2535
12)	AP	บริษัท เอเชียนพรีอเพอรัตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	30/09/2535
13)	KTP	บริษัท เคปเปล ไทย พร็อพเพอรัตี้ จำกัด (มหาชน)	01/02/2536
14)	N-PARK	บริษัท แนเชอรัล พาร์ค จำกัด(มหาชน)	16/02/2536
15)	PF	บริษัท พร็อพเพอรัตี้ เพอร์เฟก จำกัด (มหาชน)	01/06/2536
16)	SAMCO	บริษัท สัมมากร จำกัด (มหาชน)	02/06/2536
17)	SYNTEC	บริษัท ซินเท็ค คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	08/07/2536
18)	RAIMON	บริษัท ไรมอน แลนด์ จำกัด (มหาชน)	10/09/2536
19)	SPALI	บริษัท สุภาลัย จำกัด (มหาชน)	17/11/2536
20)	ESTAR	บริษัท อีสเทอร์น สตาร์ เรียล เอสเตท จำกัด (มหาชน)	15/02/2537
21)	EVER	บริษัท เอเวอร์แลนด์ จำกัด (มหาชน)	23/02/2537
22)	GOLD	บริษัท แผ่นดินทอง พร็อพเพอรัตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	29/03/2537
23)	ITD	บริษัท อิตาลีเลียนไทย ดีเวล็อปเม้นต์ จำกัด (มหาชน)	09/08/2537
24)	KC	บริษัท เค.ซี. พร็อพเพอรัตี้ จำกัด (มหาชน)	05/10/2537
25)	LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	23/12/2537
26)	CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)	01/03/2538
27)	CK	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	03/08/2538
28)	NWR	บริษัท เนาวรัตน์พัฒนาการ จำกัด (มหาชน)	27/09/2538
29)	ROJNA	บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน)	13/12/2538
30)	GLAND	บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน)	08/02/2539
31)	PAE	บริษัท พีเออี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	13/02/2539

32)	PRECHA	บริษัท ปรีชากรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	18/04/2539
33)	MBK	บริษัท เอ็ม บี เค จำกัด (มหาชน)	24/04/2539
34)	EMC	บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน)	15/05/2539
35)	SIRI	บริษัท แสตนลิริ จำกัด (มหาชน)	19/07/2539
36)	NOBLE	บริษัท โนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	12/06/2540
37)	AMATA	บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	14/07/2540
38)	TICON	บริษัท ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น จำกัด (มหาชน)	13/06/2545
39)	LALIN	บริษัท ลลิต พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)	28/11/2545
40)	PLE	บริษัท เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)	12/12/2545
41)	CI	บริษัท ชาญอิสสระ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	16/12/2545
42)	SF	บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	17/12/2545
43)	SC	บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	13/11/2546
44)	NCH	บริษัท เอ็น. ซี. เฮ้าส์ซิ่ง จำกัด (มหาชน)	29/03/2547
45)	A	บริษัท อาริยา พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)	01/04/2547
46)	NNCL	บริษัท นวนคร จำกัด (มหาชน)	18/05/2547
47)	SEAFCO	บริษัท ซีฟโก้ จำกัด (มหาชน)	03/09/2547
48)	METRO	บริษัท เมโทรสตาร์ พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)	26/10/2548
49)	PRIN	บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน)	07/11/2548
50)	PREB	บริษัท พรีเมียม จำกัด (มหาชน)	02/12/2548
51)	PS	บริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน)	06/12/2548
52)	ASCON	บริษัท แอสคอน คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	21/12/2548
53)	BROCK	บริษัท บ้านร็อคคาร์เด็น จำกัด (มหาชน)	28/11/2549
54)	UNIQ	บริษัท ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	30/03/2550
55)	RASA	บริษัท รสา พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	12/04/2550
56)	MJD	บริษัท เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	27/11/2550
57)	TTCL	บริษัท โตโย-ไทย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	16/06/2552
58)	SENA	บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	29/07/2552

2.4 เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

2.4.1 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจกับอัตราผลตอบแทนของตลาดเฉพาะในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

การศึกษาในเรื่องนี้เป็นการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีต่อความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของตลาดเฉพาะในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยใช้ Time-Series data โดย

1) แบบจำลอง

แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจกับอัตราผลตอบแทนของตลาดเฉพาะในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

$$RM_{prop} = f(PII, CCI, INT, INF, Law, Crisis)$$

$$RM_{prop} = b_0 + b_1PII + b_2CCI - b_3INT - b_4INF - b_5Law + b_6Crisis + \epsilon_i \dots\dots\dots (1)$$

โดยที่

RM _{prop}	หมายถึง	อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เฉพาะในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์รายเดือน
PII	หมายถึง	ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนรายเดือน
CCI	หมายถึง	ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภครายเดือน
INT	หมายถึง	อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ภายในประเทศ ณ วันสิ้นเดือนในแต่ละเดือน
INF	หมายถึง	อัตราเงินเฟ้อทั่วไป ณ วันสิ้นเดือนในแต่ละเดือน
Law	หมายถึง	มาตรการสนับสนุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์จากภาครัฐในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553 = 1 ช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือนมีนาคม พ.ศ.2551 ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ไม่ได้รับการสนับสนุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์จากทางภาครัฐ = 0 ช่วงเดือนเมษายน พ.ศ.2551 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ.2553 ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ได้รับการสนับสนุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์จากทางภาครัฐ
Crisis	หมายถึง	วิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2547 ถึง

เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553

= 1 ช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2547 ถึงเดือน พฤษภาคม พ.ศ. 2551 และช่วงเดือน มิถุนายน พ.ศ.2552 ถึงเดือน มิถุนายน พ.ศ.2553 ช่วงปกติหรือภาวะวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มากนัก

= 0 ช่วงเดือนมิถุนายน พ.ศ.2551 ถึงเดือน พฤษภาคม พ.ศ. 2552 ช่วงภาวะวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

b_0 หมายถึง จุดตัดแกนตั้ง

$b_1, b_2, b_3, b_4, b_5, b_6$ หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์ปัจจัยร่วม (Factor Coefficient) ของสมการ

ε_i หมายถึง ค่าความคลาดเคลื่อน (error term)

2) ตัวแปรและสมมุติฐาน

- อัตราผลตอบแทนของตลาดเฉพาะในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Return rate of Property : RM_{prop}) เป็นเครื่องมือเพิ่มเติมสำหรับสะท้อนผลตอบแทนโดยรวมจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

อัตราผลตอบแทนของตลาดเฉพาะในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ รวบรวมจากข้อมูลอัตราผลตอบแทนตลาดรายเดือนเฉพาะหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

- ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (Private Investment Index : PII) เมื่อการลงทุนของภาคเอกชนต่างๆ มีการขยายตัวสูงย่อมจะมีการจ้างงานมากขึ้น ระดับรายได้ของประชากรภายในประเทศจะเพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาจากงานค้นคว้าอิสระของกนกกาญจน์ ทวีอภิรดีเจริญ (2541) พบว่า หากดัชนีการลงทุนภาคเอกชนมีการเปลี่ยนแปลงจะส่งผลให้ประชากรภายในประเทศมีรายได้ และมีความสามารถในการซื้อบ้านหรือที่อยู่อาศัยมากขึ้น ทำให้ยอดขายของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มากขึ้นตามไปด้วย โดยมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% และค่าสัมประสิทธิ์ของดัชนีการลงทุนของภาคเอกชนเท่ากับ 30.84523

ทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาดกับดัชนีการลงทุนภาคเอกชน เป็นไปในทิศทางเดียวกัน

ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนที่ใช้นี้เป็นข้อมูลรายเดือน จากรายงานเศรษฐกิจรายเดือนของธนาคารแห่งประเทศไทย

- ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence Index : CCI) เป็นดัชนีที่ใช้วัดหรือประเมินความรู้สึกของผู้บริโภคเกี่ยวกับสถานะการจ้างงานในปัจจุบันและอนาคต รายได้ที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต ภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันและอนาคต ดังนั้น ดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภคจึงสามารถใช้ประกอบการวางแผน และปรับเปลี่ยนกลยุทธ์ทางการตลาดของหน่วยงานภาครัฐกิจได้

ทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กับดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

ดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ใช้นี้เป็นข้อมูลรายเดือน จากรายงานเศรษฐกิจรายเดือนของสำนักดัชนีเศรษฐกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

- อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ภายในประเทศ (Interest Rate : INT) มีส่วนส่งผลกระทบต่อกำไร(ขาดทุน)ของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เป็นอย่างมาก เนื่องจากการประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จะต้องอาศัยเงินกู้จากธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงิน นอกเหนือจากที่ระดมทุนจากตลาดทุน

อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมจะมีผลกระทบไปถึงอุปสงค์ หรือ ความต้องการซื้อของผู้บริโภคเช่นกัน ผู้บริโภคจะมีเงินออมหรือเงินสดสำหรับเงินดาวน์ประมาณเพียงหนึ่งในสี่ของรายได้เท่านั้น ส่วนที่เหลือเป็นการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงิน ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมจึงมีผลต่อการตัดสินใจในการซื้อของผู้บริโภค ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาจากงานค้นคว้าอิสระของ กนกกาญจน์ ทวีอภิรดีเจริญ (2541) พบว่า ในแง่ของผู้ประกอบการของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ จะมีผลต่อดัชนีของกิจการ ซึ่งถ้าต้นทุนสูงจะกระทบต่อกำไรที่ได้รับน้อยลง ในแง่ของผู้บริโภค จะกระทบถึงอุปสงค์หรือความต้องการในการซื้อ เมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงมีผลทำให้จะต้องผ่อนชำระมากขึ้น โดยมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% และค่าสัมประสิทธิ์ของดัชนีการลงทุนของภาคเอกชนเท่ากับ เท่ากับ 234.4789

ทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ภายในประเทศเป็นไปในทิศทางตรงข้ามกัน

อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ภายในเก็บรวบรวมจากรายงานเศรษฐกิจรายเดือนของธนาคารแห่งประเทศไทย

- อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Inflation Rate : INF) จะมีผลกระทบต่อมูลค่าของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ กล่าวคือถ้าอัตราดอกเบี้ยเงินเฟ้อสูงขึ้นจะมีผลต่อผลตอบแทนที่จะ

ได้รับมีค่าลดลงด้วย เนื่องจากราคาสูงขึ้นส่งผลให้ต้องใช้จำนวนเงินมากขึ้นในการซื้อสินค้าจำนวน หรือ ปริมาณเท่าเดิม ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาจากวิทยานิพนธ์ของ ณรงค์ จารขจรกุล (2541) พบว่า เมื่อเกิดภาวะเงินเฟ้อจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้นทำให้ต้นทุนในการลงทุนหลักทรัพย์ สูงขึ้น และเงินเฟ้อยังส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงลดลงด้วย โดยมีนัยสำคัญ ณ ระดับความ เชื่อมั่น 93% และค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราเงินเฟ้อทั่วไป เท่ากับ 2.830

ทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กับอัตราเงินเฟ้อ ทั่วไปเป็นไปในทิศทางตรงข้ามกัน

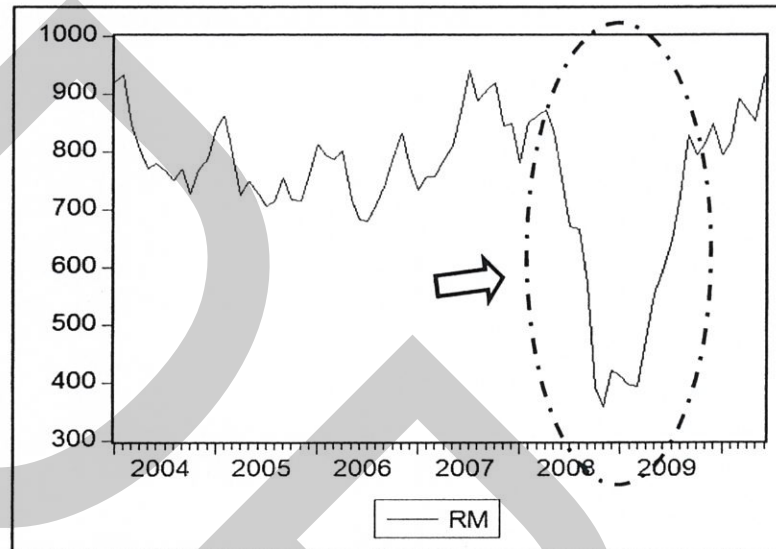
อัตราเงินเฟ้อทั่วไปรวบรวมจากรายงานเศรษฐกิจรายเดือนของสำนักดัชนีเศรษฐกิจ การค้า กระทรวงพาณิชย์

- มาตรการสนับสนุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์จากภาครัฐ (Law) เพื่อเป็น กระตุ้นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ประสบภาวะชะงักงันจากภาวะวิกฤติเศรษฐกิจ มาตรการเหล่านี้มี ส่วนในการเพิ่มกำลังซื้อให้แก่ผู้ต้องการซื้ออสังหาริมทรัพย์ เป็นการสร้างแรงจูงใจให้เกิดการ ตัดสินใจซื้อ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาจากวิทยานิพนธ์ของ จูติวัลย์ บัวงาม (2547) พบว่า มาตรการแก้ไขปัญหาวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ของรัฐบาล ตั้งแต่ปี 2540 ส่งผลให้ตลาดที่อยู่อาศัยฟื้น ตัวอย่างต่อเนื่อง จากภาวะเศรษฐกิจของประเทศที่มีการขยายตัวสูงขึ้น ผลของมาตรการ เช่นในการ ลดค่าธรรมเนียมการโอนและค่าจดทะเบียนจำนองที่อยู่อาศัยเหลือร้อยละ 0.01 และ การลดหย่อน ทางภาษีเป็นประโยชน์โดยตรงในการลดต้นทุนการซื้ออสังหาริมทรัพย์

ทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กับมาตรการ สนับสนุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์จากภาครัฐเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

- วิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ (Crisis) สาเหตุของวิกฤต "แฮมเบอร์เกอร์" เกิดจาก สหรัฐอเมริกามีทุนไหลเข้าไปในประเทศมากเกินไปจนล้นออกไปในภาคอสังหาริมทรัพย์ทำให้เกิด ฟองสบู่เก็งกำไรกันขึ้น ส่งผลกระทบก่อให้เกิดความเสียหายในธุรกิจของ Lehman Brothers ใน ประเทศไทย เนื่องจากบริษัทนี้มีการลงทุนด้านอสังหาริมทรัพย์ อาคารพาณิชย์ และการปล่อย สินเชื่อ อยู่ในประเทศไทยเป็นมูลค่าประมาณ 5 หมื่นล้านบาท เมื่อประกาศล้มละลาย Lehman Brothers คงต้องขายทรัพย์สินที่มีอยู่ในประเทศไทยทั้งหมดเพื่อไปชำระหนี้ ซึ่งอาจมีผลกระทบกับ ราคาอสังหาริมทรัพย์ภายในประเทศ และบริษัทที่ได้รับสินเชื่อจาก Lehman Brothers ก็ต้องเร่งหา เงินมาจ่ายหนี้คืน ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องทางการเงินภายในประเทศ ที่มีแนวโน้มดิ่ง ตัวอยู่แล้วให้เพิ่มมากขึ้นอีก รวมถึงก่อให้เกิดความผันผวนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วง 3-4 วันแรกหลังจากวิกฤตการณ์ปะทุขึ้น ตลาดหลักทรัพย์ต้องเผชิญกับแรงเทขายจากนัก ลงทุนต่างชาติมากเป็นอันดับ 3 ของภูมิภาคเอเชีย รองลงมาจากไต้หวัน และเกาหลีใต้ ดัชนีตลาด

หลักทรัพย์ไทยปรับลดลงไปวันละประมาณร้อยละ 4-5 ย่อมมีผลทำให้ตลาดหลักทรัพย์ขาดสภาพคล่องในระยะยาว



รูปที่ 2.7 ราคาปิดของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ช่วงพ.ศ.2547 ถึง เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553

ทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กับวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ เป็นไปในทิศทางตรงข้ามกัน

2.4.2 การวิเคราะห์ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

1) การคำนวณผลตอบแทนของตลาดและหลักทรัพย์

- ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

คำนวณจากข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์รายเดือนในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ช่วงเวลาเดือนมกราคม พ.ศ.2547 - มิถุนายน พ.ศ.2553 ดังนี้

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1}) + D_{it}}{P_{it-1}} \times 100$$

โดยที่

R_{it} คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ตัวที่ i ณ เวลา t (เดือนมกราคม พ.ศ.2547 – เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553)

D_i คือ เงินปันผลรับของหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ตัวที่ i ณ เวลา t (เดือนมกราคม พ.ศ.2547 – เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553)

P_{it} คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ตัวที่ i ณ เวลา t (เดือนมกราคม พ.ศ.2547 – เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553)

P_{it-1} คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ตัวที่ i ณ เวลา $t-1$ (เดือนก่อนหน้าที่ทำการศึกษา)

i คือ 1,2,3,....., $n = 58$ หลักทรัพย์

t คือ 1,2,3,....., $k = 78$ เดือน

แต่การศึกษานี้ไม่ได้นำเงินปันผลเข้ามาพิจารณา เนื่องจากถือว่าราคาหลักทรัพย์สะท้อนและเป็นราคาที่ได้นำถึงการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลเข้าไปแล้ว ดังนั้นสามารถเขียนสมการหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่ได้ดังนี้

$$R_i = \frac{(P_{it}-P_{it-1})}{P_{it-1}} \times 100 \dots \dots \dots (2)$$

- ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (R_{mt})

คำนวณจากราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ดังนี้

$$R_{mt} = \frac{P_{mt}-P_{mt-1}}{P_{mt-1}} \times 100 \dots \dots \dots (3)$$

โดยที่

R_{mt} คือ ผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2547 – เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553

P_{mt} คือ ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) ในเดือน t

P_{mt-1} คือ ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) ในเดือน $t-1$

t คือ 1,2,3,....., $k = 78$ เดือน

- ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (R_p)

ใช้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี มาเป็นตัวแทนของผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงในการศึกษานี้ เท่ากับ 1.990153% ต่อปี ซึ่งสามารถคำนวณเป็นอัตราผลตอบแทนรายเดือนได้โดยการนำจำนวนเดือนใน 1 ปี ซึ่งเท่ากับ 12 ปีหารผลตอบแทนรายปีคำนวณได้เท่ากับ 0.1658461% ต่อเดือน

2) การวัดความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Standard Deviation)

ความเสี่ยงจากการลงทุน คือ โอกาสที่นักลงทุนจะไม่ได้รับผลตอบแทนที่คาดหวังไว้ ดังนั้นการเข้าใจถึงการวัดความเสี่ยงจึงเป็นสิ่งสำคัญในการพิจารณาเลือกลงทุน โดยทั่วไปการวัดความเสี่ยงที่เป็นที่รู้จัก คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) และความแปรปรวน (Variance)

ค่าความแปรปรวน (Variance: σ^2) หมายถึง ค่าการกระจายซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยของผลต่างกำลังสองระหว่างข้อมูลแต่ละค่ากับ Mean สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n w_i [R_i - E(R_i)]^2$$

โดยที่

σ_p^2 คือ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) หมายถึง ค่าการกระจาย ซึ่งเป็นค่าที่เกิดจากรากบวกที่สองของค่าความแปรปรวน

$$\text{Standard deviation, } \sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2}$$

หรืออีกวิธีหนึ่งสามารถเขียนได้ดังนี้

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n w_i [R_i - E(R_i)]^2} \dots\dots\dots (4)$$

(จรัตน์ , 2540 : 180)

ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ได้ จะบอกถึงความเสี่ยงที่อัตราผลตอบแทนจะเบี่ยงเบนไปจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ถ้าค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่ามากก็จะแสดงว่ามีความเสี่ยงที่ผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะแตกต่างจากผลตอบแทนที่คาดหวังมาก นั่นหมายถึง หลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงสูงนั่นเอง

3) การหาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยใช้แบบจำลอง CAPM

จากแบบจำลอง CAPM หรือ สมการเส้น SML เป็นเส้นที่แสดงถึงระดับผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ ณ ระดับความเสี่ยงต่างๆ ที่นักลงทุนยอมรับได้ ซึ่ง SML จะอธิบายถึงความสัมพันธ์ของผลตอบแทนที่คาดหวังกับความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ (ในรูปค่าสัมประสิทธิ์เบต้า : β) มีประสิทธิภาพหรือไม่ สามารถเขียนได้ตามสมการ ดังนี้

$$E(R_{it}) = R_f + [E(R_{mt}) - R_f]\beta_i + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (5)$$

(จรัตน์ , 2540 : 249)

โดยที่

$E(R_{it})$ คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ตัวที่ i ณ เวลา t (มกราคม พ.ศ.2547 – มิถุนายน พ.ศ.2553)

$E(R_{mt})$ คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2547 – มิถุนายน พ.ศ.2553

R_f คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

β_i คือ ค่าความชันหรือค่าสัมประสิทธิ์ ของเส้นสมการถดถอยหรือเส้นแสดง ลักษณะของหลักทรัพย์ i ซึ่งอยู่ในรูปของค่า (Beta Coefficient : β) โดย เป็นค่าวัดความอ่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ที่จะ ปรับตัวต่อการเปลี่ยนแปลงของดัชนีอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยส่วนรวมในตลาด ทั้งนี้ค่าเบต้าจะเป็นตัววัดความเสี่ยงที่เป็นระบบ ของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ϵ_{it} คือ ค่าความแปรปรวนระหว่างข้อมูล กับค่าเฉลี่ยซึ่งอยู่บนเส้นถดถอยของ หลักทรัพย์ i (Residual Variance) หรือค่าความผิดพลาดที่เกิดขึ้น (Error) ซึ่งจะใช้เป็นตัววัดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบของหลักทรัพย์

i = 1,2,3,....., $n = 58$ หลักทรัพย์

t = 1,2,3,....., $k = 78$ เดือน

ถ้าพิจารณาจากแบบจำลอง CAPM จะเห็นได้ว่ามี market risk premium ปรากฏอยู่ นั่น คือส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ ปราศจากความเสี่ยง $R_{mt} - R_f$ ถ้านำสมการ (5) ข้างต้นมาใช้ในลักษณะการพิจารณาค่า risk free rate โดยจัดสมการให้อยู่ในรูป risk premium form ซึ่งทำโดยนำเอา risk free rate ลบออกทั้งสอง ข้างของสมการ ผลการทดสอบที่ได้ จะใช้ประกอบการพิจารณาว่า CAPM มีความน่าเชื่อถือสำหรับการ นำมาใช้ในการวิเคราะห์หรือไม่

$$R_{it} - R_f = R_f - R_f + [R_{mt} - R_f]\beta_i + \epsilon_{it}$$

พิจารณาจากสมการ (6) จะเห็นได้ว่าจุดตัด (intercept) ควรจะมีค่าเท่ากับศูนย์ ซึ่งในที่นี้จะ แทนค่าดังกล่าว $(R_f - R_f)$ ด้วยตัวแปร α_i ค่าสัมประสิทธิ์ α_i ควรจะมีค่าไม่แตกต่างจาก 0 อย่าง มีนัยสำคัญ

$$R_{it} - R_f = \alpha_i + [R_{mt} - R_f]\beta_i + \epsilon_{it} \dots\dots\dots (6)$$

(ชัยโย, 2540 : 26)

4) การวิเคราะห์ค่า Beta β

จากสมการที่ (5) เนื่องจากความเสี่ยงของแต่ละหลักทรัพย์มีทั้ง systematic risk และ unsystematic risk แต่ค่า β ในที่นี้จะเป็นตัวที่แสดงถึงเฉพาะ systematic risk หรือความเสี่ยงที่มีผล ต่อระบบเท่านั้น ดังนั้นสมการข้างต้นจึงเป็นการบอกว่ามีความเสี่ยงที่เป็นระบบเพียงอย่างเดียวที่มี ความสำคัญในการอธิบายถึงอัตราผลตอบแทนที่แปรเปลี่ยนไปตามความเสี่ยงที่เป็นระบบจาก ความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละชนิดและอัตรา

ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ เรียกว่า เส้น Characteristic Line ซึ่งค่าความชันของเส้น Characteristic Line ก็คือค่า β นั่นเอง

ก. การทดสอบค่า Beta β

แสดงถึงทิศทาง การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์ว่าเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ($\beta \neq 0$) หรือเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ($\beta = 0$) กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (Set Index)

โดยการทดสอบใช้สถิติทดสอบ t-test โดยตั้งสมมติฐาน คือ

$H_0 (\beta = 0)$: ผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของตลาดไม่มีความสัมพันธ์กัน

$H_1 (\beta \neq 0)$: ผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์กัน

ข. การวิเคราะห์ค่า β ของแต่ละหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

นอกจากนี้ ค่า β จะแสดงถึง การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์เมื่อผลตอบแทนของตลาดเปลี่ยนไป 1 หน่วย โดยแบ่งพิจารณาเบต้าได้ 3 กรณี คือ

ถ้า $\beta > 1$ แสดงว่าการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนตลาด หรือเรียกว่า Aggressive Stock

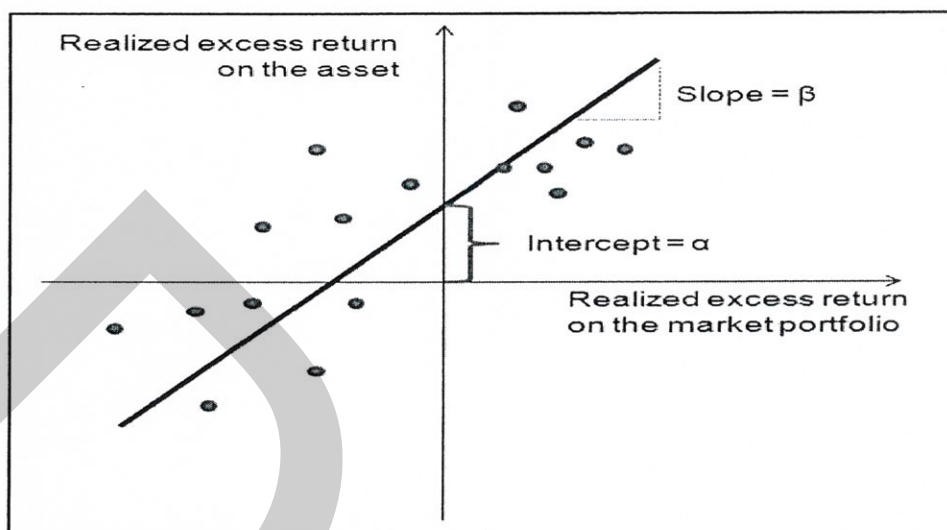
ถ้า $\beta = 1$ แสดงว่าการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงเท่ากับการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนตลาด

ถ้า $\beta < 1$ แสดงว่าการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนตลาด หรือเรียกว่า Defensive Stock

เครื่องหมายบวก ลบของ β จะบอกทิศทางของการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์คือ

ถ้าค่า β มีเครื่องหมายเป็นบวก ผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของตลาด

ถ้าค่า β มีเครื่องหมายเป็นลบ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของตลาด



รูปที่ 2.8 Characteristic line (CL)

ที่มา: http://en.wikipedia.org/wiki/Security_characteristic_line

2.4.3 การประเมินผลตอบแทนหลักทรัพย์ตามแบบจำลอง CAPM

1) การวิเคราะห์ค่า α_i

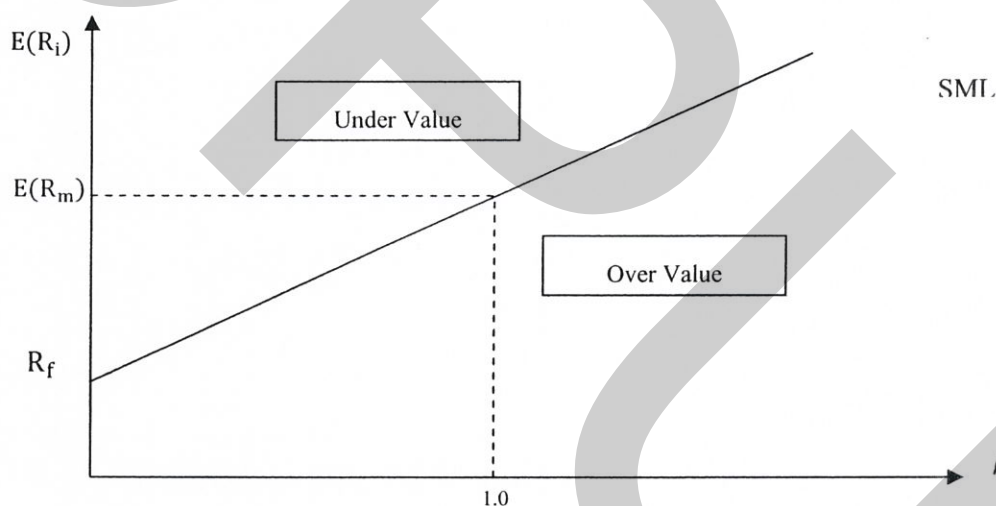
จากการนำเอาค่า α_i จากสมการที่ (6) สามารถประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ได้โดยพิจารณาจากค่า α_i จากการสมการถดถอยอย่างง่าย (Simple Linear Regression) ดังนี้

ถ้า $\alpha_i = 0$ แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นให้ผลตอบแทน ณ ระดับคุณภาพ คือ อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับเท่ากับผลตอบแทนตลาด (อยู่บนเส้น SML)

ถ้า $\alpha_i > 0$ แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นให้ผลตอบแทนสูงกว่าระดับคุณภาพ คือ อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับสูงกว่าผลตอบแทนตลาด (อยู่เหนือเส้น SML) แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ในขณะนั้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Undervalued) นักลงทุนควรตัดสินใจลงทุนโดยการซื้อหลักทรัพย์นั้น

ถ้า $\alpha_i < 0$ แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นให้ผลตอบแทนต่ำกว่าระดับคุณภาพ คือ อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับต่ำกว่าผลตอบแทนตลาด (อยู่ใต้เส้น SML) แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ในขณะนั้นสูงกว่าราคาที่เหมาะสม (Overvalued) นักลงทุนควรตัดสินใจลงทุนโดยการขายหลักทรัพย์นั้น

2) การเปรียบเทียบผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยงของหลักทรัพย์กับเส้น SML จากการนำเอาค่า β จากสมการที่ (5) มาคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของแต่ละหลักทรัพย์ $E(R_i)$ และนำมาพิจารณาพร้อมกับเส้น SML เพื่อพิจารณาว่าหลักทรัพย์แต่ละตัวอยู่เหนือเส้น SML หรือ อยู่ใต้เส้น SML หรืออาจอยู่บนเส้น SML ได้หาค่า $\beta = 1$ โดยหลักทรัพย์ที่อยู่เหนือเส้น SML จะเป็นหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนมากกว่าตลาดในระดับความเสี่ยงเดียวกันกับตลาด นั่นคือ ราคาหลักทรัพย์นั้นมีค่าต่ำกว่าระดับที่เหมาะสม (Under Value) ในอนาคตราคาหลักทรัพย์นี้จะมีแนวโน้มสูงขึ้นเพื่อให้ผลตอบแทนลดลงเข้าสู่ระดับเดียวกันกับตลาด ในทางกลับกัน หากหลักทรัพย์ใดอยู่ใต้เส้น SML จะเป็นหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนน้อยกว่าตลาด ณ ระดับความเสี่ยงเดียวกันกับตลาด นั่นคือ ราคาหลักทรัพย์นั้นมีค่ามากกว่าที่ควรจะเป็น (Over Value) ซึ่งในอนาคตราคาหลักทรัพย์นั้นจะลดลง ผลตอบแทนก็จะเพิ่มขึ้นเข้าสู่ระดับเดียวกันกับตลาด แสดงได้ดังภาพที่ 2.9



รูปที่ 2.9 Security Market Line (SML)

ที่มา: Donald E.Fischer, Ronald J.Jordan (1995) Security Analysis and Portfolio Managment : 642, New Jersey

บทที่ 3

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย

ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 139 ระบุว่า “อสังหาริมทรัพย์ หมายความว่า ที่ดินและทรัพย์สินอันติดอยู่กับที่ดิน มีลักษณะเป็นการถาวรหรือประกอบเป็นอันเดียวกับที่ดินนั้น และหมายความรวมถึงทรัพย์สินอื่นเกี่ยวกับที่ดินหรือทรัพย์สินอันติดอยู่กับที่ดินหรือประกอบเป็นอันเดียวกับที่ดินนั้นด้วย”

เมื่อพิจารณาตามตัวบทกฎหมายแล้วอสังหาริมทรัพย์จะมีความหมายถึง

1. ที่ดิน คือ เนื้อที่หรือพื้นที่เป็นแปลง เป็นไร้ ถ้าเป็นกรณีที่ไม่ใช่เนื้อที่หรือพื้นที่ที่จะไม่ใช่ที่ดิน เช่น ขุดดินจากที่ดินไปเพื่อจะนำไปขาย ดินที่ถูกขุดขึ้นมา ก็จะไม่ใช่ที่ดิน ไม่ใช่ อสังหาริมทรัพย์อีกต่อไป ความหมายตามมาตรา 139 นี้ ที่ดินจะหมายความเฉพาะพื้นดินที่เราเหยียบย่ำและอาศัยอยู่เท่านั้น (แต่ถ้าเป็นที่ดินตามความหมายในประมวลกฎหมายที่ดินจะหมายความรวมถึง ห้วย หนอง คลอง บึง ลำน้ำ และทะเลสาบด้วย ซึ่งจะกว้างกว่าความหมายตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์) ที่ดินโดยสภาพแล้วไม่สามารถเคลื่อนย้ายได้ดังนั้นในทางอาญา การลักทรัพย์ที่เป็นที่ดินจึงไม่อาจทำได้ แต่กรรมสิทธิ์หรือสิทธิครอบครองสามารถในที่ดินเข้าแข่งได้ จึงไปเข้าความผิดฐานบุกรุกแทน

2. ทรัพย์สินอันติดอยู่กับที่ดินที่มีลักษณะเป็นการถาวร ทรัพย์สินอันติดอยู่กับที่ดินนั้นมีทั้งที่เกิดขึ้นเองตามธรรมชาติ และที่มนุษย์นำมาคิดไว้ ซึ่งจะต้องเป็นการติดอยู่กับที่ดินที่มีลักษณะเป็นการถาวร คือ ไม่หลุดหรือแยกออกจากที่ดินได้โดยง่าย เช่น ต้นไม้(ไม่รวมถึงต้นไม้ในกระถาง ต้นไม้จะต้องมีรากชอนไชลงในพื้นดิน) อาคารบ้านเรือน ฯลฯ ในส่วนของต้นไม้ นั้น มีกฎหมายกำหนดไว้ว่าต้นไม้ที่จะเป็นอสังหาริมทรัพย์นั้นต้องเป็น ไม้ยืนต้น(ตามกฎหมายคือต้นไม้ที่มีอายุเกิน 3 ปี) ถ้าเป็นไม้ล้มลุกจะไม่ถือเป็นอสังหาริมทรัพย์ เช่น พืชผักต่างๆที่ใช้ในการบริโภค

3. ทรัพย์สินซึ่งประกอบเป็นอันเดียวกับที่ดิน คือทรัพย์สินที่ประกอบเป็นส่วนหนึ่งส่วนใดของที่ดินตามธรรมชาติ เช่น ดิน กรวด ทราย ก้อนหิน ภูเขาหิน ทางน้ำไหล แร่โลหะต่างๆตามธรรมชาติ สิ่งเหล่านี้เป็นสิ่งที่เกิดขึ้นเองโดยธรรมชาติและประกอบรวมกันเกิดเป็นที่ดินขึ้นมา ไม่ใช่สิ่งที่มนุษย์สร้างหรือนำมาคิดไว้ แต่ก็ยังมีบางกรณีเช่นกันที่เกิดขึ้นจากมนุษย์ เช่น ซื่อดินซื่อหินมาถมที่ ดินหินที่ถมลงไปก็จะกลายเป็นส่วนประกอบของที่ดินนั้นไป สังเกตว่าทรัพย์สินซึ่งประกอบเป็นอันเดียวกับที่ดินนั้น ถ้านำหรือเคลื่อนย้ายออกจากที่ดินก็จะไม่ใช่อสังหาริมทรัพย์อีกต่อไป

4. ทรัพย์สินต่างๆอันเกี่ยวกับที่ดิน ทรัพย์สินอันติดอยู่กับที่ดิน หรือทรัพย์สินที่ประกอบเป็นอันเดียวกับที่ดินนั้น ทรัพย์สินเป็นสิทธิอย่างหนึ่ง ไม่มีรูปร่างและแต่ละต้องสัมผัสไม่ได้ แต่มีราคายึดถือเป็นเจ้าของได้และต้องมีผู้ทรงสิทธิ เช่น กรรมสิทธิ์ในที่ดิน(ความเป็นเจ้าของที่ดิน) สิทธิครอบครอง(สิทธิในการครอบครองใช้ประโยชน์) สิทธิเหนือพื้นดิน สิทธิอาศัย ฯลฯ เหล่านี้คือทรัพย์สินอันเกี่ยวกับที่ดิน ส่วนทรัพย์สินอันเกี่ยวกับทรัพย์สินอันติดอยู่กับที่ดินก็คือสิทธิอาศัย(สิทธิที่จะได้อาศัยอยู่ในสิ่งปลูกสร้างบนที่ดิน)

3.1 พัฒนาการในการดำเนินธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย

หากนำทฤษฎีพัฒนาการของแนวคิดทางการตลาดมาใช้อธิบายพัฒนาการของการตลาดอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย น่าจะแบ่งแนวคิดหลักในการดำเนินธุรกิจจากอดีตจนถึงปัจจุบันได้เป็น 4 ยุค ประกอบด้วย

ยุคที่ 1 ยุคแนวคิดการผลิตนำ (Production Concept)

ในยุคก่อนที่อสังหาริมทรัพย์จะถูกพัฒนาเป็นธุรกิจอย่างจริงจังเมื่อกว่า 40 ปีที่ผ่านมาในอดีตบุคคลที่คิดจะมีที่อยู่อาศัยเป็นของตนเอง จะจ้างผู้รับเหมามาปลูกสร้างบ้านในที่ดินของตนเอง โดยก่อนจะมีธุรกิจหมู่บ้านจัดสรรนั้น ธุรกิจที่ดินจัดสรรและรับเหมาก่อสร้างเป็นธุรกิจที่มีบทบาทสำคัญในตลาดอสังหาริมทรัพย์อย่างมาก

ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ทำการพัฒนาสิ่งปลูกสร้างพร้อมที่ดินจำหน่ายให้กับลูกค้าในยุคแรกๆ นั้น การเคหะแห่งชาติน่าจะเป็นองค์กรในยุคแรกๆ ที่ทำการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในลักษณะที่เป็นหมู่บ้านจัดสรรและอาคารสูง โดยลูกค้ายุคแรกๆ ที่ซื้อหมู่บ้านจัดสรรจะเป็นกลุ่มผู้ที่มีระดับรายได้ปานกลางถึงปานกลางค่อนข้างต่ำ โดยกลุ่มผู้ที่มีระดับรายได้สูงจะนิยมซื้อที่ดินและจ้างผู้รับเหมามาปลูกบ้านให้

การพัฒนาหมู่บ้านจัดสรรทั้งของการเคหะแห่งชาติและบริษัทเอกชนในยุคเริ่มต้นจึงเป็นไปตามแนวคิดของการทำธุรกิจที่เน้นการผลิต สร้างที่อยู่อาศัยในรูปแบบเดียวกันจำนวนมาก เพื่อให้ต้นทุนการก่อสร้างต่ำ จึงสามารถขายได้ในราคาที่ต่ำกว่าบ้านที่จ้างผู้รับเหมาก่อสร้าง โดยอาศัยความประหยัดจากขนาดการผลิต (Economy of Scale) ทำให้มีจุดขายในด้านราคาเป็นหลัก โครงการส่วนใหญ่จะตั้งอยู่รอบๆ นอกเมือง ซึ่งมีราคาที่ดินต่ำ ผู้ประกอบการจึงสามารถจำหน่ายอสังหาริมทรัพย์ได้ในราคาต่ำ

ยุคที่ 2 ยุคแนวคิดผลิตภัณฑ์นำ (Product Concept)

เมื่อธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เริ่มพัฒนาไปมากขึ้นตามเศรษฐกิจของประเทศที่มีการขยายตัว ก็เริ่มมีบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์บางรายหันมาพัฒนาโครงการบ้านจัดสรรสำหรับผู้มี

ระดับรายได้ปานกลางค่อนข้างสูง โดยให้ความสำคัญกับการออกแบบบ้านให้มีรูปลักษณ์ที่ดึงดูดใจ มีการพัฒนาพื้นที่ส่วนกลางของหมู่บ้าน เช่น สโมสร สระว่ายน้ำ สวนหย่อม เพื่อให้ชุมชนในหมู่บ้านจัดสรรน่าอยู่ขึ้น มีแบบบ้านให้เลือกมากขึ้น มีขนาดแปลงที่ดินที่หลากหลายเพื่อรองรับความต้องการที่แตกต่างกันของลูกค้า เริ่มมีการออกแบบชุมชนประตูทางเข้าออกของหมู่บ้านที่เป็นเอกลักษณ์สวยงาม โดยในยุคนี้มีบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์หลายแห่งที่ลงทุนโฆษณาเพื่อสร้างตราชื่อให้เป็นที่รู้จักในกลุ่มผู้บริโภคและทำการพัฒนาโครงการต่อเนื่องในหลากหลายทำเล โดยใช้ชื่อของบริษัทมาเป็นส่วนหนึ่งในการทำโฆษณาหรือเป็นชื่อหมู่บ้าน เช่น หมู่บ้านสัมมากร หมู่บ้านเสนานิเวศน์ และบริษัทแลนด์แอนด์เฮาส์ เป็นต้น ยุคนี้ถือว่าเป็นยุคเริ่มต้นของการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์สมัยใหม่ในปัจจุบัน โครงการอสังหาริมทรัพย์แนวราบส่วนใหญ่ยังคงรูปแบบผลิตภัณฑ์ในลักษณะนี้อยู่

ยุคที่ 3 ยุคแนวคิดการขายนำ (Selling Concept)

ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยเติบโตเป็นอย่างมากในช่วงปี 2530-2540 มีบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เกิดใหม่เป็นจำนวนมาก มีการพัฒนาโครงการที่มีความหลากหลาย โดยเฉพาะอย่างยิ่งตลาดคอนโดมิเนียม มีการขยายตัวอย่างมากในช่วงเวลานี้ ตลาดอสังหาริมทรัพย์ในช่วงนี้มีทั้งนักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มืออาชีพและมีมือสมัครเล่นจำนวนมาก ตลาดอยู่ในภาวะเก็งกำไรสูง ผู้ประกอบการจึงเน้นการขาย โดยทำการพัฒนาพนักงานขายและเทคนิคการขายในการจูงใจให้ลูกค้าหันมาเลือกซื้อผลิตภัณฑ์ของทางบริษัท

เนื่องจากมีโครงการอสังหาริมทรัพย์เกิดขึ้นใหม่เป็นจำนวนมาก ทำให้นักขายอสังหาริมทรัพย์ที่มีความชำนาญขาดแคลน ในช่วงนี้จึงมีบริษัทที่ตั้งขึ้นมารับบริหารงานขายให้กับเจ้าของโครงการที่ขาดแคลนมืออาชีพในการทำการขาย เช่น บริษัท บัวทองพรอพเพอร์ตี้ จำกัด บริษัท ก้อยมาร์เก็ตติ้ง จำกัด รวมทั้งบริษัทต่างชาติที่เข้ามาทำธุรกิจรับขายและบริหารงานขาย เช่น CBRE Richard Ellis หรือ Knight Flank ก็ทำการขยายธุรกิจในด้านบริหารงานขายเป็นอย่างมากในประเทศไทยช่วงนั้น

จึงอาจกล่าวได้ว่า ยุคการขายเฟื่องฟูในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของไทยน่าจะเกิดขึ้นในช่วงปี 2530-2540 ก่อนที่จะเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในประเทศไทย จนมีผลให้ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ตกต่ำอย่างมากในช่วงปลายปี 2540

ยุคที่ 4 ยุคแนวคิดการตลาด (Marketing Concept)

หลังจากเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในประเทศไทยในปี 2540 มีผลทำให้ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ประสบปัญหาหนี้สินกับสถาบันการเงินจำนวนมาก มีผู้ประกอบการที่ต้องเลิกกิจการหลายร้อยราย แต่ในวิกฤติก็สร้างโอกาสให้ผู้ประกอบการมืออาชีพหลายรายที่สามารถฝ่า

วิกฤติ ก้าวขึ้นมาเป็นผู้ประกอบการที่แข็งแกร่งขึ้น ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ในช่วงหลังปี 2540 ทั้งรายเก่าที่สามารถดำเนินธุรกิจต่อได้และรายใหม่ๆ ที่เกิดขึ้นเป็นผู้ประกอบการรายกลางถึงใหญ่ที่มีความเป็นมืออาชีพสูงขึ้น ทำธุรกิจอย่างต่อเนื่อง โดยให้ความสนใจกับศาสตร์ทางการตลาด โดยมีการกำหนดกลยุทธ์ทางการตลาดของบริษัทอย่างชัดเจน (ไม่ใช่แค่จัดสรรงบประมาณมาทำการตลาดและการขายสำหรับโครงการที่เปิดขายอย่างที่ทำกันในอดีต) มีบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์หลายรายที่ทำการวิจัยเพื่อเข้าใจพฤติกรรมและความต้องการของลูกค้าในส่วนแบ่งทางการตลาด (Segment) ที่ตนสนใจอย่างต่อเนื่อง นำข้อมูลปัญหาและความต้องการของลูกค้ามาพัฒนาและออกแบบผลิตภัณฑ์อย่างจริงจัง โดยตั้งต้นจากการกำหนดลูกค้าเป้าหมายที่ชัดเจน เข้าใจความสามารถในการผ่อนชำระของลูกค้า แล้วนำมาเป็นจุดเริ่มต้นว่าจะพัฒนาโครงการรูปแบบใด ขนาดเท่าไร ราคาต่อหน่วยเท่าไร

ซึ่งในอดีตที่ผ่านมา มีผู้ประกอบการเพียงไม่กี่รายที่ให้ความสำคัญกับการทำการวิจัยทางการตลาดนำเอาความต้องการของลูกค้ามาใช้ในการออกแบบผลิตภัณฑ์ แต่ในช่วงปี 2542 เป็นต้นมาจนถึงปัจจุบัน การวิจัยเพื่อทำความเข้าใจความต้องการของลูกค้า การกำหนดลูกค้าเป้าหมายของโครงการที่ชัดเจน การสร้างการกำหนดส่วนแบ่งทางการตลาด (Segment) พร้อมๆ กับการพัฒนาสินค้าที่แตกต่างกันทั้งในด้านทำเล รูปแบบ ตรีษฐ์ หรือ ภายใต้การบริหารจัดการของบริษัทเดียวเกิดขึ้นอย่างกว้างขวาง จนถึงได้ว่าปัจจุบันเป็นจุดที่ผู้ประกอบการในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ให้ความสำคัญกับการตลาดเป็นอย่างมาก เริ่มหานักการตลาดมืออาชีพเข้าไปเป็นผู้บริหารระดับสูง ทำการพัฒนาบุคลากรในด้านการตลาดอย่างต่อเนื่องและจริงจัง

3.2 สถานการณ์และวิกฤติของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

ธุรกิจภาคอสังหาริมทรัพย์ไม่แตกต่างจากภาคการเงินและธุรกิจอื่นๆ ความเป็นไปในอสังหาริมทรัพย์ภาคที่อยู่อาศัยมักเป็นสัญญาณล่วงหน้าของภาวะเศรษฐกิจโดยรวม ในขณะที่ความเป็นไปในอสังหาริมทรัพย์ภาคอื่นๆ ที่ไม่ใช่ที่อยู่อาศัยมักเป็นผลที่ตามมาหรือตามมาหลังจากเกิดภาวะเศรษฐกิจเสียมากกว่า นักวางแผนนโยบายจึงให้ความสำคัญแก่อสังหาริมทรัพย์ภาคที่อยู่อาศัยมากกว่าและก่อนอสังหาริมทรัพย์ภาคอื่นๆ ทั้งนี้เป็นเพราะภาคที่อยู่อาศัยเกี่ยวข้องกับชีวิตความเป็นอยู่ของผู้บริโภคโดยตรง และความคาดหมายของผู้บริโภคถึงภาวะเศรษฐกิจในอนาคตเป็นตัวกำหนดความต้องการซื้อและความสามารถในการซื้อหาที่อยู่อาศัย ซึ่งเป็นวงจรใหญ่ในการจ้างงานในอุตสาหกรรมต่อเนื่องในระบบเศรษฐกิจ

วงจรชีวิตธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทย หรือหากกล่าวโดยเฉพาะก็คือตลาดที่อยู่อาศัยในเขตกรุงเทพมหานครและปริมณฑลนั้น วงจรชีวิตของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์สามารถที่

จะบอกถึงความเป็นไปในอสังหาริมทรัพย์ที่จะเกิดขึ้นและเป็นตัวที่สามารถนำไปปรับใช้สำหรับการคาดการณ์แนวโน้มในอนาคต เพื่อป้องกันมิให้เกิดข้อผิดพลาดทางธุรกิจ เพราะการเกิดข้อผิดพลาดทางธุรกิจขึ้นจะส่งผลให้เกิดความสูญเสียอย่างมหาศาลแก่ผู้ซื้อบ้าน นักพัฒนาที่ดิน สถาบันการเงิน นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนประชาชนและประเทศชาติโดยรวม

- **วงจรชีวิตอสังหาริมทรัพย์**

ช่วง “รุ่งเรือง” ของตลาดอสังหาริมทรัพย์ไทย พ.ศ.2529-2533 เกิดขึ้นเพราะการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจโลก กล่าวคือชาติมหาอำนาจได้ร่วมลงนามในสัญญา Plaza Accord Agreement เพื่อทำให้เงินเยนแข็งค่าขึ้นอันมีผลส่วนหนึ่งให้การส่งสินค้าจากญี่ปุ่นเข้าสหรัฐอเมริกากระทำได้ง่ายขึ้น แต่เดิมเมื่อ พ.ศ.2528 เงิน 1 เหรียญสหรัฐแลกเงินเยนได้ 240 เยน แต่ภายหลังจากนั้น 2 ปีนับจากการลงนามในสัญญานี้เงิน 1 เหรียญสหรัฐแลกเงินเยนได้เพียง 120 เยนเท่านั้น ส่งผลทำให้ญี่ปุ่นย้ายการลงทุนภาคอุตสาหกรรมมาในประเทศไทยรวมทั้งประเทศอาเซียนอื่นเพื่อผลิตสินค้าส่งไปขายยังสหรัฐอเมริกา และยุโรปแทนจากการผลิตในญี่ปุ่น เมื่อเงินเยนแข็งค่าขึ้นจนกระทั่งสามารถซื้ออสังหาริมทรัพย์ได้มากมาย และนับแต่นั้นมาผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชนในภาคอุตสาหกรรมของไทยก็แซงหน้าภาคเกษตรกรรมอย่างเด่นชัด และการพัฒนาภาคอุตสาหกรรมของไทยนับเป็นผลพวงจากการลงทุนโดยตรงของต่างประเทศ (Foreign Direct Investment หรือ FDI) โดยเฉพาะญี่ปุ่น โดยญี่ปุ่นถือเป็นนักลงทุนต่างชาติรายใหญ่ที่สุด

การไหลเข้าของเงินทุนจำนวนมาก (Capital Flow) แสดงให้เห็นได้ชัดในช่วง พ.ศ.2534-2539 ในช่วงนั้นดอกเบี้ยในยุโรปและสหรัฐอเมริกาค่อนข้างต่ำ แต่กลับสูงกว่ามากในกรณีประเทศไทย ทำให้เงินทุนไหลเข้าประเทศอย่างต่อเนื่อง การกู้เงินกระทำได้ง่ายขึ้น ใน พ.ศ.2535 ด้วยการเปิดเสรีทางการเงินหรือวิเทศธนกิจกรุงเทพ (BIBF) การไหลเข้าของเงินทุนจำนวนมากยิ่งสะดวกยิ่งขึ้น ทำให้ตลาดหุ้นเติบโตจากดัชนี 386.73 จุดใน พ.ศ.2531 เป็น 1,682.85 จุดใน พ.ศ.2536 ทำให้ตลาดอสังหาริมทรัพย์เติบโตต่อเนื่อง

ต่อมาวิกฤติเศรษฐกิจก็ปรากฏขึ้นเมื่อมีการลอยตัวหรืออิกนัยหนึ่งลดค่าเงินบาทในวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 เนื่องจากการถดถอยของเศรษฐกิจไทยจากการหดตัวของการส่งออก การแข็งค่าเกินจริงของเงินบาท การขาดวินัยทางการเงินและการให้สินเชื่อ ความจริงแล้ววิกฤตินี้สามารถคาดการณ์ได้ล่วงหน้าจากปรากฏการณ์หลายอย่าง เช่น ปริมาณหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ในหลายภาคส่วน แต่ขณะนั้นนักลงทุน และบุคคลที่เกี่ยวข้องทั้งภาครัฐและภาคเอกชนยังไม่ได้คำนึงถึงผลกระทบอาจจะเกิดขึ้นหรือมองสถานการณ์ในแง่ที่ดีจนเกินไป จนขาดการวางแผนรองรับความเสี่ยงจากวิกฤติเศรษฐกิจ

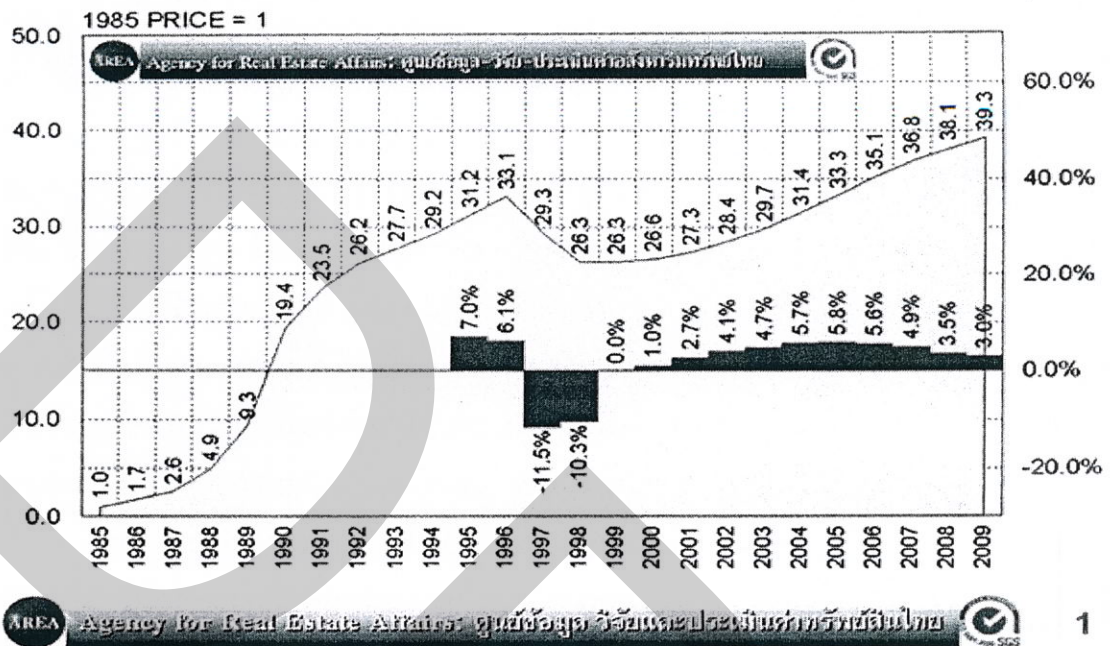
อาจกล่าวได้ว่า FDI ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงภาคอสังหาริมทรัพย์อย่างขนานใหญ่ ที่ดินในเมืองหรือในต่างจังหวัดแต่เดิมที่มีศักยภาพเพียงเพื่อการเกษตรกรรมกลับสามารถแปลงเป็นที่ตั้งโรงงานอุตสาหกรรมได้ เมื่อศักยภาพเปลี่ยนไป ราคาก็เพิ่มขึ้นมหาศาล เมื่อมีกิจกรรมด้านอุตสาหกรรมเกิดขึ้น การพัฒนาที่อยู่อาศัยและการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เชิงพาณิชย์ก็เกิดตามมา ซึ่งยิ่งทำให้ราคาที่ดินดิบตัวสูงขึ้นไปอีก เนื่องด้วยที่ดินสามารถแบ่งซอยมาใช้อย่างเข้มข้นยิ่งขึ้น และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในที่ดินเพื่อการพาณิชย์ย่อมสูงกว่าที่ดินเพื่อการอุตสาหกรรม การเปลี่ยนแปลงฐานะทางเศรษฐกิจของประเทศจากเกษตรกรรมเป็นอุตสาหกรรม จึงยิ่งทำให้ราคาอสังหาริมทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปอย่างก้าวกระโดด

- วงจรเศรษฐกิจกับอสังหาริมทรัพย์

จากประเด็นข้อสงสัยที่ว่าวิกฤติเศรษฐกิจทำให้เกิดวิกฤติอสังหาริมทรัพย์ หรือวิกฤติอสังหาริมทรัพย์ทำให้เกิดวิกฤติเศรษฐกิจ นักวิเคราะห์หลายท่านได้ลงความเห็นว่าการล่มของตลาดอสังหาริมทรัพย์คือสาเหตุของวิกฤติเศรษฐกิจ แต่เมื่อพิจารณาตามหลักข้อเท็จจริงแล้วก็คือความผันผวนทางเศรษฐกิจต่างหากที่ทำให้เกิดวิกฤติอสังหาริมทรัพย์ เพราะโดยธรรมชาติแล้วอสังหาริมทรัพย์เป็นตัวแปรตามที่เปลี่ยนแปลงไปตามภาวะเศรษฐกิจและปัจจัยแวดล้อมอื่น ๆ อสังหาริมทรัพย์เป็นเครื่องแสดงความมั่งคั่ง เมื่อเศรษฐกิจดี ประชาชนก็ซื้ออสังหาริมทรัพย์ (เช่นเดียวกับซื้อทองหรือทรัพย์สินอื่น ๆ) ไว้ใช้สอยและลงทุน แต่หากเศรษฐกิจมีปัญหา ก็จะขายทิ้งเพื่อนำเงินมาใช้สอยหรือใช้หนี้ วิกฤติเศรษฐกิจ พ.ศ.2540 ทำให้แม้แต่โครงการอสังหาริมทรัพย์ที่มีศักยภาพดีก็ไม่สามารถอยู่รอดได้เพราะสถาบันการเงินงดปล่อยสินเชื่อ โครงการต่าง ๆ จึงล้มลง

ฟองสบู่ของอสังหาริมทรัพย์น่าจะจบเมื่อเกิดสงครามอ่าวเปอร์เซียใน พ.ศ.2533 แล้ว เพราะนับแต่นั้นมาราคาอสังหาริมทรัพย์ในญี่ปุ่นตกต่ำมาโดยตลอด แต่เนื่องด้วยการไหลเข้ามาของเงินทุนในช่วง พ.ศ.2534-2539 จึงทำให้ตลาดอสังหาริมทรัพย์เติบโตต่อเนื่อง จะสังเกตได้ว่า ราคาที่ดินที่เติบโตอย่างก้าวกระโดดในเขตกรุงเทพมหานครและปริมณฑลในช่วงปี 2528-2533 นั้น กลับชะลอตัวลงอย่างยิ่ง ในช่วงปี 2535-2539 โดยเพิ่มขึ้นเพียงประมาณ 18% หรือปีละประมาณ 4% เท่านั้น (ดังรูป 3.1)

LAND PRICE CHANGES IN THE BMR, 1985 - 2009



รูปที่ 3.1 การเปลี่ยนแปลงราคาที่ดินในกรุงเทพฯ และปริมณฑลปี พ.ศ.2528 – พ.ศ.2552
ที่มา: Agency for Real Estate Affairs, 2552

ซึ่งถือว่าต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเสียอีก ดังนั้นถึงแม้ว่าจะมีการไหลเข้ามาของเงินทุนจำนวนมากและต่อเนื่องแต่ก็ไม่ทำให้ราคาอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างเด่นชัดเช่นที่ผ่านมา

ข้อเท็จจริงอีกประการหนึ่งก็คือ เงินกู้ส่วนใหญ่ของสถาบันการเงินต่าง ๆ ไม่ได้ปล่อยไปเพื่อการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ แต่เป็นเงินกู้สำหรับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์สูงถึง 4,800 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ธนาคารแห่งประเทศไทยเคยรายงานด้วยว่าส่วนหนี้เสีย (Non-performing loan) ทั้งหมดนั้นเป็นในภาคอสังหาริมทรัพย์เพียงประมาณ 15% เท่านั้น และจากข้อมูลของบริษัทบริหารสินทรัพย์ไทย กว่า 900,000 ล้านบาทนั้นกู้โดยลูกหนี้เพียงประมาณ 2,000 ราย ซึ่งแสดงว่าเป็นการปล่อยกู้ให้กับรายใหญ่ อาจกล่าวได้ว่า มีเพียง 24% ของหนี้ที่ได้รับโอนมาเป็นโครงการอสังหาริมทรัพย์

การปล่อยสินเชื่อให้กับโครงการอสังหาริมทรัพย์โดยเฉพาะที่อยู่อาศัยซึ่งเป็นกลุ่มใหญ่ที่สุด ไม่น่าจะทำให้เกิดปัญหาแต่ประการใด เพราะปกติสถาบันการเงินทั้งหลายปล่อยสินเชื่อเพียง 70%-80% ของมูลค่าตลาดเท่านั้น ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ พ.ศ.2539 – พ.ศ.2542 ราคาที่ดินตกต่ำลงไปถึง 18% (ดังรูปที่ 3.1) ดังนั้นแม้ราคาที่อยู่อาศัยโดยรวมจะตกต่ำลง สถาบันการเงินก็ยังปลอดภัย โดยเฉพาะที่อยู่อาศัยที่ปล่อยสินเชื่อมาก่อนหน้านี้ ราคาตลาดก็ยังปรับเพิ่มขึ้นอีก ดังนั้น

การล้มของสถาบันการเงินสาเหตุหลักไม่น่าจะเกิดจากการปล่อยสินเชื่อให้กับภาคธุรกิจ อสังหาริมทรัพย์ทั้งหมด

- วิฤติปัจจุบัน

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ถือว่าเป็นธุรกิจที่ต้องการเงินทุนระยะยาวในการลงทุนหรือดำเนินงานเป็นจำนวนมาก การกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินส่งผลทำให้มีภาระทางด้านต้นทุนดอกเบี้ยค่อนข้างสูง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันและกำไรสุทธิของกิจการ ทำให้ธุรกิจนี้จะต้องมีการระดมทุน โดยการขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นอย่างมากเพื่อเป็นการเสริมสภาพคล่องให้กับกิจการควบคู่กับแหล่งเงินทุนจากธนาคารพาณิชย์ ดังนั้น เมื่อเกิดวิกฤตทางเศรษฐกิจและการเมืองในช่วงที่ผ่านมาส่งผลให้เกิดการชะลอตัวของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ทำให้การลงทุนหยุดชะงัก สภาพสภาพคล่องตามระยะเวลาต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นภาวะเศรษฐกิจ :-

- ราคาน้ำมันที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง

ปัจจัยการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันในตลาดโลกอย่างต่อเนื่องนั้น ส่งผลเสียต่อภาคเศรษฐกิจโดยรวมผ่านต้นทุนการผลิตสินค้าและบริการที่เพิ่มขึ้น และสร้างความกังวลต่อปัญหาอัตราเงินเฟ้อที่อาจจะเกิดขึ้นได้ ทำให้โดยรวมแล้วส่งผลเสียต่อตลาดทุน โดยเฉพาะในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีการใช้น้ำมันเป็นปัจจัยการผลิตในสัดส่วนที่สูง

- ปัญหาสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ประเภทค้ำยมาตรฐาน (Subprime Loan) ในสหรัฐฯ

สถานการณ์ปัญหาสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ประเภทค้ำยมาตรฐานในสหรัฐอเมริกาสร้างความกังวลให้กับผู้ลงทุนในตลาดทุนเนื่องจากสถานการณ์ดังกล่าวส่งผลไปสู่การชะลอตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ และเศรษฐกิจโลกเป็นลักษณะผลกระทบลูกโซ่ในวงกว้าง รวมถึงมีผลกระทบต่อภาคการส่งออกของไทย

- ปัจจัยทางการเมือง

ความผันผวนทางการเมือง เหตุการณ์ปฏิวัติและเหตุการณ์ก่อความไม่สงบในพื้นที่ภาคใต้, ความไม่แน่นอนทางการเมืองจากวิกฤตการณ์การเมืองในประเทศไทย พ.ศ.2547- พ.ศ.2552 อันเป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยมีสาเหตุที่เริ่มต้นมาจากหลายฝ่ายที่มีความเห็นตรงกันที่ว่าต้องการให้ พ.ต.ท. ทักษิณ ชินวัตรควรลาออกจากตำแหน่งนายกรัฐมนตรี จากวิกฤตการณ์ดังกล่าวได้นำไปสู่เหตุการณ์รัฐประหาร พ.ศ.2549 เกิดขึ้นในคืนวันที่ 19 กันยายน พ.ศ.2549 เพื่อโค่นล้มรักษาการนายกรัฐมนตรี พ.ต.ท.ทักษิณ ชินวัตร ซึ่งนับเป็นการก่อรัฐประหารเป็นครั้งแรกในรอบ 15 ปี โดยคณะรัฐประหารได้ยกเลิกการเลือกตั้งในเดือนตุลาคม ยกเลิกรัฐธรรมนูญ สั่งยุบสภา สั่งห้ามการประท้วงและกิจกรรมทางการเมือง ยับยั้งและเซ็นเซอร์สื่อประกาศใช้กฎอัยการศึก และจับกุมสมาชิกคณะรัฐมนตรีหลายคน รวมถึงยังมีการก่อตั้งกลุ่มพันธมิตรประชาชนเพื่อ

ประชาธิปไตย(สื่อเหลือง) และกลุ่มแนวร่วมประชาธิปไตยต่อต้านเผด็จการแห่งชาติ (สื่อแดง) ที่เป็นกลุ่มการเคลื่อนไหวทางการเมืองที่สนับสนุนพ.ต.ท.ทักษิณ ชินวัตร ให้ดำรงตำแหน่ง นายกรัฐมนตรีและต่อต้านการรัฐประหาร พ.ศ.2549 จากสถานการณ์นี้กลุ่มสื่อแดงจึงได้กลับมา รวมตัวกันเป็นครั้งที่ 2 เพื่อต่อต้านพันธมิตรประชาชนเพื่อประชาธิปไตยในเดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2551 จนมีผู้เสียชีวิตและผู้บาดเจ็บและหลังการเปลี่ยนขั้วรัฐบาล โดยนายอภิสิทธิ์ เวชชาชีวะ เป็นนายกรัฐมนตรีทำให้แนวร่วมประชาธิปไตยต่อต้านเผด็จการแห่งชาติกลับมาชุมนุมเคลื่อนไหว ครั้งใหญ่เพื่อขับไล่รัฐบาล ในวันที่ 26 มีนาคม พ.ศ.2552 จนเกิดเหตุการณ์การก่อความไม่สงบเมื่อ เมษายน พ.ศ.2552 รัฐบาลต้องประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินขั้นร้ายแรงและยกกำลังทหารปิดล้อมผู้ ชุมนุม จนต้องยุติการชุมนุมเมื่อ 14 เมษายน พ.ศ.2552 และแกนนำถูกควบคุมตัวจนกระทั่ง รัฐบาลยกเลิกประกาศสถานการณ์ฉุกเฉิน (วิกิพีเดียภาษาไทย, 2552 : ออน-ไลน์)

- วิกฤติอาหาร

เป็นวิกฤติที่ส่งผลกระทบต่อในระดับสากล ทำให้เกิดการจลาจลในประเทศหลายแห่งทั่วโลก สำหรับในกรณีประเทศไทยที่เป็น “อู๋ข้าวอู๋น้ำ” ยังอาจได้รับผลกระทบจากวิกฤติอาหารน้อยกว่าประเทศอื่น แต่วิกฤติอาหารก็ส่งผลกระทบต่อการเพิ่มขึ้นของภาวะเงินเฟ้ออย่างมากภายในรอบหลายปีที่ผ่านมาในประเทศไทย

ภาวะตลาดอสังหาริมทรัพย์ในไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ.2552 พื้นตัวต่อเนื่องตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 ตามความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง มาตรการกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ของภาครัฐ อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ และการแข่งขันปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (Mortgaged loan) ของสถาบันการเงิน โดยเฉพาะจากธนาคารอาคารสงเคราะห์ภายใต้โครงการ Fast Track

ในไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ.2552 อุปสงค์ของตลาดอสังหาริมทรัพย์ พื้นตัวจากไตรมาสที่ 3 โดยเฉพาะการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์ต่ออาคารชุด จากความต้องการประหยัดค่าใช้จ่ายในการเดินทาง ในภาวะที่ราคาน้ำมันมีแนวโน้มสูงขึ้น การเปลี่ยนพฤติกรรมการซื้อบ้านหลังแรกของคนรุ่นใหม่ จากเดิมที่ซื้อทาวน์เฮาส์มาเป็นอาคารชุด โดยเฉพาะตามแนวรถไฟฟ้าสายสีม่วง สายสีแดง และสีน้ำเงิน รวมทั้งการส่งเสริมตลาดบ้านบีไอไอ ที่ส่งผลให้ตลาดที่อยู่อาศัยประเภทอาคารชุดระดับล่างขยายตัว ในส่วนของอุปทานใหม่โดยรวมของตลาดอสังหาริมทรัพย์ในไตรมาสที่ 4 ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากไตรมาสที่ผ่านมา สืบเนื่องจากผู้ประกอบการรายใหญ่ โดยเฉพาะผู้ประกอบการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มสัดส่วนการลงทุนในโครงการที่อยู่อาศัยประเภทอาคารชุดมากขึ้น ตามการฟื้นตัวของอุปสงค์

ส่วนอุปทานเหลือขายของตลาดอสังหาริมทรัพย์โดยรวม ณ ไตรมาสที่ 4 ลดลงเมื่อเทียบกับระยะเดียวกันปีก่อน โดยอุปทานเหลือขายประเภทบ้านเดี่ยวและทาวน์เฮ้าส์มีระดับใกล้เคียงกันอยู่ที่ 34,589 และ 34,538 หน่วย ตามลำดับ ขณะที่อุปทานเหลือขายประเภทอาคารชุดอยู่ที่ 28,295 หน่วย ผู้ประกอบการเห็นว่ายังไม่มีอุปทานส่วนเกินในที่อยู่อาศัยประเภทอาคารชุดเนื่องจากโครงสร้างประชากรที่มีแนวโน้มเป็นครอบครัวเดี่ยวมากขึ้น จึงทำให้ยังมีความต้องการที่อยู่อาศัยประเภทนี้อยู่อีกมาก และยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่าช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ.2540

อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาในประเด็นด้านการลงทุนในตลาดอสังหาริมทรัพย์ พบว่าเริ่มมีนักลงทุนทั้งชาวไทยและต่างชาติกลับคืนสู่ตลาดหลังจากที่ลดลงไปในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจโลก จากแรงจูงใจด้านอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ และผลตอบแทนจากการลงทุนในที่อยู่อาศัยประเภทอาคารชุดที่ชัดเจนมากขึ้น โดยเฉพาะการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ประเภทอาคารชุดที่เพิ่มขึ้นจาก 30% เป็น 50% ส่งผลให้ราคาอสังหาริมทรัพย์อาจสูงขึ้นเกินจริงและอาจก่อให้เกิดปัญหาฟองสบู่ได้

แรงกดดันด้านราคาที่อยู่อาศัยประเภทบ้านเดี่ยวและทาวน์เฮ้าส์ยังอยู่ในระดับต่ำ โดยส่วนใหญ่เป็นผลจากต้นทุนด้านที่ดินที่สูงขึ้น ส่วนแรงกดดันด้านราคาที่อยู่อาศัยประเภทอาคารชุด โฉนดสูงขึ้นไป และสูงกว่าราคาพื้นฐานในบางทำเล โดยเฉพาะอาคารชุดราคาแพงตามแนวรถไฟฟ้า ซึ่งเป็นที่ต้องการของกลุ่มผู้มีรายได้สูงชาวไทยและต่างประเทศ เป็นผลสำคัญจากที่ดินซึ่งมีอยู่จำกัด สำหรับต้นทุนการก่อสร้างยังไม่มีแรงกดดัน ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการนำเข้าผลิตภัณฑ์วัสดุก่อสร้างและตกแต่งราคาถูกจากประเทศจีน และกำลังซื้อโดยรวมที่ยังไม่อยู่ในระดับสูง

แนวโน้มตลาดอสังหาริมทรัพย์ในปี พ.ศ.2553 ผู้ประกอบการคาดว่าภาวะตลาดอสังหาริมทรัพย์จะปรับตัวดีขึ้น ทั้งยอดขายและการปล่อยสินเชื่อ โดยยอดขายน่าจะเพิ่มขึ้นร้อยละ 15-20 โดยเฉพาะในไตรมาสที่ 1 ซึ่งเป็นช่วงก่อนมาตรการกระตุ้นอสังหาริมทรัพย์จะหมดอายุลงในวันที่ 28 มีนาคม พ.ศ.2553 โดยอสังหาริมทรัพย์ประเภท อาคารชุดยังคงมีแนวโน้มเติบโตมากกว่าบ้านเดี่ยวและทาวน์เฮ้าส์ โดยเฉพาะโครงการตามแนวรถไฟฟ้าสายสีม่วง สีแดง และสีน้ำเงิน อย่างไรก็ตาม ผู้ประกอบการเห็นว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ SP2 ที่เน้นการก่อสร้างสาธารณูปโภคจะสนับสนุนการฟื้นตัวของตลาดอสังหาริมทรัพย์ได้ดี แต่ยังคงมีความกังวลเรื่องความล่าช้าในการเบิกจ่ายงบประมาณ การจัดทำรายงานการวิเคราะห์ผลกระทบสิ่งแวดล้อม (Environmental Impact Assessment: EIA) แนวโน้มการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ย รวมทั้งปัญหาความไม่มีเสถียรภาพทางการเมือง ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่จะกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้บริโภคในระยะต่อไป

3.3 ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์สู่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เป็นภาคธุรกิจที่มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศ หากตลาดอสังหาริมทรัพย์มีทิศทางการตลาดที่ดีก็จะเป็นการส่งสัญญาณว่าภาวะเศรษฐกิจในประเทศอยู่ในช่วงที่ดีด้วย แต่อย่างไรก็ตามธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ยังมีภาระต้นทุนที่ถือว่าสูงมาก ไม่ว่าจะเป็นต้นทุนการก่อสร้างที่มีความผันผวนและมีโอกาสปรับตัวขึ้นสูงจากราคาวัสดุที่ใช้ในการก่อสร้างทำให้อาจจะส่งผลต่อราคาที่อยู่อาศัยเพิ่มสูงขึ้น รวมถึงแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่หากมีการปรับขึ้นในช่วงใดอาจจะส่งผลต่อต้นทุนการกู้ยืม จากต้นทุนการประกอบการที่สูงของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ทำให้ผู้ประกอบการจะต้องมีเงินทุนจำนวนมากเพื่อให้เพียงพอกับการลงทุน การนำธุรกิจเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงเป็นอีกทางเลือกในการระดมเงินทุนจากตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์

ในปัจจุบันธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นหุ้นกลุ่มใหญ่กลุ่มหนึ่งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่นักลงทุนให้ความสนใจเป็นอย่างมาก (ตารางที่ 3.1) เพราะเป็นหุ้นที่ถือว่าหากตลาดอยู่ช่วง “ขาขึ้น” ก็สามารถทำกำไรได้อย่างมหาศาลให้กับนักลงทุนและในขณะเดียวกันช่วง “ขาลง” ของตลาดก็สามารถที่ก่อผลขาดทุนให้กับนักลงทุนได้อย่างมากเช่นกัน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับช่วงเวลาที่เหมาะสมและปัจจัยต่างๆ ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่งถือว่าเป็นหุ้นที่ต้องใช้ความระมัดระวังอย่างมากในการที่จะตัดสินใจลงทุน

ตารางที่ 3.1 แสดงสัดส่วนปริมาณหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หมวดธุรกิจ	จำนวนหลักทรัพย์	สัดส่วน (%)
กระดาษและวัสดุการพิมพ์	2	0.35%
กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	27	4.79%
การท่องเที่ยวและสันทนาการ	14	2.48%
การแพทย์	13	2.30%
ขนส่งและโลจิสติกส์	16	2.84%
ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน	11	1.95%
ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์	6	1.06%
เงินทุนและหลักทรัพย์	32	5.67%
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	11	1.95%
เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	27	4.79%
ธนาคาร	12	2.13%

ตารางที่ 3.1 (ต่อ)

หมวดธุรกิจ	จำนวนหลักทรัพย์	สัดส่วน (%)
ธุรกิจการเกษตร	17	3.01%
ธุรกิจขนาดกลาง	62	10.99%
บรรจุภัณฑ์	13	2.30%
บริการเฉพาะกิจ	3	0.53%
ประกันภัยและประกันชีวิต	17	3.01%
ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	12	2.13%
พลังงานและสาธารณูปโภค	25	4.43%
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	58	10.28%
พาณิชย์	14	2.48%
แฟชั่น	24	4.26%
ยานยนต์	20	3.55%
วัสดุก่อสร้าง	31	5.50%
วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร	23	4.08%
สื่อและสิ่งพิมพ์	24	4.26%
หมวดบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน	22	3.90%
เหมืองแร่	2	0.35%
อาหารและเครื่องดื่ม	24	4.26%
อื่นๆ	2	0.35%
	564	100%

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th : ณ วันที่ 21 มิถุนายน พ.ศ.2553)

หุ้นในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์นั้นประกอบด้วยบริษัทที่ทำธุรกิจที่ต่างกันในสาระสำคัญ ประมาณ 4 กลุ่มด้วยกัน

1) กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นที่อยู่อาศัยเพื่อขาย (สร้างบ้านหรือคอนโด) เป็นหุ้นที่มีความคล่องและเป็นหุ้นที่เก็งกำไรกันมากที่สุด ธุรกิจในกลุ่มนี้ถ้ามองโดยภาพรวมแล้วเป็นธุรกิจที่มีประสิทธิภาพพอประมาณ แม้ว่าอาจจะมีความไวต่อภาวะการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

อยู่บ้าง นั่นหมายความว่าถ้าเศรษฐกิจตกต่ำปริมาณการซื้อขายบ้านอาจจะชะลอตัวลงบ้าง แต่โดยทั่วไปการซื้อขายบ้านก็เป็นสิ่งจำเป็นและมักเติบโตไปกับลักษณะของประชากรศาสตร์ที่ค่อนข้างเปลี่ยนแปลงไปอย่างช้า ๆ แต่ถ้ามองในแง่มุมมองของบริษัทแต่ละแห่งแล้ว ยอดขายบ้านหรือคอนโดของแต่ละบริษัทอาจจะผันแปรไปได้มากซึ่งอาจจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานและราคาหุ้นของบริษัทได้มากด้วยเหตุผลต่อไปนี้

- ธุรกิจขายบ้านหรือคอนโดนั้นก็มีลักษณะสำคัญของอสังหาริมทรัพย์ก็คือขึ้นอยู่กับทำเล ดังนั้นเป็นเรื่องยากมากที่จะคาดการณ์ว่ายอดขายจะเป็นเท่าไร เพราะยอดขายปีก่อนไม่สามารถจะเป็นฐานที่แน่นอนสำหรับปีนี้
- อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ที่มักจะมีผลต่อธุรกิจเนื่องจากดอกเบี้ยเงินกู้จะเป็นตัวกำหนดว่าบ้านราคาเท่าไรที่จะขายได้มาก ถ้าดอกเบี้ยสูงราคาบ้านที่ขายได้จะมีแนวโน้มต่ำลงเพื่อให้ผู้บริโภคสามารถผ่อนชำระค่าบ้านได้ ดังนั้นยอดขายและกำไรของบริษัทในกลุ่มนี้จึงผันผวนและคาดการณ์ได้ยาก และนี่ทำให้การลงทุนในหุ้นกลุ่มนี้ส่วนใหญ่จะเป็นเรื่องของเก็งกำไร มากกว่าจะเป็นการลงทุนระยะยาว

2) กลุ่มที่เป็นอาคารสำนักงานหรือศูนย์การค้าให้เช่า เป็นธุรกิจกลุ่มที่มีความแน่นอนในด้านของผลการดำเนินงานมาก สามารถคาดการณ์ผลการดำเนินงานได้ค่อนข้างใกล้เคียงเนื่องจากการเช่ามักมีความต่อเนื่องค่อนข้างยาว และการเปลี่ยนแปลงของผู้เช่าก็มักมีน้อย กำไรจากผลประกอบการมักมีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ เนื่องจากการปรับค่าเช่าที่เพิ่มขึ้นตามกาลเวลา เช่นเดียวกัน การขยายตัวของพื้นที่เช่าก็จะมีแผนการล่วงหน้าเป็นผลให้ประสบความสำเร็จจากการลงทุน ซึ่งถือว่ากลุ่มนี้เป็นหุ้นที่น่าสนใจอย่างยิ่งสามารถลงทุนระยะยาวได้ถ้ามีราคาหุ้นที่สมเหตุผล

3) กลุ่มนิคมอุตสาหกรรม เป็นกลุ่มที่มีความมั่นคงในด้านของยอดขายและกำไร เนื่องจากนิคมอุตสาหกรรมนั้นจะมีผู้ประกอบการเข้ามาลงทุนจำนวนไม่มากนัก และการเข้ามาของผู้ประกอบการรายใหม่นั้นก็ทำได้ยากกว่ากลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นที่อยู่อาศัยเพื่อขายมาก อย่างไรก็ตาม ความต้องการที่ดินในนิคมอุตสาหกรรมนั้นยังคงมีความผันแปรค่อนข้างสูงที่ขึ้นอยู่กับภาวะการลงทุนทั้งจากต่างประเทศและในประเทศ ดังนั้น การประมาณการยอดขายของปีต่อ ๆ ไปจึงค่อนข้างจะทำได้ยาก

4) กลุ่มผู้รับเหมา เป็นธุรกิจที่คาดการณ์ได้ยากที่สุด จากการแข่งขันทางธุรกิจไม่ว่าจะเป็นการประมูลงานซึ่งต้องแข่งขันกันด้วยราคาเป็นหลัก การประมาณการกำไรที่ค่อนข้างยากเพราะงานรับเหมานั้นมีผลกำไรขั้นต้นต่อยอดขายต่ำ เพราะถ้ามีการผิดพลาดในการคำนวณหรือราคาวัสดุเพิ่มขึ้น กำไรที่คาดการณ์ไว้อาจจะลดลงได้มาก และเหตุปัจจัยอื่นๆ ที่ธุรกิจรับเหมา

จะต้องทำเพื่อความราบรื่นของการดำเนินงาน ซึ่งทำให้การลงทุนซื้อหุ้นเหล่านี้จะต้องมีความระมัดระวังเป็นพิเศษและมี Margin of Safety มากเป็นพิเศษ

ทั้งนี้ เนื่องธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เป็นธุรกิจมีความผันผวนอย่างมาก การคาดการณ์ความเป็นไปของธุรกิจคาดเดาได้ยาก ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ถือว่าเป็นหนึ่งในปัจจัยสี่ที่จำเป็นของผู้บริโภค ดังนั้นภายหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ.2540 ได้ไม่นานภาครัฐและเอกชนของประเทศไทยได้เริ่มให้ความสนใจกันอย่างจริงจังในการมีฐานข้อมูลที่อยู่อาศัยที่มีลักษณะของการรวบรวมและแบ่งปันข้อมูลข่าวสาร (Information Sharing) และเป็นที่มาของการก่อเกิดองค์กรรวบรวมและแบ่งปันข้อมูล เช่น ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ และบริษัทข้อมูลเครดิต การมีข้อมูลที่ครอบคลุมสมบูรณ์เพียงพอจะเป็นประโยชน์ต่อการนำไปใช้ประโยชน์เชิงวิเคราะห์ได้อย่างทันสถานการณ์และเป็นประโยชน์ต่อการวางแผนธุรกิจของผู้ประกอบการ ต่อผู้กำหนดนโยบายภาครัฐและท้องถิ่นเชิงมหภาคโดยรวมเพื่อเป็นสนับสนุนเศรษฐกิจให้ดียิ่งขึ้น ดังเช่น นโยบายหรือมาตรการการกระตุ้นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จากภาครัฐในช่วงระยะเวลาที่ผ่านมา ดังนี้

- มติคณะรัฐมนตรีวันที่ 4 มีนาคม พ.ศ.2551 และ วันที่ 22 เมษายน พ.ศ.2551(เพิ่มเติม) เห็นชอบมาตรการภาษีเพื่อกระตุ้นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

โดยมีหลักเกณฑ์และแนวทางปฏิบัติเปรียบเทียบระหว่างการลดค่าธรรมเนียมนิยมตามมาตรการ กระตุ้นการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 4 มีนาคม พ.ศ.2551 และมาตรการเพิ่มเติม ตามมติคณะรัฐมนตรีเมื่อวันที่ 22 เมษายน พ.ศ.2551 มาเป็นแนวทางถือปฏิบัติ ดังนี้

1. หลักเกณฑ์การได้สิทธิลดค่าธรรมเนียมนิยม

1.1 มาตรการสนับสนุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 4 มีนาคม 2551 และประกาศกระทรวงมหาดไทย ลงวันที่ 24 มีนาคม พ.ศ.2551 ต้องเป็นที่ดิน อาคาร (บ้านเดี่ยว บ้านแฝด บ้านแถว และอาคารพาณิชย์) หรืออาคารดังกล่าวพร้อมที่ดิน ตามกฎหมายว่าด้วยการจัดสรรที่ดินหรือที่ดำเนินการจัดสรรที่ดิน โดยทางราชการหรือองค์การของรัฐบาล ซึ่งมีอำนาจหน้าที่ทำการจัดสรรที่ดินตามกฎหมาย

1.2 มาตรการสนับสนุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติม ตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 22 เมษายน พ.ศ.2551 และประกาศกระทรวงมหาดไทย ลงวันที่ 30 เมษายน พ.ศ.2551 ต้องเป็น อาคาร (บ้านเดี่ยว บ้านแฝด บ้านแถว และอาคารพาณิชย์) หรืออาคารดังกล่าวพร้อมที่ดินซึ่งมีเนื้อที่ ไม่เกิน 1 ไร่ และมีใช้ที่ดินตามกฎหมายว่าด้วยการจัดสรรที่ดิน หรือที่ดำเนินการจัดสรรที่ดิน โดยทางราชการหรือองค์การของรัฐบาลซึ่งมีอำนาจหน้าที่ทำการจัดสรรที่ดินตามกฎหมาย

2. เปรียบเทียบการได้สิทธิระหว่างมาตรการตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 4 มีนาคม พ.ศ. 2551 กับมาตรการเพิ่มเติมตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 22 เมษายน พ.ศ.2551

2.1 กรณีขายและจำนองที่ดินเปล่า

1. ที่ดินเปล่าเป็นที่ดินตามกฎหมายว่าด้วยการจัดสรรที่ดิน หรือที่ดำเนินการจัดสรรที่ดิน โดยทางราชการหรือองค์การของรัฐบาลซึ่งมีอำนาจหน้าที่ทำการจัดสรรที่ดินตามกฎหมาย ได้รับลดค่าธรรมเนียมตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 4 มีนาคม พ.ศ.2551

2. ที่ดินเปลามีใช้ที่ดินตามกฎหมายว่าด้วยการจัดสรรที่ดินหรือที่ดำเนินการจัดสรรที่ดิน โดยทางราชการหรือองค์การของรัฐบาลซึ่งมีอำนาจหน้าที่ทำการจัดสรรที่ดินตามกฎหมาย ไม่ได้รับลดค่าธรรมเนียม เนื่องจากตามมติคณะรัฐมนตรีเมื่อวันที่ 22 เมษายน พ.ศ.2551 มิได้กำหนดให้การขายและจำนองที่ดินเปล่าได้รับลดค่าธรรมเนียม

2.2 กรณีขายและจำนองอาคารเพียงอย่างเดียว และอาคารนั้นเป็นอาคารประเภท บ้านเดี่ยว บ้านแฝด บ้านแถว หรืออาคารพาณิชย์ได้รับลดค่าธรรมเนียมทั้งสิ้น ไม่ว่าอาคารนั้นจะอยู่ภายใต้การจัดสรรหรือไม่กล่าวคือ หากอยู่ภายใต้กฎหมายว่าด้วยการจัดสรรที่ดิน หรือที่ดำเนินการจัดสรรที่ดิน โดยทางราชการหรือองค์การของรัฐบาลซึ่งมีอำนาจหน้าที่ทำการจัดสรรที่ดินตามกฎหมายก็จะได้รับลดค่าธรรมเนียมตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 4 มีนาคม 2551 แต่ถ้าอาคารนั้นไม่อยู่ภายใต้กฎหมายว่าด้วยการจัดสรรที่ดิน และไม่ได้ดำเนินการจัดสรรที่ดินโดยทางราชการหรือองค์การของรัฐบาล ซึ่งมีอำนาจหน้าที่ทำการจัดสรรที่ดินตามกฎหมาย ก็จะได้รับลดค่าธรรมเนียมตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 22 เมษายน พ.ศ.2551 ส่วนอาคารที่ไม่ใช่ประเภทดังกล่าวไม่อยู่ในข่ายได้รับลดค่าธรรมเนียม

2.3 กรณีขายและจำนองอาคารประเภทบ้านเดี่ยว บ้านแฝด บ้านแถว หรือ อาคารพาณิชย์พร้อมที่ดิน

1. อาคารดังกล่าวพร้อมที่ดินอยู่ภายใต้กฎหมายว่าด้วยการจัดสรรที่ดิน หรือที่ดำเนินการจัดสรรที่ดิน โดยทางราชการหรือองค์การของรัฐบาลซึ่งมีอำนาจหน้าที่ทำการจัดสรรที่ดินตามกฎหมายได้รับลดค่าธรรมเนียมตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 4 มีนาคม พ.ศ.2551

2. อาคารดังกล่าวไม่อยู่ภายใต้กฎหมายว่าด้วยการจัดสรรที่ดิน แต่ที่ดินอยู่ภายใต้กฎหมายว่าด้วยการจัดสรรที่ดิน หรือที่ดำเนินการจัดสรรที่ดินโดยทางราชการหรือองค์การของรัฐบาลซึ่งมีอำนาจหน้าที่ทำการจัดสรรที่ดินตามกฎหมาย ในส่วนของที่ดินได้รับลดค่าธรรมเนียมตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 4 มีนาคม พ.ศ.2551 อาคารได้รับลดค่าธรรมเนียมตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 22 เมษายน พ.ศ.2551

3. อาคารดังกล่าวพร้อมที่ดินไม่อยู่ภายใต้กฎหมายว่าด้วยการจัดสรรที่ดิน และไม่ได้ดำเนินการจัดสรรที่ดินโดยทางราชการหรือองค์การของรัฐบาลซึ่งมีอำนาจหน้าที่ทำการจัดสรร ที่ดินตามกฎหมาย จะได้รับลดค่าธรรมเนียมตามมาตรการเพิ่มเติมเมื่อวันที่ 22 เมษายน พ.ศ. 2551 เมื่อเป็นกรณีขายและจำนองอาคารดังกล่าวพร้อมที่ดินซึ่งเป็นที่ตั้งของอาคารเนื้อที่ไม่เกิน 1 ไร่ กรณีอาคารดังกล่าวพร้อมที่ดินซึ่งเป็นที่ตั้งของอาคารมีเนื้อที่เกินหนึ่งไร่จะได้รับลดค่าธรรมเนียมเฉพาะ อาคารและที่ดินซึ่งเป็นที่ตั้งอาคารเนื้อที่หนึ่งไร่เท่านั้น ส่วนที่เกินหนึ่งไร่เรียกเก็บในอัตราปกติสำหรับ วิธีการคำนวณเพื่อเรียกเก็บค่าธรรมเนียมการจำนองแยกระหว่างอาคารและที่ดินซึ่งเป็นที่ตั้งอาคารเนื้อที่ หนึ่งไร่กับที่ดินส่วนที่เกิน 1 ไร่ เพื่อความเป็นธรรมให้ใช้วิธีเทียบบัญชีไตรยางศ์ตามตัวอย่างใน เอกสารแนบ เว้นแต่ผู้จดทะเบียนจำนองมีหลักฐานจากผู้รับจำนองว่า ผู้จำนองและผู้รับจำนองได้ตกลงกันเกลี้ยหนี้ที่จำนองเป็นประกันกันแล้ว โดยแยกวงเงินจำนองระหว่างอาคารพร้อมที่ดินหนึ่งไร่กับ ที่ดินส่วนเกินหนึ่งไร่มาแสดงและพนักงานเจ้าหน้าที่สอบสวนแล้วเชื่อได้ว่าไม่มีกรณีหลีกเลี่ยงค่าธรรมเนียม จึงเรียกเก็บค่าธรรมเนียมจากจำนวนเงินจำนองที่ผู้ขอได้แยกมาแล้วดังกล่าว

3. แนวทางปฏิบัติที่เหมือนกันในทั้งสองมาตรการ

3.1 เนื่องจากการลดค่าธรรมเนียมตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 4 มีนาคม พ.ศ.2551 และวันที่ 22 เมษายน พ.ศ.2551 มีวัตถุประสงค์เพื่อสนับสนุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ ดังนั้นประเภทการจดทะเบียนที่อยู่ในข่ายได้รับลดค่าธรรมเนียม คือ ขาย ขายทอดตลาด ขายตามคำสั่งศาล ส่วนการจดทะเบียนประเภทขายฝาก โอนชำระหนี้โอนชำระหนี้จำนอง ไม่อยู่ในข่ายได้รับลดค่าธรรมเนียม สำหรับการจดทะเบียนจำนองจะได้รับลดค่าเมื่อเป็นการจำนองอันสืบเนื่องมาจากการซื้อขาย และการซื้อขายนั้นต้องเป็นการจดทะเบียนหลังประกาศกระทรวงมหาดไทยใช้บังคับ เพราะหากจดทะเบียนซื้อขายกันมาก่อนประกาศกระทรวงมหาดไทยใช้บังคับย่อมไม่ใช่เรื่องของการสนับสนุนการซื้อขายตามที่ระบุในมาตรการเพียงแต่ไม่จำเป็นว่าการจดทะเบียนขายและจำนองต้องกระทำในคราวเดียวกันจดทะเบียนซื้อขายกันมาก่อนแต่มาจดทะเบียนจำนองกันภายหลังก็ได้รับลดค่าธรรมเนียม การจำนอง แต่ทั้งการจดทะเบียนซื้อขายและจำนองต้องเป็นการจดทะเบียนหลังประกาศกระทรวงมหาดไทยใช้บังคับ กรณีได้มาโดยทางอื่น เช่น รับให้มาแล้วจำนองต่อย่อมไม่ได้รับลดค่าธรรมเนียม

3.2 เมื่อการจดทะเบียนขายและจำนองอยู่ในหลักเกณฑ์ได้รับลดค่าธรรมเนียมตามมติคณะรัฐมนตรีแล้ว ต่อมาผู้จำนองขอจดทะเบียนขึ้นเงินจำนอง หรือจำนองในลำดับต่อมา ได้ถอน จากจำนองแล้วจำนองใหม่ หากเป็นการจดทะเบียนในระหว่างประกาศกระทรวงมหาดไทย

ดังกล่าว ใช้น้ำแข็งก็ได้รับลดค่าธรรมเนียมด้วย ส่วนการจดทะเบียนโอนสิทธิการรับจ้างซึ่งเป็นกรณีผู้รับจ้าง โอนการรับจ้างให้แก่บุคคลภายนอกไม่อยู่ในข่ายได้รับลดค่าธรรมเนียม

อนึ่ง ในการรับจดทะเบียนโอนและจ้างอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่ในข่ายได้รับลดค่าธรรมเนียม เหลือร้อยละ 0.01 ตามมาตรการเพิ่มเติมตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 22 เมษายน พ.ศ. 2551 เจ้าหน้าที่กรมที่ดินจึกระบุข้อความลงในคำขอจดทะเบียนสิทธิและนิติกรรมฯ (ท.ค.๑, ท.ค. ๑ก) และหนังสือสัญญาขาย หรือหนังสือสัญญาจ้างแล้วแต่กรณีว่า “การจดทะเบียนขาย หรือจ้างรายนี้ได้รับลดค่าธรรมเนียม จากร้อยละ 2 หรือร้อยละ 1 เหลือร้อยละ 0.01 ตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 22 เมษายน พ.ศ.2551” และหมายเหตุข้อความดังกล่าวลงในใบเสร็จรับเงินค่าธรรมเนียมด้วย กรณีได้รับลดค่าธรรมเนียมแยกกัน สองมติคณะรัฐมนตรีเช่น อาคาร ได้ตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 22 เมษายน พ.ศ.2551 ที่ดิน ได้ตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 4 มีนาคม พ.ศ.2551 ก็จักหมายถึงเหตุการณ์ที่ได้รับลดค่าธรรมเนียมในแต่ละมติคณะรัฐมนตรีให้ชัดเจน พร้อมกันนี้ ตามพระราชกฤษฎีกาออกตามความในประมวลรัษฎากร ว่าด้วยการลดอัตรารัษฎากร (ฉบับที่472) พ.ศ. 2551 ได้กำหนดให้ลดอัตราภาษีธุรกิจเฉพาะสำหรับการโอนอสังหาริมทรัพย์เป็นการทั่วไป ดังนั้น ระหว่างพระราชกฤษฎีกาดังกล่าวใช้น้ำแข็ง หากการจดทะเบียนโอนอสังหาริมทรัพย์อยู่ในหลักเกณฑ์ที่ต้องเสียภาษีธุรกิจเฉพาะจะได้รับลดจากร้อยละ 3.3 (รวมภาษีท้องถิ่น) เหลือร้อยละ 0.11 (รวมภาษีท้องถิ่น)

ทั้งนี้ เป็นไปตามประกาศกระทรวงมหาดไทย ณ วันที่ 24 มีนาคม พ.ศ.2551 ให้ใช้น้ำแข็งมีกำหนดหนึ่งปี นับแต่วันถัดจากวันประกาศในราชกิจจานุเบกษา (29 มีนาคม พ.ศ.2551) เป็นต้นไป (ตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 4 มีนาคม พ.ศ.2551) และตามประกาศกระทรวงมหาดไทย ณ วันที่ 30 เมษายน พ.ศ.2551 ให้ใช้น้ำแข็งตั้งแต่วันถัดจากวันประกาศในราชกิจจานุเบกษาเป็นต้นไป จนถึงวันที่ 28 มีนาคม พ.ศ.2552 (ตามมติคณะรัฐมนตรีวันที่ 22 เมษายน พ.ศ.2551)

ต่อมา มีพระราชกฤษฎีกาออกตามความในประมวลรัษฎากร ว่าด้วยการลดอัตรารัษฎากร (ฉบับที่ 488) พ.ศ.2552 ขยายระยะเวลาการลดอัตราภาษีธุรกิจเฉพาะตามมาตรา 91/6(3) แห่งประมวลรัษฎากร และคงจัดเก็บในอัตราร้อยละ 0.1 สำหรับรายรับก่อนหักรายจ่ายใด ๆ จากกิจการขายอสังหาริมทรัพย์เป็นทางค้าหรือหากำไรตามมาตรา 91/5(6) แห่งประมวลรัษฎากร ทั้งนี้ เฉพาะการจดทะเบียนสิทธิและนิติกรรมเกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์ที่ได้กระทำตั้งแต่วันที่ 29 มีนาคม พ.ศ.2552 ถึงวันที่ 28 มีนาคม พ.ศ.2553 (ประมวลรัษฎากร, 2553 : ค-212)

- มติคณะรัฐมนตรีวันที่ 20 มกราคม พ.ศ.2552 เห็นชอบมาตรการภาษีเพื่อกระตุ้นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ที่มีผลสืบเนื่องมาจากภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทยมีการชะลอตัวลง เนื่องจากถูกกระทบจากปัญหาเศรษฐกิจโลก ซึ่งมีผลต่อกระทบในวงกว้างต่อ

ประชาชนจำนวนมาก ทั้งที่เป็นผู้ซื้อบ้าน ผู้ประกอบการค้าอสังหาริมทรัพย์ สถาบันการเงิน ผู้รับเหมาก่อสร้าง ผู้ค้าวัสดุก่อสร้าง แรงงานก่อสร้าง รวมถึงผู้ประกอบการขนส่ง

“ ยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา ให้แก่ผู้ที่จ่ายเงินค่าซื้ออสังหาริมทรัพย์ที่ไม่เคยผ่านการใช้งานมาก่อน โดยกรณีโอนกรรมสิทธิ์อสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวภายในปี พ.ศ.2552 ให้ได้รับการยกเว้นภาษีสำหรับเงินได้พึงประเมิน เป็นจำนวนเท่ากับมูลค่าที่จ่ายจริงแต่ไม่เกิน 300,000บาท ”

ความตามประกาศกฎกระทรวง ฉบับที่ 271 (พ.ศ.2552) ออกตามความในประมวลรัษฎากร ว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร ให้เงินได้เท่าที่ได้จ่ายเป็นค่าซื้ออสังหาริมทรัพย์ที่เป็นอาคาร อาคารพร้อมที่ดิน หรือห้องชุดในอาคารชุด เพื่อเป็นที่อยู่อาศัยเป็นเงินได้พึงประเมินที่ได้รับการยกเว้น ไม่ต้องรวมคำนวณเพื่อเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา ตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

1) เงินได้ที่จ่ายเป็นค่าซื้ออสังหาริมทรัพย์ต้องเป็นจำนวนที่จ่ายจริง แต่รวมกันทั้งหมดแล้วไม่เกินสามแสนบาท โดยต้องจ่ายไปในช่วงวันที่ 1 มกราคม พ.ศ.2552 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ.2552 และต้องมีการจดทะเบียนโอนกรรมสิทธิ์ในอสังหาริมทรัพย์นั้นให้แล้วเสร็จภายในช่วงเวลาดังกล่าว

2) ผู้มีเงินได้ต้องมีชื่อเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ในอสังหาริมทรัพย์ที่ซื้อเป็นเวลาติดต่อกันไม่น้อยกว่า 3 ปีนับแต่วันที่จดทะเบียนโอนกรรมสิทธิ์ในอสังหาริมทรัพย์ และอสังหาริมทรัพย์นั้นต้องไม่เคยผ่านการจดทะเบียนโอนกรรมสิทธิ์มาก่อน ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน ทั้งนี้ ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขที่อธิบดีประกาศกำหนด โดยอนุมนตรีรัฐมนตรี (ประมวลรัษฎากร, 2553 : ง-42)

- มติคณะรัฐมนตรีวันที่ 23 มีนาคม พ.ศ.2553 เห็นชอบให้

“ กระทรวงมหาดไทยดำเนินการออกประกาศกระทรวงมหาดไทยเพื่อขยายระยะเวลาการเรียกเก็บค่าธรรมเนียม จดทะเบียนสิทธิและนิติกรรม การโอนอสังหาริมทรัพย์และค่าจดทะเบียนการจ้างอสังหาริมทรัพย์ตามประมวลกฎหมายที่ดินและตามกฎหมายอาคารชุดเหลือร้อยละ 0.01 สำหรับการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ที่ได้จดทะเบียนสิทธิและนิติกรรม จากเดิม ตั้งแต่วันที่ 29 มีนาคม พ.ศ.2552 ถึงวันที่ 28 มีนาคม พ.ศ.2553 เป็น จนถึงวันที่ 31 พฤษภาคม พ.ศ.2553 โดยเห็นชอบให้กรมที่ดินเปิดดำเนินการจดทะเบียนสิทธิและนิติกรรมในวันเสาร์ที่ 29 พฤษภาคม พ.ศ.2553 และวันอาทิตย์ที่ 30 พฤษภาคม พ.ศ.2553”

- มติคณะรัฐมนตรีวันที่ 25 พฤษภาคม พ.ศ.2553 เห็นชอบให้

“หลักกรรมการขยายระยะเวลาการลดค่าธรรมเนียมจดทะเบียนสิทธิและนิติกรรมตามมาตรการกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ซึ่งจะสิ้นสุดในวันที่ 31 พฤษภาคม พ.ศ.2553 เป็นวันที่ 30

มิถุนายน พ.ศ.2553 และมอบหมายให้กรมที่ดิน กระทรวงมหาดไทย ดำเนินการออกกฎหมาย เพื่อให้มีผลบังคับใช้ต่อไป ตามที่กระทรวงการคลังเสนอ”

ข้อเท็จจริง กระทรวงการคลังรายงานว่า

เนื่องจากเหตุการณ์ความรุนแรงจากการชุมนุมของแนวทวงร่วมประชาธิปไตยต่อต้านเผด็จการแห่งชาติ (นปช.) ตั้งแต่เมื่อวันที่ 12 มีนาคม พ.ศ.2553 ที่ผ่านมาได้ทวีความรุนแรงส่งผลต้องประกาศเป็นวันหยุดราชการตั้งแต่วันที่ 17-21 มีนาคม พ.ศ.2553 ทำให้การดำเนินธุรกรรมการปล่อยสินเชื่อและการจดทะเบียนสิทธิและนิติกรรมอสังหาริมทรัพย์ตามมาตราฯ ข้างต้นหยุดชะงัก ซึ่งส่งผลกระทบต่อประชาชนและผู้ประกอบการทั่วไป กระทรวงการคลังจึงเห็นควรขยายระยะเวลามาตรการกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ในการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมจดทะเบียนสิทธิและนิติกรรมอสังหาริมทรัพย์ และค่าจดทะเบียนการจ้างอสังหาริมทรัพย์ตามประมวลกฎหมายที่ดิน และตามกฎหมายว่าด้วยอาคารชุดเหลือร้อยละ 0.01 ซึ่งจะสิ้นสุดในวันที่ 31 พฤษภาคม พ.ศ.2553 ออกไปเป็นสิ้นสุดในวันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ.2553

บทที่ 4

ผลการศึกษา

การศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ความเสี่ยง ผลตอบแทน และการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์
หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาครั้งนี้ได้ใช้แบบจำลอง
CAPM ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับกับความเสี่ยงที่
เป็นระบบ รวมถึงการใช้รูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression Analysis) สำหรับ
การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทน
ตลาดของหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ดังนั้น เนื้อหาในบทนี้จะกล่าวถึงผลการวิเคราะห์ที่ได้จาก
การศึกษาดังกล่าว ได้ดังนี้

4.1 ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจกับอัตราผลตอบแทนของตลาดเฉพาะในหมวด พัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ผลการวิเคราะห์ที่นำเสนอจะหาสมการที่เหมาะสมที่สุดจากทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์
และทดสอบปัญหา Multicollinearity ด้วยการทำ Correlation Matrix จากนั้นจึง Run Regressions
เพื่อหาค่าความสัมพันธ์ และความน่าเชื่อถือทางสถิติของสมการถดถอยเชิงซ้อน โดยพิจารณาค่า
ต่างๆ เช่น ค่า R-Squared (R^2), Adjusted Coefficient of Determination ($Adj.R^2$), และค่า
Significance (Sig.) แล้วทดสอบปัญหา Autocorrelation ด้วยค่า Serial Correlation LM Test และ
ตรวจสอบสมมติฐานทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นและตัวแปรตาม

ขั้นที่ 1 การทดสอบปัญหา Multicollinearity โดยการใช้ Correlation Matrix ในการ
ตรวจสอบ เป็นการพิจารณาความสัมพันธ์ว่าตัวแปรอิสระใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม
ในที่นี้ 6 ตัว โดยตัวแปรอิสระ X's ต้องไม่มีความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปร กรณีตัวแปรอิสระ X's
มีความสัมพันธ์กันจะเรียกว่าเกิดปัญหา Multicollinearity ซึ่งตรวจสอบโดยใช้วิธี Simple
Correlation Coefficients หรือ Pair Wise Correlation Matrix หากค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์คู่ใด
มีค่ามากกว่า 0.8 จะถือว่าเกิดปัญหา Multicollinearity หมายความว่าผลที่ได้แม้ว่าจะยังคง Unbiased
แต่ก็ไม่มีประสิทธิภาพ ซึ่งได้ผลการคำนวณดังตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 แสดงการทดสอบ Correlation Matrix

	RM	PII	CCI	INT	INF	LAW	CRISIS
RM	1.000000	0.190582	0.380622	-0.116399	0.248620	0.421433	0.782851
PII	0.190582	1.000000	-0.506799	0.541016	0.623157	-0.042093	0.023194
CCI	0.380622	-0.506799	1.000000	-0.474974	-0.018218	0.502887	0.397582
INT	-0.116399	0.541016	-0.474974	1.000000	0.294974	0.124679	-0.171336
INF	0.248620	0.623157	-0.018218	0.294974	1.000000	0.247400	0.082867
LAW	0.421433	-0.042093	0.502887	0.124679	0.247400	1.000000	0.586033
CRISIS	0.782851	0.023194	0.397582	-0.171336	0.082867	0.586033	1.000000

ที่มา: การคำนวณ

จากข้อมูลในตารางสามารถสรุปได้ว่า ไม่มีตัวแปรใดมีความสัมพันธ์มากกว่า 0.8 จึงไม่เกิดปัญหา Multicollinearity และสามารถนำตัวแปรมาสร้างเป็นสมการได้ครบทั้ง 6 ตัวแปร

ขั้นที่ 2 การวิเคราะห์ข้อมูลดัชนีพื้นฐานทางเศรษฐกิจในเบื้องต้นเพื่อหาตัวแปรที่เหมาะสมในการอธิบายสมการความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจกับอัตราผลตอบแทนของตลาดเฉพาะหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และสามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$RM_{prop} = b_1 PII_{(t-1)} - b_2 INF - b_3 Law + b_4 Crisis + b_5 RM_{(t-1)} + \varepsilon_i$$

ผลการทดสอบค่าสถิติ ดังตารางที่ 1 ในภาคผนวก ก นำมาเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$RM = 0.564087PII(-1) - 5.493296INF - 14.63210 Law + 95.41300 Crisis + 0.802892 RM(-1)$$

$$(2.932736)*** \quad (-2.417565)*** \quad (-1.097049)^{ns} \quad (4.030224)*** \quad (13.36686)***$$

$$R^2 = 0.899829$$

$$\text{Adjusted } R^2 = 0.894264$$

$$LM(1) = 0.295346$$

หมายเหตุ

ค่าในวงเล็บ

หมายถึง

ค่า t-Statistic

หมายถึง

ระดับนัยสำคัญ 0.01

ns

หมายถึง

ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากการใช้วิธีการสร้างสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression Analysis) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหลักทรัพย์กับปัจจัยอื่นๆ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 พบว่าค่าคงที่ (interception: b_0) มีค่าเท่ากับศูนย์ (0) นั้นหมายความว่า ณ จุดนี้การเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จะขึ้นอยู่กับผลของปัจจัยอื่นๆกับสัมประสิทธิ์การถดถอยเท่านั้น แสดงว่าเมื่อไม่มีปัจจัยอื่นๆ มากระทบกับตลาดหลักทรัพย์ ดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวดอสังหาริมทรัพย์จะมีค่าเป็นบวก

เมื่อพิจารณาค่า $R^2 = 0.899829$ หมายความว่า ตัวแปรอิสระที่ใช้ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้อยู่ที่ร้อยละ 89.98 ตัวแปรอิสระที่ผ่านการทดสอบแบบ Enter regression นั้นมี 5 ตัว นั่นคือ ตัวแปร PII_{t-1} , INF, Crisis, RM_{t-1} อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ Law ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 สามารถอธิบายถึงดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้ นอกจากนี้ ค่า LM test แสดงให้เห็นว่าสมการดังกล่าวไม่มีปัญหา Autocorrelation (ดังตารางที่ 2 ในภาคผนวก ก)

ทั้งนี้ จากการทดสอบ Multicollinearity ค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระภายในกลุ่มระหว่าง ตัวแปร Law กับ CCI มีความสัมพันธ์กันเท่ากับ 0.502887 และ Law กับ Crisis มีความสัมพันธ์กันเท่ากับ 0.586033 ซึ่งมีลักษณะความสัมพันธ์กันภายในมากกว่าความสัมพันธ์กับ RM ที่มีค่าเท่ากับ 0.421433 จึงแสดงให้เห็นว่าระหว่าง Law และ CCI มีความสัมพันธ์กันสูง ก็จะทำให้ตัวประมาณค่าสัมประสิทธิ์มีระดับความน่าเชื่อถือลดลง สำหรับตัวแปร CCI เป็นดัชนีที่บ่งบอกถึงระดับความเชื่อมั่นของผู้บริโภคในการตัดสินใจซื้อหรือลงทุน จากสถานการณ์ต่างๆที่เกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาคั้งนี้อาจส่งผลกระทบต่อ การตัดสินใจซื้อของผู้บริโภค แต่ถึงอย่างไรก็ตามการตัดสินใจซื้อของผู้บริโภคในแต่ละครั้งยังมีองค์ประกอบอื่นๆ ที่มีส่วนช่วยในการตัดสินใจไม่ว่าจะเป็นรายได้ส่วนบุคคล ทำเลที่ตั้ง หรืออื่นๆ ดังนั้น จึงพิจารณาตัดตัวแปรนี้ออก ขณะที่ตัวแปร Law กับ Crisis ถึงแม้ว่าจะมีความสัมพันธ์กันภายในกลุ่ม แต่เนื่องจาก Law เป็นตัวแปรหุ่นของมาตรการที่ภาครัฐออกมาเพื่อกระตุ้นให้เกิดการขยายตัวของ การซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ และผลประกอบการของธุรกิจ เป็นการพยุงธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ให้เกิดสภาพคล่องในการดำเนินงานมากขึ้น ในช่วงที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ภายในประเทศชะลอตัวลงจากผลกระทบของตัวแปร Crisis ที่เป็นตัวแปรหุ่นของผลกระทบปัญหาวิกฤตทางการเงินในขณะนั้น ซึ่งเกิดขึ้นในช่วงเวลาเดียวกันกับที่รัฐบาลออกมาตรการช่วยเหลือ (Law) ซึ่งผลของการกำหนดนโยบายดังกล่าวทำให้จำนวนการทำธุรกรรมอสังหาริมทรัพย์และการจดทะเบียนที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้นในเขตกรุงเทพมหานครและปริมณฑลตลอดช่วงเวลาที่มีการออกมาตรการสนับสนุนอสังหาริมทรัพย์ ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้จะยังคงเก็บตัวแปร Law เพราะเป็นตัวแปรที่มีความสำคัญและสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในช่วงวิกฤตทางการเงินได้อย่างมีนัย

จากข้อมูลต่างๆ ที่คำนวณได้ สามารถอธิบายได้ดังนี้

1) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนในช่วงเวลาในอดีต(PII_{t-1}) มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 0.5640087 หมายความว่า ถ้าดัชนีการลงทุนภาคเอกชนในอดีตเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะมีผลทำให้ดัชนีราคาตลาดหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในปัจจุบันเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น 0.5640087 จุด โดยประมาณว่าปัจจัยอื่นๆ คงที่ ซึ่งเป็นการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันและเป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้

อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ตัวแปรนี้เป็นตัวชี้ราคาตลาดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในระยะเวลาถัดไป 1 หน่วยเวลา หรือก็คือเมื่อการลงทุนในช่วงเวลาที่ผ่านมา 1 เดือนของนักลงทุนมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นย่อมแสดงถึงความมั่นใจในธุรกิจนี้โดยรวม ทำให้นักลงทุนสนใจอยากลงทุนในหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มากขึ้น ส่งผลให้ดัชนีราคาตลาดเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน

2) อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (INF) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ เท่ากับ 5.493296 แสดงให้เห็นว่า ถ้าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย จะมีผลทำให้ดัชนีราคาตลาดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้ามลดลง 5.493296 จุด โดยที่ปัจจัยอื่นๆ คงที่ ซึ่งเป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 แสดงว่าเมื่ออัตราเงินเฟ้อปรับตัวสูงขึ้นย่อมมาคู่กับค่าของเงินน้อยลง หากอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นส่งผลต่อมูลค่าสินค้าของตลาดที่แท้จริงในปัจจุบัน ประชาชนจึงมีความระมัดระวังในการใช้จ่ายมากขึ้น

3) มาตรการสนับสนุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์จากภาครัฐ (Law) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -14.63210 หมายความว่า การใช้มาตรการสนับสนุนของรัฐทางด้านอสังหาริมทรัพย์ในช่วงวิกฤตมีผลทำให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นมากกว่าค่าเฉลี่ยในช่วงปกติ 14.63210 จุด ซึ่งเป็นเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันและไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้เนื่องจาก Law เป็นตัวแปรหุ่นของมาตรการลดค่าธรรมเนียมในการโอนอสังหาริมทรัพย์ทำให้ต้นทุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ลดลง ส่งผลต่อการขยายตัวของอุปสงค์และผลประกอบการของผู้ลงทุนในอุตสาหกรรมนี้ ทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน แต่ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แสดงให้เห็นว่ามาตรการสนับสนุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์จากภาครัฐไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในระยะยาว

4) วิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ (Crisis) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 95.413 หมายความว่า โดยเฉลี่ยค่าดัชนีราคาตลาดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในช่วงวิกฤตจะน้อยกว่าดัชนีราคาตลาดหมวดนี้ประมาณ 95.413 จุด กำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ ซึ่งเป็นเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้ามและไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ว่าในช่วงปกติค่าดัชนีราคาตลาดในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะสูงกว่าค่าเฉลี่ยดัชนีราคาในช่วงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์

5) ดัชนีราคาตลาดหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ช่วงเวลาในอดีตมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาตลาดหมวดอสังหาริมทรัพย์ในปัจจุบัน (RM_{t-1}) โดยการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาตลาดหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ช่วงเวลาในอดีต 1 เดือนย้อนหลัง 1 จุด จะมีผลทำให้ดัชนีราคาตลาดหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน 0.802092 จุด ทั้งนี้กำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ ซึ่งเป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 นั้นหมายความว่าเมื่อดัชนีราคาตลาดหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในช่วงเวลา 1 เดือนที่

ผ่านมามีการขยับตัวเพิ่มสูงขึ้น 1 จุด จะสร้างความสนใจให้กับนักลงทุนเข้ามาเก็งกำไรในหลักทรัพย์กลุ่มนี้มากขึ้น ส่งผลให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์ภายในกลุ่มเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน

4.2 การวิเคราะห์ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

จากการผลการศึกษาใน 3 ช่วง คือ ช่วงระยะเวลาตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือน ธันวาคม พ.ศ.2549 ช่วงระยะเวลาตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ.2550 ถึง เดือน มิถุนายน พ.ศ. 2553 และช่วงระยะเวลาตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือน มิถุนายน พ.ศ.2553

4.2.1. ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Set Index) และหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

สถานการณ์การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในแต่ละช่วง การศึกษา ตั้งแต่ระยะเวลา เดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึง มิถุนายน พ.ศ.2553 สามารถสรุปได้ดังนี้

อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ทั้ง 52 หลักทรัพย์ในช่วงการศึกษาที่ 1 ระหว่างเดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ.2549 พบว่าหลักทรัพย์มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเป็นบวก หรือมีกำไรจากการลงทุนเท่ากับร้อยละ 3.17 เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด (Set Index) ปรากฏว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์รวมโดยเฉลี่ยมีค่าสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด (Set Index) ซึ่งมีค่าติดลบอยู่ที่ ร้อยละ (0.41)

อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ทั้ง 58 หลักทรัพย์ในช่วงการศึกษาที่ 2 ระหว่างเดือน มกราคม พ.ศ.2550 ถึง เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553 พบว่าหลักทรัพย์มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเป็นบวก หรือมีกำไรจากการลงทุนเท่ากับร้อยละ 0.64 เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด (Set Index) ที่มีค่าเท่ากับร้อยละ 0.57 ปรากฏว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์รวมโดยเฉลี่ยมีค่าสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด (Set Index) ไม่มากนัก

อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ทั้ง 58 หลักทรัพย์ในช่วงการศึกษาที่ 3 ระหว่างเดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือน มิถุนายน พ.ศ.2553 พบว่าหลักทรัพย์มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเป็นบวก หรือมีกำไรจากการลงทุนเท่ากับร้อยละ 1.60 เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีค่าเท่ากับร้อยละ 0.11 ซึ่งจะเห็นว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์รวมโดยเฉลี่ยมีค่าสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดไม่มากนัก

ตารางที่ 4.2 อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SET Index)

ชื่อบมจ. หลักทรัพย์	ชื่อย่อ	พ.ศ.2547 - พ.ศ.2549	พ.ศ.2550 - มิถุนายน พ.ศ.2553	พ.ศ.2547 - มิถุนายน พ.ศ.2553
ตลาดหลักทรัพย์	Set Index	- 0.41	0.57	0.11
1 บมจ. ยูนิเวนเจอร์	UV	- 1.14	1.00	0.02
2 บมจ. แลนด์แอนด์เฮาส์	LH	- 1.57	0.32	- 0.55
3 บมจ. มั่นคงเคหะการ	MK	0.03	0.59	0.33
4 บมจ. ลิฟวิ่งแลนด์ แคปิตอล	LL	0.67	5.74	3.40
5 บมจ. คริสเตียนีและนิกเส็น (ไทย)	CNT	- 4.74	2.44	- 0.87
6 บมจ. กฤษดาพานิช	KMC	- 5.82	- 1.91	- 3.71
7 บมจ. ไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม	TFD	- 0.21	0.20	0.01
8 บมจ. ควอลิตี้เฮาส์	QH	- 0.48	2.45	1.10
9 บมจ. บางกอกแลนด์	BLAND	- 0.61	0.05	- 0.26
10 บมจ. เหมราชพัฒนาที่ดิน	HEMRAJ	- 0.98	2.18	0.72
11 บมจ. จีโน-ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น	STEC	- 3.05	2.02	- 0.32
12 บมจ. เอเชียันพร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	AP	- 0.17	1.76	0.87
13 บมจ. เคปเปล ไทย พร็อพเพอร์ตี้	KTP	- 1.76	2.04	0.28
14 บมจ. แนเชอรัล พาร์ค	N-PARK	- 7.83	2.78	- 2.12
15 บมจ. พร็อพเพอร์ตี้ เพอร์เฟค	PF	- 2.78	0.79	- 0.85
16 บมจ. สัมมากร	SAMCO	- 0.60	- 0.74	- 0.67
17 บมจ. ซินเท็ค คอนสตรัคชั่น	SYNTEC	- 3.10	1.65	- 0.54
18 บมจ. ไรมอน แลนด์	RAIMON	- 0.35	- 1.55	- 0.99
19 บมจ. สุกาลัย	SPALI	- 0.09	3.04	1.60
20 บมจ. อีสเทอร์น สตาร์ เรียล เอสเตท	ESTAR	- 2.17	0.63	- 0.66
21 บมจ. เอเวอร์แลนด์	EVER	38.96	- 2.62	16.57
22 บมจ. แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	GOLD	- 0.88	- 0.06	- 0.44
23 บมจ. อิตาเลียนไทย ดีเวลล็อปเม้นท์	ITD	- 2.17	- 0.35	- 1.19
24 บมจ. เค.ซี. พร็อพเพอร์ตี้	KC	16.84	- 0.03	7.75
25 บมจ. แอล.พี.เอ็น. ดีเวลล็อปเม้นท์	LPN	1.65	2.10	1.89
26 บมจ. เซ็นทรัลพัฒนา	CPN	2.38	0.65	1.45
27 บมจ. ช.การช่าง	CK	- 2.28	0.68	- 0.69
28 บมจ. เนวาร์คน์พัฒนาการ	NWR	- 4.59	- 0.29	- 2.28
29 บมจ. สวณอุตสาหกรรมโรจนะ	ROJNA	0.38	0.05	0.20
30 บมจ. แกรนด์ คาแนล แลนด์	GLAND	- 3.18	0.74	- 1.07
31 บมจ. พีเออี (ประเทศไทย)	PAE	55.88	- 2.85	24.25
32 บมจ. ปรีชากรุ๊ป	PRECHA	21.31	2.39	11.12
33 บมจ. เอ็ม บี เค	MBK	0.30	0.83	0.58

ตารางที่ 4.2 (ต่อ)

	ชื่อบมจ.หลักทรัพย์	ชื่อย่อ	พ.ศ.2547 - พ.ศ.2549	พ.ศ.2550 - มิถุนายน พ.ศ.2553	พ.ศ.2547 - มิถุนายน พ.ศ.2553
34	บมจ. อีเอ็มซี	EMC	38.78	0.79	18.32
35	บมจ. แสนสิริ	SIRI	- 2.02	1.70	- 0.02
36	บมจ. โนเบิล ดีเวลลอปเมนท์	NOBLE	- 2.40	0.88	- 0.63
37	บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชั่น	AMATA	- 0.22	0.55	0.19
38	บมจ. ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น	TICON	2.15	- 0.90	0.51
39	บมจ. ลลิต พร็อพเพอร์ตี้	LALIN	- 2.01	- 0.19	- 1.03
40	บมจ. เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริง	PLE	- 1.77	- 2.12	-1.96
41	บมจ. ชาญอิสสระ ดีเวลลอปเมนท์	CI	7.92	0.18	3.75
42	บมจ. สยามฟิวเจอร์ ดีเวลลอปเมนท์	SF	1.22	1.06	1.14
43	บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น	SC	- 2.14	1.03	- 0.43
44	บมจ. เอ็ม. ซี. เฮาส์ซิง	NCH	1.17	0.15	0.60
45	บมจ. อารีธา พร็อพเพอร์ตี้	A	0.91	- 0.19	0.29
46	บมจ. นวนคร	NNCL	5.63	- 1.60	1.47
47	บมจ. ซีฟโก้	SEAFCO	1.15	- 0.10	0.39
48	บมจ. เมโทรสตาาร์ พร็อพเพอร์ตี้	METRO	10.54	- 3.79	- 0.21
49	บมจ. ปริณสุริ	PRIN	6.18	0.39	1.76
50	บมจ. พรินัลท์	PREB	- 0.86	1.79	1.20
51	บมจ. พุกยา เรียลเอสเตท	PS	2.03	3.80	3.40
52	บมจ. แอสคอน คอนสตรัคชั่น	ASCON	10.51	- 1.95	0.82
53	บมจ. บ้านร็อคคาร์เด็น	BROCK		- 0.14	- 0.38
54	บมจ. ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น	UNIQ		4.86	4.86
55	บมจ. ราสา พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเมนท์	RASA		0.91	0.91
56	บมจ. เมเจอร์ ดีเวลลอปเมนท์	MJD		- 0.69	- 0.69
57	บมจ. โตโฮ-ไทย คอร์ปอเรชั่น	TTCL		4.13	4.13
58	บมจ. เสนาดีเวลลอปเมนท์	SENA		- 0.27	- 0.27
	Average		3.17	0.64	1.60

ที่มา: การคำนวณ

ผลสรุปแสดงให้เห็นว่า ส่วนใหญ่แล้วผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะให้ผลตอบแทนในอัตราที่ผันผวนมากกว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์โดยรวม ทั้งในช่วงปกติและช่วงที่มีวิกฤติ ทั้งนี้ เพราะความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในหมวดอสังหาริมทรัพย์สูงกว่าราคาของหลักทรัพย์รวมในตลาดทั้งหมด ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความเสี่ยงที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในหมวดนี้เมื่อเทียบกับทั้งตลาด (ดูในหมวดต่อไป)

4.2.2. ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

การศึกษานี้ ได้ใช้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี ซึ่งเท่ากับ 1.990153% ต่อปี อ้างอิงถึงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk-Free Rate) ซึ่งสามารถคำนวณเป็นอัตราผลตอบแทนรายเดือนได้เท่ากับ 0.1658461% ต่อเดือน(ตารางที่ 3 ในภาคผนวก ก)

4.2.3. การวัดความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Standard Deviation)

การวิเคราะห์ σ_p ใช้เพื่อพิจารณาโอกาสที่นักลงทุนจะไม่ได้ผลตอบแทนที่คาดหวังไว้หรือความเสี่ยงที่อัตราผลตอบแทนจะเบี่ยงเบนไปจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ถ้าค่า σ_p มีค่าสูงก็จะแสดงว่าหลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงสูง

ผลจากการวิเคราะห์พบว่าช่วงการศึกษาที่ 1 เดือนมกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ.2549 หลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 10 อันดับที่มีค่า σ_p สูง คือ PAE, EMC, EVER, PRECHA, KC, CI, LL, NNCL, KTP, NCH (ตามลำดับ) จากการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ย σ_p ของหลักทรัพย์ เท่ากับ 33.12% และ ค่า σ_p ของตลาดหลักทรัพย์ เท่ากับ 4.59% นั้นแสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในช่วงนี้มีความเสี่ยงมากกว่าตลาด (Set Index) แต่หากพิจารณาเป็นรายหลักทรัพย์จะเห็นว่ามียางหลักทรัพย์มีค่า σ_p หรือระดับความเสี่ยงเท่ากับตลาด ได้แก่ MBK

สำหรับค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนหลักทรัพย์เฉลี่ยโดยรวม ซึ่งแสดงถึงความเสี่ยงรวมของหลักทรัพย์ พบว่าความเสี่ยงรวมของหลักทรัพย์มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 33.12 เมื่อเปรียบเทียบกับหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์รวม (Set Index) ซึ่งมีความเสี่ยงรวมเท่ากับ 4.59 นั้นแสดงว่าภาพรวมของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีความเสี่ยงรวมสูงกว่าตลาด (Set Index)

ช่วงการศึกษาที่ 2 เดือนมกราคม พ.ศ.2549 ถึง เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553 หลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 10 อันดับที่มีค่า σ_p สูง คือ LL, N-PARK, UNIQ, EMC, EVER, RASA, KTP, GOLD, CK, CNT (ตามลำดับ) จากการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ย σ_p ของหลักทรัพย์ เท่ากับ 15.79% และ ค่า σ_p ของตลาด เท่ากับ 8.18% นั้นแสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในช่วงนี้มีความเสี่ยงมากกว่าตลาด (Set Index) แต่หากพิจารณาเป็นรายหลักทรัพย์จะเห็นว่ามียางหลักทรัพย์มีค่า σ_p หรือระดับความเสี่ยงน้อยกว่าตลาด ได้แก่ 5.91%(MBK), 2.96%(A), 6%(ASCON), 4.23%(SENA)

สำหรับค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนหลักทรัพย์เฉลี่ยโดยรวม ซึ่งแสดงถึงความเสี่ยงรวมของหลักทรัพย์ พบว่าความเสี่ยงรวมของหลักทรัพย์มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 15.79 เมื่อ

เปรียบเทียบกับตลาด (Set Index) ซึ่งมีความเสี่ยงรวมเท่ากับ 8.18 นั้นแสดงว่าภาพรวมของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีความเสี่ยงรวมสูงกว่าตลาด (Set Index)

ช่วงการศึกษาที่ 3 เดือนมกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553 หลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 10 อันดับที่มีค่า σ_p สูง คือ PAE, EMC, EVER, PRECHA, KC, CI, LL, N-PARK, UNIQ, KTP (ตามลำดับ) จากการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ย σ_p ของหลักทรัพย์ เท่ากับ 26.39% และ ค่า σ_p ของตลาดหลักทรัพย์ เท่ากับ 6.74% นั้นแสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในช่วงนี้มีความเสี่ยงมากกว่าตลาดหลักทรัพย์ (Set Index) แต่หากพิจารณาเป็นรายหลักทรัพย์จะเห็นว่ามีบางหลักทรัพย์มีค่า σ_p หรือระดับความเสี่ยงน้อยกว่าตลาดได้แก่ 5.31%(MBK), 4.23%(SENA)

สำหรับค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนหลักทรัพย์เฉลี่ยโดยรวม ซึ่งแสดงถึงความเสี่ยงรวมของหลักทรัพย์ พบว่าความเสี่ยงรวมของหลักทรัพย์มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 26.39 เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดซึ่งมีความเสี่ยงรวมเท่ากับ 6.74 นั้นแสดงว่าภาพรวมของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีความเสี่ยงรวมสูงกว่าตลาด (Set Index) อย่างมาก

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาค่า σ_p ในแต่ละช่วงการศึกษา 10 อันดับแรกที่มีค่า σ_p มีค่าสูงแสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นหลักทรัพย์ที่นักลงทุนจะไม่ได้ผลตอบแทนที่คาดหวังไว้ หรือความเสี่ยงที่อัตราผลตอบแทนจะเบี่ยงเบนไปจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง แต่เมื่อมาพิจารณาความเสี่ยงในแต่ละช่วงโดยเฉพาะจะเห็นว่าในช่วงการศึกษาที่ 1 กับช่วงการศึกษาที่ 3 ลักษณะภาวะตลาดและผลตอบแทนไม่มีความแปรปรวนมากนัก ผลการศึกษาค่า σ_p ใน 7 อันดับของทั้ง 2 ช่วงระยะเวลาการศึกษาหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงจะเป็นหลักทรัพย์กลุ่มเดียวกัน นั่นคือ PAE, EMC, EVER, PRECHA, KC, CI, LL (ดังตารางที่ 4.3)

ตารางที่ 4.3 ผลการวิเคราะห์ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Standard Deviation)

ชื่อบมจ.หลักทรัพย์	ชื่อย่อ	พ.ศ.2547 – พ.ศ.2549		พ.ศ.2550 - มิถุนายน พ.ศ.2553		พ.ศ.2547 – มิถุนายน พ.ศ. 2553	
		ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน(Standard division)		ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard division)		ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard division)	
		ร้อยละ	อันดับ	ร้อยละ	อันดับ	ร้อยละ	อันดับ
ตลาดหลักทรัพย์	Set Index	4.59		8.18		6.74	
1 บมจ. ยูนิ เวนเจอร์	UV	13.25	27	15.62	32	14.52	32
2 บมจ. แลนด์แอนด์เฮาส์	LH	8.63	48	13.69	39	11.60	49
3 บมจ. มั่นคงเคหะการ	MK	9.13	47	11.32	49	10.31	52
4 บมจ. ลิฟวิ่งแลนด์ แคปปิตอล	LL	35.55	7	39.79	1	37.74	7
5 บมจ. คริสเตียนีและนิลเสน (ไทย)	CNT	20.12	13	18.28	10	19.36	13
6 บมจ. กฤษดามหานคร	KMC	14.21	23	17.13	18	15.87	25
7 บมจ. ไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม	TFD	12.71	30	8.63	53	10.64	51
8 บมจ. ควอลิตี้เฮาส์	QH	8.28	50	15.29	34	12.56	44
9 บมจ. บางกอกแลนด์	BLAND	18.48	14	16.66	22	17.41	16
10 บมจ. เหมราชพัฒนาที่ดิน	HEMRAJ	10.48	42	15.66	31	13.53	37
11 บมจ. ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น	STEC	15.61	19	15.78	30	15.81	26
12 บมจ.เอเชียนพร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	AP	11.01	38	17.43	13	14.76	31
13 บมจ. เคปเปล ไทย พร็อพเพอร์ตี้	KTP	23.76	9	20.66	7	22.08	10
14 บมจ. แนเชอรัล พาร์ค	N-PARK	12.96	28	39.39	2	30.51	8
15 บมจ. พร็อพเพอร์ตี้ เพอร์เฟค	PF	12.07	34	12.48	46	12.34	46
16 บมจ. สัมมาการ	SAMCO	9.27	46	8.56	54	8.84	54
17 บมจ. ซินเท็ค คอนสตรัคชั่น	SYNTEC	17.95	17	17.38	15	17.69	15
18 บมจ. ไรมอน แลนด์	RAIMON	8.51	49	16.76	21	13.52	38
19 บมจ. สุภาลัย	SPALI	11.94	36	13.26	40	12.68	43
20 บมจ. อีสเทอร์น สตาร์ รีเอด เอสเตท	ESTAR	13.97	24	13.05	41	13.47	39
21 บมจ. เอเวอร์แลนด์	EVER	221.24	3	22.97	5	151.54	3
22 บมจ. แฉ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	GOLD	12.62	31	18.91	8	16.21	22
23 บมจ. อิกาลีทไทย ดีเวลลอปเม้นท์	ITD	10.70	40	15.90	28	13.69	36

ตารางที่ 4.3 (ต่อ)

ข้อบมจ.หลักทรัพย์	ชื่อย่อ	พ.ศ.2547 – พ.ศ.2549		พ.ศ.2550 - มิถุนายน พ.ศ.2553		พ.ศ.2547 - มิถุนายน พ.ศ. 2553		
		ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน(Standard division)		ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard division)		ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard division)		
		ร้อยละ	อันดับ	ร้อยละ	อันดับ	ร้อยละ	อันดับ	
24	บมจ. เค.ซี. พร็อพเพอร์ตี้	KC	76.63	5	9.70	51	52.83	5
25	บมจ. แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์	LPN	9.40	45	15.85	29	13.19	40
26	บมจ. เซ็นทรัลพัฒนา	CPN	7.42	51	14.96	37	12.04	47
27	บมจ. ช.การช่าง	CK	12.45	32	18.48	9	15.95	24
28	บมจ.เนอวอร์ดส์พัฒนาการ	NWR	18.10	15	16.09	26	17.07	20
29	บมจ. สวนอุตสาหกรรมโรจนะ	ROJNA	10.46	43	15.00	36	13.02	42
30	บมจ. แกรนด์ คาแนล แลนด์	GLAND	21.01	12	12.85	42	17.10	19
31	บมจ. ทีเออี (ประเทศไทย)	PAE	341.06	1	15.97	27	232.12	1
32	บมจ. ปรีชากรุ๊ป	PRECHA	137.87	4	18.11	11	94.37	4
33	บมจ. เอ็ม บี เค	MBK	4.59	52	5.91	56	5.31	55
34	บมจ. อีเอ็มซี	EMC	230.36	2	25.38	4	157.56	2
35	บมจ. แอสสิริ	SIRI	13.49	26	12.69	44	13.11	41
36	บมจ. โนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์	NOBLE	12.22	33	12.76	43	12.54	45
37	บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชั่น	AMATA	10.01	44	17.07	19	14.17	34
38	บมจ. ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น	TICON	10.83	39	12.19	47	11.61	48
39	บมจ. ลลิต พร็อพเพอร์ตี้	LALIN	12.04	35	17.16	17	14.95	30
40	บมจ. เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริง	PLE	10.63	41	17.06	20	14.37	33
41	บมจ. ซาญอัสสระ ดีเวลลอปเม้นท์	CI	63.53	6	9.42	52	43.55	6
42	บมจ. สยามพิวเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์	SF	12.88	29	17.38	14	15.37	28
43	บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น	SC	21.69	11	12.52	45	17.32	17
44	บมจ. เอ็น. ซี. เฮาส์ซิ่ง	NCH	21.72	10	10.01	50	16.12	23
45	บมจ. อารีธา พร็อพเพอร์ตี้	A	14.48	22	2.96	58	9.71	53
46	บมจ. นวนคร	NNCL	25.99	8	15.14	35	20.61	12
47	บมจ. ซีฟโก้	SEAFKO	13.77	25	16.32	23	15.28	29
48	บมจ. เมโทรสตาร์ พร็อพเพอร์ตี้	METRO	16.35	18	16.13	25	17.21	18

ตารางที่ 4.3 (ต่อ)

ชื่อ บมจ. หลักทรัพย์	ชื่อย่อ	พ.ศ.2547 – พ.ศ.2549		พ.ศ.2550 - มิถุนายน พ.ศ.2553		พ.ศ.2547 – มิถุนายน พ.ศ. 2553	
		ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน(Standard division)		ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard division)		ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard division)	
		ร้อยละ	อันดับ	ร้อยละ	อันดับ	ร้อยละ	อันดับ
49 บมจ. ปรีญศิริ	PRIN	15.57	20	17.31	16	16.96	21
50 บมจ. พรีเมิลท์	PREB	15.26	21	15.59	33	15.42	27
51 บมจ. พุกษา เรียดเอสเคท	PS	11.87	37	16.23	24	15.28	29
52 บมจ. แอสคอน คอนสตรัคชั่น	ASCON	17.99	16	6.00	55	11.06	50
53 บมจ. บ้านเรือคาร์เด็น	BROCK			11.64	48	11.61	48
54 บมจ. ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น	UNIQ			29.65	3	29.65	9
55 บมจ. รสา พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	RASA			21.49	6	21.49	11
56 บมจ. เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์	MJD			14.14	38	14.14	35
57 บมจ. โตโฮ-ไทย คอร์ปอเรชั่น	TTCL			17.86	12	17.86	14
58 บมจ. เสนาดีเวลลอปเม้นท์	SENA			4.23	57	4.23	56
Average		33.12		15.79		26.39	

ที่มา : จากการคำนวณ

4.2.4. การหาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยใช้แบบจำลอง CAPM

1) การวิเคราะห์ค่า R^2

การวิเคราะห์ค่า R^2 ใช้เพื่อพิจารณาว่าสมการที่ใช้ในการวิเคราะห์สามารถอธิบายความสัมพันธ์ได้ดีเพียงใด หรือ การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระทางขวาของสมการสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามทางซ้ายมือได้ดีมากเพียงใด ค่า R^2 ที่สูงแสดงว่าการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้สูง หรือการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของตลาดสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้สูง หรือ ได้รับอิทธิพลจากความเสี่ยงที่เป็นระบบมาก แต่ถ้าหากว่าค่า R^2 ต่ำ

แสดงว่า การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระ หรือความเสี่ยงที่เป็นระบบสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามหรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้น้อย

ผลการวิเคราะห์พบว่า ช่วงการศึกษาที่ 1 เดือนมกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ.2549 หลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยหลักทรัพย์ที่มีค่า R^2 ต่ำสุด 5 อันดับ ได้แก่ 0.04 (PAE, A), 0.03 (CNT, MBK, NCH), 0.02 (EMC), 0.01 (CI), 0.00 (PRECHA) (ตามลำดับ) หมายความว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบ อธิบายได้เพียงเล็กน้อย (0-4%) หรือไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของ หลักทรัพย์ PAE, A, CNT, MBK, NCH, EMC, CI, PRECHA ได้ ส่วนหลักทรัพย์ที่มีค่า R^2 สูงสุด 5 อันดับ ได้แก่ 0.64 (ITD), 0.60(PRIN), 0.59(PREB), 0.56(PS), 0.52(HEMRAJ) (ตามลำดับ) หมายความว่า การเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ หรือก็คืออัตรา ผลตอบแทนของตลาด (Set Index) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ ITD ได้ 64% ส่วนที่เหลือเกิดจากอิทธิพลของความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

ช่วงการศึกษาที่ 2 เดือนมกราคม พ.ศ.2549 ถึง เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553 หลักทรัพย์ใน หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยหลักทรัพย์ที่มีค่า R^2 ต่ำสุด 5 อันดับ ได้แก่ 0.11 (KTP), 0.09 (N-PARK,EVER), 0.08 (UNIQ), 0.05 (GLAND,LL), 0.00 (NCH) (ตามลำดับ) หมายความว่า การ เปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบอธิบายการเปลี่ยนแปลงใน อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ KTP, N-PARK, EVER, UNIQ, GLAND, LL, NCH ได้เพียง เล็กน้อย (0-11%) ส่วนหลักทรัพย์ที่มีค่า R^2 สูงสุด 5 อันดับ ได้แก่ 0.70 (AMATA), 0.65(AP,LPN), 0.63(CPN,LH,SPALI), 0.62(QH), 0.61(ITD) (ตามลำดับ) หมายความว่า การ เปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบ สามารถอธิบายการ เปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ หรือก็คืออัตราผลตอบแทนของตลาด (Set Index) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ AMATA ได้ 70% ส่วนที่เหลือเกิดจาก อิทธิพลของความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

ช่วงการศึกษาที่ 3 เดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือน มิถุนายน พ.ศ.2553 หลักทรัพย์ ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยหลักทรัพย์ที่มีค่า R^2 ต่ำสุด 5 อันดับ ได้แก่ 0.06(GRAND), 0.03 (KC), 0.02 (A, EVER), 0.01(CI, PAE, EMC, NCH), 0.00(PRECHA) (ตามลำดับ) หมายความว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบอธิบายการเปลี่ยนแปลง ในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ GRAND, KC, A, EVER, CI, PAE, EMC, NCH, PRECHA ได้เพียงเล็กน้อย (0-6%) ส่วนหลักทรัพย์ที่มีค่า R^2 สูงสุด 5 อันดับ ได้แก่ 0.62 (ITD),

0.61(AMATA), 0.59 (AP), 0.58(LH), 0.57(PS,LPN) (ตามลำดับ) หมายความว่า การเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ หรือก็คืออัตราผลตอบแทนของตลาด (Set Index) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ ITD ได้ 62% ส่วนที่เหลือเกิดจากอิทธิพลของความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (ดังตารางที่ 4.4)

ตารางที่ 4.4 ผลการวิเคราะห์ค่า R^2

ชื่อ บมจ. หลักทรัพย์	ชื่อย่อ	พ.ศ.2547 - พ.ศ.2549		พ.ศ.2550 - มิถุนายน พ.ศ. 2553		พ.ศ.2547 - มิถุนายน พ.ศ. 2553	
		R^2		R^2		R^2	
			อันดับ		อันดับ		อันดับ
ตลาดหลักทรัพย์	Set Index						
1 บมจ. ยูนิเวนเจอร์	UV	0.34	12	0.16	34	0.20	31
2 บมจ. แลนด์แอนด์เฮาส์	LH	0.42	8	0.63	3	0.58	4
3 บมจ. มั่นคงเคหะการ	MK	0.21	21	0.47	14	0.38	17
4 บมจ. ลิฟวิ่งแลนด์ แคปปิตอล	LL	0.15	26	0.05	40	0.07	37
5 บมจ. คริสเตียนีและนิลเสน (ไทย)	CNT	0.03	33	0.14	35	0.09	35
6 บมจ. กฤษดามหานคร	KMC	0.22	20	0.46	15	0.37	18
7 บมจ. ไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม	TFD	0.23	19	0.24	29	0.19	32
8 บมจ. ควอลิตี้เฮาส์	QH	0.20	22	0.62	4	0.52	8
9 บมจ. บางกอกแลนด์	BLAND	0.21	21	0.46	15	0.33	22
10 บมจ. เหมราชพัฒนาที่ดิน	HEMRAJ	0.52	5	0.28	28	0.34	21
11 บมจ. จีโน-ไทย เอ็นจีเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น	STEC	0.30	15	0.42	18	0.36	20
12 บมจ. เอเชียนพร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	AP	0.40	9	0.65	2	0.59	3
13 บมจ. เคปเปล ไทย พร็อพเพอร์ตี้	KTP	0.05	31	0.11	37	0.07	37
14 บมจ. แนเชอรัล พาร์ค	N-PARK	0.38	10	0.09	38	0.12	34
15 บมจ. พร็อพเพอร์ตี้ เพอร์เฟค	PF	0.07	30	0.38	20	0.25	27
16 บมจ. สัมมากร	SAMCO	0.34	12	0.14	35	0.18	33
17 บมจ. ซินเท็ค คอนสตรัคชั่น	SYNTEC	0.27	18	0.47	14	0.37	18
18 บมจ. ไรมอน แลนด์	RAIMON	0.19	23	0.52	11	0.44	13
19 บมจ. สุภาลัย	SPALI	0.16	25	0.63	3	0.44	13
20 บมจ. อีสเทอร์น สตาร์ รีเทล เอสเตท	ESTAR	0.33	13	0.31	25	0.29	24

ตารางที่ 4.4 (ต่อ)

	ชื่อบมจ.หลักทรัพย์	ชื่อย่อ	พ.ศ.2547 - พ.ศ.2549		พ.ศ.2550 - มิถุนายน พ.ศ. 2553		พ.ศ.2547 - มิถุนายน พ.ศ. 2553	
			R ²		R ²		R ²	
				อันดับ		อันดับ		อันดับ
21	บมจ. เอเวอร์แลนด์	EVER	0.07	30	0.09	38	0.02	40
22	บมจ. แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	GOLD	0.17	24	0.38	20	0.32	23
23	บมจ. อิตาเลียนไทย ดีเวลล็อปเม้นท์	ITD	0.64	1	0.61	5	0.62	1
24	บมจ. เค.ซี. พร็อพเพอร์ตี้	KC	0.08	29	0.20	31	0.03	39
25	บมจ. แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์	LPN	0.34	12	0.65	2	0.57	5
26	บมจ. เซ็นทรัลพัฒนา	CPN	0.23	19	0.63	3	0.53	7
27	บมจ. ช.การช่าง	CK	0.46	6	0.55	9	0.53	7
28	บมจ.เนาวรัตน์พัฒนาการ	NWR	0.27	18	0.60	6	0.42	14
29	บมจ. สวนอุตสาหกรรมโรจนะ	ROJNA	0.46	7	0.52	11	0.49	10
30	บมจ. แกรนด์ คาแนล แลนด์	GLAND	0.12	28	0.05	40	0.06	38
31	บมจ. พีเออี (ประเทศไทย)	PAE	0.04	32	0.17	33	0.01	41
32	บมจ. ปรีชากรุ๊ป	PRECHA	0.00	36	0.20	31	0.00	42
33	บมจ. เอ็ม บี เค	MBK	0.03	33	0.45	16	0.28	25
34	บมจ. อีเอ็มซี	EMC	0.02	34	0.13	36	0.01	41
35	บมจ. แอสสิริ	SIRI	0.40	9	0.44	17	0.39	16
36	บมจ. โนเบิล ดีเวลล็อปเม้นท์	NOBLE	0.28	17	0.52	11	0.41	15
37	บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชั่น	AMATA	0.35	11	0.70	1	0.61	2
38	บมจ. ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น	TICON	0.35	11	0.35	22	0.32	23
39	บมจ. ลลิต พร็อพเพอร์ตี้	LALIN	0.21	21	0.47	14	0.39	16
40	บมจ. เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริง	PLE	0.15	26	0.30	26	0.26	26
41	บมจ. ซาญอริสสระ ดีเวลล็อปเม้นท์	CI	0.01	35	0.46	15	0.01	41
42	บมจ. สยามฟิวเจอร์ ดีเวลล็อปเม้นท์	SF	0.23	19	0.56	8	0.45	12
43	บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น	SC	0.29	16	0.32	24	0.23	29
44	บมจ. เอ็น. ซี. เฮาส์ซิง	NCH	0.03	33	0.00	41	0.01	41
45	บมจ. อารีชา พร็อพเพอร์ตี้	A	0.04	32	0.13	36	0.02	40
46	บมจ. นวนคร	NNCL	0.15	26	0.54	10	0.24	28
47	บมจ. ซีพีโก้	SEAFKO	0.14	27	0.50	13	0.39	16
48	บมจ. เมโทรสตาาร์ พร็อพเพอร์ตี้	METRO	0.17	24	0.29	27	0.21	30

ตารางที่ 4.4 (ต่อ)

ชื่อบมจ.หลักทรัพย์	ชื่อย่อ	พ.ศ.2547 - พ.ศ.2549		พ.ศ.2550 - มิถุนายน พ.ศ. 2553		พ.ศ.2547 - มิถุนายน พ.ศ. 2553	
		R ²		R ²		R ²	
			อันดับ		อันดับ		อันดับ
49 บมจ. ปรีณูสิริ	PRIN	0.60	2	0.47	14	0.46	11
50 บมจ. พรีเมิลท์	PREB	0.59	3	0.33	23	0.36	20
51 บมจ. พุกผา เรือเอสเตท	PS	0.56	4	0.58	7	0.57	5
52 บมจ. แอสคอน คอนสตรัคชั่น	ASCON	0.31	14	0.18	32	0.08	36
53 บมจ. บ้านเรือคาร์ทเด้น	BROCK			0.40	19	0.41	15
54 บมจ. ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น	UNIQ			0.08	39	0.08	36
55 บมจ. รสา พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	RASA			0.23	30	0.23	29
56 บมจ. เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์	MJD			0.51	12	0.51	9
57 บมจ. โดโฮ-ไทย คอร์ปอเรชั่น	TTCL			0.36	21	0.36	19
58 บมจ. เสนาดีเวลลอปเม้นท์	SENA			0.56	8	0.56	6
Average		0.25		0.37		0.30	

ที่มา: จากการคำนวณ

2) การวิเคราะห์ค่า β

จากการทดสอบค่าความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์และของตลาด พบว่า ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% หลักทรัพย์ช่วงการศึกษาที่ 1 เดือนมกราคม พ.ศ. 2547 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ.2549 มีจำนวน 38 หลักทรัพย์ที่มีค่า Sig. (P) < 0.05 ซึ่งแสดงว่า ปฏิเสธสมมติฐาน H_0 ที่ว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของตลาด (SET Index) ไม่มีความสัมพันธ์กัน ($\beta = 0$) หรือยอมรับสมมติฐาน H_1 ที่ว่า ผลตอบแทนหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์กัน ($\beta \neq 0$) และมีจำนวน 14 หลักทรัพย์ที่มีค่า Sig. (P) > 0.05 หรือยอมรับสมมติฐาน H_0 ที่ว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของตลาด (SET Index) ไม่มีความสัมพันธ์กัน ($\beta = 0$) ได้แก่ PRECHA, MBK, A, PF, CNT, NCH, CI, KTP, METRO, ASCON, KC, EMC, EVER, PAE ช่วงการศึกษาที่ 2 เดือน มกราคม พ.ศ.2550 ถึง เดือน มิถุนายน พ.ศ.2553 มีจำนวน 53 หลักทรัพย์ที่มีค่า Sig. (P) < 0.05 ซึ่งแสดงว่า ยอมรับสมมติฐาน H_1 ที่ว่า ผลตอบแทนหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์กัน ($\beta \neq 0$) และมีเพียง 5 หลักทรัพย์ที่มีค่า Sig. (P) > 0.05 หรือยอมรับสมมติฐาน H_0 ที่ว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของตลาด (SET Index) ไม่มีความสัมพันธ์กัน ($\beta = 0$) ได้แก่ LL, GLAND, NCH,

UNIQ, EVER และช่วงสุดท้าย ช่วงการศึกษาที่ 3 เดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือน มิถุนายน พ.ศ. 2553 มีจำนวน 41 หลักทรัพย์ที่มีค่า Sig. (P) < 0.05 ซึ่งแสดงว่า ยอมรับสมมติฐาน H_1 ที่ว่า ผลตอบแทนหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์กัน ($\beta = 0$) และมีจำนวน 9 หลักทรัพย์ที่มีค่า Sig. (P) > 0.05 หรือยอมรับสมมติฐาน H_0 ที่ว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของตลาด (SET Index) ไม่มีความสัมพันธ์กัน ($\beta \neq 0$) ได้แก่ EVER, KC, PAE, PRECHA, EMC, CI, NCH, A, UNIQ

นอกจากนี้ ผลจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์และผลตอบแทนตลาด (Set Index) จากค่า β ยังพบว่า ในช่วงการศึกษาที่ 1 เดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือน ธันวาคม พ.ศ.2549

- หลักทรัพย์จำนวน 41 หลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้ามากกว่า 1 ($\beta > 1$) และมีเครื่องหมายเป็นบวก นั้นหมายความว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีลักษณะการเปลี่ยนแปลงไปมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนตลาด (SET Index) หรือกล่าวได้ว่าเมื่อมีปัจจัยใดๆ ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ทำให้ตลาดมีผลการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลง หลักทรัพย์เหล่านี้จะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับตลาด (SET Index) ในลักษณะที่มากกว่าตลาด (Set Index) หรือเรียกว่าเป็นหลักทรัพย์กลุ่มนี้มีราคาที่ปรับตัวเร็ว (Aggressive Stock) หรือมีความผันผวนในด้านราคาสูงกว่าราคาหลักทรัพย์เฉลี่ยทั้งตลาด

- หลักทรัพย์จำนวน 10 หลักทรัพย์ที่มีค่าเบต่าน้อยกว่า 1 ($\beta < 1$) และมีเครื่องหมายเป็นบวก นั้นหมายความว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีลักษณะการเปลี่ยนแปลงไปน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนตลาด (SET Index) หรือกล่าวได้ว่าเมื่อมีปัจจัยใดๆ ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ตลาดมีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลง หลักทรัพย์เหล่านี้จะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับตลาด (SET Index) ในลักษณะที่น้อยหรือต่ำกว่าตลาด (Set Index) หรือเรียกว่าเป็นหลักทรัพย์กลุ่มนี้มีราคาที่ปรับตัวช้า (Defensive Stock)

- แต่มีเพียง 1 หลักทรัพย์ คือ หลักทรัพย์ของบมจ. ปรีชากรู๊ป ที่มีค่าเบต่าน้อยกว่า 1 ($\beta < 1$) และมีเครื่องหมายเป็นลบ ทำให้ลักษณะการเปลี่ยนแปลงไปของหลักทรัพย์น้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ หรือกล่าวได้ว่าเมื่อมีปัจจัยใดๆ ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ตลาดมีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลง หลักทรัพย์ตัวนี้จะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามกับตลาด แต่มีลักษณะเปลี่ยนแปลงแตกต่างกันไม่มากนัก (ดังตารางที่ 4.5)

ในช่วงการศึกษาที่ 2 เดือนมกราคม พ.ศ.2550 ถึง เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553

- หลักทรัพย์จำนวน 36 หลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้ามากกว่า 1 ($\beta > 1$) และมีเครื่องหมายเป็นบวก นั้นหมายความว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีลักษณะการเปลี่ยนแปลงไปมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนตลาด (SET Index) หรือกล่าวได้ว่าเมื่อมีปัจจัยใดๆ ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลง หลักทรัพย์เหล่านี้จะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับตลาด (SET Index) ในลักษณะที่สูงกว่าตลาด (SET Index)

- หลักทรัพย์จำนวน 22 หลักทรัพย์ที่มีค่าเบต่าน้อยกว่า 1 ($\beta < 1$) และมีเครื่องหมายเป็นบวก นั้นหมายความว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีลักษณะการเปลี่ยนแปลงไปน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนตลาด (SET Index) หรือกล่าวได้ว่าเมื่อมีปัจจัยใดๆ ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในตลาด (Set Index) ทำให้ตลาดมีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลง หลักทรัพย์เหล่านี้จะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับตลาด (SET Index) ในลักษณะที่น้อยหรือต่ำกว่าตลาด (SET Index) (ดังตารางที่ 4.5)

และในช่วงการศึกษาที่ 3 เดือนมกราคม พ.ศ.2547 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ.2553

- หลักทรัพย์จำนวน 41 หลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้ามากกว่า 1 ($\beta > 1$) และมีเครื่องหมายเป็นบวก นั้นหมายความว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีลักษณะการเปลี่ยนแปลงไปมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนตลาด (SET Index) หรือกล่าวได้ว่าเมื่อมีปัจจัยใดๆ ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลง หลักทรัพย์เหล่านี้จะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับ (SET Index) ในลักษณะที่สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ (SET Index)

- หลักทรัพย์จำนวน 17 หลักทรัพย์ที่มีค่าเบต่าน้อยกว่า 1 ($\beta < 1$) และมีเครื่องหมายเป็นบวก นั้นหมายความว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีลักษณะการเปลี่ยนแปลงไปน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ หรือกล่าวได้ว่าเมื่อมีปัจจัยใดๆ ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในตลาด (SET Index) ทำให้ตลาดมีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลง หลักทรัพย์เหล่านี้จะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับตลาด ในลักษณะที่น้อยหรือต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) (ดังตารางที่ 4.5)

จากการวิเคราะห์ค่าเบต้า พบว่า หลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้ามากกว่า 1 ($\beta > 1$) หลักทรัพย์กลุ่มนี้จะมีลักษณะการเคลื่อนไหวที่มากกว่าตลาด (SET Index) ส่วนใหญ่จะเป็นกลุ่มบริษัทที่มีทุนจดทะเบียนสูงและมีสัดส่วนการร่วมลงทุนกับหน่วยงานหรือบริษัทที่มีความเชี่ยวชาญงาน โดยเฉพาะมีการบริหารจัดการงานดีมีประสิทธิภาพ แม้แต่ในช่วงปี พ.ศ.2540 จะเกิดวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงินขึ้นและส่งผลกระทบต่อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์โดยตรงติดต่อกันหลายปี กลุ่มบริษัทนี้ก็สามารถว่ากลยุทธ์เพื่อรับมือวิกฤตที่เกิดขึ้นได้เป็นอย่างดี อาทิเช่น ปรับโครงสร้างองค์กรและ

พัฒนาประสิทธิภาพของบุคลากรเพื่อให้สอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจ ขยายงานจากการสังเกตเห็น ช่องว่างของตลาดในช่วงของภาวะชบเซาทางเศรษฐกิจ หรือการลดต้นทุนการผลิตต่างๆ ดังนั้น จะเห็นว่าหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้ามากกว่า 1 นั้น ด้วยลักษณะการประกอบธุรกิจที่ดี จึงส่งผลให้ ผลตอบแทนมีลักษณะเปลี่ยนแปลงมากกว่าตลาด (SET Index) การปรับตัวของราคาหุ้นเป็นไปได้ อย่างรวดเร็ว

สำหรับกรณีหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต่าน้อยกว่า 1 ($\beta < 1$) หลักทรัพย์กลุ่มนี้จะมีลักษณะการ เคลื่อนไหวน้อยกว่าตลาด หรือให้ผลตอบแทนไม่ดีเท่ากับตลาด (SET Index) มีลักษณะของธุรกิจ โดยส่วนใหญ่ของกลุ่มจะมีจุดเริ่มต้นของการลงทุนประกอบธุรกิจไม่ใช่เพื่อการลงทุนพัฒนา อสังหาริมทรัพย์โดยเฉพาะ แต่จะเป็นการขยายงานมาจากการทำธุรกิจอื่น ด้วยเหตุนี้ ความเชี่ยวชาญ ในการบริหารงานจึงยังไม่ดีเท่าที่ควรนัก เมื่อเทียบกับบริษัทที่เริ่มธุรกิจนี้โดยตรงมาเป็นระยะ เวลานาน รวมถึงการรับมือกับการเกิดวิกฤตในช่วง พ.ศ.2540 ที่เป็นสาเหตุให้บริษัทต่างได้รับ ผลกระทบต่อธุรกิจ และความสามารถในการทำกำไรลดลง ดังนั้น จะเห็นว่าหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้า น้อยกว่า 1 นั้น ด้วยลักษณะการประกอบธุรกิจที่ไม่ใช่ธุรกิจหลักของกลุ่มบริษัทในเครือ ทำให้ ผลตอบแทนมีลักษณะการปรับตัวของราคาช้ากว่าตลาด (SET Index)

และในกรณีที่มีค่าเบต่าน้อยกว่า 1 ($\beta < 1$) ที่เกิดขึ้นในช่วงการศึกษาที่ 1 พ.ศ.2547 ถึง พ.ศ.2549 มีเพียง 1 หลักทรัพย์คือ บมจ.ปรีชา กรุ๊ป เมื่อพิจารณาถึงลักษณะการประกอบธุรกิจในช่วง การศึกษานี้ของ บมจ.ปรีชา กรุ๊ป นั้น พบว่า ในช่วงระยะเวลาก่อนและหลังการศึกษายบริษัทประสบ กับปัญหาที่ส่งผลกระทบต่อการทำงานบริษัทอย่างรุนแรง อาทิเช่น ช่วงปี พ.ศ.2541 - พ.ศ. 2543 บริษัทประสบปัญหาทางการเงินอันเป็นผลเนื่องมาจากวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงินและการลด ค่าเงินบาท ส่งผลให้ในช่วงเดือน มีนาคม พ.ศ.2544 ฐานะทางการเงินของบริษัทขาดสภาพคล่อง เข้าเกณฑ์ต้องจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ต่อมาปี พ.ศ. 2549 บริษัทเริ่มฟื้นตัวและพ้นเหตุการณ์เพิกถอนของตลาดหลักทรัพย์ โดยย้ายการซื้อขาย หลักทรัพย์ของบริษัทจากหมวด REHABCO ไปยังกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ด้วยสาเหตุนี้เหล่านี้ส่งผลให้ผลตอบแทนของบมจ.ปรีชายังคงมี ความผันผวน ลักษณะการเปลี่ยนแปลงจึงมีลักษณะตรงกันข้ามกับตลาด (SET Index)

ตารางที่ 4.5 วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์และผลตอบแทนตลาด (SET Index) หรือค่า β

ชื่อย่อหลักทรัพย์	พ.ศ.2547 – พ.ศ.2549			พ.ศ.2549 - มิถุนายน พ.ศ.2553			พ.ศ.2550 - มิถุนายน พ.ศ.2553			
	ค่าเบต้า (β)	t-statistic	Sig. (P)	ค่าเบต้า (β)	t-statistic	Sig. (P)	ค่าเบต้า (β)	t-statistic	Sig. (P)	
Set Index	1.00		0.40	1.00		0.00	1.00		0.00	
1	UV	1.68	4.18	0.00	0.77	2.79	0.01	0.97	4.40	0.00
2	LH	1.22	4.95	0.00	1.33	8.31	0.00	1.31	10.25	0.00
3	MK	0.92	3.04	0.00	0.95	5.99	0.00	0.94	6.83	0.00
4	LL	3.02	2.47	0.02	1.07	1.42	0.16	1.50	2.43	0.02
5	CNT	0.78	1.05	0.30	0.85	2.59	0.01	0.87	2.76	0.01
6	KMC	1.45	3.10	0.00	1.42	5.83	0.00	1.44	6.74	0.00
7	TFD	1.32	3.16	0.00	0.52	3.58	0.00	0.69	4.22	0.00
8	QH	0.81	2.91	0.01	1.47	8.07	0.00	1.34	9.01	0.00
9	BLAND	1.85	3.02	0.00	1.38	5.81	0.00	1.47	6.06	0.00
10	HEMRAJ	1.64	6.02	0.00	1.02	3.99	0.00	1.16	6.20	0.00
11	STEC	1.85	3.79	0.00	1.25	5.37	0.00	1.40	6.47	0.00
12	AP	1.52	4.77	0.00	1.71	8.58	0.00	1.67	10.36	0.00
13	KTP	1.10	1.27	0.21	0.82	2.17	0.04	0.90	2.48	0.02
14	N-PARK	1.75	4.60	0.00	1.44	1.98	0.05	1.55	3.19	0.00
15	PF	0.71	1.64	0.11	0.95	4.99	0.00	0.91	5.00	0.00
16	SAMCO	1.18	4.21	0.00	0.39	2.55	0.01	0.55	4.07	0.00
17	SYNTEC	2.03	3.55	0.00	1.46	5.96	0.00	1.60	6.68	0.00
18	RAIMON	0.81	2.82	0.01	1.48	6.62	0.00	1.32	7.67	0.00
19	SPALI	1.03	2.52	0.02	1.28	8.24	0.00	1.24	7.67	0.00
20	ESTAR	1.75	4.09	0.00	0.89	4.23	0.00	1.08	5.60	0.00
21	EVER	12.67	1.59	0.12	0.83	1.97	0.06	3.10	1.21	0.23
22	GOLD	1.13	2.62	0.01	1.43	5.00	0.00	1.36	6.01	0.00
23	ITD	1.86	7.77	0.00	1.52	7.95	0.00	1.59	11.06	0.00
24	KC	4.83	1.76	0.09	0.53	3.14	0.00	1.34	1.51	0.13
25	LPN	1.19	4.15	0.00	1.56	8.57	0.00	1.47	10.00	0.00
26	CPN	0.78	3.19	0.00	1.46	8.34	0.00	1.30	9.20	0.00

ตารางที่ 4.5 (ต่อ)

ชื่อย่อหลักทรัพย์	พ.ศ.2547 - พ.ศ.2549			พ.ศ.2549 - มิถุนายน พ.ศ.2553			พ.ศ.2550 - มิถุนายน พ.ศ.2553			
	ค่าเบต้า (β)	t- statistic	Sig. (P)	ค่าเบต้า (β)	t- statistic	Sig. (P)	ค่าเบต้า (β)	t- statistic	Sig. (P)	
27	CK	1.84	5.40	0.00	1.68	7.02	0.00	1.72	9.23	0.00
28	NWR	2.05	3.54	0.00	1.52	7.74	0.00	1.65	7.48	0.00
29	ROJNA	1.54	5.34	0.00	1.32	6.58	0.00	1.36	8.63	0.00
30	GLAND	1.57	2.14	0.04	0.35	1.44	0.16	0.63	2.22	0.03
31	PAE	15.56	1.25	0.22	0.81	2.86	0.01	3.59	0.91	0.36
32	PRECHA	-0.89	-0.17	0.86	0.99	3.15	0.00	0.48	0.30	0.76
33	MBK	0.17	1.02	0.31	0.48	5.73	0.00	0.42	5.48	0.00
34	EMC	7.06	0.83	0.41	1.11	2.44	0.02	2.16	0.81	0.42
35	SIRI	1.85	4.72	0.00	1.03	5.60	0.00	1.22	6.98	0.00
36	NOBLE	1.40	3.62	0.00	1.12	6.54	0.00	1.19	7.28	0.00
37	AMATA	1.29	4.26	0.00	1.75	9.68	0.00	1.64	10.95	0.00
38	TICON	1.40	4.29	0.00	0.88	4.63	0.00	0.97	5.93	0.00
39	LALIN	1.21	3.04	0.00	1.43	5.92	0.00	1.39	7.01	0.00
40	PLE	0.90	2.46	0.02	1.14	4.13	0.00	1.08	5.14	0.00
41	CI	1.04	0.44	0.66	0.78	5.84	0.00	0.79	1.07	0.29
42	SF	1.34	3.16	0.00	1.58	7.09	0.00	1.52	7.83	0.00
43	SC	2.56	3.77	0.00	0.87	4.34	0.00	1.24	4.79	0.00
44	NCH	0.90	0.97	0.34	0.03	0.17	0.87	0.17	0.62	0.54
45	A	0.70	1.13	0.27	0.13	2.45	0.02	0.22	1.32	0.19
46	NNCL	2.38	2.29	0.03	1.35	6.78	0.00	1.50	4.79	0.00
47	SEAFCO	1.15	2.04	0.05	1.41	6.34	0.00	1.37	6.48	0.00
48	METRO	1.39	1.58	0.14	1.06	4.03	0.00	1.06	3.79	0.00
49	PRIN	2.39	4.06	0.00	1.45	5.91	0.00	1.53	6.72	0.00
50	PREB	2.43	3.81	0.00	1.10	4.48	0.00	1.22	5.36	0.00
51	PS	1.84	3.55	0.01	1.51	7.39	0.00	1.53	8.36	0.00
52	ASCON	2.06	2.10	0.06	0.31	2.94	0.01	0.42	2.14	0.04
53	BROCK				0.90	5.17	0.00	0.91	5.35	0.00
54	UNIQ				1.01	1.83	0.08	1.01	1.83	0.08

ตารางที่ 4.5 (ต่อ)

ชื่อย่อหลักทรัพย์	พ.ศ.2547 - พ.ศ.2549			พ.ศ.2549 - มิถุนายน พ.ศ.2553			พ.ศ.2550 - มิถุนายน พ.ศ.2553		
	ค่าเบต้า (β)	t- statistic	Sig. (P)	ค่าเบต้า (β)	t- statistic	Sig. (P)	ค่าเบต้า (β)	t- statistic	Sig. (P)
55 RASA				1.22	3.32	0.00	1.22	3.32	0.00
56 MJD				1.12	5.45	0.00	1.12	5.45	0.00
57 TTCL				2.05	2.35	0.04	2.05	2.35	0.04
58 SENA				0.58	3.37	0.01	0.58	3.37	0.01
Average	2.08	3.06	0.08	1.10	4.94	0.03	1.26	5.35	0.05

ที่มา : จากการคำนวณ

4.2.5. การประเมินผลตอบแทนหลักทรัพย์ตามแบบจำลอง CAPM

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์โดยการวิเคราะห์ค่า Constant หรือ α ของสมการ Regression และการเปรียบเทียบความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์กับเส้นตลาดหลักทรัพย์ (SML) ดังนี้

1.) การวิเคราะห์ค่า α

จากการวิเคราะห์ค่า Constant (α) ของสมการพบว่าหลักทรัพย์แต่ละตัวมีค่า α ที่แตกต่างกันออกไป ดังตารางที่ 4.6, 4.7, 4.8 โดยในหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีหลักทรัพย์ที่มี

ค่า $\alpha > 0$ ช่วงการศึกษาที่ 1 ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2547 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2549 มีทั้งสิ้น 28 หลักทรัพย์ ได้แก่ MK, LL, TFD, BLAND, AP, SPALI, EVER, KC, LPN, CPN, ROJNA, PAE, PRECHA, MBK, EMC, AMATA, TICON, CI, SF, NCH, A, NNCL, SEAFCO, METRO, PRIN, PREB, PS, ASCON ช่วงการศึกษาที่ 2 ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2550 ถึง เดือน มิถุนายน พ.ศ.2553 มีทั้งสิ้น 28 หลักทรัพย์ ได้แก่ UV, MK, LL, CNT, QH, HEMRAJ, STEC, AP, KTP, N-PARK, PF, SYNTEC, SPALI, ESTAR, LPN, GLAND, PRECHA, MBK, EMC, SIRI, NOBLE, SF, SC, NCH, PREB, PS, UNIQ, RASA และช่วงการศึกษาที่ 3 ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2547 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ.2553 มีทั้งสิ้น 29 หลักทรัพย์ ได้แก่ MK, LL, QH, HEMRAJ, AP, KTP, SPALI, EVER, KC, LPN, CPN, ROJNA, PAE, PRECHA, MBK, EMC, AMATA, TICON, CI, SF, NCH, A, NNCL, PRIN, PREB, PS, ASCON, UNIQ, RASA นั้นหมายความว่า หลักทรัพย์

ทั้งหมดนี้ในแต่ละช่วงระยะเวลาให้ผลตอบแทนจากการลงทุนมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ (Set Index) หรือ มีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Under Value)

ค่า $\alpha < 0$ ช่วงการศึกษาที่ 1 ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2549 มีทั้งสิ้น 24 หลักทรัพย์ ได้แก่ UV, LH, CNT, KMC, QH, HEMRAJ, STEC, KTP, N-PARK, PF, SAMCO, SYNTEC, RAIMON, ESTAR, GOLD, ITD, CK, NWR, GLAND, SIKI, NOBLE, LALIN, PLE, SC ช่วงการศึกษาที่ 2 ตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ.2550 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ.2553 มีทั้งสิ้น 30 หลักทรัพย์ ได้แก่ LH, KMC, TFD, BLAND, SAMCO, RAIMON, EVER, GOLD, ITD, KC, CPN, CK, NWR, ROJNA, PAE, AMATA, TICON, LALIN, PLE, CI, A, NNCL, SEAFCO, METRO, PRIN, ASCON, BROCK, MJD, TTCL, SENA และช่วงการศึกษาที่ 3 ตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553 มีทั้งสิ้น 29 หลักทรัพย์ ได้แก่ UV, LH, CNT, KMC, TFD, BLAND, STEC, N-PARK, PF, SAMCO, SYNTEC, RAIMON, ESTAR, GOLD, ITD, CK, NWR, GLAND, SIRI, NOBLE, LALIN, PLE, SC, SEAFCO, METRO, BROCK, MJD, TTCL, SENA นั้นหมายความว่า หลักทรัพย์ทั้งหมดนี้ในแต่ละช่วงระยะเวลาให้ผลตอบแทนจากการลงทุนน้อยกว่าผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ (Set Index) หรือ มีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่เหมาะสม (Over Value)

ดังนั้น ถ้าค่า α ของหลักทรัพย์ใดมีค่าต่างจาก 0 มาก แสดงว่า ราคาหลักทรัพย์นั้น ผิดปกติ กล่าวคือ

ค่า α มีค่าเป็นบวก (+) มาก แสดงว่า หลักทรัพย์นั้นมีผลตอบแทนสูงกว่าปกติ หรือก็คือ ถ้าแนวโน้มของผลตอบแทนยังคงเป็นเช่นอดีตที่ผ่านมา

ค่า α มีค่าเป็นลบ (-) มาก แสดงว่า หลักทรัพย์นั้นมีผลตอบแทนต่ำกว่าปกติ คือ หลักทรัพย์นั้นไม่ควรลงทุน

ตารางที่ 4.6 ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ตามแบบจำลอง CAPM ช่วงระยะเวลาเดือนมกราคม พ.ศ.2547 – เดือนธันวาคม พ.ศ.2549

ชื่อหลักทรัพย์			เดือนมกราคม พ.ศ.2547 – ธันวาคม พ.ศ.2549				
			ค่าอัลฟา (α)	ค่าเบต้า (β)	RM	Rf	E(R _i)
1	บมจ. ยูนิเวนเจอร์	UV	-0.4385	1.6819	0.2801	0.1658	0.3580
2	บมจ. แลนด์แอนด์เฮ้าส์	LH	-1.0633	1.2155	0.2801	0.1658	0.3047
3	บมจ. มั่นคงเคหะการ	MK	0.4162	0.9200	0.2801	0.1658	0.2709
4	บมจ. ลิฟวิ่งแลนด์แคปิตอล	LL	1.9233	3.0170	0.2801	0.1658	0.5105

ตารางที่ 4.6 (ต่อ)

ชื่อหลักทรัพย์			เดือนมกราคม พ.ศ.2547 – ธันวาคม พ.ศ.2549				
			ค่าอัลฟา (α)	ค่าเบต้า(β)	RM	Rf	E(R _i)
5	บมจ. คริสเตียนีและนิลเสน (ไทย)	CNT	- 4.4134	0.7764	0.2801	0.1658	0.2545
6	บมจ. กฤษคามหานคร	KMC	- 5.2146	1.4510	0.2801	0.1658	0.3316
7	บมจ. ไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม	TFD	0.3413	1.3191	0.2801	0.1658	0.3165
8	บมจ. ควอลิตี้เฮาส์	QH	- 0.1488	0.8055	0.2801	0.1658	0.2579
9	บมจ. บางกอกแลนด์	BLAND	0.1522	1.8479	0.2801	0.1658	0.3769
10	บมจ. เหมราชพัฒนาที่ดิน	HEMRAJ	- 0.3025	1.6379	0.2801	0.1658	0.3529
11	บมจ. จีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น	STEC	- 2.2852	1.8517	0.2801	0.1658	0.3774
12	บมจ. เอเชียนพร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	AP	0.4618	1.5171	0.2801	0.1658	0.3392
13	บมจ. เคปเปล ไทย พร็อพเพอร์ตี้	KTP	- 1.3046	1.1016	0.2801	0.1658	0.2917
14	บมจ. แนเชอรัล พาร์ค	N-PARK	- 7.1109	1.7462	0.2801	0.1658	0.3653
15	บมจ. พร็อพเพอร์ตี้ เพอร์เฟค	PF	- 2.4826	0.7123	0.2801	0.1658	0.2472
16	บมจ. สัมมากร	SAMCO	- 0.1080	1.1820	0.2801	0.1658	0.3009
17	บมจ. ซินเท็ค คอนสตรัคชั่น	SYNTEC	- 2.2569	2.0310	0.2801	0.1658	0.3979
18	บมจ. โรมอน แลนด์	RAIMON	- 0.0119	0.8073	0.2801	0.1658	0.2581
19	บมจ. สุภาลัย	SPALI	0.3388	1.0326	0.2801	0.1658	0.2838
20	บมจ. อีสเทอร์น สตาร์ เรียล เอสเตท	ESTAR	- 1.4503	1.7479	0.2801	0.1658	0.3655
21	บมจ. เอเวอร์แลนด์	EVER	44.2052	12.6683	0.2801	0.1658	1.6130
22	บมจ. แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	GOLD	- 0.4155	1.1255	0.2801	0.1658	0.2944
23	บมจ. อิตาเลียนไทย ดีเวลลอปเม้นท์	ITD	- 1.3942	1.8642	0.2801	0.1658	0.3788
24	บมจ. เค.ซี. พร็อพเพอร์ตี้	KC	18.8388	4.8339	0.2801	0.1658	0.7180
25	บมจ. แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์	LPN	2.1451	1.1871	0.2801	0.1658	0.3015
26	บมจ. เซ็นทรัลพัฒนา	CPN	2.7048	0.7760	0.2801	0.1658	0.2545
27	บมจ. ช.การช่าง	CK	- 1.5160	1.8434	0.2801	0.1658	0.3764
28	บมจ. เนาวรัตน์พัฒนาการ	NWR	- 3.7443	2.0472	0.2801	0.1658	0.3997
29	บมจ. สวนอุตสาหกรรมโรจนะ	ROJNA	1.0153	1.5383	0.2801	0.1658	0.3416
30	บมจ. แกรนด์ คาแนล แลนด์	GLAND	- 2.5264	1.5731	0.2801	0.1658	0.3456
31	บมจ. พีเออี (ประเทศไทย)	PAE	62.3283	15.5598	0.2801	0.1658	1.9433
32	บมจ. ปรีชากรู๊ป	PRECHA	20.9381	- 0.8853	0.2801	0.1658	0.0647

ตารางที่ 4.6 (ต่อ)

ชื่อหลักทรัพย์			เดือนมกราคม พ.ศ.2547 – ธันวาคม พ.ศ.2549				
			ค่าอัลฟา (α)	ค่าเบต้า(β)	RM	Rf	E(R _i)
33	บมจ. เอ็ม บี เค	MBK	0.3687	0.1729	0.2801	0.1658	0.1856
34	บมจ. อีเอ็มซี	EMC	41.7016	7.0595	0.2801	0.1658	0.9723
35	บมจ. แอสเสท	SIRI	- 1.2570	1.8481	0.2801	0.1658	0.3770
36	บมจ. โนเบิล ดีเวลลอปเมนต์	NOBLE	- 1.8176	1.4041	0.2801	0.1658	0.3262
37	บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชัน	AMATA	0.3145	1.2859	0.2801	0.1658	0.3127
38	บมจ. ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น	TICON	2.7341	1.3976	0.2801	0.1658	0.3255
39	บมจ. ลลิต พร็อพเพอร์ตี้	LALIN	- 1.5115	1.2130	0.2801	0.1658	0.3044
40	บมจ. เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริง	PLE	- 1.4014	0.9002	0.2801	0.1658	0.2687
41	บมจ. ซาญอัสสระ ดีเวลลอปเมนต์	CI	8.3487	1.0374	0.2801	0.1658	0.2844
42	บมจ. สยามฟิวเจอร์ ดีเวลลอปเมนต์	SF	1.7776	1.3381	0.2801	0.1658	0.3187
43	บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชัน	SC	- 1.0763	2.5644	0.2801	0.1658	0.4588
44	บมจ. เอ็น. ซี. เฮาส์ซิง	NCH	1.1094	0.9019	0.2801	0.1658	0.2689
45	บมจ. อารีชา พร็อพเพอร์ตี้	A	0.8615	0.6959	0.2801	0.1658	0.2453
46	บมจ. นวนคร	NNCL	5.3637	2.3798	0.2801	0.1658	0.4377
47	บมจ. ซีฟโก้	SEAFCO	0.9987	1.1497	0.2801	0.1658	0.2972
48	บมจ. เมโทรสแควร์ พร็อพเพอร์ตี้	METRO	10.6524	1.3859	0.2801	0.1658	0.3242
49	บมจ. ปรีญสิริ	PRIN	5.9687	2.3942	0.2801	0.1658	0.4393
50	บมจ. พรีเมียม	PREB	0.2636	2.4301	0.2801	0.1658	0.4434
51	บมจ. พญาเรือเสนา	PS	2.8786	1.8354	0.2801	0.1658	0.3755
52	บมจ. แอสคอน คอนสตรัคชั่น	ASCAN	11.4594	2.0601	0.2801	0.1658	0.4012

ที่มา : จากการคำนวณ

ตารางที่ 4.7 ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ตามแบบจำลอง CAPM ช่วงระยะเวลาเดือนมกราคม พ.ศ.2550 – เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553

ชื่อหลักทรัพย์			เดือน มกราคม พ.ศ.2550 - มิถุนายน พ.ศ.2553				
			ค่าอัลฟา (α)	ค่าเบต้า (β)	RM	Rf	E(R _i)
1	บมจ. ยูนิเวนเจอร์	UV	0.5656	0.7702	0.2801	0.1658	0.2538
2	บมจ. แลนด์แอนด์เฮาส์	LH	-0.4315	1.3318	0.2801	0.1658	0.3180
3	บมจ. มั่นคงเคหะการ	MK	0.0470	0.9517	0.2801	0.1658	0.2746
4	บมจ. ลิฟวิ่งแลนด์ แคปิตอล	LL	5.1309	1.0667	0.2801	0.1658	0.2877
5	บมจ. คริสเตียนีและนิตเส็น (ไทย)	CNT	1.9662	0.8458	0.2801	0.1658	0.2625
6	บมจ. กฤษคามหานคร	KMC	-2.7116	1.4186	0.2801	0.1658	0.3279
7	บมจ. ไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม	TFD	-0.0959	0.5195	0.2801	0.1658	0.2252
8	บมจ. ควอลิตี้เฮาส์	QH	1.6206	1.4707	0.2801	0.1658	0.3338
9	บมจ. บางกอกแลนด์	BLAND	-0.7362	1.3776	0.2801	0.1658	0.3232
10	บมจ. เหมราชพัฒนาที่ดิน	HEMRAJ	1.5963	1.0210	0.2801	0.1658	0.2825
11	บมจ. ซิโน-ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น	STEC	1.3073	1.2489	0.2801	0.1658	0.3085
12	บมจ. เอเชียนพร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	AP	0.7861	1.7144	0.2801	0.1658	0.3617
13	บมจ. เคปเปล ไทย พร็อพเพอร์ตี้	KTP	1.5718	0.8211	0.2801	0.1658	0.2596
14	บมจ. แนเซอร์พัค พาร์ค	N-PARK	1.9582	1.4403	0.2801	0.1658	0.3304
15	บมจ. พร็อพเพอร์ตี้ เพอร์เฟค	PF	0.2577	0.9451	0.2801	0.1658	0.2738
16	บมจ. สัมมากร	SAMCO	-0.9611	0.3907	0.2801	0.1658	0.2105
17	บมจ. ซินเทค คอนสตรัคชั่น	SYNTEC	0.8284	1.4560	0.2801	0.1658	0.3322
18	บมจ. ไรมอน แลนด์	RAIMON	-2.3879	1.4810	0.2801	0.1658	0.3350
19	บมจ. สุภาลัย	SPALI	2.3105	1.2848	0.2801	0.1658	0.3126
20	บมจ. อีสเทอร์น สตาร์ เรียล เอสเตท	ESTAR	0.1285	0.8872	0.2801	0.1658	0.2672
21	บมจ. เอเวอร์แลนด์	EVER	-3.0881	0.8330	0.2801	0.1658	0.2610
22	บมจ. แค้นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	GOLD	-0.8723	1.4326	0.2801	0.1658	0.3295
23	บมจ. อิกาลีทไทย ดีเวลลอปเม้นท์	ITD	-1.2083	1.5204	0.2801	0.1658	0.3395
24	บมจ. เค.ซี. พร็อพเพอร์ตี้	KC	-0.3337	0.5273	0.2801	0.1658	0.2261
25	บมจ. แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์	LPN	1.2152	1.5587	0.2801	0.1658	0.3439
26	บมจ. เซ็นทรัลพัฒนา	CPN	-0.1791	1.4564	0.2801	0.1658	0.3322
27	บมจ. ช.การช่าง	CK	-0.2749	1.6775	0.2801	0.1658	0.3575
28	บมจ. เนาวรัตน์พัฒนาการ	NWR	-1.1564	1.5222	0.2801	0.1658	0.3397
29	บมจ. สวนอุตสาหกรรมโรจนะ	ROJNA	-0.6973	1.3215	0.2801	0.1658	0.3168
30	บมจ. แกรนด์ คาแนล แลนด์	GLAND	0.5423	0.3491	0.2801	0.1658	0.2057
31	บมจ. ทีเออี (ประเทศไทย)	PAE	-3.3100	0.8052	0.2801	0.1658	0.2578

ตารางที่ 4.7 (ต่อ)

ชื่อหลักทรัพย์			เดือน มกราคม พ.ศ.2550 - มิถุนายน พ.ศ.2553				
			ค่าอัลฟา (α)	ค่าเบต้า (β)	RM	Rf	E(R _i)
32	บมจ. ปรีชากรุ๊ป	PRECHA	1.8324	0.9866	0.2801	0.1658	0.2785
33	บมจ. เอ็ม บี เค	MBK	0.5503	0.4847	0.2801	0.1658	0.2212
34	บมจ. อีเอ็มซี	EMC	0.1565	1.1147	0.2801	0.1658	0.2932
35	บมจ. แสตนลิว	SIRI	1.1148	1.0279	0.2801	0.1658	0.2833
36	บมจ. โนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์	NOBLE	0.2459	1.1208	0.2801	0.1658	0.2939
37	บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชั่น	AMATA	- 0.4447	1.7462	0.2801	0.1658	0.3653
38	บมจ. ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น	TICON	- 1.3970	0.8806	0.2801	0.1658	0.2664
39	บมจ. ลลิต พร็อพเพอร์ตี้	LALIN	- 1.0069	1.4335	0.2801	0.1658	0.3296
40	บมจ. เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริง	PLE	- 2.7636	1.1403	0.2801	0.1658	0.2961
41	บมจ. ซาญอัสสระ ดีเวลลอปเม้นท์	CI	- 0.2672	0.7813	0.2801	0.1658	0.2551
42	บมจ. สยามฟิวเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์	SF	0.1610	1.5846	0.2801	0.1658	0.3469
43	บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น	SC	0.5361	0.8654	0.2801	0.1658	0.2647
44	บมจ. เอ็น. ซี. เฮาส์ซิง	NCH	0.1316	0.0328	0.2801	0.1658	0.1696
45	บมจ. อารีญา พร็อพเพอร์ตี้	A	- 0.2633	0.1306	0.2801	0.1658	0.1808
46	บมจ. นวนคร	NNCL	- 2.3662	1.3529	0.2801	0.1658	0.3204
47	บมจ. ซีพีโก้	SEAFCO	- 0.9034	1.4122	0.2801	0.1658	0.3272
48	บมจ. เมโทรสตาร์ พร็อพเพอร์ตี้	METRO	- 4.3895	1.0591	0.2801	0.1658	0.2868
49	บมจ. ปรีญสิริ	PRIN	- 0.4334	1.4451	0.2801	0.1658	0.3309
50	บมจ. พรีเมียม	PREB	1.1634	1.1017	0.2801	0.1658	0.2917
51	บมจ. พุกญา เรียวเอสเคท	PS	2.9424	1.5061	0.2801	0.1658	0.3379
52	บมจ. แอสคอน คอนสตรัคชั่น	ASCON	- 2.1239	0.3089	0.2801	0.1658	0.2011
53	บมจ. บ้านร็อคคาร์เด็น	BROCK	- 0.6546	0.9007	0.2801	0.1658	0.2687
54	บมจ. ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น	UNIQ	4.2075	1.0112	0.2801	0.1658	0.2814
55	บมจ. รสา พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	RASA	0.2174	1.2163	0.2801	0.1658	0.3048
56	บมจ. เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์	MJD	- 0.7600	1.1226	0.2801	0.1658	0.2941
57	บมจ. โดโฮ-ไทย คอร์ปอเรชั่น	TTCL	- 0.7648	2.0463	0.2801	0.1658	0.3996
58	บมจ. เสนาดีเวลลอปเม้นท์	SENA	- 1.5628	0.5826	0.2801	0.1658	0.2324

ที่มา : จากการคำนวณ

ตารางที่ 4.8 ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ตาม
แบบจำลอง CAPM ช่วงระยะเวลาเดือนมกราคม พ.ศ.2547 – เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553

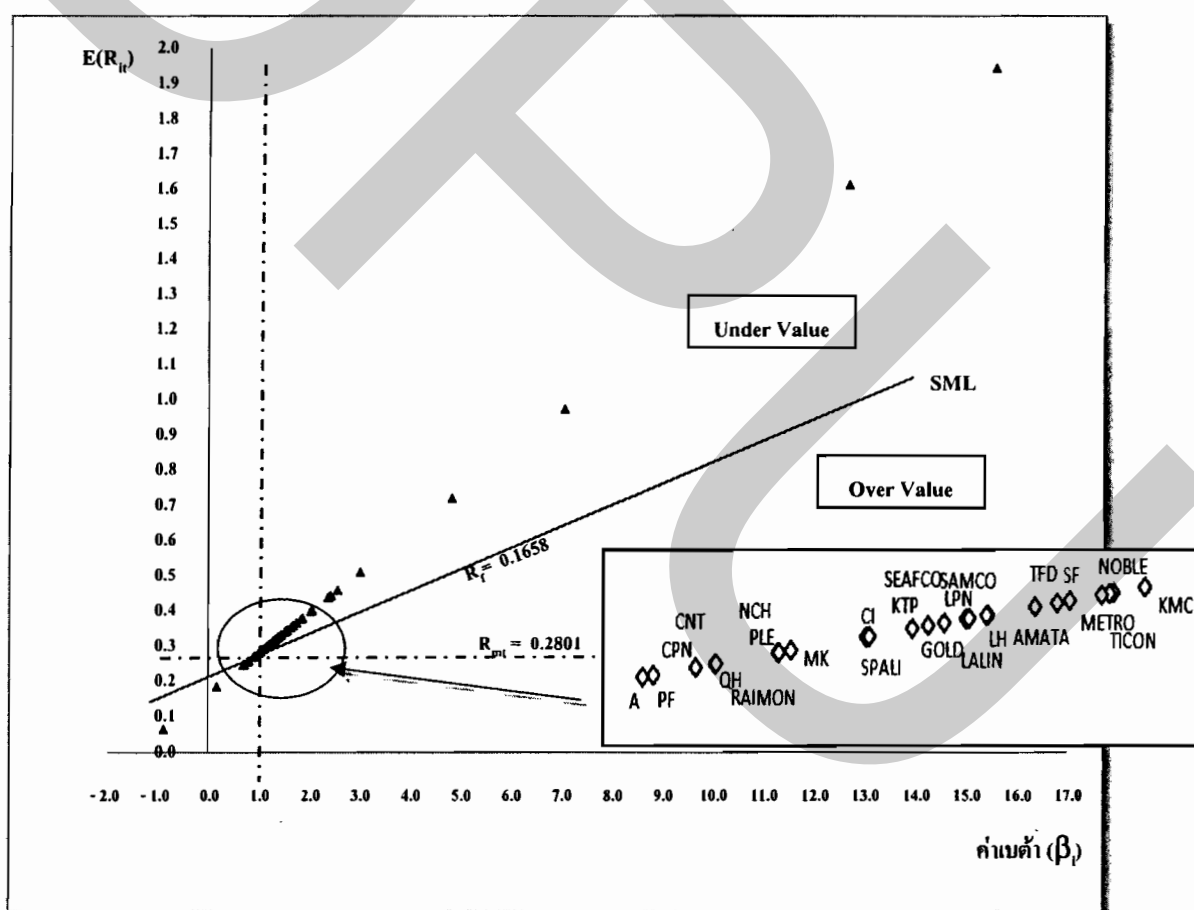
	ชื่อหลักทรัพย์		เดือน มกราคม พ.ศ.2547 - มิถุนายน พ.ศ.2553				
			ค่าอัลฟา (α)	ค่าเบต้า (β)	RM	Rf	E(R)
1	บมจ. ยูนิเวนเจอร์	UV	- 0.0950	0.9698	0.2801	0.1658	0.2766
2	บมจ. แลนด์แอนด์เฮาส์	LH	- 0.6984	1.3104	0.2801	0.1658	0.3155
3	บมจ. มั่นคงเคหะการ	MK	0.2244	0.9429	0.2801	0.1658	0.2736
4	บมจ. ลิฟวิ่งแลนด์ แคปิตอล	LL	3.2280	1.4996	0.2801	0.1658	0.3372
5	บมจ. คริสเตียนีและนิลเสน (ไทย)	CNT	- 0.9672	0.8657	0.2801	0.1658	0.2647
6	บมจ. กฤษคามหานคร	KMC	- 3.8754	1.4391	0.2801	0.1658	0.3302
7	บมจ. ไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม	TFD	- 0.0662	0.6875	0.2801	0.1658	0.2444
8	บมจ. ควอลิตี้เฮาส์	QH	0.9463	1.3386	0.2801	0.1658	0.3188
9	บมจ. บางกอกแลนด์	BLAND	- 0.4270	1.4730	0.2801	0.1658	0.3341
10	บมจ. เหมราชพัฒนาที่ดิน	HEMRAJ	0.5857	1.1627	0.2801	0.1658	0.2987
11	บมจ. ชิโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น	STEC	- 0.4830	1.3968	0.2801	0.1658	0.3254
12	บมจ. เอเชียันพร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	AP	0.6787	1.6741	0.2801	0.1658	0.3571
13	บมจ. เคปเปล ไทย พร็อพเพอร์ตี้	KTP	0.1820	0.8965	0.2801	0.1658	0.2683
14	บมจ. แนเซอร์วัล พาร์ค	N-PARK	- 2.2991	1.5547	0.2801	0.1658	0.3435
15	บมจ. พร็อพเพอร์ตี้ เพอร์เฟค	PF	- 0.9586	0.9104	0.2801	0.1658	0.2698
16	บมจ. สัมมากร	SAMCO	- 0.7375	0.5546	0.2801	0.1658	0.2292
17	บมจ. ซินเทค คอนสตรัคชั่น	SYNTEC	- 0.7215	1.5953	0.2801	0.1658	0.3481
18	บมจ. ไรมอน แลนด์	RAIMON	- 1.1445	1.3246	0.2801	0.1658	0.3172
19	บมจ. สุภาลัย	SPALI	1.4536	1.2418	0.2801	0.1658	0.3077
20	บมจ. อีทีเออร์น สตาร์ เรียล เอสเตท	ESTAR	- 0.7867	1.0791	0.2801	0.1658	0.2891
21	บมจ. เอเวอร์แลนด์	EVER	16.2171	3.0972	0.2801	0.1658	0.5196
22	บมจ. แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	GOLD	- 0.5949	1.3647	0.2801	0.1658	0.3217
23	บมจ. อิตาเลียนไทย ดีเวลลอปเม้นท์	ITD	- 1.3684	1.5947	0.2801	0.1658	0.3480
24	บมจ. เค.ซี. พร็อพเพอร์ตี้	KC	7.5985	1.3405	0.2801	0.1658	0.3190
25	บมจ. แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์	LPN	1.7251	1.4745	0.2801	0.1658	0.3343
26	บมจ. เซ็นทรัลพัฒนา	CPN	1.3004	1.2958	0.2801	0.1658	0.3139
27	บมจ. ช.การช่าง	CK	- 0.8842	1.7196	0.2801	0.1658	0.3623
28	บมจ. เนาวรัตน์พัฒนาการ	NWR	- 2.4656	1.6481	0.2801	0.1658	0.3541
29	บมจ. สวนอุตสาหกรรมโรจนะ	ROJNA	0.0474	1.3584	0.2801	0.1658	0.3210
30	บมจ. แกรนด์ คาแนล แลนด์	GLAND	- 1.1399	0.6265	0.2801	0.1658	0.2374
31	บมจ. ทีเออี (ประเทศไทย)	PAE	23.8441	3.5916	0.2801	0.1658	0.5761
32	บมจ. ปรีชากรู๊ป	PRECHA	11.0658	0.4840	0.2801	0.1658	0.2211

ตารางที่ 4.8 (ต่อ)

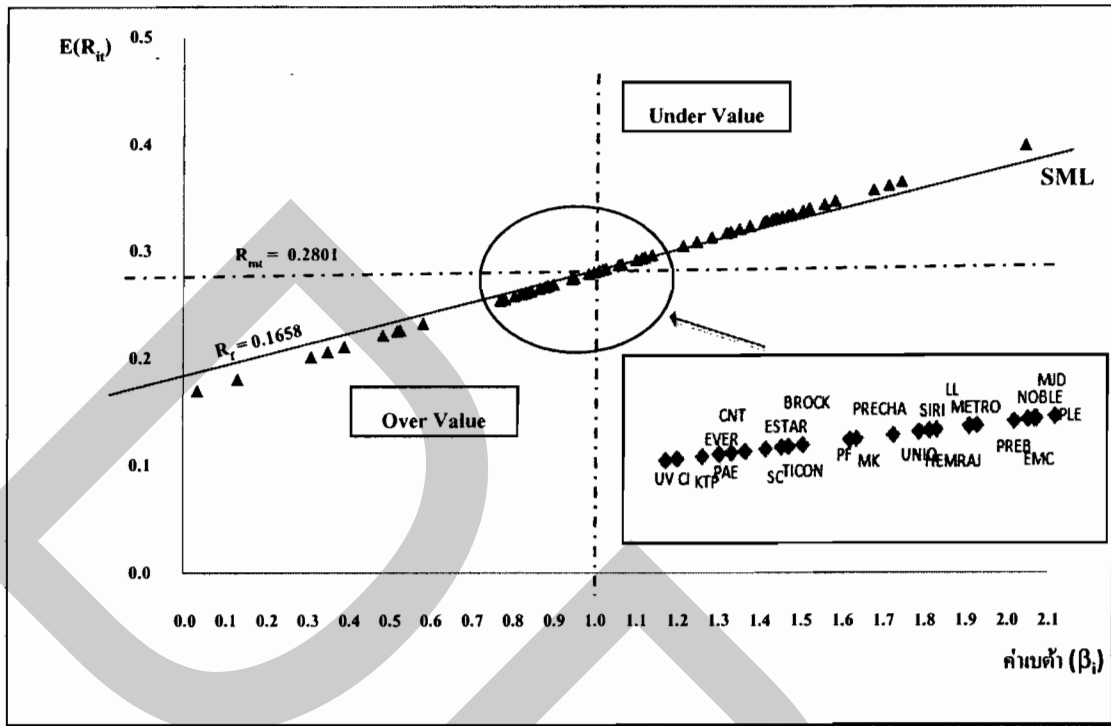
ชื่อหลักทรัพย์			เดือน มกราคม พ.ศ.2547 - มิถุนายน พ.ศ.2553				
			ค่าอัลฟา (α)	ค่าเบต้า (β)	RM	Rf	E(R _i)
33	บมจ. เอ็ม บี เค	MBK	0.5336	0.4192	0.2801	0.1658	0.2137
34	บมจ. อีเอ็มซี	EMC	18.0752	2.1553	0.2801	0.1658	0.4121
35	บมจ. แอสสิริ	SIRI	-0.1582	1.2155	0.2801	0.1658	0.3047
36	บมจ. โนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์	NOBLE	-0.7688	1.1924	0.2801	0.1658	0.3021
37	บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชัน	AMATA	0.0054	1.6441	0.2801	0.1658	0.3537
38	บมจ. ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น	TICON	0.4007	0.9683	0.2801	0.1658	0.2765
39	บมจ. ลลิต พร็อพเพอร์ตี้	LALIN	-1.1926	1.3892	0.2801	0.1658	0.3245
40	บมจ. เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริง	PLE	-2.0822	1.0818	0.2801	0.1658	0.2894
41	บมจ. ซาญอัสสระ ดีเวลลอปเม้นท์	CI	3.6595	0.7890	0.2801	0.1658	0.2560
42	บมจ. สยามฟิวเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์	SF	0.9613	1.5233	0.2801	0.1658	0.3399
43	บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชัน	SC	-0.5754	1.2361	0.2801	0.1658	0.3071
44	บมจ. เอ็น. ซี. เฮาส์ซิ่ง	NCH	0.5382	0.1747	0.2801	0.1658	0.1858
45	บมจ. อริยา พร็อพเพอร์ตี้	A	0.2082	0.2216	0.2801	0.1658	0.1912
46	บมจ. นวนคร	NNCL	0.9090	1.5042	0.2801	0.1658	0.3377
47	บมจ. ซีพีโก้	SEAFCO	-0.1540	1.3656	0.2801	0.1658	0.3218
48	บมจ. เมโทรสตาร์ พร็อพเพอร์ตี้	METRO	-0.6357	1.0586	0.2801	0.1658	0.2868
49	บมจ. ปรีญูสิริ	PRIN	1.0616	1.5297	0.2801	0.1658	0.3406
50	บมจ. พรีเมิลท์	PREB	0.7870	1.2198	0.2801	0.1658	0.3052
51	บมจ. พศกษา เรียลเอสเตท	PS	2.8847	1.5349	0.2801	0.1658	0.3412
52	บมจ. แอสคอน คอนสตรัคชั่น	ASCON	0.6780	0.4175	0.2801	0.1658	0.2135
53	บมจ. บ้านร็อคคาร์เด็น	BROCK	-0.7146	0.9082	0.2801	0.1658	0.2696
54	บมจ. ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น	UNIQ	4.2075	1.0112	0.2801	0.1658	0.2814
55	บมจ. ราสา พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	RASA	0.2174	1.2163	0.2801	0.1658	0.3048
56	บมจ. เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์	MJD	-0.7600	1.1226	0.2801	0.1658	0.2941
57	บมจ. โตโย-ไทย คอร์ปอเรชัน	TTCL	-0.7648	2.0463	0.2801	0.1658	0.3996
58	บมจ. เสนาดีเวลลอปเม้นท์	SENA	-1.5628	0.5826	0.2801	0.1658	0.2324

ที่มา: จากการคำนวณ

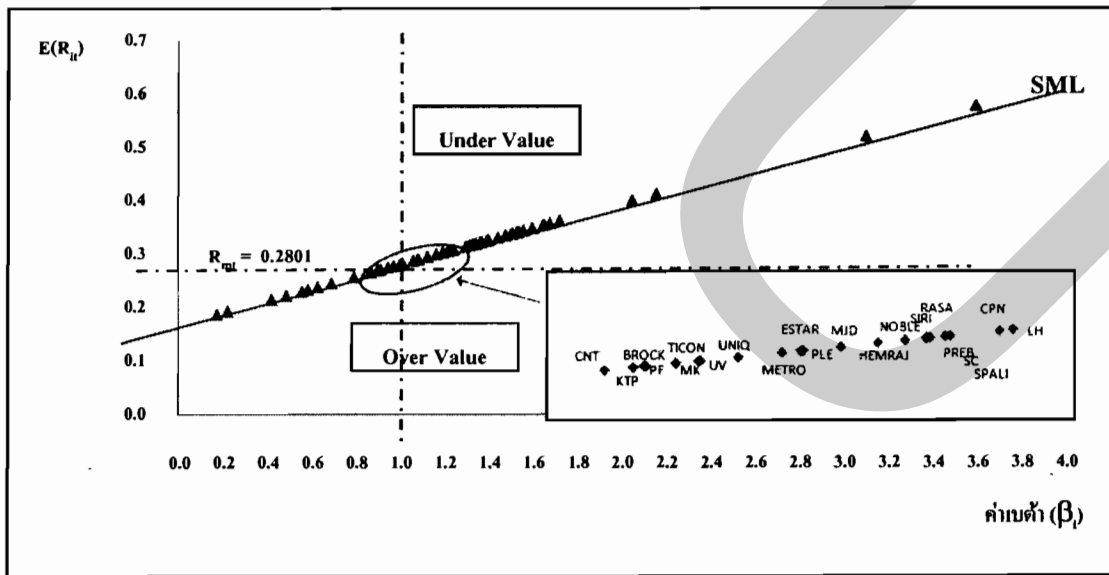
2.) การเปรียบเทียบผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยงของหลักทรัพย์กับเส้น SML จากการวิเคราะห์สมการ Regression ทำให้ทราบค่าเบต้าของหลักทรัพย์ (β) เมื่อนำอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (R_m) และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (R_f) มาวิเคราะห์พร้อมด้วยตามรูปแบบของแบบจำลอง CAPM หรือ สมการ $E(R_{it}) = R_f + [E(R_{mt}) - R_f]\beta_i$ จะสามารถคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) ของแต่ละหลักทรัพย์ได้ ดังตารางที่ 4.6, 4.7, 4.8 จะเห็นได้ว่าการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์สอดคล้องกับทฤษฎี CAPM คือ หลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง (ค่า β สูง) ก็จะทำให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสูงตามไปด้วย และ เมื่อนำผลตอบแทนที่คาดหวังของแต่ละหลักทรัพย์และค่า β มาเปรียบเทียบกับเส้น SML (Security Market Line) ที่มีความชันเป็นบวก บนแกนค่าผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยง จะสามารถวิเคราะห์มูลค่าหลักทรัพย์ได้ ดังภาพที่ 4.1, 4.2, 4.3



รูปที่ 4.1 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง $E(R_i)$ กับความเสี่ยง (β) ในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2547 ถึงเดือน ธันวาคม พ.ศ.2549



รูปที่ 4.2 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง $E(R_i)$ กับความเสี่ยง (β_i) ในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2550 ถึงเดือน มิถุนายน พ.ศ.2553



รูปที่ 4.3 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง $E(R_i)$ กับความเสี่ยง (β_i) ในช่วงเดือนมกราคม 2547 ถึงเดือน มิถุนายน พ.ศ.2553

เมื่อนำหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ต่างๆ มาจัดจำแนกประเภทของอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในแต่ละช่วงการศึกษาแสดงให้เห็นว่าโดยส่วนใหญ่แล้ว กลุ่มอสังหาริมทรัพย์มีผลตอบแทนผันผวนสูง ยิ่งในช่วงที่เศรษฐกิจตกต่ำกลุ่มบริษัทเหล่านี้จะมีผลตอบแทนต่ำและความเสี่ยงต่ำเป็นส่วนมาก ซึ่งแสดงถึงการเป็นธุรกิจนำเศรษฐกิจ แต่หากพิจารณาโดยรวมทั้งตลอดช่วงการศึกษาดังแต่ปี พ.ศ.2547 จนถึงปี พ.ศ.2553 แล้วจะพบว่าผลตอบแทนของกลุ่มบริษัทเหล่านี้จะสูงกว่าตลาดและอัตราความเสี่ยงก็สูงกว่าตลาดเช่นกัน ซึ่งผลการแบ่งกลุ่มผลตอบแทนและความเสี่ยงรายบริษัทสามารถแสดงได้ ดังตารางที่ 4.9, 4.10, 4.11

ตารางที่ 4.9 การจำแนกประเภทของอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับตลาดในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2547 – เดือนธันวาคม พ.ศ.2549

เดือนมกราคม พ.ศ.2547 - เดือนธันวาคม พ.ศ.2549			
ประเภทผลตอบแทน	รายชื่อกองทุน	อัตราผลตอบแทน	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Set Index)		- 0.41	4.59
1. อัตราผลตอบแทนสูง ความเสี่ยงต่ำ	ไม่มี		
2. อัตราผลตอบแทนสูง ความเสี่ยงสูง	บมจ. เอ็ม บี เค **	0.30	4.59
	บมจ. ไรมอน แลนด์	-0.35	8.51
	บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชั่น	-0.22	10.01
	บมจ. ไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม	-0.21	12.71
	บมจ. เอเชียันพรีอเพอर्टี้ ดีเวลลอปเม้นท์	-0.17	11.01
	บมจ. สุภาลัย	-0.09	11.94
	บมจ. มั่นคงเคหะการ	0.03	9.13
	บมจ. สวนอุตสาหกรรมโรจนะ	0.38	10.46
	บมจ. ลิฟวิ่งแลนด์ แคปิตอล	0.67	35.55
	บมจ. อารีธา พรอเพอर्टี้	0.91	14.48
	บมจ. ซีฟโก้	1.15	13.77
	บมจ. เอ็น. ซี. เฮาส์ซิ่ง	1.17	21.72
	บมจ. สยามฟิวเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์	1.22	12.88
	บมจ. แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์	1.65	9.40
	บมจ. พุกญา เรียลเอสเตท	2.03	11.87
	บมจ. ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น	2.15	10.83
	บมจ. เซ็นทรัลพัฒนา	2.38	7.42
	บมจ. นวนคร	5.63	25.99
	บมจ. ปรีญสิริ	6.18	15.57
	บมจ. ชาลูนีสสระ ดีเวลลอปเม้นท์	7.92	63.53
	บมจ. แอสคอน คอนสตรัคชั่น	10.51	17.99

ตารางที่ 4.9 (ต่อ)

เดือนมกราคม พ.ศ.2547 - เดือน ธันวาคม พ.ศ.2549			
ประเภทผลตอบแทน	รายชื่อกองทุน	อัตรา ผลตอบแทน	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
2. อัตราผลตอบแทนสูง ความเสี่ยงสูง (ต่อ)	บมจ. เมโทรสตาร์ พร็อพเพอร์ตี้	10.54	16.35
	บมจ. เค.ซี. พร็อพเพอร์ตี้	16.84	76.63
	บมจ. ปรีชากรู๊ป	21.31	137.87
	บมจ. อีเอ็มซี	38.78	230.36
	บมจ. เอเวอร์แลนด์	38.96	221.24
	บมจ. ทีเออี (ประเทศไทย)	55.88	341.06
3. ผลตอบแทนต่ำ ความเสี่ยงต่ำ	ไม่มี		
4. อัตราผลตอบแทนต่ำ ความเสี่ยงสูง	บมจ. แนเซอร์วัล พาร์ค	- 7.83	12.96
	บมจ. กฤษดามหานคร	- 5.82	14.21
	บมจ. คริสเตียนีและนิลเสน (ไทย)	- 4.74	20.12
	บมจ. เนวาร์คินพัฒนาการ	- 4.59	18.10
	บมจ. แกรนด์ คาแนล แลนด์	- 3.18	21.01
	บมจ. จีนเท็ค คอนสตรัคชั่น	- 3.10	17.95
	บมจ. ชิโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอน สตรัคชั่น	- 3.05	15.61
	บมจ. พร็อพเพอร์ตี้ เพอร์เฟค	- 2.78	12.07
	บมจ. โนเบิล ดีเวลลอปเมนท์	- 2.40	12.22
	บมจ. ช.การช่าง	- 2.28	12.45
	บมจ. อีสเทอร์น สตาร์ เริล เอสเตท	- 2.17	13.97
	บมจ. อิตาเลียนไทย ดีเวล็อปเมนต์	- 2.17	10.70
	บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น	- 2.14	21.69
	บมจ. แสนสิริ	- 2.02	13.49
	บมจ. ลลิต พร็อพเพอร์ตี้	- 2.01	12.04
	บมจ. เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริง	- 1.77	10.63
	บมจ. เคปเปล ไทย พร็อพเพอร์ตี้	- 1.76	23.76
	บมจ. แลนด์แอนด์เฮ้าส์	- 1.57	8.63
	บมจ. ยูนิเวนเจอร์	- 1.14	13.25
	บมจ. เหมราชพัฒนาที่ดิน	- 0.98	10.48
	บมจ. แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอป เมนท์	- 0.88	12.62
	บมจ. พรีเมียม	- 0.86	15.26
	บมจ. บางกอกแลนด์	- 0.61	18.48
	บมจ. สัมมากร	- 0.60	9.27
	บมจ. ควอลิตี้เฮ้าส์	- 0.48	8.28

ที่มา : จากการคำนวณ

ตารางที่ 4.10 การจำแนกประเภทของอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์เปรียบเทียบ
กับตลาดในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2550 – เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553

เดือน มกราคม พ.ศ.2550 - เดือน มิถุนายน พ.ศ.2553			
ประเภทผลตอบแทน	รายชื่อกองทุน	อัตรา ผลตอบแทน	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Set Index)		0.57	8.18
1. อัตราผลตอบแทนสูง ความเสี่ยงต่ำ	บมจ. เอ็ม บี เค	0.83	5.91
2. อัตราผลตอบแทนสูง ความเสี่ยงสูง	บมจ. มั่นคงเคหะการ	0.59	11.32
	บมจ. อีสเทอร์น สตรีเรียล เอสเตท	0.63	13.05
	บมจ. เซ็นทรัลพัฒนา	0.65	14.96
	บมจ. ช.การช่าง	0.68	18.48
	บมจ. แกรนด์ คาแนล แลนด์	0.74	12.85
	บมจ. อีเอ็มซี	0.79	25.38
	บมจ. พร็อพเพอร์ตี้ เพอร์เฟก	0.79	12.48
	บมจ. โนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์	0.88	12.76
	บมจ. รสา พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	0.91	21.49
	บมจ. ยูนิเวนเจอร์	1.00	15.62
	บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น	1.03	12.52
	บมจ. สยามฟิวเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์	1.06	17.38
	บมจ. ชินเท็ค คอนสตรัคชั่น	1.65	17.38
	บมจ. แสสนศิริ	1.70	12.69
	บมจ. เอเชียนพร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	1.76	17.43
	บมจ. พรีเมียม	1.79	15.59
	บมจ. ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอน สตรัคชั่น	2.02	15.78
	บมจ. เคปเปล ไทย พร็อพเพอร์ตี้	2.04	20.66
	บมจ. แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์	2.10	15.85
	บมจ. เหมราชพัฒนาที่ดิน	2.18	15.66
	บมจ. ปรีชากรู๊ป	2.39	18.11
	บมจ. คริสเตียนีและนิลเสน (ไทย)	2.44	18.28
	บมจ. ควอลิตี้เฮ้าส์	2.45	15.29
บมจ. แนเซอร์รี พาร์ค	2.78	39.39	
บมจ. ศุภาลัย	3.04	13.26	
บมจ. พฤษยาเรียลเอสเตท	3.80	16.23	
บมจ. โคโย-ไทย คอร์ปอเรชั่น	4.13	17.86	
บมจ. ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น	4.86	29.65	
บมจ. ลิฟวิ่งแลนด์ แคปปิตอล	5.74	39.79	

ตารางที่ 4.10 (ต่อ)

เดือน มกราคม พ.ศ.2550 - เดือน มิถุนายน พ.ศ.2553			
ประเภทผลตอบแทน	รายชื่อกองทุน	อัตรา ผลตอบแทน	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
3. ผลตอบแทนต่ำ ความเสี่ยงต่ำ	บมจ. แอสคอน คอนสตรัคชั่น	- 1.95	6.00
	บมจ. เสนาคีเวลลอปเม้นท์	- 0.27	4.23
	บมจ. อารีชา พร็อพเพอร์ตี้	- 0.19	2.96
4. อัตราผลตอบแทนต่ำ ความเสี่ยงสูง	บมจ. เมโทรสตาาร์ พร็อพเพอร์ตี้	- 3.79	16.13
	บมจ. ทีเออี (ประเทศไทย)	- 2.85	15.97
	บมจ. เอเวอร์แลนด์	- 2.62	22.97
	บมจ. เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริง	- 2.12	17.06
	บมจ. กฤษคามหานคร	- 1.91	17.13
	บมจ. นวนคร	- 1.60	15.14
	บมจ. ไรมอน แลนด์	- 1.55	16.76
	บมจ. ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น	- 0.90	12.19
	บมจ. สัมมากร	- 0.74	8.56
	บมจ. เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์	- 0.69	14.14
	บมจ. อิตาเลียนไทย ดีเวล็อปเม้นต์	- 0.35	15.90
	บมจ. เนวาร์คน์พัฒนาการ	- 0.29	16.09
	บมจ. ดลิต พร็อพเพอร์ตี้	- 0.19	17.16
	บมจ. บ้านร็อคคาร์เด็น	- 0.14	11.64
	บมจ. ซีฟโก้	- 0.10	16.32
	บมจ. แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอป เม้นท์	- 0.06	18.91
	บมจ. เค.ซี. พร็อพเพอร์ตี้	- 0.03	9.70
	บมจ. บางกอกแลนด์	0.05	16.66
	บมจ. สวนอุตสาหกรรมโรจนะ	0.05	15.00
	บมจ. เอ็น. ซี. เฮ้าส์ซิ่ง	0.15	10.01
	บมจ. ชาญอิตสระ ดีเวล็อปเม้นท์	0.18	9.42
	บมจ. ไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม	0.20	8.63
	บมจ. แลนด์แอนด์เฮ้าส์	0.32	13.69
	บมจ. ปรีญศิริ	0.39	17.31
	บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชัน	0.55	17.07

ที่มา : จากการคำนวณ

ตารางที่ 4.11 การจำแนกประเภทของอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์เปรียบเทียบ
กับตลาดในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2547 - เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553

เดือนมกราคม พ.ศ.2547 - เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553			
ประเภทผลตอบแทน	รายชื่อกองทุน	อัตรา ผลตอบแทน	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Set Index)		0.11	6.74
1. อัตราผลตอบแทนสูง ความเสี่ยงต่ำ	บมจ. เอ็ม บี เค	0.58	5.31
2. อัตราผลตอบแทนสูง ความเสี่ยงสูง	บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชั่น	0.19	14.17
	บมจ. สวนอุตสาหกรรมโรจนะ	0.20	13.02
	บมจ. เคปเปล ไทย พร็อพเพอร์ตี้	0.28	22.08
	บมจ. อารีชา พร็อพเพอร์ตี้	0.29	9.71
	บมจ. มั่นคงเคหะการ	0.33	10.31
	บมจ. ซีพีโก้	0.39	15.28
	บมจ. ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น	0.51	11.61
	บมจ. เอ็น. ซี. เฮาส์ซิง	0.60	16.12
	บมจ. เหมราชพัฒนาที่ดิน	0.72	13.53
	บมจ. แอสคอน คอนสตรัคชั่น	0.82	11.06
	บมจ. เอเชียนพร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	0.87	14.76
	บมจ. รสา พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	0.91	21.49
	บมจ. ควอลิตี้เฮาส์	1.10	12.56
	บมจ. สยามฟิวเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์	1.14	15.37
	บมจ. พรีเมียม	1.20	15.42
	บมจ. เซ็นทรัลพัฒนา	1.45	12.04
	บมจ. นวนคร	1.47	20.61
	บมจ. สุภาลัย	1.60	12.68
	บมจ. ปรีญสิริ	1.76	16.96
	บมจ. แอล.ที.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์	1.89	13.19
	บมจ. ลิฟวิ่งแลนด์ แคปิตอล	3.40	37.74
	บมจ. พญาเรือเสนา	3.40	15.28
	บมจ. ชาญอิสสระ ดีเวลลอปเม้นท์	3.75	43.55
	บมจ. โคโซ-ไทย คอร์ปอเรชั่น	4.13	17.86
	บมจ. ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น	4.86	29.65
	บมจ. เค.ซี. พร็อพเพอร์ตี้	7.75	52.83
	บมจ. ปรีชากรู๊ป	11.12	94.37
	บมจ. เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริง	14.37	14.37
	บมจ. เอเวอร์แลนด์	16.57	151.54
	บมจ. อีเอ็มซี	18.32	157.56
บมจ. พีเออี (ประเทศไทย)	24.25	232.12	

ตารางที่ 4.11 (ต่อ)

เดือนมกราคม พ.ศ.2547 - เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553			
ประเภทผลตอบแทน	รายชื่อกองทุน	อัตรา ผลตอบแทน	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
3. ผลตอบแทนต่ำ ความเสี่ยงต่ำ	บมจ. เสนาคีเวลลอปเม้นท์	- 0.27	4.23
4. อัตราผลตอบแทนต่ำ ความเสี่ยงสูง	บมจ. กฤษคามหานคร	- 3.71	15.87
	บมจ. เนาวรัตน์พัฒนาการ	- 2.28	17.07
	บมจ. แนนเซอร์ล พาร์ค	- 2.12	30.51
	บมจ. อิตาเลียนไทย ดีเวลลอปเม้นท์	- 1.19	13.69
	บมจ. แกรนด์ คาแนล แลนด์	- 1.07	17.10
	บมจ. ลลิต พร็อพเพอร์ตี้	- 1.03	14.95
	บมจ. ไรมอน แลนด์	- 0.99	13.52
	บมจ. คริสเตียนีและนิลเสน (ไทย)	- 0.87	19.36
	บมจ. พร็อพเพอร์ตี้ เพอร์เฟก	- 0.85	12.34
	บมจ. ช.การช่าง	- 0.69	15.95
	บมจ. เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์	- 0.69	14.14
	บมจ. สัมมากร	- 0.67	8.84
	บมจ. อีสเทอร์น สตาร์ เรีล เอสเตท	- 0.66	13.47
	บมจ. โนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์	- 0.63	12.54
	บมจ. แลนด์แอนด์เฮ้าส์	- 0.55	11.60
	บมจ. ชินท์ค คอนสตรัคชั่น	- 0.54	17.69
	บมจ. แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	- 0.44	16.21
	บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น	- 0.43	17.32
	บมจ. บ้านริออคการ์เด็น	- 0.38	11.61
	บมจ. ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น	- 0.32	15.81
	บมจ. บางกอกแลนด์	- 0.26	17.41
	บมจ. เมโทรสตาร์ พร็อพเพอร์ตี้	- 0.21	17.21
	บมจ. แสมสิริ	- 0.02	13.11
บมจ. ไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม	0.01	10.64	
บมจ. ยูนิเวนเจอร์	0.02	14.52	

ที่มา : จากการคำนวณ

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

5.1.1 จากการศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อผลตอบแทนของตลาดในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ช่วงเวลาการศึกษาคือเดือนมกราคม พ.ศ. 2547 ถึง เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553 โดยทำการศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจจำนวน 5 ตัวแปร ได้แก่ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII), ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI), อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ภายในประเทศ (INT), อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (INF), มาตรการสนับสนุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์จากภาครัฐ (Law), วิกฤตการณ์แฮมเบอร์เกอร์ (Crisis) จากผลการวิเคราะห์ในรูปสมการถดถอยเชิงซ้อนด้วยวิธี Enter regression สามารถสรุปผลได้ดังนี้ คือ ตัวแปรทั้งหมดหากพิจารณาด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และ 72 จะพบว่ามีตัวแปร 5 ตัว ได้แก่ PII_{t-1} , INF, Law, Crisis, RM_{t-1} ที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของตลาดในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของตลาดในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้ร้อยละ 99 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 1 เกิดจากปัจจัยอื่นๆ สำหรับค่า Serial Correlation LM Test ซึ่งพบว่า ค่าสถิติ $n R^2$ ที่คำนวณได้มีค่าต่ำกว่า ($n R^2 = 0.295346$) กว่าค่าวิกฤต ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 59% [Prob.> 0.01] นั่นแสดงว่า สมการนี้ไม่มีปัญหา Autocorrelation

จากการศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อผลตอบแทนของตลาดในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์สามารถสรุปได้ดังนี้

1) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนในช่วงเวลาในอดีต (PII_{t-1}) ต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เป็นการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันและเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ เนื่องจากตัวแปรนี้เป็นตัวชี้ราคาหุ้นของหมวดอสังหาริมทรัพย์ในระยะเวลาดัดไป 1 หน่วยเวลา เพราะการลงทุนของนักลงทุนที่เพิ่มขึ้นแสดงถึงความมั่นใจธุรกิจนี้โดยรวม ทำให้มีผู้อยากมาลงทุนในหุ้นของหมวดอสังหาริมทรัพย์มากขึ้น ส่งผลต่อดัชนีราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้นและเป็นดัชนีที่ชี้ให้เห็นถึงทิศทางการลงทุนภาคเอกชน โดยดัชนีนี้ประกอบด้วย 5 องค์ประกอบ ได้แก่ พื้นที่รับอนุญาตก่อสร้างในเขตเทศบาล ปริมาณจำหน่ายปูนซีเมนต์ในประเทศ มูลค่าการนำเข้าสินค้าทุน ณ ราคาขงที่ ปริมาณจำหน่ายรถยนต์เชิงพาณิชย์ มูลค่าการจำหน่ายเครื่องจักรและอุปกรณ์ในประเทศ

ณ ราคาคงที่ แต่ละองค์ประกอบ จะใช้ข้อมูลที่ปรับฤดูกาลและเฉลี่ยเคลื่อนที่ 3 เดือน ยกเว้นพื้นที่ รับผิดชอบก่อสร้างซึ่งเฉลี่ยเคลื่อนที่ 12 เดือน ในการคำนวณ จึงถือว่าเป็นดัชนีตัวหนึ่งที่ใช้ในการชี้ วัดสถานะเศรษฐกิจของประเทศในช่วงเวลานั้น ๆ โดยที่ PII เพิ่มขึ้นจะสามารถสะท้อนถึง ความสามารถในการลงทุนของภาคเอกชนที่เพิ่มขึ้นได้ รวมถึงการตัดสินใจลงทุนของ ผู้ประกอบการในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และเป็นตัวกำหนดทิศทางในการลงทุนโครงการใหม่ ดังนั้น หากมี PII ในช่วงระยะเวลาที่ผ่านมาที่ดี ย่อมเป็นภาพสะท้อนถึงการคาดการณ์สภาพ เศรษฐกิจในอนาคตที่ดี ผู้ประกอบการตัดสินใจลงทุนเพิ่มขึ้น ความสามารถในการทำกำไรเพิ่ม สูงขึ้น และสามารถจ่ายเงินปันผลให้แก่นักลงทุนได้มาก ทำให้นักลงทุนมีความต้องการซื้อ หลักทรัพย์เพิ่มขึ้น และดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นตามไปด้วยเช่นกัน

2) อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (INF) มีผลต่อราคาหลักทรัพย์หมวดอสังหาริมทรัพย์ เป็นการ เปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามและเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของ ราคาสินค้าและบริการ ณ ระยะเวลาใดเวลาหนึ่งเปรียบเทียบกับช่วงเวลาฐานภาวะเงินเฟ้อจะเป็น ภาวะที่ราคาสินค้าและบริการสูงขึ้นอย่างยาวนาน ซึ่งจะส่งผลให้ต้นทุนการผลิตสินค้าปรับตัวสูงขึ้น ส่งผลให้ผู้ประกอบการมีความสามารถในการทำกำไรลดลง ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ปรับตัวลดลงตามไปด้วยเช่นกัน

3) มาตรการสนับสนุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์จากภาครัฐ (Law) เป็นการ เปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามและเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้ เนื่องจาก Law เป็นตัว แปรหุนของมาตรการสนับสนุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็นมาตรการสนับสนุนในการ ยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา ให้แก่ผู้ที่จ่ายเงินค่าซื้ออสังหาริมทรัพย์ที่ไม่เคยผ่านการใช้งานมา ก่อน โดยกรณีโอนกรรมสิทธิ์อสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวภายในปี พ.ศ. 2552 ให้ได้รับการยกเว้นภาษี สำหรับเงินได้พึงประเมิน เป็นจำนวนเท่ากับมูลค่าที่จ่ายจริงแต่ไม่เกิน 300,000บาท การลดภาษี ค่าธรรมเนียมการโอนจากร้อยละ 2 เหลือร้อยละ 0.01 ภาษีการจดจำนองจากร้อยละ 1 เหลือร้อยละ 0.01 และภาษีธุรกิจเฉพาะร้อยละ 3.3 เหลือร้อยละ 0.11 เป็นต้น ทั้งนี้จากมุมมองของภาครัฐมอง ว่าการยึดมาตรการทางด้านภาษี จะมีส่วนช่วยให้ธุรกิจมีการเติบโตมากขึ้น ซึ่งเหมาะสมกับการ สูญเสียมูลค่าได้จากภาษีที่กรมสรรพากรควรจะได้รับ ในเชิงโครงสร้างระยะยาวแล้วค่อนข้างคุ้มค่า กับเศรษฐกิจระยะยาว และทำให้ต้นทุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ลดลง ส่งผลต่อการขยายตัวของ อุปสงค์และผลประกอบการของผู้ลงทุนในอุตสาหกรรมนี้ และทำให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์ปรับตัว เพิ่มขึ้นตามไปด้วยเช่นกัน

4) วิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ (Crisis) มีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันและเป็นไปตาม สมมติฐานที่ตั้งที่ว่าในช่วงปกติค่าดัชนีราคาหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะสูงกว่า

ค่าเฉลี่ยดัชนีราคาในช่วงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ จากช่วงระยะเวลาที่เกิดวิกฤตสาเหตุมาจากการที่สหรัฐอเมริกาที่มีเงินทุนไหลเข้าภายในประเทศมากเกินไปจนล้นออกไปในภาคอสังหาริมทรัพย์ทำให้เกิดฟองสบู่เก็งกำไรกันขึ้น ขณะเดียวกันนักลงทุนต่างชาติสามารถที่จะจับสัญญาได้ถึงปัญหาใหญ่ที่เกิดขึ้น ทำให้ตั้งแต่ต้นปี 2551 ต่างชาติเริ่มเทขายหุ้นในภูมิภาคเอเชียทิ้ง เพื่อนำเงินกลับไปพยุงบริษัทแม่ที่ใกล้ล้มละลาย บางส่วนก็นำไปเติมสภาพคล่องกรณีที่เกิดการได้ถอนหน่วยลงทุนก่อนกำหนด เพราะความวิตกกังวลในปัญหา ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยชะลอตัวและปรับราคาลดลงตามไปด้วย

5) ดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ช่วงเวลาในอดีต (RM_{t-1}) มีผลต่อราคาหลักทรัพย์หมวดอสังหาริมทรัพย์ เป็นการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันและเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ นั่นหมายความว่าดัชนีราคาหลักทรัพย์ในอดีตมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์ในปัจจุบัน โดยการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหลักทรัพย์ช่วงเวลาในอดีต 1 เดือนย้อนหลัง จะมีผลทำให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในปัจจุบันเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับตลาด (Set Index) ดังนั้น หาก RM ในช่วงระยะเวลาที่ผ่านมาที่ดีย่อมเป็นภาพสะท้อนถึงการคาดการณ์สภาพเศรษฐกิจในอนาคตที่ดี ตามไปด้วยเช่นกัน

5.1.2 จากการศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ แบบรายเดือน แบ่งเป็น 3 ช่วงการศึกษา ได้แก่ ช่วงการศึกษาที่ 1 ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2547 - เดือนธันวาคม พ.ศ.2549 ช่วงการศึกษาที่ 2 ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2550 - เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553 และช่วงการศึกษาที่ 3 ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2547 - เดือนมิถุนายน พ.ศ.2553 สามารถนำผลการศึกษามาสรุปได้ดังนี้

1) จากการศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์พบว่า

ช่วงการศึกษาที่ 1 เดือนมกราคม พ.ศ.2547 – ธันวาคม พ.ศ.2549 อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อเดือนทั้ง 52 หลักทรัพย์ เท่ากับ 3.17 ในขณะที่อัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์มีค่าเพียง -0.41 นั่นแสดงว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยโดยรวมของหลักทรัพย์มีผลตอบแทนจากการดำเนินงานโดยเฉลี่ยสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ และเมื่อพิจารณาเป็นรายหลักทรัพย์มีจำนวน 27 หลักทรัพย์ ประมาณ 51.92% จากจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ สำหรับหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนสูง 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท พีเออี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน), บริษัท เอเวอร์แลนด์ จำกัด

(มหาชน), บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน) และมีจำนวน 25 หลักทรัพย์ ประมาณ 48.08% จากจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์ (ตารางที่ 4.1)

ช่วงการศึกษาที่ 2 เดือนมกราคม พ.ศ.2550 – มิถุนายน พ.ศ.2553 อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อเดือนทั้ง 58 หลักทรัพย์ เท่ากับ 0.64 ในขณะที่อัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์มีค่าเพียง 0.57 นั้นแสดงว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยโดยรวมของหลักทรัพย์มีผลตอบแทนจากการดำเนินงานโดยเฉลี่ยสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ และเมื่อพิจารณาเป็นรายหลักทรัพย์มีจำนวน 30 หลักทรัพย์ ประมาณ 51.72% จากจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ สำหรับหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนสูง 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท ลิฟวิงแลนด์ แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) , บริษัท ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชัน จำกัด (มหาชน), บริษัท โตโย-ไทย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) และมีจำนวน 28 หลักทรัพย์ ประมาณ 48.28% จากจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์ (ตารางที่ 4.1)

ช่วงการศึกษาที่ 3 เดือนมกราคม พ.ศ.2547 – มิถุนายน พ.ศ.2553 อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อเดือนทั้ง 58 หลักทรัพย์ เท่ากับ 1.60 ในขณะที่อัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์มีค่าเพียง 0.11 นั้นแสดงว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยโดยรวมของหลักทรัพย์มีผลตอบแทนจากการดำเนินงานโดยเฉลี่ยสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ และเมื่อพิจารณาเป็นรายหลักทรัพย์มีจำนวน 31 หลักทรัพย์ ประมาณ 53.45% จากจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ สำหรับหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนสูง 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท พีเออี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน), บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน), บริษัท เอเวอร์แลนด์ จำกัด (มหาชน) และมีจำนวน 27 หลักทรัพย์ ประมาณ 46.55% จากจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์ (ตารางที่ 4.1)

2) จากการศึกษาค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ วัดค่าจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน พบว่า

ช่วงการศึกษาที่ 1 เดือนมกราคม พ.ศ.2547 – ธันวาคม พ.ศ.2549 ค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์โดยรวมมีค่าเฉลี่ยสูงกว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นค่าเฉลี่ยสูงถึง 33.12% แต่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงเท่ากับ 4.59% สำหรับหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท พีเออี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน), บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน), บริษัท เอเวอร์แลนด์ จำกัด (มหาชน) (ตารางที่ 4.2)

ช่วงการศึกษาที่ 2 เดือนมกราคม พ.ศ.2550 – มิถุนายน พ.ศ.2553 ค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์โดยรวมมีค่าเฉลี่ยสูงกว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งความเสี่ยงจากการลงทุนใน

หลักทรัพย์นั้นค่าเฉลี่ยสูงถึง 15.79% แต่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงเท่ากับ 8.18% สำหรับหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท ลิฟวิงแลนด์ แคปปิตอล จำกัด (มหาชน), บริษัท แนนเซอร์ล พาร์ค จำกัด (มหาชน), บริษัท ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชัน จำกัด (มหาชน) (ตารางที่ 4.2)

ช่วงการศึกษาที่ 3 เดือนมกราคม พ.ศ.2547 – มิถุนายน พ.ศ.2553 ค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์โดยรวมมีค่าเฉลี่ยสูงกว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นค่าเฉลี่ยสูงถึง 26.39% แต่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงเท่ากับ 6.74% สำหรับหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท พีเออี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน), บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน), บริษัท เอเวอร์แลนด์ จำกัด (มหาชน) (ตารางที่ 4.2)

ทั้งนี้ จากการวิเคราะห์ในภาพรวมของการศึกษาทั้งหมด พบว่าอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือสนับสนุนแนวความคิดตามหลักการความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงเป็นไปตามสมมติฐานที่ว่าหลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนสูง ความเสี่ยงก็ย่อมสูงตามไปด้วย และเป็นไปตามผลงานวิจัยของ ฐานันดร จันทร์สีทอง (2551), ชินฐา สาลีผล (2551) นอกจากนี้พบว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ส่วนใหญ่เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับตลาดหลักทรัพย์ เนื่องด้วยหลักทรัพย์มีค่าเบต้ามากกว่า 1 ($\beta > 1$) และมีเครื่องหมายเป็นบวก นั้นหมายความว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีลักษณะการเปลี่ยนแปลงไปมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนตลาด (Set Index) หลักทรัพย์เหล่านี้จะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับตลาดหลักทรัพย์ ในลักษณะที่สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ หรือก็คือหลักทรัพย์จะมีอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงมากกว่าตลาดหลักทรัพย์นั่นเอง

สาเหตุหนึ่งเนื่องจากได้รับผลกระทบจากวิกฤตทางการเงินที่เกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา ไม่ว่าจะเป็น ปี พ.ศ.2549 มาตรการกันสำรองร้อยละ 30 เป็นเหตุการณ์ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยออกมาตรการเพื่อรักษาการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินไม่ให้แข็งค่า จากการนำเข้าเงินทุนระยะสั้น ธปท. ประกาศใช้เครื่องมืออย่างฉับพลัน ซึ่งเป็นการบริหารแบบ Discretion แทนที่จะกำหนดไว้ก่อน ที่เป็นลักษณะการบริหารแบบ Rule ส่งผลให้ภาคเอกชนและภาคต่างประเทศไม่มีความเชื่อว่า ค่าเงินบาทจะอ่อนตัวลงในอนาคต ทำให้มาตรการแทรกแซงค่าเงินของ ธปท. ไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร พิจารณาได้จาก เมื่อธปท.ประกาศออกมาตรการในวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2549 หลังตลาดหลักทรัพย์ปิด หุ่นปิด ดิตลบ 5.74 จุด จากนั้นเช้าวันที่ 19 ธันวาคม พ.ศ.2549 ตลาดหลักทรัพย์เปิดหุ้นดิ่งลงทันที ดิตลบกว่า 100 จุด ก่อนจะหยุดพักการซื้อขาย 30 นาที และทำการซื้อขายต่อจนกระทั่งปิดการซื้อขายที่ระดับ 622.14 ลดลง 108.41 จุด หรือ 14.84% ซึ่งถือว่าเป็นดัชนี

ปิดการซื้อขายที่ต่ำสุดในรอบกว่า 2 ปี นับจากระดับ 621.57 เมื่อ 28 ตุลาคม พ.ศ.2547 ซึ่งเป็นผลกระทบจากมาตรการสกัดเก็งกำไรค่าเงินบาทของธปท. ส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติเทขายหุ้นออกมามาก โดยต้องหยุดพักซื้อขายชั่วคราว 30 นาทีระหว่าง 11.29-11.59 น. เนื่องจากดัชนีปรับลงถึงระดับ 10% วันนั้นวันเดียวเงินในตลาดหลักทรัพย์ หุ่นลดลงกว่า 5 แสนล้านบาท ปี พ.ศ.2551 วิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ สาเหตุจากความผิดพลาดในการดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนของไทยจนมีทุนสำรองระหว่างประเทศไม่เพียงพอ ประกอบกับสถาบันการเงินมีปัญหา ดังนั้น มันจึงลุกลามไปถึงประเทศอื่นด้วย แต่ครั้งนี้เป็นผลมาจากความผิดพลาดของสหรัฐอเมริกาในการจัดการสินเชื่อสังหาริมทรัพย์และกำกับดูแลกลุ่มวาณิชธนกิจ (investment banker) อย่างไม่รัดกุม จนเกิดปัญหาขาดสภาพคล่องและลุกลามคุกคามความมั่นคงของสถาบันการเงิน ซึ่งไม่มีความแน่ชัดถึงผลกระทบภาคเศรษฐกิจจริง (real sector) ของสหรัฐอเมริกามากน้อยเพียงใดและจะส่งผลกระทบออกไปนอกประเทศจนเกิดปัญหาความมั่นคงของภาคการเงิน และเศรษฐกิจในระดับโลกอย่างรุนแรงหรือไม่ ทำให้ตั้งแต่ต้นปี พ.ศ.2551 นักลงทุนต่างชาติเริ่มเทขายหุ้นในภูมิภาคเอเชียทิ้ง เพื่อนำเงินกลับไปพยุงบริษัทแม่ที่ใกล้ล้มละลาย บางส่วนก็นำไปเติมสภาพคล่องกรณีที่เกิดการไถ่ถอนหน่วยลงทุนก่อนกำหนด เพราะความวิตกกังวลในปัญหา ปี พ.ศ.2551 เป็นปรากฏที่สถาบันการเงินในสหรัฐอเมริกาลี้ม ต้องเพิ่มทุน ถูกเทกโอเวอร์ และล้มละลาย จนมาถึง “Lehman Brothers” ความเสียหายในธุรกิจของ Lehman Brothers ในประเทศไทย เนื่องจากบริษัทนี้มีการลงทุนด้านอสังหาริมทรัพย์ อาคารพาณิชย์ และการปล่อยสินเชื่อ อยู่ในประเทศไทยเป็นมูลค่าประมาณ 5 หมื่นล้านบาท เมื่อประกาศล้มละลาย Lehman Brothers คงต้องขายทรัพย์สินที่มีอยู่ในประเทศไทยทั้งหมดเพื่อไปชำระหนี้ ซึ่งอาจมีผลกระทบกับราคาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศบ้าง และบริษัทที่ได้รับสินเชื่อจาก Lehman Brothers ก็ต้องเร่งหาเงินมาจ่ายหนี้คืน ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องทางการเงินในประเทศ ที่มีแนวโน้มตึงตัวอยู่แล้วให้เพิ่มมากขึ้น จากสาเหตุการเกิดวิกฤตดังกล่าวต่างส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในประเทศไทย โดยเห็นได้จากอัตราผลตอบแทนที่ติดลบเป็นอย่างมาก รวมทั้งค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่เพิ่มสูงเช่นกัน จึงอาจกล่าวได้ว่าหลักทรัพย์กลุ่มนี้เป็นอีกหนึ่งกลุ่มธุรกิจที่มีความเสี่ยง ดังนั้นนักลงทุนจึงควรศึกษาปัจจัยต่างๆ รวมทั้งคำนึงถึงระยะเวลาที่เหมาะสมในการลงทุน

สำหรับการประเมินราคาหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ในการลงทุน สามารถพิจารณาได้จากการนำเอาค่าเบต้าและอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังไปประมาณเส้นตลาดหลักทรัพย์ SML (Security Market Line) จากเส้นตลาดหลักทรัพย์ที่สามารถจะนำอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใด ๆ มาเปรียบเทียบกับ นั่นคือ ถ้าอัตราผลตอบแทนที่ประมาณการของหลักทรัพย์ใดมีค่าสูงกว่าเส้นตลาดหลักทรัพย์ ถือว่า หลักทรัพย์นั้นมีค่าต่ำกว่าความเป็นจริงควรจะซื้อหลักทรัพย์นั้น ในทาง

ตรงกันข้าม ถ้าอัตราผลตอบแทนที่ประมาณการมีค่าต่ำกว่าเส้นตลาดหลักทรัพย์ถือว่า หลักทรัพย์นั้นมามีค่าสูงเกินความเป็นจริงจะต้องขายออกไป

5.2 ข้อเสนอแนะการลงทุนในหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์

1) หลักทรัพย์ของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์โดยรวมแล้วสามารถให้ผลตอบแทนสูง แต่มีความเคลื่อนไหวอย่างรุนแรงและรวดเร็วตามภาวะเศรษฐกิจ ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์เหล่านี้จะต้องมีเวลาเฝ้าติดตามการเคลื่อนไหวของราคาตลาดหลักทรัพย์เหล่านี้อย่างใกล้ชิด และเงินที่ลงทุนนั้นน่าจะเป็นเงินลงทุนในระยะยาว เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาการขาดทุนจากวัฏจักรธุรกิจที่มีระยะเวลาสั้นๆ ไม่กี่ปี แต่หากเป็นการลงทุนระยะยาวแล้วจะพบว่าอัตราผลตอบแทนของบริษัทเหล่านี้จะสูงกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด และลดการแปรผันของราคาลงได้

2) ผู้ลงทุนควรพิจารณาและศึกษาถึงตัวแปรเศรษฐกิจที่สำคัญที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในหมวดอสังหาริมทรัพย์ อาทิ เงินเฟ้อ และภาวะเศรษฐกิจรวม และรวมทั้งการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐที่มีผลโดยตรงต่อการประกอบการของอุตสาหกรรมนี้โดยตรง ในช่วงที่ผ่านมา มาตรการผ่อนผันค่าธรรมเนียมการโอนอสังหาริมทรัพย์ทำให้อุตสาหกรรมนี้กระตือรือร้นอุปสงค์ในตลาดให้สูงขึ้นและส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของธุรกิจนี้เป็นส่วนมากและส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ในหมวดอสังหาริมทรัพย์สูงขึ้นตาม ซึ่งผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ในหมวดนี้ต้องมีการศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยเหล่านี้อย่างใกล้ชิด

3) เนื่องจากบริษัทอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์มีจำนวนมากและแต่ละบริษัทมีความชำนาญการและโอกาสความสำเร็จทางธุรกิจต่างกันออกไป ดังนั้น ผู้ลงทุนควรมีการศึกษาข้อมูลรายละเอียดของการดำเนินงานของแต่ละบริษัทก่อนการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทนั้นๆ จากการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีอายุการทำธุรกิจนานมีโอกาสมากกว่า ให้ผลตอบแทนในหลักทรัพย์มากกว่า และความเสถียรในธุรกิจจะน้อยกว่าบริษัทที่เพิ่งเข้าสู่ธุรกิจ นอกจากนี้ ขนาดของเงินทุนจดทะเบียนก็สามารถบอกได้ในระดับหนึ่งว่าบริษัทที่มีเงินทุนจดทะเบียนสูงมักจะมีความเสี่ยงน้อยกว่าและผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าบริษัทที่มีขนาดเงินทุนน้อยกว่า ซึ่งนักลงทุนควรเลือกลงทุนในหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์ของบริษัทขนาดใหญ่จะลดความเสี่ยงได้มาก

4) เนื่องจากหลักทรัพย์กลุ่มนี้ เป็นธุรกิจมีต้องใช้เงินทุนในการลงทุนในแต่ละโครงการที่สูงมาก บริษัทจึงต้องเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อนำเงินทุนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ขยายโครงการ ซึ่งจะเห็นได้ว่าช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจภายในประเทศขาดสภาพคล่องย่อมส่งผลกระทบต่อฐานะทางการเงินของทุกฝ่าย รวมไปถึงการลงทุนในหลักทรัพย์ ขณะเดียวกันหากอยู่ในช่วงภาวะ

เศรษฐกิจที่ดี ความสามารถในการทำกำไรก็จะเพิ่มมากขึ้น ดังนั้น ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ควรพิจารณาอย่างรอบคอบ ทั้งระยะเวลา และสถานการณ์ในปัจจุบัน การตัดสินใจลงทุนที่เหมาะสมก็จะช่วยทำให้ได้รับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่จะได้รับมากยิ่งขึ้น หากเป็นการลงทุนระยะสั้นก็ต้องระมัดระวังอย่างมากและควรดูช่วงเวลา เศรษฐกิจถึงเข้ามาลงทุน

5) สำหรับบริษัทที่เป็นเจ้าของหลักทรัพย์ ควรจะต้องวางแผนการจัดการความเสี่ยงของตนเองให้มาก โดยเฉพาะในช่วงที่เศรษฐกิจจะล่อตัวหรือช่วงวิกฤติ เพราะผู้ลงทุนในหลักทรัพย์จะมีความอ่อนไหวต่อการเคลื่อนไหวของราคาค่อนข้างสูง เพราะหากผู้ลงทุนเห็นว่าราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันลดลงจะทำให้ผู้ลงทุนลดความเชื่อมั่นต่อหลักทรัพย์บริษัทลง ส่งผลต่ออุปสงค์และราคาหลักทรัพย์ในอนาคต ดังนั้น หากราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันลดลง บริษัทต้องรีบชี้แจงข้อมูลหรือข้อเท็จจริงต่างๆ ให้กับผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์รับทราบเพื่อให้เกิดความเชื่อมั่นในการบริหารงานและการลงทุนกับบริษัท

6) สำหรับรัฐบาล หากต้องการกระตุ้นการขยายตัวของการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ มาตรการด้านการลดภาระต้นทุนในซื้ออสังหาริมทรัพย์ เช่น ค่าธรรมเนียมการโอนอสังหาริมทรัพย์ หรือแม้แต่ภาษีโรงเรือนที่อยู่อาศัย ฯลฯ จะสามารถกระตุ้นให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นในการขยายตัวของอุตสาหกรรมนี้ ส่งผลทำให้มีผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ของอุตสาหกรรมนี้มากขึ้น บริษัทอสังหาริมทรัพย์สามารถระดมเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น ส่งผลต่อการขยายตัวในอุตสาหกรรมก่อสร้างได้มากขึ้น

7) สำหรับนักลงทุนที่ซื้อหรือถือหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงไว้ ตามหลักการลงทุน นักลงทุนควรตัดสินใจกระจายการลงทุน หรือเพิ่มการลงทุนในหลักทรัพย์พื้นฐานให้มากยิ่งขึ้น เนื่องจากมีความเสี่ยงน้อยเพราะหลักทรัพย์ดังกล่าวจะมีปัจจัยด้านพื้นฐานที่ดีและค่อนข้างมั่นคง รวมถึงการปรับเปลี่ยนแผนการลงทุนให้มีความยืดหยุ่นมากขึ้นระหว่างการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงกับหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำตามสถานการณ์ต่างๆ ที่มีผลกระทบต่อการลงทุน เพื่อช่วยลดความเสี่ยงรวมของหลักทรัพย์ถืออยู่ทั้งหมดของนักลงทุน

5.3 ข้อจำกัดในการศึกษา

1) จากการศึกษาในครั้งนี้มุ่งเน้นการวิเคราะห์และประเมินหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงความเป็นไปของตัวแปรหลักทรัพย์ทุกตัวในหมวดนี้ และจากสมมุติฐานของทฤษฎี CAPM ในข้อที่ 6 ระบุว่า “จำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมดที่พิจารณามีปริมาณคงที่” ซึ่งถือเป็นข้อจำกัดในการศึกษาในเรื่องของตัวแปรที่นำมาศึกษาในแต่ละช่วงเวลามีปริมาณไม่คงที่ เนื่องจากระยะเวลาในการเข้าซื้อ-ขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่

พร้อมกัน ส่งผลให้ตัวแปรบางตัวมีค่า observations ในการคำนวณไม่เท่ากับหลักทรัพย์อื่น แต่เมื่อพิจารณาเป็นสัดส่วนของข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์ตามหลักทฤษฎี ช่วงการศึกษาที่ หนึ่ง มีจำนวน 5 หลักทรัพย์ เท่ากับ 9.6154% จากทั้งหมด 52 หลักทรัพย์ , ช่วงการศึกษาที่ สอง มีจำนวน 5 หลักทรัพย์ เท่ากับ 8.6207% จากทั้งหมด 58 หลักทรัพย์ และช่วงการศึกษาที่ สาม มีจำนวน 11 หลักทรัพย์ เท่ากับ 18.9655% จากทั้งหมด 58 หลักทรัพย์ ซึ่งอาจจะมีผลต่อการประเมินประสิทธิภาพความเสี่ยงหรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์คลาดเคลื่อนไปบ้างเล็กน้อย

2) เนื่องจากการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างในการทำการศึกษาคั้งนี้ถูกกำหนดด้วยขอบเขตของระยะเวลา ไม่สามารถทำการศึกษาผลการดำเนินงานของหลักทรัพย์ได้ตั้งแต่เริ่มซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่ได้จากการศึกษา อาจไม่สามารถสรุปถึงความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจได้อย่างแท้จริง ผู้ที่ต้องการนำผลการศึกษาไปใช้เพื่อเปรียบเทียบความสามารถในการดำเนินงานของธุรกิจจึงควรพิจารณาเงื่อนไขดังกล่าว เพื่อประกอบการตัดสินใจ

5.4 ข้อเสนอแนะในการศึกษาคั้งต่อไป

1) จากการศึกษาครั้งนี้ ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ เดือนมกราคม พ.ศ.2547 ถึง มิถุนายน พ.ศ. 2553 นั้น แสดงให้เห็นวัฏจักรของการทำธุรกิจในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และปัจจุบันยังอยู่ในสถานการณ์วิกฤตการณ์ฟื้นตัวของธุรกิจเริ่มมีการหยุดชะงัก ซึ่งเป็นผลจากสถานการณ์ทางเศรษฐกิจของประเทศที่ได้ส่งผลกระทบเป็นลูกโซ่ถึงภาวะการลงทุนภายในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เนื่องจากประเทศไทยเป็นประเทศที่กำลังพัฒนา และรัฐบาลได้เข้ามามีบทบาทในการดำเนินงานของธุรกิจเพื่อบรรลุเป้าหมายในการพัฒนาประเทศ จากบทบาทของรัฐบาลนั่นเอง ทำให้การคาดคะเนถึงผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทเจ้าของหลักทรัพย์ทำได้ยาก เพราะนอกจากปัจจัยที่ไม่แน่นอนหลายๆ ประการแล้ว นโยบายของรัฐบาลต่ออุตสาหกรรมธุรกิจนั้นๆ ประกอบอยู่จะเป็นตัวแปรที่สำคัญมาก และนโยบายต่ออุตสาหกรรมประเภทต่างๆ มักจะไม่แน่นอนเปลี่ยนแปลงอยู่เสมอตามภาวะการณ์ของเศรษฐกิจและการเมือง จากความไม่แน่นอนนี้เป็นผลทำให้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทำได้ยากและมีข้อจำกัด จึงน่าที่จะศึกษาถึงผลกระทบที่เกิดจากนโยบายของรัฐ ปัจจัยทางเศรษฐกิจและการเมืองอื่นๆ ทั้งภายในและต่างประเทศเพิ่มเติม เพื่อเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุนมากขึ้น

2) การวิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยใช้ทฤษฎี CAPM (Capital Asset Pricing Model) อาจให้ข้อมูลการวิเคราะห์ในส่วนของความเสี่ยง โดยการเปรียบเทียบระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่คาดหวังกับอัตราผลตอบแทนของตลาด

หลักทรัพย์ Set Index ในการประกอบการพิจารณาในการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ แต่ในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อาจต้องพิจารณาในส่วนของค่าชดเชยความเสี่ยงของปัจจัยแต่ละชนิด เพื่อที่จะทำการตัดสินใจได้ดีขึ้น โดยการศึกษาโดยใช้ทฤษฎีอื่นๆ พิจารณาเพิ่มเติม ซึ่งจะช่วยให้การตัดสินใจของนักลงทุนรอบคอบและมีประโยชน์มากขึ้น

3) จากการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ตามทฤษฎี CAPM ต้องใช้ความระมัดระวังและความรอบคอบ ทั้งในด้านการกำหนดช่วงระยะเวลา และอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง เนื่องจากมีข้อจำกัดในการศึกษาและเครื่องมือเองที่กำหนดจำนวนตัวอย่างให้เหมือนกันในแต่ละช่วงหรือใกล้เคียงกัน

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

หนังสือ

- กนกกาญจน์ ทวีอภิชาติเจริญ. (2541). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์. การค้นคว้าแบบอิสระเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต. เชียงใหม่: มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
- จิรัตน์ สังข์แก้ว. (2540). การลงทุน. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ฉันทฎา สาลีผล. (2551). การศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง. การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเอง. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย
- ชัยโย กรกิจสุวรรณ. (2540). การวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าแบบอิสระเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต. เชียงใหม่: มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
- ถวิล นิลใบ. (ม.ป.ป.). The Capital Asset Pricing Model: CAPM (เอกสาร). กรุงเทพฯ: ผู้แต่ง.
- เพชร ชุมทรัพย์ (2544). หลักการลงทุน. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- พลวัต ล้ออุทัย. (2550). การวิเคราะห์ผลตอบแทน ความเสี่ยงและประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงานโดยใช้แบบจำลอง CAPM (รายงานวิจัย). เชียงใหม่: คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- สันติ กิระนันท์. (2546). ความรู้พื้นฐานการเงิน: หลักการ เหตุผล แนวคิด และการวิเคราะห์. กรุงเทพฯ: ศูนย์หนังสือแห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- เอกสิทธิ์ กานต์ประชา. (2552). การศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อดัชนีราคาหุ้นหมวดเงินทุนและหลักทรัพย์ การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเอง. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย
- อักรพงศ์ อันทอง. (2550). คู่มือการใช้โปรแกรม Eviews เบื้องต้น: สำหรับการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ. เชียงใหม่: สถาบันวิจัยสังคม มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

บทความ

ฝ่ายเศรษฐกิจในประเทศ สายนโยบายการเงิน ธปท. (2552, ธันวาคม). “ภาพรวมภาวะเศรษฐกิจและธุรกิจในช่วงไตรมาสที่ 4 ปี 2552 และแนวโน้มไตรมาสที่ 1 ปี 2553”. รายงานแนวโน้มธุรกิจ. หน้า 6-7

สัมมา คีตสิน. (2549, กรกฎาคม – กันยายน). “ข้อมูลและศูนย์ข้อมูลสังหาริมทรัพย์”. วารสารธนาคารอาคารสงเคราะห์, 12, 46, หน้า 61-65

วิทยานิพนธ์

ฐานันดร จันทร์สีทอง. (2551). การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนเปิดตราสารทุนในประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์(เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์ สุรางค์ บุญยะพงศ์ไชย. (2540). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ กลุ่มบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ และกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์(เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

สว่างจิต พุ่มฉนิกร. (2549). การวิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2542-2547. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์(เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

สารสนเทศจากสื่ออิเล็กทรอนิกส์

ชมรมนักลงทุนเน้นคุณค่า. (2549). ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์. สืบค้นเมื่อ 27 สิงหาคม 2553, จาก

<http://www.thaiwi.com/.bk/article/value-investor/274-.html>

ชัยชาญ สิทธิวิรัชธรรม. (2551). สรุปมาตรการสนับสนุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ ตามมติคณะรัฐมนตรี 4 มีนาคม 2551 และมาตรการตามมติคณะรัฐมนตรี 22 เมษายน 2551.

สืบค้นเมื่อ 3 กันยายน 2553, จาก<http://www.dol.go.th/lo/smt/article/may-51/article15.pdf>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2553). สรุปสถิติสำคัญของตลาดหลักทรัพย์. สืบค้นเมื่อ 8 กรกฎาคม 2553, จากhttp://www.set.or.th/th/market/market_statistics.html

ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2553). ข้อมูลทางเศรษฐกิจ. สืบค้นเมื่อ 9 สิงหาคม 2553, จาก <http://.bot.or.th>

วิทวัส รุ่งเรืองผล. (2552). Real Estate Real Marketing: การตลาดอสังหาริมทรัพย์ พัฒนาการ จากอดีตสู่อนาคต. สืบค้นเมื่อ 25 สิงหาคม 2553, จาก

http://www.marketeer.co.th/inside_detail.php?inside_id=7189

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2550). เงินทองต้องใส่ใจ.

สืบค้น เมื่อวันที่ 25 สิงหาคม 2553, จาก[http://e-center.vu.ac.th/tsi_e-](http://e-center.vu.ac.th/tsi_e-learning/investor_PF/Personal_Fin/risk&Return/risk2_Final/risk2.html)

[learning/investor_PF/Personal_Fin/risk&Return/risk2_Final/risk2.html](http://e-center.vu.ac.th/tsi_e-learning/investor_PF/Personal_Fin/risk&Return/risk2_Final/risk2.html)

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. (2553). Price & Yield. สืบค้นเมื่อ 25 กันยายน 2553, จาก

<http://www.thaibma.or.th/>

สำนักงานวัชรธรรมทนายความและธุรกิจที่ดิน. (2551). แนวทางปฏิบัติในการลดค่าธรรมเนียม ตามมาตรการสนับสนุนการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ตามมติคณะรัฐมนตรีเมื่อวันที่ 22 เมษายน 2551. สืบค้นเมื่อ 3 กันยายน 2553, จาก

<http://vtlandlawoffice.com/11887.html>

โสภณ พรโชคชัย. (2551, ตุลาคม). วิฤติและโอกาสในการลงทุนอสังหาริมทรัพย์. สืบค้นเมื่อ 25 สิงหาคม 2553, จาก

http://www.thaiappraisal.org/thai/market/market_view.php?strquery=market218.htm

สหัส สิงหวิริยะ. (2550). คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยทรัพย์สิน. สืบค้น เมื่อวันที่ 20 สิงหาคม 2553, จาก<http://www.oknation.net/blog/print.php?id=174431>

สุพรรณิการ์ จารุพงศ์ และคณะ. (2554). วิฤตการณ์เศรษฐกิจโลก ปี2550. สืบค้นเมื่อวันที่ 3

มีนาคม 2554, จาก <http://swu141km.swu.ac.th/index.php/B01>

ภาษาต่างประเทศ

BOOK

Robert A. Haugen. (1993). **Modern investment theory**. Englewood Cliffs, NJ : Prentice Hall, c1993.

ARTICLE

Edwin J. Elton and Martin J. Gruber. (1997, December). "Modern portfolio theory, 1950 to date." **Journal of Banking & Finance**, 21. p.1743-1759



ภาคผนวก



**แบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจกับอัตราผลตอบแทนของ
ตลาดเฉพาะในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์
ช่วงเดือน มกราคม พ.ศ.2547 ถึง มิถุนายน พ.ศ. 2553**

ตารางที่ 1 : ผลการวิเคราะห์นัยสำคัญทางสถิติของตัวแบบอิสระ

Dependent Variable: RM				
Method: Least Squares				
Date: 03/27/11 Time: 00:33				
Sample (adjusted): 2004M02 2010M06				
Included observations: 77 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PII(-1)	0.564087	0.192342	2.932736	0.0045
INF	-5.493296	2.272243	-2.417565	0.0182
LAW	-14.63210	13.33769	-1.097049	0.2763
CRISIS	95.41300	23.67437	4.030224	0.0001
RM(-1)	0.802892	0.060066	13.36686	0.0000
R-squared	0.899829	Mean dependent var		747.7017
Adjusted R-squared	0.894264	S.D. dependent var		134.0272
S.E. of regression	43.58181	Akaike info criterion		10.44989
Sum squared resid	136754.9	Schwarz criterion		10.60208
Log likelihood	-397.3207	Durbin-Watson stat		1.842289

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบปัญหา Autocorrelation โดยใช้วิธี Serial Correlation LM Test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	0.273383	Prob. F(1,71)	0.602699	
Obs*R-squared	0.295346	Prob. Chi-Square(1)	0.586815	
Test Equation: Dependent Variable: RESID Method: Least Squares Date: 04/09/11 Time: 17:47 Sample: 2004M02 2010M06 Included observations: 77 Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PII(-1)	0.043363	0.210358	0.206141	0.8373
INF	0.174273	2.307990	0.075509	0.9400
LAW	0.030898	13.40563	0.002305	0.9982
CRISIS	3.107824	24.52589	0.126716	0.8995
RM(-1)	-0.013872	0.065944	-0.210363	0.8340
RESID(-1)	0.069179	0.132309	0.522860	0.6027
R-squared	0.003836	Mean dependent var	0.007399	
Adjusted R-squared	-0.066317	S.D. dependent var	42.41941	
S.E. of regression	43.80340	Akaike info criterion	10.47202	
Sum squared resid	136230.4	Schwarz criterion	10.65465	
Log likelihood	-397.1727	Durbin-Watson stat	1.922501	

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล อัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์

อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี

ตารางที่ 3 อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลชนิดต่าง ๆ

Symbol	Avg. Bidding Yield (%)
T-BILL1M	1.425855
T-BILL3M	1.557314
T-BILL6M	1.762878
T-BILL1Y	1.990153

ตารางที่ 4 อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลตามช่วงอายุได้ตอนต่าง ๆ

TTM (Yrs.)	Yield (%)
0.08	1.43
0.25	1.56
0.50	1.76
1	1.99
2	2.44
3	2.76
4	2.98
5	3.11
6	3.14
7	3.25
8	3.30
9	3.36
10	3.45
11	3.50
12	3.54
13	3.60

ตารางที่ 4 (ต่อ) อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลตามช่วงอายุได้ถอนต่าง ๆ

TTM (Yrs.)	Yield (%)
14	3.63
15	3.67
16	3.74
17	3.78
18	3.82
19	3.85
20	3.87
21	3.88
22	3.90
23	3.91
24	3.92
25	3.94
26	3.95
27	3.96
28	3.98
29	4.01

ที่มา : สมาคมตราสารหนี้แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 6 สิงหาคม พ.ศ.2553

อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

ตารางที่ 5 อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เดือน	ราคาปิด SETindex	ผลตอบแทนตลาด (RM)	Risk-Free Rate (Rf)	ส่วนขาดเซยกวม เสี่ยงของตลาด (RM-Rf)
ธ.ค. 2546	772.15	0		
ม.ค. 2547	698.9	-9.486498737	0.1658461	-9.652344837
ก.พ. 2547	716.3	2.489626556	0.1658461	2.323780456
มี.ค. 2547	647.3	-9.632835404	0.1658461	-9.798681504
เม.ย. 2547	648.15	0.131314692	0.1658461	-0.034531408
พ.ค. 2547	641.05	-1.095425442	0.1658461	-1.261271542
มิ.ย. 2547	646.64	0.872006864	0.1658461	0.706160764
ก.ค. 2547	636.7	-1.537176791	0.1658461	-1.703022891
ส.ค. 2547	624.59	-1.90199466	0.1658461	-2.06784076
ก.ย. 2547	644.67	3.21490898	0.1658461	3.04906288
ต.ค. 2547	628.16	-2.561000202	0.1658461	-2.726846302
พ.ย. 2547	656.73	4.548204279	0.1658461	4.382358179
ธ.ค. 2547	668.1	1.731305103	0.1658461	1.565459003
ม.ค. 2548	701.91	5.060619668	0.1658461	4.894773568
ก.พ. 2548	741.55	5.647447678	0.1658461	5.481601578
มี.ค. 2548	681.49	-8.099251568	0.1658461	-8.265097668
เม.ย. 2548	658.88	-3.317730268	0.1658461	-3.483576368
พ.ค. 2548	667.55	1.315869354	0.1658461	1.150023254
มิ.ย. 2548	675.5	1.190922028	0.1658461	1.025075928
ก.ค. 2548	675.67	0.025166543	0.1658461	-0.140679557
ส.ค. 2548	697.85	3.282667574	0.1658461	3.116821474
ก.ย. 2548	723.23	3.636884717	0.1658461	3.471038617
ต.ค. 2548	682.62	-5.61508787	0.1658461	-5.78093397
พ.ย. 2548	667.75	-2.178371568	0.1658461	-2.344217668

ตารางที่ 5 (ต่อ)

เดือน	ราคาปิด SETindex	ผลตอบแทนตลาด (RM)	Risk-Free Rate (Rf)	ส่วนขาดความ เสี่ยงของตลาด (RM-Rf)
ธ.ค. 2548	713.73	6.885810558	0.1658461	6.719964458
ม.ค. 2549	762.63	6.851330335	0.1658461	6.685484235
ก.พ. 2549	744.05	-2.436305941	0.1658461	-2.602152041
มี.ค. 2549	733.25	-1.451515355	0.1658461	-1.617361455
เม.ย. 2549	768.29	4.778724855	0.1658461	4.612878755
พ.ค. 2549	709.43	-7.66116961	0.1658461	-7.82701571
มิ.ย. 2549	678.13	-4.411992727	0.1658461	-4.577838827
ก.ค. 2549	691.49	1.970123723	0.1658461	1.804277623
ส.ค. 2549	690.9	-0.085322998	0.1658461	-0.251169098
ก.ย. 2549	686.1	-0.694745983	0.1658461	-0.860592083
ต.ค. 2549	722.46	5.299519021	0.1658461	5.133672921
พ.ย. 2549	739.06	2.297705063	0.1658461	2.131858963
ธ.ค. 2549	679.84	-8.012881228	0.1658461	-8.178727328
ม.ค. 2550	654.04	-3.795010591	0.1658461	-3.960856691
ก.พ. 2550	677.13	3.530365115	0.1658461	3.364519015
มี.ค. 2550	673.71	-0.505072881	0.1658461	-0.670918981
เม.ย. 2550	699.16	3.777589764	0.1658461	3.611743664
พ.ค. 2550	737.4	5.469420447	0.1658461	5.303574347
มิ.ย. 2550	776.79	5.341741253	0.1658461	5.175895153
ก.ค. 2550	859.76	10.68113647	0.1658461	10.51529037
ส.ค. 2550	813.21	-5.414301666	0.1658461	-5.580147766
ก.ย. 2550	845.5	3.970684079	0.1658461	3.804837979
ต.ค. 2550	907.28	7.306918983	0.1658461	7.141072883
พ.ย. 2550	846.44	-6.70575787	0.1658461	-6.87160397
ธ.ค. 2550	858.1	1.377534143	0.1658461	1.211688043

ตารางที่ 5 (ต่อ)

เดือน	ราคาปิด SETindex	ผลตอบแทนตลาด (RM)	Risk-Free Rate (Rf)	ส่วนขาดเซชความ เสี่ยงของตลาด (RM-Rf)
ม.ค. 2551	784.23	-8.608553782	0.1658461	-8.774399882
ก.พ. 2551	845.76	7.845912551	0.1658461	7.680066451
มี.ค. 2551	817.03	-3.39694476	0.1658461	-3.56279086
เม.ย. 2551	832.45	1.887323599	0.1658461	1.721477499
พ.ค. 2551	833.65	0.144152802	0.1658461	-0.021693298
มิ.ย. 2551	768.59	-7.804234391	0.1658461	-7.970080491
ก.ค. 2551	676.32	-12.00510025	0.1658461	-12.17094635
ส.ค. 2551	684.44	1.200615093	0.1658461	1.034768993
ก.ย. 2551	596.54	-12.84261586	0.1658461	-13.00846196
ต.ค. 2551	416.53	-30.17567975	0.1658461	-30.34152585
พ.ย. 2551	401.84	-3.526756776	0.1658461	-3.692602876
ธ.ค. 2551	449.96	11.97491539	0.1658461	11.80906929
ม.ค. 2552	437.69	-2.726909059	0.1658461	-2.892755159
ก.พ. 2552	431.52	-1.409673513	0.1658461	-1.575519613
มี.ค. 2552	431.5	-0.004634779	0.1658461	-0.170480879
เม.ย. 2552	491.69	13.94901506	0.1658461	13.78316896
พ.ค. 2552	560.41	13.97628587	0.1658461	13.81043977
มิ.ย. 2552	597.48	6.614799879	0.1658461	6.448953779
ก.ค. 2552	624	4.438642298	0.1658461	4.272796198
ส.ค. 2552	653.25	4.6875	0.1658461	4.5216539
ก.ย. 2552	717.07	9.769613471	0.1658461	9.603767371
ต.ค. 2552	685.24	-4.438897179	0.1658461	-4.604743279
พ.ย. 2552	689.07	0.558928259	0.1658461	0.393082159
ธ.ค. 2552	734.54	6.598749039	0.1658461	6.432902939
ม.ค. 2553	696.55	-5.171944346	0.1658461	-5.337790446

ตารางที่ 5 (ต่อ)

เดือน	ราคาปิด SETindex	ผลตอบแทนตลาด (RM)	Risk-Free Rate (Rf)	ส่วนขาดเซยกความ เสี่ยงของตลาด (RM-Rf)
ก.พ. 2553	721.37	3.563276147	0.1658461	3.397430047
มี.ค. 2553	787.98	9.233818983	0.1658461	9.067972883
เม.ย. 2553	763.51	-3.105408767	0.1658461	-3.271254867
พ.ค. 2553	750.43	-1.713140627	0.1658461	-1.878986727
มิ.ย. 2553	797.31	6.247085005	0.1658461	6.081238905

Max 13.97628587

Min -30.17567975

Average 0.280079976

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ - นามสกุล
ประวัติการศึกษา

นางสาวหทัยพันธ์ ปัญญาทิพย์
สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรี
บริหารธุรกิจบัณฑิต (การบัญชี)
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี
39 หมู่ 1 ถนนรังสิต-นครนายก ตำบลคลองหก
อำเภอธัญบุรี จังหวัดปทุมธานี 12110

ตำแหน่งและสถานที่ทำงานปัจจุบัน

ปีการศึกษา 2548
เจ้าหน้าที่บัญชี
ฝ่ายการเงินและบัญชี
บริษัท ขนส่งน้ำมันทางท่อ จำกัด
424 ถ.กำแพงเพชร 6 แขวงคอนเมือง
เขตคอนเมือง กรุงเทพมหานคร 10210