

บทที่ 2

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ในบทที่ 2 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง จะกล่าวถึง ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และสรุปผลที่ได้จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ซึ่งทฤษฎีที่เกี่ยวข้องจะประกอบด้วยเรื่อง อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง การหาอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ และการวิเคราะห์หลักทรัพย์ โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน ในส่วนของผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง แบ่งเป็นผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อราคาหลักทรัพย์หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

1. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

1.1 อัตราผลตอบแทน

ในเรื่องของอัตราผลตอบแทน ประกอบด้วย ความหมายของอัตราผลตอบแทน และการหาอัตราผลตอบแทน

1.1.1 ความหมายของอัตราผลตอบแทน

อัตราผลตอบแทน (Return Rate) (จิรัตน์ สังข์แก้ว 2545 : 156) หมายถึง ผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทต่างๆ มักแสดงในรูปร้อยละ โดยเทียบกับเงินลงทุนต้นงวดและมักคิดต่อระยะเวลาหนึ่งปี (แต่อาจคิดต่อช่วงเวลาใดๆ ก็ได้) เป็นตัวบ่งชี้ถึงผลได้ที่ผู้ลงทุนได้รับ หรือจะได้รับในหนึ่งงวดจากการลงทุนประเภทนั้นๆ ผู้ลงทุนจะได้ใช้อัตราผลตอบแทนนี้เปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่จะต้องเผชิญ และ/หรือเปรียบเทียบกับการลงทุนประเภทอื่นๆ ต่อไป

อัตราผลตอบแทน (Return / Yield) (เพชร ชุมทรัพย์ 2544 : 270) คือ ผลประโยชน์ที่ผู้ลงทุนได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นๆ ผลประโยชน์ที่กล่าวนี้ อาจเป็นดอกเบี้ย เงินปันผล หรือ กำไรจากการขายหลักทรัพย์

สรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญจะประกอบด้วย 2 ส่วนหลัก คือ เงินปันผล และกำไรจากการขายหุ้น ซึ่งอัตราผลตอบแทนมักแสดงในรูปร้อยละ และนำมาเปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่จะต้องเผชิญ

1.1.2 การหาอัตราผลตอบแทน(จิริตน์ สัจจ์แก้ว 2545 :160)

อัตราผลตอบแทนประกอบไปด้วย เงินปันผล (Dividend) และผลตอบแทนจากกำไรจากการขายหุ้น (Capital Gain) ซึ่งเงินปันผล หมายถึง ส่วนของกำไรที่บริษัทจ่ายคืนให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และหน่วยลงทุนตามผลการดำเนินงานของบริษัท การจ่ายเงินปันผลขึ้นอยู่กับนโยบายของแต่ละบริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2549 : 23) และกำไรจากการขายหุ้น หมายถึง กำไรที่เกิดจากการที่ผู้ลงทุนขายหุ้นได้ในราคาที่สูงกว่าราคาที่ซื้อมา

ซึ่งในที่นี้จะกล่าวถึงการหาอัตราผลตอบแทน ในรูปของเงินปันผล โดยใช้ราคาหุ้น (Stock Price) ที่เป็นราคาปิดมาใช้ในการคำนวณ ซึ่งราคาปิด (Close Price) หมายถึง ราคาที่เกิดจากการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์เป็นรายการสุดท้ายของแต่ละวัน (จิริตน์ สัจจ์แก้ว 2548 :115) สามารถคำนวณโดยใช้สูตรดังต่อไปนี้

$$HPR_{st} \text{ 1 ปี} = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

เมื่อ HPR_{st} 1 ปี คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญระยะเวลา 1 ปี

D_t คือ เงินปันผลรับในช่วงเวลาที่ t

P_t คือ ราคาหุ้นสามัญปลายปีที่ t

P_{t-1} คือ ราคาหุ้นสามัญปลายปีที่ $t-1$ หรือต้นปีที่ t

1.2 ความเสี่ยง

ในเรื่องของความเสี่ยง ประกอบไปด้วย ความหมายของความเสี่ยง ทฤษฎีความเสี่ยง ซึ่งเป็นการวัดความเสี่ยงจากการลงทุน โดยวัดจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน และอธิบายประเภทของความเสี่ยง และการแบ่งแยกความเสี่ยง

1.2.1 ความหมายของความเสี่ยง

ความเสี่ยง (จิริตน์ สัจจ์แก้ว 2548 :16) หมายถึง ความไม่แน่นอนที่จะเกิดเหตุการณ์ที่ไม่เป็นไปตามอย่างที่คาดหวังไว้ ซึ่งมีโอกาสเป็นได้ทั้งในด้านดีและด้านร้าย ซึ่งเรามักจะคำนึงถึงความเสี่ยงในด้านเหตุการณ์ที่ร้ายอาจจะเกิดขึ้น และพยายามหาทางป้องกันความเสี่ยงนั้น เพราะหากเกิดเหตุการณ์เลวร้ายขึ้นก็จะมักนำมาซึ่งความเสียหาย

ความเสี่ยง (Charles P.Jones 2002 : 131,134) เป็นการนิยามถึงการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่แท้จริงจากการลงทุนซึ่งต่างจากความคาดหวัง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง นักลงทุนจะกังวลเกี่ยวกับผลตอบแทนที่แท้จริงจะน้อยกว่าผลตอบแทนที่คาดหวัง ซึ่งความเสี่ยงมี 2 ประเภท คือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

ความเสี่ยง (Hernert B.Mayo 1997 : 157) เป็นเรื่องเกี่ยวกับความไม่แน่นอนถึงผลตอบแทนที่แท้จริงที่ไม่เท่ากับผลตอบแทนที่คาดหวัง ซึ่งความเสี่ยงมีหลายสาเหตุ ความเสี่ยงที่สามารถกระจายความเสี่ยงได้หรือความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ และความเสี่ยงที่ไม่สามารถกระจายความเสี่ยงได้หรือความเสี่ยงที่เป็นระบบ ความเสี่ยงที่สามารถกระจายความเสี่ยงได้ จะเป็นเรื่องเฉพาะกิจการใดกิจการหนึ่ง ที่เกี่ยวกับการดำเนินงานกิจการ วิธีในการจัดการด้านการเงิน ส่วนความเสี่ยงที่ไม่สามารถกระจายความเสี่ยงได้นั้น เช่น การขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์ การขึ้นลงของอัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยน

สรุปได้ว่า ความเสี่ยงในการลงทุนเป็นเรื่องที่ไม่แน่นอน ที่อาจจะทำให้อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงเฉลี่ยจะน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ

1.2.2 การวัดความเสี่ยงจากการลงทุน

การลงทุนในหลักทรัพย์ใดๆ ถ้าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนเบี่ยงเบนไปจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมากเพียงใด ก็แสดงว่ามีความเสี่ยงในการลงทุนมากขึ้นด้วย ในทางสถิติมีเครื่องมือที่สามารถวัดความน่าจะเป็นของเหตุการณ์ที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคตว่าเบี่ยงเบนไปจากค่าที่คาดหวังไว้มากน้อยเพียงใด เรียกว่า ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) โดยมีสัญลักษณ์คือ σ (อ่านว่าซิกม่า) ในทางการเงินจึงนิยมใช้ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานมาเป็นเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุน (อัญญา ชีวะตระกูลกิจ 2549 : 95)

วิธีการวัดค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (กรรณก วิภูสุ 2548 : 13)

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 / n}$$

เมื่อ

σ คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

R คือ อัตราผลตอบแทนในปีที่ t

$\bar{R}$ คือ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนในปีที่ t

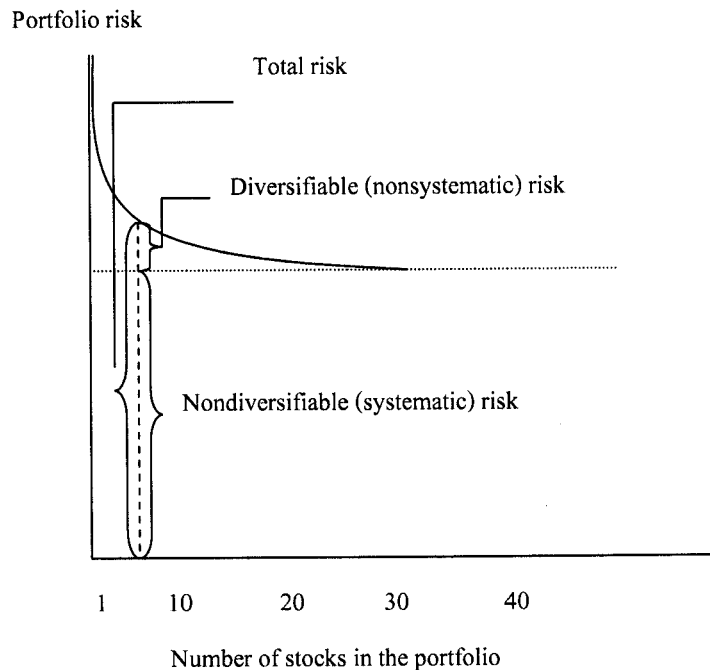
n คือ จำนวนปีที่ใช้ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย

1.2.3 ประเภทของความเสียง

ความเสียงแบ่งได้เป็น 2 ประเภท คือ ความเสียงที่เป็นระบบและความเสียงที่ไม่เป็นระบบ

ส่วนความเสียงที่เป็นระบบ (Systematic Risk หรือ Market Risk) (จิรตัน สังข์แก้ว 2545 :185-186) เป็นความเสียงที่เกิดจากปัจจัยที่บริษัทไม่อาจควบคุมได้ และส่งผลกระทบต่อทุกๆ หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ แหล่งที่มาของความเสียงที่เป็นระบบได้แก่ การเปลี่ยนแปลงทัศนคติของผู้ลงทุนโดยส่วนรวมต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงในระดับอัตราดอกเบี้ย การเปลี่ยนแปลงในระดับราคาสินค้าต่างๆ ไป ซึ่งเป็นความเสียงที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับทั้งตลาดโดยทั่วไปและทั้งระบบเศรษฐกิจ นักลงทุนไม่สามารถหลีกเลี่ยงความเสียงนี้ได้

ความเสียงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk หรือ Unique Risk) (จิรตัน สังข์แก้ว 2545 :185) เป็นความเสียงที่เกิดจากปัจจัยภายในบริษัทแหล่งที่มาของความเสียงเฉพาะตัวแต่ละบริษัท ได้แก่ ความผันแปรของกำไรของบริษัทอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ ความผันแปรของกำไรสุทธิของบริษัท อันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ซึ่งเป็นความเสียงที่ไม่ได้เกี่ยวข้องกับตลาดทั้งหมด เป็นความเสียงเฉพาะกับกิจการใดกิจการหนึ่ง เช่น ความเสียงทางธุรกิจ ความเสียงทางการเงิน ความเสียงจากสภาพคล่อง ความเสียงที่ไม่เป็นระบบสามารถจัดได้ด้วย การจัดการลงทุนเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่เหมาะสม โดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างชนิดหรือต่างอุตสาหกรรมกัน แสดงดังภาพที่ 2.1



ภาพที่ 2.1 ความเสี่ยงที่เป็นระบบและไม่เป็นระบบ

ที่มา : Charles P.Jones. (2002) *Investment Analysis and Management*. 8th ed. New York: John Wiley & Sons.

ภาพที่ 2.1 เป็นตัวอย่างที่แสดงให้เห็นว่าความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ สามารถทำให้ลดลงได้โดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์มากขึ้นหรือเพิ่มจำนวนหลักทรัพย์ใน Portfolio (อัจฉรา ชีวะตระกูลกิจ 2549 : 105)

การแบ่งแยกความเสี่ยงรวม (จิรัตน์ สังข์แก้ว 2545 :190) เป็นการแบ่งแยกความเสี่ยงที่เป็นระบบกับความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบว่ามีสัดส่วนเป็นเท่าใด

ความเสี่ยงทั้ง 2 ประเภท ดังกล่าว สามารถสรุปเป็นสมการได้ว่า

ความเสี่ยงรวม = ความเสี่ยงที่เป็นระบบ + ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{\epsilon_i}^2$$

= Systematic variance + Unsystematic variance

โดยที่ σ_i^2 คือ ความเสี่ยงรวมของหลักทรัพย์ i

β_i คือ ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของหลักทรัพย์ i

σ_m^2 คือ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของตลาด

$\sigma_{\epsilon_i}^2$ คือ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i

ส่วน ดังนี้

ซึ่งเป็นสมการแบ่งแยกความเสี่ยงรวมสามารถวัดด้วยค่า σ^2_i ออกเป็นสอง

ความเสี่ยงที่เป็นระบบ วัดด้วยค่า $\beta_i^2 \sigma_m^2$

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ วัดด้วยค่า $\sigma_{\epsilon_i}^2$

อย่างไรก็ตาม ถ้าคิดเป็นร้อยละจะสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\text{ร้อยละของความเสี่ยงที่เป็นระบบต่อความเสี่ยงรวม} = \frac{\beta_i^2 \sigma_m^2}{\sigma_i^2} \times 100$$

$$\text{ร้อยละของความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบต่อความเสี่ยงรวม} = \frac{\sigma_{\epsilon_i}^2}{\sigma_i^2} \times 100$$

ซึ่งการแบ่งแยกความเสี่ยงนั้น การหาความเสี่ยงที่เป็นระบบจะต้องนำค่าสัมประสิทธิ์เบต้ามาใช้ในการคำนวณ

ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (Beta Coefficient) เป็นค่าที่ใช้วัดขนาดของผลตอบแทนของหุ้นใดๆ ว่าเปลี่ยนแปลงตามการขึ้นลงของภาวะตลาดมากน้อยเพียงใด (อรรถาธิบาย 2549 : 106) ซึ่งเป็นการวัดหาค่าสัมประสิทธิ์เบต้าความเสี่ยงที่เป็นระบบ สามารถคำนวณได้ดังนี้

การหาค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (จิรัตน์ สังข์แก้ว 2545 :191)

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{Variance}(R_m)}$$

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

เมื่อ

β_i คือ ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า

$\sigma_{i,m}$ คือ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i และตลาด

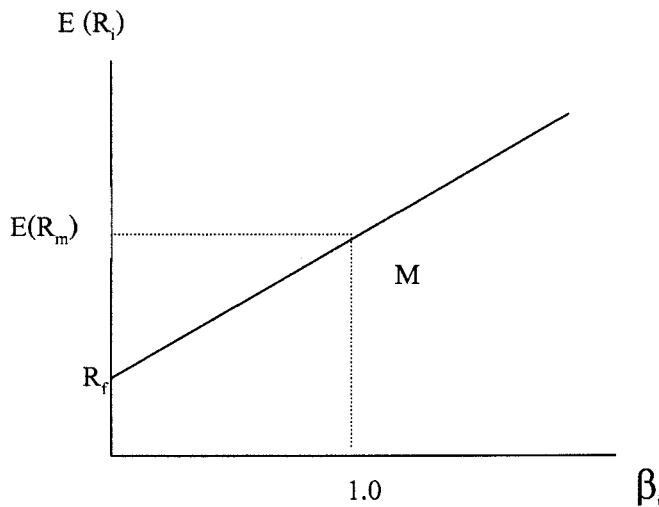
σ_m^2 คือ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของตลาด

1.3 การหาอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ

การหาอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการอธิบายโดย ตัวแบบการตีราคาสินทรัพย์ประเภททุน (Capital Asset Pricing Model) หรือที่เรียกย่อๆ ว่า CAPM คือ อัตราผลตอบแทนที่ต้องการของการลงทุนในหลักทรัพย์ใดๆ ว่ามีค่าเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk – free rate of return) บวกด้วยส่วนชดเชยความเสี่ยงจำนวนหนึ่ง (Risk premium) ที่นักลงทุนต้องการเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่หลีกเลี่ยงจากการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างชนิดแล้ว (อัจฉรา ชีวะตระกูลกิจ 2549 : 108) หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ทฤษฎี CAPM เป็นการใช้ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าในการหาความสัมพันธ์ของความเสี่ยงกับอัตราผลตอบแทน (Eugene F. Brigham Michael C. Ehrhardt 2005 : 155) และนำมาสร้างเป็นสมการที่เรียกว่า สมการของเส้นหลักทรัพย์ในตลาด (Security market line : SML) แสดงได้ดังสมการต่อไปนี้

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

- เมื่อ $E(R_i)$ คือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการที่ได้รับจากหลักทรัพย์ i
 R_f คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ในที่นี้
 ใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ประจำ 12 เดือนของธนาคารพาณิชย์
 $E(R_m)$ คือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการได้รับจากกลุ่มหลักทรัพย์
 ตลาด โดยการใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนของตลาด
 หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
 β_i คือ ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของหลักทรัพย์ i



ภาพที่ 2.2 สมการของเส้นหลักทรัพย์ในตลาด (Security market line : SML)

ที่มา : จิรนต์ สังข์แก้ว (2545) การลงทุน กรุงเทพมหานคร มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

อย่างไรก็ตาม ผู้ลงทุนจะตัดสินใจลงทุนหรือไม่ ผู้ลงทุนจะทำการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่ต้องการกับอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงเฉลี่ย โดยในที่นี้มีสมมติฐานว่า สภาพการณ์ในอดีตกับอนาคตไม่เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งทำให้นักลงทุนสามารถนำผลตอบแทนในอดีตเป็นแนวทางการตัดสินใจลงทุนในอนาคตได้

1.4 การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2546:9-11 และ จิรนต์ สังข์แก้ว 2545 : 465-466, 498-516)

การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน เป็นแนวคิดที่มุ่งวิเคราะห์ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงจากการลงทุน วิธีการวิเคราะห์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานจึงเป็นการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ ภาวะการเมือง ภาวะอุตสาหกรรม และภาวะบริษัทเพื่อนำมาใช้ในการกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ การกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ เป็นการเปรียบเทียบกับราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น และตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ คือ หากราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงที่คำนวณได้ หรือที่เรียกว่าราคาตลาดต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Under priced) ควรซื้อหลักทรัพย์นั้น และหากพบว่าราคาตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าวสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงที่คำนวณได้หรือที่เรียกว่าราคาตลาดสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Over priced) ก็ไม่ควรซื้อหลักทรัพย์หรือถือหลักทรัพย์นั้นอยู่ก็ควรขายหลักทรัพย์นั้นไป แนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานนั้น มีรากฐานแนวคิดที่ว่า ราคาตลาดของหลักทรัพย์จะปรับตัวเข้าหามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ของหลักทรัพย์นั้น กล่าวคือ เมื่อผู้ลงทุนพบว่าราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

(Under priced) ก็ตัดสินใจซื้อ หากผู้ลงทุนหลายๆ คนเห็นเช่นนี้ การซื้อจะเป็นการกระตุ้นให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น จนกระทั่งราคาตลาดเข้าหามูลค่าที่แท้จริงซึ่งเป็นราคาคุณภาพ อันเป็นราคาที่ทำให้ผู้ลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ในทางกลับกัน หากผู้ลงทุนพบว่าราคาตลาดสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Over priced) ก็ตัดสินใจขาย การขายของผู้ลงทุนต่างๆ เป็นการกระตุ้นให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง จนกระทั่งราคาตลาดเข้าหามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งเป็นราคาคุณภาพ อันเป็นราคาที่ทำให้ผู้ลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเช่นกัน ซึ่งการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานนี้ จะแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 3 ส่วนหลัก ได้แก่ การวิเคราะห์เศรษฐกิจ การวิเคราะห์อุตสาหกรรม และการวิเคราะห์บริษัท

1.4.1 การวิเคราะห์เศรษฐกิจ

วิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจมหภาคและวัฏจักรธุรกิจ ถ้าแนวโน้มในอนาคตของเศรษฐกิจเป็นไปด้านลบ ก็มักจะคาดการณ์ว่าหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะมีระดับราคาต่ำลง หรือถ้าแนวโน้มเศรษฐกิจเป็นไปในด้านบวก หลักทรัพย์โดยทั่วไป ก็น่าจะมีระดับราคาสูงขึ้นตามไปด้วย การเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจจะหมุนเวียนไปตามวัฏจักรธุรกิจ ในระยะขยายตัว อำนาจซื้อของประชาชนจะสูง การขายและการผลิตจะมีปริมาณเพิ่มขึ้น การลงทุนขยายตัว ในภาวะนี้ธุรกิจจะมีสภาพคล่องทางการเงินสูง ระดับราคาอาจเพิ่มสูง และอาจมีแนวโน้มที่จะเกิดภาวะเงินเฟ้อได้ ในภาวะถดถอยหรือตกต่ำ ภาวะเศรษฐกิจก็จะมีผลกระทบต่อบริษัทแตกต่างกันไปตามประเภทธุรกิจ เพราะสินค้าหรือบริการของบริษัทแต่ละประเภทจะปรับตัวเข้ากับวัฏจักรธุรกิจแตกต่างกันไป นอกจากนี้ยังต้องพิจารณาข้อมูลทางเศรษฐกิจอื่นๆ อีก รวมทั้งนโยบายเศรษฐกิจอื่นๆ ของรัฐบาล เช่น ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross Domestic Product หรือ GDP) ผลผลิตอุตสาหกรรม (Industrial Production) ดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index) ดัชนีราคาผู้ผลิต (Producer Price Index) อัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) อัตราดอกเบี้ยในประเทศและอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ และดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption Index)

วิเคราะห์นโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาล นโยบายการคลัง เป็นนโยบายเกี่ยวกับรายรับและค่าใช้จ่ายภาครัฐ ตลอดจนการจัดการส่วนที่เกินดุลหรือการหาเงินชดเชยส่วนที่ขาดดุลนโยบายด้านรายรับ เมื่อใดที่ยอดการใช้จ่ายของรัฐบาลสูงกว่ายอดรายรับของรัฐบาลหมายความว่า ฐานะการคลังของรัฐบาลอยู่ในสภาพขาดดุล ซึ่งอาจเป็นผลจากการใช้นโยบายการคลังขาดดุล กล่าวคือ รัฐบาลพยายามช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจให้ขยายตัวมากขึ้น โดยอาจเพิ่มการใช้จ่ายทางด้านโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure) เช่น การก่อสร้างถนน ระบบคมนาคม ในทางตรงกันข้าม กรณีที่ยอดการใช้จ่ายของรัฐบาลอยู่ในสภาพเกินดุลอาจเกิดจากการที่รัฐบาลใช้นโยบายการ

คลังเกินดุล กล่าวคือ รัฐบาลพยายามชะลออัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ และหรือชะลอการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อโดยจำกัดการใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าและบริการของภาครัฐบาลหรือปรับอัตราภาษีอากรให้สูงขึ้นนโยบายการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้ดำเนินการนโยบายการเงินของประเทศ โดยมีจุดประสงค์เพื่อรักษาเสถียรภาพด้านราคา และการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ผ่านการควบคุมอัตราดอกเบี้ย และปริมาณเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทยจะประเมินภาวะเศรษฐกิจและคาดการณ์แนวโน้มเศรษฐกิจทุก 6 สัปดาห์ โดยใช้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน (Repo) 14 วันเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณ หากธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศลดอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน 14 วัน ก็แสดงว่าธนาคารแห่งประเทศไทยกำลังใช้นโยบายการเงินผ่อนคลายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในทางตรงกันข้าม หากธนาคารฯ ประกาศเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน ก็แสดงว่าธนาคารฯ กำลังใช้นโยบายการเงินรัดตัว เพื่อควบคุมการใช้จ่ายของภาคเอกชนและรักษาเสถียรภาพทางด้านราคา ซึ่งการพยากรณ์สภาวะเศรษฐกิจ อาจจะสังเกตจาก ดัชนีวัฏจักรเศรษฐกิจ และดัชนีการลงทุนภาคเอกชน

และการวิเคราะห์ภาพรวมของเศรษฐกิจทำให้สามารถกำหนดขอบเขตย่อยของการลงทุนที่น่าสนใจ เช่น การวิเคราะห์เศรษฐกิจพบว่าการใช้จ่ายของภาครัฐก็มีแนวโน้มเพิ่มมากขึ้น ก็อาจจะพิจารณาว่าการลงทุนในกิจการที่เป็นการผลิตสินค้าประเภททุน และสามารถกำหนดขอบเขตย่อยของการลงทุน ซึ่งอาจนำไปพิจารณาข้อมูลเกี่ยวกับสภาพของอุตสาหกรรมและบริษัทว่าอุตสาหกรรมและบริษัทนั้นๆ ได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจอย่างไรต่อไป

1.4.2 การวิเคราะห์อุตสาหกรรม

เมื่อวิเคราะห์เศรษฐกิจโดยรวมแล้ว นักลงทุนจะตัดสินใจว่า เวลาที่เหมาะสมแก่การลงทุนหรือไม่ ถ้าเป็นเวลาที่เหมาะสม จะทำการวิเคราะห์อุตสาหกรรมโดยการวิเคราะห์วัฏจักรธุรกิจ วิเคราะห์วงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรม และการวิเคราะห์โครงสร้างอุตสาหกรรม

การวิเคราะห์วัฏจักรธุรกิจ คือการวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงในการประกอบกิจการของธุรกิจจะหมุนเวียนไปตามวัฏจักรธุรกิจ(Business Cycle) ในระยะเริ่มแรกของการประกอบธุรกิจจะอยู่ในภาวะขยายตัว (Expansion) โดยธุรกิจจำเป็นต้องใช้ กลยุทธ์การตลาดเข้ามาสนับสนุนการดำเนินธุรกิจเพื่อให้ก้าวเข้าสู่ภาวะรุ่งเรือง (Boom) หลังจากนั้นก็จะเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) โดยอาจเกิดจากสาเหตุหลายประการ หากไม่มีการปรับปรุงหรือแก้ไข ธุรกิจก็จะเข้าสู่ภาวะตกต่ำ (Depression) ซึ่งอาจจะส่งผลให้บริษัทเลิกกิจการได้ อุตสาหกรรมแต่ละประเภท จะได้รับผลกระทบจากวัฏจักรธุรกิจแตกต่างกัน เช่น อุตสาหกรรมประเภทสินค้าบริโภคคงทน ได้แก่ รถยนต์ เครื่องใช้ไฟฟ้า มีปัจจัยสำคัญ คือ รายได้ของประชาชน แต่อุตสาหกรรมบางประเภทก็ไม่ได้

รับผลกระทบจากวัฏจักรธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญ เช่น อุตสาหกรรมที่ผลิตสินค้าเกี่ยวกับสิ่งจำเป็นในชีวิตประจำวัน ได้แก่ อาหาร เครื่องดื่ม และยา

วิเคราะห์วงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรม ของแต่ละอุตสาหกรรม โดยการพิจารณาวงจรอุตสาหกรรมจะวิเคราะห์ปัจจัยต่อไปนี ประเภทของอุตสาหกรรมที่พิจารณา เช่น อุตสาหกรรมมีลักษณะผูกขาดหรือแข่งขัน อุตสาหกรรมนั้นๆ อยู่ภายใต้กฎหมายและระเบียบข้อบังคับใดของทางการ อุตสาหกรรมนั้นต้องพึ่งพาการพัฒนาทางเทคโนโลยีหรือไม่ ตัวแปรทางเศรษฐกิจใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับอุตสาหกรรมนั้นๆ วงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรม นั้นสามารถจำแนกเป็น 4 ระยะ คือ 1)ระยะเริ่มพัฒนา เพิ่งเริ่มก่อตั้งระดับความเสี่ยงมักสูง บริษัทเหล่านี้จึงมักไม่จ่ายเงินปันผลหรือจ่ายเงินปันผลน้อยแก่ผู้ถือหุ้น 2) ระยะเจริญเติบโต ในระยะนี้สินค้าเป็นที่ยอมรับของตลาดและผู้ลงทุน สามารถมองเห็นแนวโน้มของอุตสาหกรรมได้ชัดเจน ยอดขายและผลกำไรจากทรัพย์สินจะเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูง แต่ผลกำไรที่ได้รับจำนวนมากต้องนำไปลงทุนต่อ 3) ระยะขยายตัว อัตราการเจริญเติบโตของยอดขายและผลกำไร ยังเป็นไปในทางบวกแต่เป็นอัตราที่ชะลอตัวลงจากระยะที่ 2 เนื่องจากมีคู่แข่งเข้ามาแย่งส่วนแบ่งในตลาดมากขึ้น อุตสาหกรรมที่อยู่ในระยะนี้ได้ขยายกิจการไปมากและมีความสามารถที่จะจ่ายเงินปันผลได้มากขึ้น 4) ระยะอิ่มตัวหรือเสื่อมถอย อุปสงค์ในสินค้าลดลง ถ้าบริษัทในอุตสาหกรรมไม่สามารถปรับปรุงและพัฒนากลยุทธ์ทางการตลาด ก็จะเข้าสู่การเสื่อมถอย

การวิเคราะห์โครงสร้างอุตสาหกรรมคือ 1) การแข่งขันจากคู่แข่งที่มีอยู่ ต้องพิจารณาจำนวนของบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมและขนาดของบริษัท 2) การคุกคามจากคู่แข่งใหม่ ให้ถือหลักว่าหากอุตสาหกรรมนั้นมีปัจจัยต่างๆที่เป็นอุปสรรคต่อการเข้ามาแข่งขันรายใหม่ อุตสาหกรรมนั้นก็ค่อนข้างปลอดภัยจากแรงแข่งขันรายใหม่ 3) การคุกคามจากสินค้าที่ใช้ทดแทนกันได้ ทำให้เกิดสภาพการแข่งขันมากขึ้น เนื่องจากผู้บริโภคสินค้าอื่นที่ใช้ทดแทนกันได้ และมีระดับราคาใกล้เคียงหรือต่ำกว่า 4) อำนาจในการต่อรองของผู้ซื้อ ผู้ซื้อมีส่วนในการกำหนดกำไร ผู้ซื้อสามารถต่อรองราคาสินค้าหรือเรียกร้องในการพัฒนาคุณภาพของสินค้าให้ดีขึ้นได้ 5) อำนาจในการต่อรองของผู้ขายวัตถุดิบ โดยผ่านการปรับราคาสินค้าหรือลดคุณภาพของสินค้าที่ผลิตลง หากในอุตสาหกรรมนั้นมีผู้ขายน้อยราย ความจำเป็นในการพึ่งพาผู้ขายจะมีมากขึ้น ทำให้ผู้ขายนั้นมีอำนาจในการต่อรองสูง

และวิเคราะห์ปัจจัยอื่นๆ ได้แก่ โครงสร้างอุตสาหกรรมว่าเป็นแบบผูกขาด กึ่งผูกขาดหรือแข่งขันสมบูรณ์ ความสัมพันธ์ระหว่างอุปสงค์และอุปทาน ซึ่งมีผลกระทบต่อราคาคูณภาพของอุตสาหกรรมนั้นๆ ตัวแปรด้านต้นทุน เช่น วัตถุดิบ ราคาน้ำมัน และกฎระเบียบข้อบังคับของรัฐบาล

1.4.3 การวิเคราะห์บริษัท

หลังจากการวิเคราะห์เศรษฐกิจและวิเคราะห์อุตสาหกรรมแล้วจะมาวิเคราะห์บริษัท ซึ่งแบ่งเป็นการวิเคราะห์เชิงคุณภาพ การวิเคราะห์เชิงปริมาณ และการวิเคราะห์การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ

การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ เป็นการวิเคราะห์ที่ขนาดของบริษัท ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ย่อมจะมีความได้เปรียบมากกว่าธุรกิจขนาดเล็ก ทั้งในด้านเงินทุน ด้านเทคนิค การจ้างผู้บริหารที่มีความรู้ความชำนาญสูง และความได้เปรียบด้านสภาพการแข่งขันในตลาด อัตราการขยายตัวในอดีต ซึ่งเป็นบรรทัดฐานแสดงความเป็นไปได้ในอัตราการขยายตัวในอนาคต ลักษณะของผลิตภัณฑ์ หากเป็นสินค้าที่จำเป็นในชีวิตประจำวัน อุปสงค์ในสินค้าจะมีเสถียรภาพมาก ชื่อยี่ห้อผลิตภัณฑ์ เป็นที่รู้จักกันอย่างแพร่หลายและเป็นที่ยอมรับ โครงสร้างของเงินทุน ธุรกิจที่มีโครงสร้างของเงินทุนประกอบด้วยส่วนของผู้อถือหุ้นเป็นส่วนใหญ่ ย่อมมีความเสี่ยงทางการเงินต่ำกว่าธุรกิจที่มีเงินทุนส่วนใหญ่มาจากหนี้สิน การกระจายของผลิตภัณฑ์ ธุรกิจที่ผลิตหรือจำหน่ายสินค้าและบริการหลายชนิดและมีชื่อยี่ห้อผลิตภัณฑ์หลายชื่อ ย่อมสามารถมีส่วนแบ่งในตลาดได้มากกว่าธุรกิจที่กระจายของผลิตภัณฑ์น้อย ผู้บริหารระดับสูง หากผู้บริหารของบริษัทใดมีความสามารถในการบริหาร และเสริมสร้างสัมพันธอันดีระหว่างผู้ได้บังคับบัญชา รวมทั้งมีประสบการณ์และความชำนาญในการประกอบธุรกิจประเภทนั้น ย่อมทำให้มีโอกาสในการประสบความสำเร็จได้สูง ความสามารถทางด้านการคิดค้น เป็นผู้ริเริ่มและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ในตลาด ก็จะสามารถทำกำไรได้สูงโดยปราศจากคู่แข่ง และพนักงาน บริษัทควรพัฒนาด้านทรัพยากรบุคคล เพื่อป้องกันการเปลี่ยนหรือออกจากงานบ่อยๆ

การวิเคราะห์บริษัทเชิงปริมาณ โดยใช้การวิเคราะห์งบการเงิน ซึ่งหมายถึงรายงานผลประกอบการทางการเงินของบริษัท ประกอบด้วย งบดุล งบกำไรขาดทุน งบกำไรสะสม งบกระแสเงินสด ความเห็นหรือรายงานของผู้สอบบัญชี และหมายเหตุประกอบงบการเงิน

การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน ช่วยให้สามารถประเมินฐานะทางการเงิน และความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ โดยการวิเคราะห์อัตราส่วนสภาพคล่องภายในกิจการ การวิเคราะห์อัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน โดยอัตราส่วนวัดประสิทธิภาพในการใช้ทรัพย์สิน อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนวัดประสิทธิภาพในการบริหารทรัพยากรมนุษย์ การวิเคราะห์อัตราส่วนการบริหารหนี้สิน โดยอัตราส่วนหนี้สินในโครงสร้างเงินทุน อัตราส่วนการครอบคลุมภาระผูกพัน และการวิเคราะห์อัตราส่วนต่อหุ้น โดยการวิเคราะห์อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล อัตราการจ่ายเงินปันผล กระแสเงินสดต่อหุ้น และมูลค่าต่อบัญชีต่อหุ้น

และการวิเคราะห์การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ เพื่อเป็นการหามูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญ (Intrinsic Value) เพื่อนำมาเปรียบเทียบกับราคาตลาดของหุ้นสามัญ (Market Price) เพื่อพิจารณาว่าหุ้นสามัญ มีราคาตลาดสูงกว่าหรือต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง หากพบว่าราคาตลาดของหุ้นสามัญดังกล่าวต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงที่คำนวณได้หรือที่เรียกว่าราคาตลาดของหุ้นสามัญนั้น ก็ควรซื้อหุ้นสามัญนั้น หากพบว่าราคาตลาดของหุ้นสามัญดังกล่าวสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงที่คำนวณได้หรือที่เรียกว่า ราคาตลาดของหุ้นสามัญนั้น ก็ไม่ควรซื้อหุ้นสามัญนั้น หรือหากถือหุ้นสามัญนั้นอยู่ก็ควรขายหุ้นสามัญนั้นไป

2. ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แบ่งเป็น 2 ส่วน คือ ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อราคาหลักทรัพย์หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

2.1 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง

ชนม์พิชา แสงอรุณ (2548) ศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก่อนวันที่ 1 มกราคม พ.ศ.2543 และมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างต่อเนื่องจนถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ.2547 ทั้งหมด 197 หลักทรัพย์ ใช้สถิติที่เป็นแบบจำลองที่เกี่ยวข้องกับเรื่องอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ และสมการถดถอยอย่างง่าย ผลการวิจัยพบว่า การลงทุนในหุ้นสามัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ มกราคม พ.ศ.2543 ถึง ธันวาคม พ.ศ.2547 ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยร้อยละ 0.93 ต่อเดือน หรือร้อยละ 11.16 ต่อปี ความเสี่ยงร้อยละ 8.42 ต่อเดือน หรือร้อยละ 101.04 ต่อปี และความเสี่ยงเปรียบเทียบกับร้อยละ 9.05 ต่อเดือน หรือร้อยละ 108.60 ต่อปี อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนทุกกลุ่มหลักทรัพย์ยกเว้นกลุ่มการแพทย์ ทุกกลุ่มมีค่าดัชนีความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นบวก กลุ่มหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มีค่าความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบมากกว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ

กรวินัย ประสมทอง (2547) ได้ศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ การศึกษารั้วนี้ใช้ช่วงการศึกษาตั้งแต่พ.ศ.2544 –พ.ศ.2546 โดยใช้ข้อมูลทุดียภูมิ ได้แก่ ราคาปิดของหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทน

รายเดือนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง นำมาหาค่าสัมประสิทธิ์เบต้า และนำไปคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ ส่วนการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ใช้การประมาณการจากแบบจำลองการประเมินมูลค่าบริษัท ผลการศึกษาที่ได้คือ ณ สิ้นปีพ.ศ.2546 หลักทรัพย์ทั้ง 6 หลักทรัพย์ ให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง สูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์

ปรีชา กาพันธ์ (2547) ได้ศึกษาเรื่อง การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่ดำเนินธุรกิจด้านที่อยู่อาศัยในช่วงธุรกิจรุ่งเรืองและตกต่ำ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิมาหาคำนวณหาผลตอบแทนและความเสี่ยงในแต่ละช่วงของหลักทรัพย์ กลุ่มหลักทรัพย์ และผลตอบแทนของตลาดในช่วงธุรกิจรุ่งเรืองและตกต่ำ และนำมาเปรียบเทียบความแตกต่างของผลตอบแทน ว่ามีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยใช้วิธี t-Test : Two – sample Assuming Unequal Variance และคำนวณหาค่าความเสี่ยงรวม และแบ่งแยกความเสี่ยงที่เป็นระบบและไม่เป็นระบบ โดยคำนวณหาค่าเบต้า ผลการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับในการลงทุนในช่วงเศรษฐกิจรุ่งเรืองและตกต่ำนั้นไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

กัณวณ โทเทอดวิไล (2546) ได้ศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในธุรกิจประเภทที่อยู่อาศัย โดยใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ตั้งแต่ปีพ.ศ.2541 – พ.ศ.2544 รวม 208 สัปดาห์ วัดความเสี่ยงรวมและความเสี่ยงที่เป็นระบบด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานและค่าสัมประสิทธิ์เบต้าตามลำดับ และทำการประเมินความเสี่ยงรวมต่ออัตราผลตอบแทนเพื่อตัดสินใจลงทุน โดยหาค่าสัมประสิทธิ์ความแปรปรวน จากนั้นนำค่าสัมประสิทธิ์เบต้ามาคำนวณเงินเช่นอัลฟาของหลักทรัพย์ และสร้างเส้นตลาดหลักทรัพย์ (Security market line) เพื่อประเมินความเสี่ยงที่เป็นระบบและอัตราผลตอบแทนที่ได้รับเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ผลการศึกษาพบว่า หลักทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 1.58 ต่อสัปดาห์และความเสี่ยงรวมเท่ากับร้อยละ 14 ความเสี่ยงเป็นระบบเท่ากับร้อยละ 1.39 ซึ่งสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ มีค่าสัมประสิทธิ์ความแปรปรวนต่ำกว่าของตลาดหลักทรัพย์ ค่าเงินเช่นอัลฟาของหลักทรัพย์กลุ่มนี้มีค่าเป็นบวกเท่ากับร้อยละ 1.45 แสดงว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์

นิลเนตร ขำยา (2546) ได้ศึกษาเรื่อง ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์โดยการวิเคราะห์ทางเทคนิค เป็นการศึกษาเปรียบเทียบการส่งสัญญาณซื้อขาย ที่ได้จากการวิเคราะห์ทางเทคนิค กับการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์จริงและเปรียบเทียบผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในรูปส่วนต่างของราคาแต่ละวิธี โดยการวิเคราะห์ทางเทคนิค 2 เครื่องมือ คือ เครื่องมือ

ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่สองเส้น และเครื่องมือดัชนีกำลังสัมพัทธ์โดยศึกษาหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ และกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากมีปริมาณการซื้อขายประจำวันสูงและมีการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ ไปตามดัชนีตลาดหลักทรัพย์ จากการศึกษาพบว่า การส่งสัญญาณซื้อและสัญญาณขายจากทั้ง 2 เครื่องมือ ไม่สามารถนำมาพิจารณาตัดสินใจลงทุนในแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ได้ เพราะมีสัดส่วนความถูกต้องต่ำกว่าการสุ่ม แต่มีการพิจารณาเฉพาะสัญญาณซื้อขายรวมแล้ว พบว่า เครื่องมือค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่สองเส้น สามารถนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ได้ ในด้านผลตอบแทนพบว่า การลงทุนโดยใช้เครื่องมือค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่สองเส้น จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าวิธีดัชนีกำลังสัมพัทธ์ และให้ผลตอบแทนที่สูงที่สุดในหลักทรัพย์กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ โดยใช้เครื่องมือค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่สองเส้น จะให้ผลตอบแทนรวม 3 ปี ร้อยละ 22.59 และ 43.52 และเครื่องมือดัชนีกำลังสัมพัทธ์จะให้ผลตอบแทนรวม 3 ปี ร้อยละ 3.65 และ 1.38

มยุรี จูติผลพันธ์ (2545) ได้ศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลทศนิยมพิจารณาเป็นรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2540 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ.2542 จำนวนระยะเวลา 30 เดือน และคัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าการซื้อขายมากที่สุด 30 ลำดับ คำนวณผลโดยใช้โปรแกรมเอ็กเซล จากผลการวิเคราะห์พบว่า อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของตลาดได้ผลขาดทุนเฉลี่ยร้อยละ 0.20 และความเสี่ยงรวมของตลาดหลักทรัพย์ร้อยละ 15.89 ซึ่งต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ยง ผลการวิเคราะห์การแบ่งแยกความเสี่ยง พบว่าหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบมากกว่าค่าความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ แสดงว่าจากความเสี่ยงรวมทั้งหาค่าความเสี่ยงที่ส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์มากกว่า คือ ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ จากการวิจัยครั้งนี้พบว่า ตลาดหลักทรัพย์โดยรวมให้ผลขาดทุน เนื่องจากสภาพภาวะเศรษฐกิจที่ตกต่ำ จะเห็นว่าเป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบที่ไม่สามารถควบคุมได้ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อหลักทรัพย์

ศิรินุช อินตะคร (2545) ได้ศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เก็บรวบรวมข้อมูลเป็นข้อมูลทศนิยม นำมาวิเคราะห์หาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษา โดยได้แบ่งแยกความเสี่ยงและวิเคราะห์ความเสี่ยงที่เป็นระบบและไม่เป็นระบบ และหาค่าสัมประสิทธิ์เบต้าและนำไปใช้ในการหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง แล้วนำไปสร้างเส้นหลักทรัพย์ในตลาด ผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ทำการศึกษาทั้งหมดมีอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง (RR)

มากกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (ER) แสดงว่าราคาหลักทรัพย์เหล่านี้ในขณะนี้ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม ผู้ลงทุนควรจะตัดสินใจซื้อหรือถือหลักทรัพย์ดังกล่าว

อลิสสา วุฒิจกรี (2545) ได้ศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์ผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่มวัสดุก่อสร้างและเครื่องตกแต่ง ได้ศึกษาเฉพาะหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 5 หลักทรัพย์ จากทั้งหมด 23 หลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่มีปริมาณการซื้อขายสูง 5 อันดับแรกของกลุ่มวัสดุก่อสร้างและเครื่องตกแต่ง ศึกษาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2540 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ.2543 นำมาหาอัตราผลตอบแทนจากสมการเส้นตลาดหลักทรัพย์ (Security market Line : SML) ตามทฤษฎี CAPM ผลการศึกษาพบว่า ปีพ.ศ.2543 หลักทรัพย์ทั้ง 5 หลักทรัพย์ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนของตลาด และหลักทรัพย์ทั้ง 5 หลักทรัพย์มีความเสี่ยงสูงกว่าความเสี่ยงของตลาด พิจารณาเส้นตลาดหลักทรัพย์พบว่า หลักทรัพย์ทั้ง 5 หลักทรัพย์มีอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับมากกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ

นงนุช มั่นคงดี (2544) ศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์ผลตอบแทนและความเสี่ยงหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 50 ทำการศึกษาความเสี่ยงทั้งที่เป็นระบบเปรียบเทียบประสิทธิภาพการดำเนินงานของหลักทรัพย์ที่อยู่ใน SET 50 Index กับหลักทรัพย์นอก SET 50 Index โดยใช้อัตราส่วนคิว (Tobin Q) ผลสรุปว่าหลักทรัพย์ที่อยู่ใน SET 50 Index กลุ่มธนาคาร กลุ่มเคมีภัณฑ์ และพลาสติก กลุ่มพาณิชย์ กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ และกลุ่มบันเทิงและสันทนาการ ให้ผลตอบแทนและความเสี่ยงมากกว่าหลักทรัพย์นอก SET 50 Index และมีประสิทธิภาพการบริหารสูงกว่าหลักทรัพย์นอก SET 50 Index

ทัศนีย์ ธรวัฒน์นกร (2543) ได้ศึกษา เรื่องการศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ศึกษาข้อมูลราคาปิดของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นรายเดือน ตั้งแต่ปีพ.ศ.2539 ถึงไตรมาส 2 ของปีพ.ศ.2542 เพื่อหาอัตราผลตอบแทน และใช้ตัวแบบดัชนีตลาดของ Sharpe ที่เรียกว่าตัวแบบดัชนีตลาด (Market Model) ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปีพ.ศ.2539 ถึง พ.ศ.2542 เท่ากับคิดลบร้อยละ 1.19 ต่อเดือน หรือคิดลบร้อยละ 14.28 ต่อปี ส่วนการศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมทั้ง 30 กลุ่ม พบว่า 16 กลุ่มอุตสาหกรรม ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนสูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยตลาด

นิธิพงศ์ โชติรัตนะนนท์ (2543) ได้ศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงเดือนกรกฎาคม พ.ศ.2540 – เดือนธันวาคม พ.ศ.2542 ได้ใช้วิธีวิเคราะห์แบบสมการถดถอยอย่างง่าย พบว่า อัตราผลตอบแทน

จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงเดือนกรกฎาคม พ.ศ.2540 – เดือนธันวาคม พ.ศ.2542 เท่ากับร้อยละ 0.03 ต่อเดือน ส่วนการศึกษาผลตอบแทนจากอุตสาหกรรม ทั้งสิ้นจำนวน 30 อุตสาหกรรม มีเพียง 14 อุตสาหกรรม ที่ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนสูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ กลุ่มสื่อสาร กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ กลุ่มเคมีภัณฑ์ เป็นต้น การศึกษาเรื่องค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ปรากฏว่ากลุ่มอุตสาหกรรม จำนวน 5 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มสื่อสาร กลุ่มเคมีภัณฑ์ กลุ่มธนาคาร และกลุ่มวัสดุก่อสร้าง มีความเสี่ยงสูงกว่าความเสี่ยงของตลาด

สัญญาณี ศิริมังคลา โล (2543) ได้ศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยนำราคาปิดและดัชนีตลาดหลักทรัพย์รายเดือนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อนำมาวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และทำการหาค่าสัมประสิทธิ์เบต้าโดยการสร้างเส้นแสดงลักษณะด้วยวิธีวิเคราะห์แบบสมการถดถอยอย่างง่าย ผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมากกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ได้แก่หลักทรัพย์ BBL TA และ EGCOMP เป็นหลักทรัพย์ที่ควรตัดสินใจซื้อ ส่วนหลักทรัพย์ที่เหลือ ได้แก่ KTB IFCT TPI TT&T NFS และ S-ONE ล้วนเป็นหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ

กฤษฎารัตน์ เรืองรัตน์ (2542) ศึกษาเรื่องอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ศึกษาเฉพาะหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก่อนปีพ.ศ. 2540 และเป็นหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง คัดเลือกมาทั้งหมด 25 หลักทรัพย์ แบ่งได้เป็น 5 กลุ่มหลักทรัพย์ ตั้งแต่ช่วงวันที่ 4 มกราคม พ.ศ.2535 ถึง 30 ธันวาคม พ.ศ.2539 ผลการวิเคราะห์พบว่า การลงทุนในหุ้นสามัญไทยให้อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงเฉลี่ยร้อยละ 24.08 และ 20.48 ต่อปี ซึ่งมากกว่าการลงทุนในการออมเงินในธนาคารพาณิชย์ซึ่งให้อัตราผลตอบแทนร้อยละ 10.28 ต่อปี กลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงที่สุดคือกลุ่มธนาคาร รองลงมาได้แก่ กลุ่มพาณิชย์ กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย และกลุ่มวัสดุก่อสร้างและตกแต่ง สำหรับความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์จะมีเพียงกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ที่มีความเคลื่อนไหวราคาหลักทรัพย์สูงกว่าตลาดเพียงกลุ่มเดียว

เกรียงไกร เดชบำรุง (2542) ได้ศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงและประสิทธิภาพการบริหารหลักทรัพย์ลงทุนในกระดานต่างประเทศ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ.2534 -2540 โดยพิจารณาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2534 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2540 รวม 84 เดือน นำมาวิเคราะห์จากสมการเส้นแสดง

ลักษณะ เส้นตลาดหลักทรัพย์ แบบจำลองของชาร์ปและแบบจำลองของเทรเนอร์ ผลการศึกษาพบว่า หลักทรัพย์ที่นักลงทุนต่างประเทศสนใจเข้ามาซื้อขายส่วนใหญ่เป็นหลักทรัพย์ประเภทบลูชิพ ฐานะการเงินมั่นคงและผลประกอบการดี อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ส่วนใหญ่สูงกว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยรวมและสามารถนำมาวิเคราะห์จัดกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 3 กลุ่มคือ กลุ่มหลักทรัพย์ที่ควรลงทุนเพื่อเก็งกำไร 6 หลักทรัพย์ กลุ่มหลักทรัพย์ที่ควรลงทุนระยะยาว จำนวน 7 หลักทรัพย์ และกลุ่มหลักทรัพย์ที่ไม่ควรลงทุน จำนวน 8 หลักทรัพย์

วิศิษฐ์ ดันติเอมอร์ (2541) ศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้การวิเคราะห์เชิงเทคนิคเป็นเครื่องมือในการตัดสินใจ โดยวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์โดยใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิคเป็นเครื่องมือในการตัดสินใจ รวมทั้งเพื่อคัดเลือกลุ่มอุตสาหกรรมที่เหมาะสมต่อการวิเคราะห์ทางเทคนิคเป็นเครื่องมือในการตัดสินใจลงทุน โดยใช้เทคนิคประเภทค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ (Moving Average) โดยใช้ข้อมูลในช่วง วันที่ 2 มกราคม พ.ศ.2535 ถึง วันที่ 3 ธันวาคม พ.ศ.2540 การศึกษาพบว่า การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยทุกกลุ่มอุตสาหกรรมในอัตราร้อยละ 6.17 ต่อปี เป็นอัตราที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์ที่ร้อยละ 10 ต่อปี แต่เมื่อแยกกลุ่มอุตสาหกรรม 9 กลุ่ม พบว่า การลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมจำนวน 3 กลุ่ม ให้ผลตอบแทนมากกว่าการฝากเงินกับธนาคาร ได้แก่ กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ให้ผลตอบแทนร้อยละ 2.67 โดยเฉลี่ยเคลื่อนที่ 7 วัน กลุ่มธนาคารให้ผลตอบแทนร้อยละ 11.41 โดยเฉลี่ยเคลื่อนที่ 42 วัน กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ให้ผลตอบแทนร้อยละ 10.01 โดยเฉลี่ยเคลื่อนที่ 35 วัน

ปวีณา ศรีสุธรรมพร (2540) ศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปีพ.ศ.2536 - 2539 โดยใช้ข้อมูลทุดิถีภูมิ มาวิเคราะห์แบบสมการถดถอยอย่างง่าย พบว่า อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปีพ.ศ.2536 - 2539 เท่ากับร้อยละ 0.25 ต่อเดือนหรือร้อยละ 3 ต่อปี การศึกษาอัตราผลตอบแทนจากอุตสาหกรรมทั้งสิ้นจำนวน 30 อุตสาหกรรม มีเพียง 8 อุตสาหกรรมที่มีผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนสูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ การศึกษาเรื่องความเสี่ยงค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ปรากฏว่า กลุ่มอุตสาหกรรมจำนวน 4 กลุ่ม ได้แก่ สื่อสาร บันเทิงและสันทนาการ เงินทุนหลักทรัพย์ และอสังหาริมทรัพย์มีความเสี่ยงมากกว่าความเสี่ยงตลาด

สุริย์ นาสกุลวงศ์ (2540) ได้ศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ใช้แบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) ศึกษาตั้งแต่เดือนธันวาคม พ.ศ.2534 จนถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2539 ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงต่อปีในปีพ.ศ.2535 – พ.ศ.2539 เท่ากับร้อยละ 32.89, 81.25, -

57.85, -17.03 และ -52.90 ตามลำดับ ซึ่งมีค่าต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ควรจะได้รับคือร้อยละ 33.90, 88.25, -18.80, -8.16 และ -41.26 ต่อปี ตามลำดับ นอกจากนี้ยังพบว่าความเสี่ยงของกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบโดยมีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 75, 96, 91, 94 และ 88 ของความเสี่ยงทั้งหมด

2.2 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อราคาหลักทรัพย์หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ภูเทพ พชรกนก (2548) ได้ศึกษาเรื่อง การลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์หลังวิกฤติเศรษฐกิจโดยตัวแบบ APT เป็นการวิเคราะห์การลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ โดยพิจารณาถึงค่าความเสี่ยงของปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่จะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ทั้งกลุ่ม และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ โดยใช้แบบจำลอง Arbitrage Pricing Theory (APT) ใช้ค่าดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ (SetPP) และหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ทั้งหมด 9 หลักทรัพย์ ได้แก่ AP, BLAND, CPN, ESTAR, GOLD, LH, MBK, QH, SIRI ข้อมูลปัจจัยเสี่ยงทางเศรษฐกิจมหภาค คือ ดัชนีราคาที่อยู่อาศัย อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกค้ำขึ้นดี ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 ของปี 2540 ไปจนถึงไตรมาสที่ 4 ของปี 2548 ใช้วิธีการวิเคราะห์ถดถอยแบบกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square : OLS) ผลการศึกษาพบว่า ค่าความเสี่ยงของตัวแปรทางเศรษฐกิจที่สำคัญ นั่นคือ อัตราดอกเบี้ยระยะยาว โดยใช้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกค้ำขึ้นดีเป็นตัวแทน ส่วนตัวแปรอื่นๆ ไม่ได้เป็นตัวกำหนดทิศทางการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์หรืออัตราผลตอบแทนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ แต่ก็มีตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคเพียงบางตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่อบางหลักทรัพย์เท่านั้น

ยุวดี เนื่องแก้ว (2548) ได้ศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์รายกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำการศึกษาหลักทรัพย์ 5 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มสื่อสาร กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค ทำการวิเคราะห์โดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (The Ordinary Least Squares) และทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวโดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์อนุกรมเวลา (Cointegration Test) ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชีมูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ เป็นตัวแปรที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ทั้ง 5 กลุ่ม และมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน และผลการศึกษาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว พบว่า ดัชนีราคาหลักทรัพย์รายกลุ่มอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กันในระยะยาวนั้นจะมี

ความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน ยกเว้นในกลุ่มของธนาคารและกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางที่ตรงกันข้าม

อรพิน ตุ่มน้อย (2547) ได้ศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เฉพาะกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ในระหว่างปี 2543-2546 โดยเลือกปัจจัยที่นำมาศึกษาคือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ดัชนีราคาผู้บริโภค ดัชนีราคาขายส่งวัสดุก่อสร้าง อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำของธนาคารพาณิชย์ ราคาขายปลีกน้ำมันในประเทศ เงินลงทุนในหลักทรัพย์สุทธิ และปริมาณเงินทุนสำรองของประเทศไทย โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป Eviews ในการคำนวณหาค่าสถิติของความสัมพันธ์ต่างๆ ในรูปสมการถดถอยพหุคูณเชิงซ้อน (Multiple Linear Regression) และใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square) ทำการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระในสมการ ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เฉพาะกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ในระหว่างปี 2543-2546 คือ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ราคาขายปลีกน้ำมันในประเทศ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำของธนาคารพาณิชย์ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และปริมาณเงินทุนสำรองของประเทศไทย

กนกกาญจน์ ทวีอภิรดีเจริญ (2541) ได้ศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหมวดอสังหาริมทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2536 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2539 มีปัจจัยที่นำมาศึกษาคือ ดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน ปริมาณสินเชื่อของสถาบันการเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ อัตราเงินเฟ้อ กำไรสุทธิ อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารและดัชนีดาวโจนส์ วิเคราะห์ความสัมพันธ์ใช้รูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อน ในการประมาณค่าทางสถิติ พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์มีนัยสำคัญในทางบวกกับดัชนีราคาหมวดอสังหาริมทรัพย์ ได้แก่ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ดัชนีดาวโจนส์และอัตราเงินเฟ้อ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้และอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารมีความสัมพันธ์ในทางลบ

ทิพวรรณ กิตติสุวรรณกุล (2538) ได้ศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน ระหว่างปี พ.ศ.2532-2537 โดยใช้สมการถดถอยเชิงซ้อน ได้ศึกษาทั้งหมด 9 ปัจจัย ประกอบด้วยปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคาร อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง ปริมาณสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ ปัจจัยทางเศรษฐกิจจุลภาค ได้แก่ มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นเฉลี่ย เงินปันผลต่อหุ้นเฉลี่ย และกำไรสุทธิต่อหุ้นเฉลี่ย ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เฉลี่ยในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ในทิศทางบวก

คือ ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นเฉลี่ย และปัจจัยที่มีผลกระทบในทิศทางลบ คือปริมาณสินเชื่อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

จุไล ศิริทรัพย์ภิญโญ (2535) ได้ศึกษาเรื่องปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ได้ใช้ตัวแปรในการศึกษา ดังนี้ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ดัชนีราคาขายส่งวัสดุก่อสร้าง อัตราเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ แบ่งช่วงการศึกษาเป็น 2 ช่วง ช่วงแรก ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม พ.ศ.2531- เดือนกรกฎาคม พ.ศ.2533 กับช่วงหลังคือ ตั้งแต่เดือนสิงหาคม พ.ศ.2533-เดือนมิถุนายน พ.ศ.2535 ผลการศึกษาในช่วงแรกพบว่า ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และผลการศึกษาในช่วงหลัง พบว่า ไม่มีตัวแปรใดที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

3. สรุปผลที่ได้จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องสามารถสรุปเรื่องอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง และปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อราคาหลักทรัพย์หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้ดังนี้

เรื่องอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในภาพรวม ช่วงก่อนพ.ศ.2540 หลักทรัพย์มีสภาพคล่องสูง ซึ่งให้ผลตอบแทนมากกว่าการฝากเงินกับธนาคาร แต่อัตราผลตอบแทนหลังปี พ.ศ.2540 -2542 มีอัตราผลตอบแทนที่ติดลบ หรือขาดทุน ซึ่งมีค่าความเสี่ยงสูง และเป็นค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบมากกว่าความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ซึ่งเกิดจากภาวะเศรษฐกิจที่ตกต่ำ

ส่วนอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในหมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์นั้น อัตราผลตอบแทนในช่วงปีพ.ศ.2535-2539 ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ควรจะได้รับ และความเสี่ยงส่วนใหญ่เกิดจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ ช่วงพ.ศ.2544-2546 หลักทรัพย์หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ จากการศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่ดำเนินธุรกิจด้านที่อยู่อาศัย ในช่วงที่เศรษฐกิจรุ่งเรืองและตกต่ำ ผลการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในทั้ง 2 ช่วงเวลานั้นไม่มีความแตกต่างกัน

สำหรับเรื่องปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อราคาหลักทรัพย์หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ พบว่ามีทั้งหมด 12 ปัจจัย ที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ สรุปได้ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 2.1 ตารางแสดงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อราคา
หลักทรัพย์หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อราคา หลักทรัพย์หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์	จำนวนงานวิจัยที่พบ (ผลงาน)	ผู้ทำวิจัย
1. ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ	1	ทิพวรรณ กิตติสุวรรณกุล ภูเทพ พชรกนก
2. อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม	3	กนกกาญจน์ ทวีอภิธิเจริญ อรพิน ดุ่มน้อย ยุวดี เนื่องแก้ว
3. อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี	2	ทิพวรรณ กิตติสุวรรณกุล
4. มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ	1	ยุวดี เนื่องแก้ว
5. ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	1	อรพิน ดุ่มน้อย
6. ราคาขายปลีกน้ำมันในประเทศ	1	อรพิน ดุ่มน้อย
7. ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน	3	อรพิน ดุ่มน้อย กนกกาญจน์ ทวีอภิธิเจริญ จุไล ศิริทรัพย์ภิญโญ
8. ปริมาณเงินสำรองของประเทศ	1	อรพิน ดุ่มน้อย
9. ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์	1	กนกกาญจน์ ทวีอภิธิเจริญ
10. อัตราเงินเฟ้อ	2	กนกกาญจน์ ทวีอภิธิเจริญ จุไล ศิริทรัพย์ภิญโญ
11. อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ	1	จุไล ศิริทรัพย์ภิญโญ
12. ปริมาณสินเชื่อของสถาบันการเงิน	1	ทิพวรรณ กิตติสุวรรณกุล

ซึ่งผู้วิจัยจะคัดเลือกปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อราคาหลักทรัพย์หมวด
ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จากผลการวิจัยดังกล่าวที่มีความถี่มากกว่า 1 ซึ่งพบว่ามี 4 ปัจจัย คือ
อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และอัตรา
เงินเฟ้อ

โดยปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อราคาหลักทรัพย์หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว มีทั้งที่มีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันและในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ดังตารางที่ 2.2

ตารางที่ 2.2 ตารางแสดงทิศทางการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อราคาหลักทรัพย์หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ตัวแปร	สัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยพหุคูณ
อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม (MLR)	-
อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี (PBV)	+
ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (II)	+
อัตราเงินเฟ้อ (INF)	+

โดยที่

เครื่องหมายบวก (+) หมายถึง ปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกับราคาหลักทรัพย์ในหมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

เครื่องหมายลบ (-) หมายถึง ปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามกับราคาหลักทรัพย์ในหมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์