

# การวิเคราะห์ผลตอบแทนตามแบบจำลองประเมินราคาสินทรัพย์ทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร

## AN ANALYSIS OF RETURN ON CAPITAL ASSET PRICING MODEL IN THE BANKING INDUSTRY

ชินกฤต วงศ์รักษ์

Chinagrit Wongrak

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเอเชียอาคเนย์

chinagrita@hotmail.com

### บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1.วิเคราะห์ผลตอบแทนตามแบบจำลองประเมินราคาสินทรัพย์ทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร 2.ศึกษาแนวทางการประเมินราคาหุ้นสามัญในอุตสาหกรรมธนาคาร ประชากรที่ศึกษาคือหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยมีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 11 ธนาคาร โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายเดือนของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารเป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 36 เดือน เริ่มตั้งแต่ตั้งแต่วันที่เดือนมีนาคม พ.ศ. 2556 ถึงเดือนมีนาคม พ.ศ. 2559 มาใช้คำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาดและนำอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 1 ปี เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ตามทฤษฎีแบบจำลองการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (CAPM) ผลการวิจัยพบว่าหลักทรัพย์จำนวน 5 หลักทรัพย์ คือหลักทรัพย์ KKP, BBL, TMB, LHBANK และหลักทรัพย์ TCAP มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) น้อยกว่า 1 หลักทรัพย์ในกลุ่มนี้ที่ได้รับการพยากรณ์ไว้ใน IAA Consensus Highlight มีหลักทรัพย์ BBL, TMB และ TCAP โดยหลักทรัพย์ BBL มีการประเมินเป็น Overvalued ส่วนหลักทรัพย์ TMB และ TCAP มีการประเมินเป็น Undervalued ส่วนหลักทรัพย์ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) มีค่ามากกว่า 1 พบว่ามีหลักทรัพย์จำนวน 6 หลักทรัพย์ คือหลักทรัพย์ BAY, TISCO, CIMBT, KBANK, KTB และหลักทรัพย์ SCB หลักทรัพย์ในกลุ่มนี้ที่ได้รับการพยากรณ์ไว้ใน IAA Consensus Highlight มีหลักทรัพย์ BAY, KBANK, KTB และ SCB โดยหลักทรัพย์ KBANK มีการประเมินเป็น Overvalued หลักทรัพย์ BAY, KTB และ SCB มีการประเมินเป็น Undervalued หลักทรัพย์ทุกตัวมีค่าเป็นบวกแสดงว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด

**คำสำคัญ:** วิเคราะห์ผลตอบแทน, แบบจำลองประเมินราคาสินทรัพย์ทุน, ประเมินราคาสินทรัพย์

### Abstract

This research aims to 1. Analyze the return on capital asset pricing models in the banking industry. 2. Study the valuation of the shares in the banking industry. The Study population is securities listed on stock exchange in the banking industry. The sample group is 11 banks. Source of information used in analysis is 3 years of monthly historical stock prices and volume from March 2013 to March 2016. To calculate the market yield and take the yield on 1-year Thai government bonds represent the return on risk-free securities according to the capital asset pricing model theory (CAPM). The research found that are 5 securities such as KKP, BBL, TMB, LHBANK and TCAP have a beta of less than 1. This security group forecasted by IAA Consensus Highlight is BBL, TMB and TCAP. On forecast BBL is considered overvalued. TMB and TACP are considered undervalued. However, Security group which have a beta of more than 1 is

BAY, TISCO, CIMBT, KBANK, KTB and SCB. This security group forecasted by IAA Consensus Highlight is BAY, KBANK, KTB and SCB. The results found that KBANK is considered overvalued. Nevertheless, BAY, KTB and SCB are considered undervalued. All securities with a positive value indicate that the rate of return on all securities changes in the same direction as the expected market return.

**Keywords:** return analysis, capital asset pricing model, asset valuation

## บทนำ

แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่สิบเอ็ด พ.ศ.2555 – 2559 ในยุทธศาสตร์การปรับโครงสร้างเศรษฐกิจสู่การเติบโตอย่างมีคุณภาพและยั่งยืน ข้อ 5.3 การพัฒนาความสามารถในการแข่งขันที่มีประสิทธิภาพ เท่าเทียมและเป็นธรรม 5.3.1 พัฒนาตลาดเงินและตลาดทุน ให้เอื้อต่อการปรับโครงสร้างภาคการผลิตและบริการ โดย 4) สร้างความรู้ความเข้าใจทางการเงิน เพื่อสร้างวินัยทางการเงินให้แก่ภาคธุรกิจ ประชาชนและผู้ประกอบการรายย่อย และส่งเสริมการออมภาคครัวเรือน โดยเฉพาะครัวเรือนระดับกลาง และระดับล่างให้มีโอกาสเข้าถึงการออมและการลงทุน โดยพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงินการออมและการลงทุนที่ตอบสนองความต้องการของครัวเรือนทุกระดับ จากแผนพัฒนาเศรษฐกิจฯ ดังกล่าว มีเป้าหมายเพื่อต้องการให้เศรษฐกิจของประเทศเจริญเติบโตอย่างมีคุณภาพและยั่งยืน การวัดความเติบโตทางเศรษฐกิจสามารถวัดได้จาก การเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Product หรือ GDP) ซึ่งเป็นผลรวมของการบริโภค การลงทุน การใช้จ่ายของภาครัฐบาล การส่งออกและการนำเข้า เป็นต้น (ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2554) จึงเป็นภาระสำคัญที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องพัฒนาองค์ความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับตลาดเงินและตลาดทุนให้กับประชาชน เพื่อให้สามารถเข้าสู่เส้นทางการเป็นนักลงทุนได้ในอนาคต การลงทุนในหลักทรัพย์ให้ผลตอบแทนที่สูง นักลงทุนจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่สูงเช่นกัน ฉะนั้นในการลงทุนควรมีเครื่องมือสำหรับวิเคราะห์ความเสี่ยง เพื่อประกอบกับการตัดสินใจลงทุน การใช้แบบจำลองประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Assets Pricing Model : CAPM) จะเป็นเครื่องมือสำหรับช่วยในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน เมื่อนักลงทุนต้องการผลตอบแทนตามเป้าหมาย นักลงทุนต้องพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนและความเสี่ยงจากการลงทุน การใช้แบบจำลองประเมินราคาสินทรัพย์ทุนจึงเป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์การลงทุนที่น่าสนใจ

หุ้นสามัญในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารเป็นกลุ่มที่นักลงทุนให้ความสนใจ และอาจให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยโดยรวมสูงกว่าประเภทการฝากออมทรัพย์และการซื้อพันธบัตรรัฐบาล และการลงทุนในหุ้นสามารถนำไปสู่ความเสี่ยงในเรื่องความผันผวนของการขึ้นลงของราคาและผลตอบแทนจากการลงทุนได้เช่นเดียวกับการลงทุนประเภทอื่นๆ การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง และการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ที่ได้ จะทำให้นักลงทุนสามารถนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจซื้อและขายหลักทรัพย์อย่างมีหลักการ ถูกต้อง เหมาะสมกับสถานการณ์เพื่อที่จะช่วยให้ได้รับผลตอบแทนตามที่ต้องการและสามารถบริหารความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้น ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมได้อย่างมีเหตุและผล

ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้เลือกทำการศึกษาหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมธนาคาร โดยทำการศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและค่าความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มดังกล่าว โดยการใช้แบบจำลองประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Assets Pricing Model : CAPM) มาใช้ในการวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทน และประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ในกลุ่ม เพื่อใช้สำหรับประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อวิเคราะห์ผลตอบแทนตามแบบจำลองประเมินราคาสินทรัพย์ทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร
2. เพื่อศึกษาแนวทางการประเมินราคาหุ้นสามัญในอุตสาหกรรมธนาคาร

## การทบทวนวรรณกรรม

### ผลตอบแทนจากการลงทุน (Return of Investment)

ผลตอบแทนจากการลงทุน หมายถึงผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวังจะได้รับจากการลงทุนในกิจการ เช่นหลักทรัพย์สิน หลักทรัพย์หรือตราสารทางการเงิน ผลตอบแทนอาจจะเป็นตัวเงินหรือไม่เป็นตัวเงินผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินอยู่ในรูปของกำไร ดอกเบี้ย รวมถึงเงินปันผล และผลตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงิน เป็นความพึงพอใจของผู้ลงทุนหรือสิทธิประโยชน์อย่างอื่น ส่วนใหญ่ผู้ ลงทุนจะใช้อัตราผลตอบแทนนี้เปรียบเทียบกับความเสี่ยง วัตถุประสงค์หลักของผู้ลงทุน คือต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงที่สุดใน ระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ โดยทั่วไปจะถูกกำหนดมาจากปัจจัยพื้นฐาน 3 ประการ คือ

1. อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยงโดยสมบูรณ์ (Real Risk-Free Rate) หมายถึง ผู้ลงทุนต้องการอัตรา ผลตอบแทนจากการลงทุนทั่วไปภายใต้สภาวะที่มีความแน่นอนในผลตอบแทนโดยปราศจากความเสี่ยง
2. ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยงซึ่งปรับอัตราเงินเพื่อ (Nominal Risk-Free Rate) หมายถึงอัตราผลตอบแทนที่กำหนดในตลาดสำหรับการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยงต่อการล้มเหลวหรือมีระดับความเสี่ยง ที่ต่ำมาก หรือกล่าวได้ว่าปราศจากความเสี่ยงเมื่อเทียบกับการลงทุนในหลักทรัพย์อื่นในตลาด
3. อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุน (Risk Premium) เป็นอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุน เรียกร้องเพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่ต้องแบกรับภาระ

ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ได้แก่ กำไรหรือขาดทุนจากการขายหลักทรัพย์และเงินปันผล เงินปันผลจะมาก หรือน้อยขึ้นอยู่กับกำไรของบริษัท นโยบายการจ่ายปันผล (Reilly and Brown, 2006:6-9) ใช้ราคาปิดของหุ้นสามัญในแต่ละ สัปดาห์ โดยมองในรูปราคาปิดที่เปลี่ยนแปลงไปจากสัปดาห์ก่อน โดยถือว่าราคาดังกล่าวมีการปรับปรุงในเรื่องสิทธิของเงินปันผล และสิทธิในการจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนเรียบร้อยแล้ว

### ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทน (ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2552)

แนวทางในการกำหนดส่วนชดเชยความเสี่ยงที่สำคัญอีกแนวทางหนึ่ง ก็คือการมุ่งเน้นที่จะศึกษาความผันผวนของอัตรา ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ แทนที่จะศึกษาหลักทรัพย์แต่ละตัว หรือปัจจัยพื้นฐานที่กำหนดส่วนชดเชยความเสี่ยง แต่จะ ทำการศึกษาค่าความแปรปรวนร่วมของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ประกอบเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ใน มุมมองของกลุ่มหลักทรัพย์จึงหมายถึงความผันผวนของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่มีอาจกำหนดให้หมดไปด้วยการกระจายความเสี่ยง

### ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ธีระ ลัมประเสริฐ และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2555) ได้ศึกษาวิจัยเรื่องการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความ เสี่ยงของการลงทุนในหลักทรัพย์หมวดพลังงานและสาธารณูปโภคโดยใช้ตัวแบบจำลองการกำหนดราคาลูกข่าย (CAPM) โดยมี วัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในหมวดพลังงานและสาธารณูปโภค โดยใช้แบบจำลอง CAPM โดยใช้ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่อยู่ในหมวดพลังงานและสาธารณูปโภคที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า หลักทรัพย์ PTT, BANPU, IRPC, ESSO และ TOP มีค่าเบต้ามีค่ามากกว่า 1 และเมื่อคำนวณหาอัตรา ผลตอบแทนที่คาดหวังตามแบบจำลอง CAPM พบว่ามีหลักทรัพย์เพียง 1 หลักทรัพย์เท่านั้นที่มีราคาตลาดต่ำกว่าความเป็นจริง (Undervalued) คือ ESSO ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่นักลงทุนสามารถลงทุนได้ นอกนั้นเป็นหลักทรัพย์ที่มีราคาตลาดสูงกว่าความเป็น จริง (Overvalued) ได้แก่ PTT, BANPU, IRPC และ TOP ซึ่งนักลงทุนควรหลีกเลี่ยงที่จะซื้อหรือถือครองหลักทรัพย์

ศศิธร กาญจนประเสริฐ และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2555) ได้ศึกษาวิจัยเรื่องการศึกษเปรียบเทียบความเสี่ยงและ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร โดยใช้แบบจำลอง CAPM โดยมีวัตถุประสงค์ 1. เพื่อ ศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่ได้รับของหลักทรัพย์กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารกับความเสี่ยง และอัตราผลตอบแทนที่ได้รับของตลาด 2. เพื่อศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่ต้องการกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของ

หลักทรัพย์กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร ผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารที่ผู้ลงทุนควรลงทุนซื้อ มี 9 หลักทรัพย์ คือ ADVANCE, INTUCH, DTAC, JAS, THCOM, SAMART, SIM, SAMTEL และ JMART โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Undervalued) ส่วนหลักทรัพย์กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารที่ผู้ลงทุนไม่ควรลงทุนซื้อ มี 1 หลักทรัพย์คือ TRUE โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overvalued)

กิตติยาพร คชอนันต์ และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2555) ได้ศึกษาวิจัยเรื่องการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์โดยใช้ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) โดยมีวัตถุประสงค์ 1. เพื่อศึกษาและเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาด 2. เพื่อศึกษาและเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ผลการศึกษาพบว่า หลักทรัพย์ BBL, KBANK, KTB, SCB, TMB มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าต่ำกว่า 1 แต่มากกว่า 0 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก หลักทรัพย์ดังกล่าวมีความเสี่ยงน้อยกว่าตลาด กล่าวได้ว่าเป็นหลักทรัพย์เชิงรับ ดังนั้นนักลงทุนควรตัดสินใจลงทุนหรือซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้ เพราะหลักทรัพย์ดังกล่าวมีโอกาสจะปรับตัวสูงขึ้น ในขณะที่หลักทรัพย์ BAY มีความเสี่ยงน้อยกว่าตลาด มีอัตราผลตอบแทนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของตลาดในสัดส่วนที่น้อยกว่า นักลงทุนควรตัดสินใจไม่ลงทุนหรือขายหลักทรัพย์นั้น เพราะหลักทรัพย์ดังกล่าวมีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็น

ธนกฤต สังข์รัตน์ (2559). ได้ศึกษาและวิจัยเรื่องผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน จากผลการศึกษาด้วยการพิจารณาค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์กลุ่มกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน พบว่าหลักทรัพย์ทั้ง 5 ในกลุ่มเป็นหลักทรัพย์เชิงรับ นั่นคือมีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าต่ำกว่าตลาด และผลการศึกษาด้วยการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) นั้นพบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานทั้ง 5 หลักทรัพย์ มีหลักทรัพย์จำนวน 4 หลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ได้แก่ BTSGIF, DIF, EGATIF, JASIF และมีเพียง 1 หลักทรัพย์ที่มีราคาสูงกว่าที่ควรจะเป็น ได้แก่ ABPIF ส่วนการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นในกลุ่มหลักทรัพย์กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน เมื่อพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์พบว่ามีความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งผู้ลงทุนสามารถเลือกกระจายการลงทุนได้ในหลักทรัพย์ทั้ง 4 หลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นเพื่อสร้างผลตอบแทนที่ดีต่อการลงทุนของผู้ลงทุน

### อุปกรณ์และวิธีดำเนินการวิจัย

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ เป็นโปรแกรมข้อมูลตลาดหลักทรัพย์และตลาดอนุพันธ์ฉบับออนไลน์ SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายเดือนของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารที่จดทะเบียนและทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนทั้งสิ้น 11 หลักทรัพย์ ได้แก่

1. BAY ธนาคารกรุงอยุธยา จำกัด (มหาชน)
2. BBL ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
3. CIMB ธนาคาร ซีไอเอ็มบี ไทย จำกัด (มหาชน)
4. KBANK ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)
5. KKP ธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน)
6. KTB ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)
7. LHBANK บริษัท แอล เอช ไฟแนนซ์เซียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
8. SCB ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)
9. TCAP บริษัท ทูมธนชาติ จำกัด (มหาชน)
10. TISCO บริษัท ทีเอสไอไฟแนนซ์เซียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
11. TMB ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)

โดยใช้ข้อมูลเป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 36 เดือน เริ่มตั้งแต่ตั้งแต่เดือนมีนาคม พ.ศ.2556 ถึงเดือนมีนาคม พ.ศ.2559 นอกจากนี้ ได้ใช้ข้อมูลดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) มาใช้คำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาด และใช้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 1 ปี เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk-Free Rate) การวิเคราะห์ข้อมูลแบบสถิติเชิงพรรณนาเบื้องต้น ทำการประมวลผลและใช้สูตรในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ โดยมีขั้นตอนในการศึกษาผลตอบแทนของตลาดและหลักทรัพย์ดังต่อไปนี้

1. ห้ออัตราผลตอบแทนรายเดือนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ( $R_m$ )

2. หออัตราผลตอบแทนรายเดือนของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารรายหลักทรัพย์ ( $R_i$ )

3. หออัตราผลตอบแทนรายเดือนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ( $R_f$ )

4. หาค่าสัมประสิทธิ์ค่าเบต้าของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคาร ( $\beta_i$ )

การวิเคราะห์ค่า  $\beta$  ของแต่ละหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร

ค่าเบต้า แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดเปลี่ยนแปลงไป

1 หน่วย โดยแบ่งพิจารณาค่าเบต้าได้ 3 กรณี คือ

4.1 ถ้า  $\beta > 1$  แสดงว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด หรือเรียกว่า Aggressive Stock

4.2 ถ้า  $\beta = 1$  แสดงว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงเท่ากับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด

4.3 ถ้า  $\beta < 1$  แสดงว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด หรือเรียกว่า Defensive Stock

5. การคำนวณหาผลตอบแทนที่ต้องการตามแบบจำลองประเมินราคาหลักทรัพย์ทุน (Capital Assets Pricing Model : CAPM)

การวิเคราะห์ค่า  $\alpha$

สามารถประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ได้โดยพิจารณาจากค่า  $\alpha$  จากการสมการ Regression ดังนี้

ถ้า  $\alpha_i = 0$  แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นให้ผลตอบแทน ณ ระดับดุลยภาพ คือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับเท่ากับอัตราผลตอบแทนตลาด (อยู่บนเส้น SML)

ถ้า  $\alpha_i > 0$  แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นให้ผลตอบแทนสูงกว่าระดับดุลยภาพ คือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับสูงกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (อยู่เหนือเส้น SML) แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ในขณะนั้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Undervalued) ผู้ลงทุนควรตัดสินใจลงทุนโดยการซื้อหลักทรัพย์นั้น

ถ้า  $\alpha_i < 0$  แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นให้ผลตอบแทนต่ำกว่าระดับดุลยภาพ คือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (อยู่ใต้เส้น SML) แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ในขณะนั้นสูงกว่าราคาที่เหมาะสม (Overvalued) ผู้ลงทุนควรตัดสินใจลงทุนโดยการขายหลักทรัพย์นั้น

แบบจำลองการประเมินราคาของหลักทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model : CAPM) มาจากทฤษฎีและแนวคิดของกลุ่มการลงทุนที่เหมาะสมและมีประสิทธิภาพของผู้ลงทุนที่เกี่ยวกับความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละตัวในกลุ่มการลงทุน ถ้าการลงทุนนั้นมีความเสี่ยงสูง ผลตอบแทนก็จะสูงตามไปด้วย การลงทุนจะได้รับการชดเชยเฉพาะความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากความเสียดลาด เนื่องจากเป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถจัดให้หมดหรือหลีกเลี่ยงได้ ดังนั้น การลงทุนที่มีความเสี่ยงควรจะได้รับผลตอบแทนอย่างน้อยเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk Free Rate) บวกด้วยส่วนชดเชยความเสี่ยงซึ่งเป็นสัดส่วนกับอัตราชดเชยความเสี่ยงของตลาด (Market Risk Return) เพื่อให้การพิจารณาตัดสินใจลงทุนมีประสิทธิภาพมากขึ้น จึงนำผลการสำรวจความเห็นจาก (สมาคมนักวิเคราะห์การลงทุน (IAA Consensus) : ออนไลน์) ซึ่งสำรวจความเห็นของนักวิเคราะห์จากโบรกเกอร์ต่างๆ ที่ติดตามข้อมูลรายบริษัทอย่างใกล้ชิด โดยจะนำเสนอในรูปแบบตารางสรุปตัวเลขสำคัญทางการเงินรายบริษัท เช่น กำไรสุทธิ กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราเงินปันผล (DIY) มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (Target Price) คำแนะนำสำหรับการลงทุน มาประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารด้วย

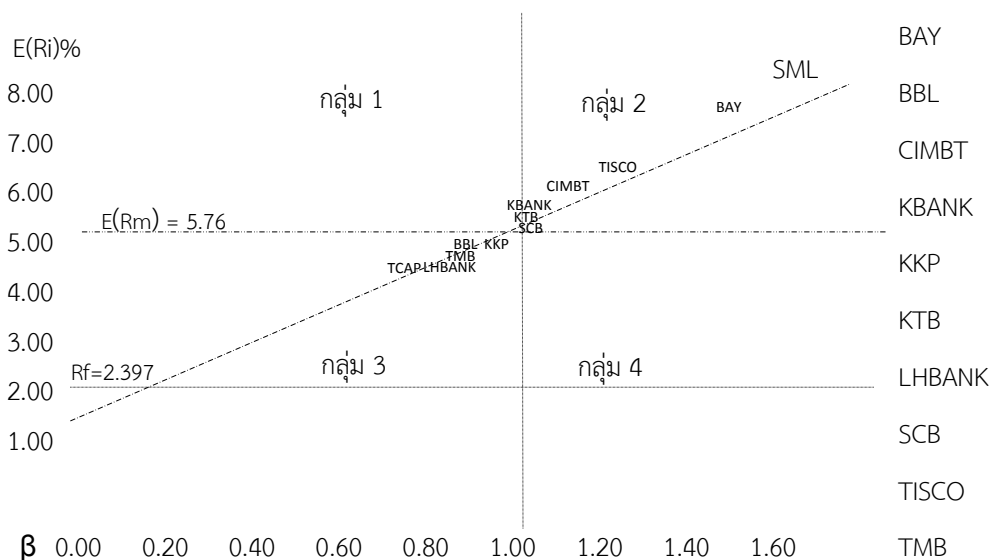
## ผลการวิจัย

1. การวิเคราะห์ผลตอบแทนตามแบบจำลองประเมินราคาหลักทรัพย์ทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร

ตารางที่ 1 แสดงอัตราผลตอบแทนรายปีที่ต้องการของหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร

STOCK	ค่าเบต้า ( $\beta_i$ )	อัตราผลตอบแทนรายปีที่ต้องการของหลักทรัพย์ $E(R_i)$	STOCK	ค่าเบต้า ( $\beta_i$ )	อัตราผลตอบแทนรายปีที่ต้องการของหลักทรัพย์ $E(R_i)$
BAY	1.497	7.431	LHBANK	0.807	5.111
BBL	0.899	5.420	SCB	1.029	5.858
CIMBT	1.103	6.106	TCAP	0.777	5.010
KBANK	1.062	5.968	TISCO	1.277	6.692
KKP	0.976	5.679	TMB	0.892	5.397
KTB	1.035	5.878			

จากตารางที่ 1 แสดงอัตราผลตอบแทนรายปีที่ต้องการของหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร จากการศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สามารถสรุปได้ว่าหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีที่ต้องการจากหลักทรัพย์  $E(R_i)$  น้อยกว่าผลตอบแทนรายปีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Set Index :  $E(R_m)$  พบว่ามีหลักทรัพย์จำนวน 5 หลักทรัพย์ คือหลักทรัพย์ KKP , BBL , TMB , LHBANK และหลักทรัพย์ TCAP โดยหลักทรัพย์ KKP มีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์มากที่สุดเท่ากับ 5.679 ส่วนหลักทรัพย์ TCAP มีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์น้อยที่สุดเท่ากับ 5.010 หลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีที่ต้องการจากหลักทรัพย์  $E(R_i)$  มากกว่าผลตอบแทนรายปีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Set Index :  $E(R_m)$  พบว่ามีหลักทรัพย์จำนวน 6 หลักทรัพย์ คือหลักทรัพย์ BAY , TISCO , CIMBT , KBANK , KTB และหลักทรัพย์ SCB โดยหลักทรัพย์ BAY มีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์มากที่สุดเท่ากับ 7.431 ส่วนหลักทรัพย์ SCB มีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์น้อยที่สุดเท่ากับ 5.858



ภาพที่ 1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) และอัตราผลตอบแทนรายปีที่ต้องการของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคาร  $E(R_i)$

ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่เดือนมีนาคม พ.ศ.2556 ถึง กุมภาพันธ์ พ.ศ.2559

จากภาพที่ 1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) และอัตราผลตอบแทนรายปีที่ต้องการของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคาร E(Ri) ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่เดือนมีนาคม พ.ศ.2556 ถึง กุมภาพันธ์ พ.ศ.2559 พบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มที่ 2 มีค่า สัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) มีค่ามากกว่า 1 ( $\beta > 1$ ) ได้แก่หลักทรัพย์ BAY, TISCO, CIMBT, KBANK, KTB และหลักทรัพย์ SCB หลักทรัพย์ในกลุ่มที่ 3 มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) มีค่าน้อยกว่า 1 ( $\beta < 1$ ) ได้แก่หลักทรัพย์ KKP, BBL, TMB, LHBANK และหลักทรัพย์ TCAP

จากการศึกษาความเสี่ยงของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ สรุปผลดังนี้

**ตารางที่ 2** หลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีที่ต้องการจากหลักทรัพย์ E(Ri) น้อยกว่าผลตอบแทนรายปีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Set Index : E(Rm) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) มีค่าน้อยกว่า 1 ( $\beta < 1$ )

STOCK	ค่าเบต้า ( $\beta_i$ )	อัตราผลตอบแทนของตลาด E(Rm)	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ E(Ri)	STOCK	ค่าเบต้า ( $\beta_i$ )	อัตราผลตอบแทนของตลาด E(Rm)	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ E(Ri)
KKP	0.976	5.760	5.679	LHBANK	0.807	5.760	5.111
BBL	0.899	5.760	5.420	TCAP	0.777	5.760	5.010
TMB	0.892	5.760	5.397				

จากตารางที่ 2 หลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีที่ต้องการจากหลักทรัพย์ E(Ri) น้อยกว่าผลตอบแทนรายปีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Set Index : E(Rm) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) มีค่าน้อยกว่า 1 พบว่ามีหลักทรัพย์จำนวน 5 หลักทรัพย์ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) มีค่าน้อยกว่า 1 คือหลักทรัพย์ KKP , BBL , TMB , LHBANK และหลักทรัพย์ TCAP โดยหลักทรัพย์ KKP มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) มากที่สุด เท่ากับ 0.976 ส่วนหลักทรัพย์ TCAP มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) น้อยที่สุด เท่ากับ 0.777 ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) ของหลักทรัพย์ทุกตัวมีค่าเป็นบวกแสดงว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด และเป็นหลักทรัพย์ประเภท Defensive Stock หรือหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ( $\beta < 1$ )

**ตารางที่ 3** หลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีที่ต้องการจากหลักทรัพย์ E(Ri) มากกว่าผลตอบแทนรายปีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Set Index : E(Rm) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) มีค่ามากกว่า 1 ( $\beta > 1$ )

STOCK	ค่าเบต้า ( $\beta_i$ )	อัตราผลตอบแทนของตลาด E(Rm)	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ E(Ri)	STOCK	ค่าเบต้า ( $\beta_i$ )	อัตราผลตอบแทนของตลาด E(Rm)	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ E(Ri)
BAY	1.497	5.760	7.431	KBANK	1.062	5.760	5.968
TISCO	1.277	5.760	6.692	KTB	1.035	5.760	5.878
CIMBT	1.103	5.760	6.106	SCB	1.029	5.760	5.858

จากตารางที่ 3 หลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีที่ต้องการจากหลักทรัพย์ E(Ri) มากกว่าผลตอบแทนรายปีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Set Index : E(Rm) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) มีค่ามากกว่า 1 พบว่ามีหลักทรัพย์จำนวน 6

หลักทรัพย์ คือหลักทรัพย์ BAY , TISCO , CIMBT , KBANK , KTB และหลักทรัพย์ SCB โดยหลักทรัพย์ BAY มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) มากที่สุด เท่ากับ 1.497 ส่วนหลักทรัพย์ SCB มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) น้อยที่สุด เท่ากับ 1.029 ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) ของหลักทรัพย์ทุกตัวมีค่าเป็นบวกแสดงว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด และเป็นหลักทรัพย์ประเภท Aggressive Stock หรือหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงมากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ( $\beta > 1$ ) จากการศึกษามูลค่าของหลักทรัพย์หุ้นสามัญในอุตสาหกรรมธนาคาร สอดคล้องกับทฤษฎีแบบจำลองประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model : CAPM) คือหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง (ค่า  $\beta$  สูง) จะมีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสูงไปด้วย และในทางตรงข้ามหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ (ค่า  $\beta$  ต่ำ) อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังต่ำเช่นกัน

## 2. การประเมินราคาหุ้นสามัญในอุตสาหกรรมธนาคาร

ตารางที่ 4 หลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารที่ได้รับการพยากรณ์ไว้ใน IAA Consensus Highlight

หลักทรัพย์	อัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์ $E(R_i)$	อัตราผลตอบแทนที่พยากรณ์ไว้ใน IAA Consensus	การประเมิน	ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ )
BAY	7.431	11.429	Undervalued	1.497
BBL	5.420	1.786	Overvalued	0.899
CIMBT	6.106	-	-	-
KBANK	5.968	1.587	Overvalued	1.062
KKP	5.679	-	-	-
KTB	5.878	7.022	Undervalued	1.035
LHBANK	5.111	-	-	-
SCB	5.858	16.234	Undervalued	1.029
TCAP	5.010	15.385	Undervalued	0.777
TISCO	6.692	-	-	-
TMB	5.397	19.626	Undervalued	0.892

หมายเหตุ: อัตราผลตอบแทนที่พยากรณ์ไว้ใน IAA Consensus Highlight

ใช้ข้อมูลการพยากรณ์ ณ วันที่ 15 กันยายน 2559

จากตารางที่ 4 หลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารที่ได้รับการพยากรณ์ไว้ใน IAA Consensus Highlight มีหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร จำนวน 7 หลักทรัพย์ ที่ได้รับการพยากรณ์ไว้ใน IAA Consensus Highlight เมื่อวันที่ 15 กันยายน 2559 ได้แก่ BAY , BBL , KBANK , KTB , SCB , TCAP และ TMB และมีหลักทรัพย์ที่ไม่ได้พยากรณ์ไว้ใน IAA Consensus Highlight จำนวน 4 หลักทรัพย์ ได้แก่ CIMBT , KKP , LHBANK และ TISCO มีจำนวน 2 หลักทรัพย์คือ BBL และ KBANK การประเมินเป็น Overvalued คืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์สูงกว่าที่ควรจะเป็น มีจำนวน 5 หลักทรัพย์คือ BAY , KTB , SCB , TCAP และ TMB การประเมินเป็น Undervalued คืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น และจากการพยากรณ์ไว้ใน IAA Consensus Highlight มีหลักทรัพย์จำนวน 3 หลักทรัพย์คือ BAY , KTB และ SCB หลักทรัพย์ในกลุ่มนี้ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) มีค่ามากกว่า 1 แสดงว่ามีความเสี่ยงสูง อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจะสูง มีหลักทรัพย์จำนวน 2 หลักทรัพย์คือ TCAP และ TMB หลักทรัพย์ในกลุ่มนี้ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) มีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่ามีความเสี่ยงต่ำ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังต่ำไปด้วย



## สรุปและอภิปรายผล

จากการศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ผลตอบแทนตามแบบจำลองประเมินราคาสินทรัพย์ทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร โดยศึกษาหลักทรัพย์เฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งสิ้น 11 ธนาคาร โดยใช้ข้อมูลรายเดือนของตัวแปรต่าง ๆ ตั้งแต่เดือนมีนาคม พ.ศ.2556 ถึงเดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ.2559 โดยใช้ดัชนีราคาปิดของหลักทรัพย์ในการคำนวณผลตอบแทนและความเสี่ยงจากหลักทรัพย์โดยมีอัตราผลตอบแทนตัวเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาล 3 ปี เป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง สามารถอภิปรายผลได้ดังต่อไปนี้

การวิเคราะห์ผลตอบแทนตามแบบจำลองประเมินราคาสินทรัพย์ทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร จากการศึกษ้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ พบว่าหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีที่ต้องการจากหลักทรัพย์ E(Ri) น้อยกว่าผลตอบแทนรายปีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Set Index : E(Rm) พบว่ามีหลักทรัพย์จำนวน 5 หลักทรัพย์ คือหลักทรัพย์ KKP , BBL , TMB , LHBANK และหลักทรัพย์ TCAP ทั้ง 5 หลักทรัพย์นี้มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) น้อยกว่า 1 หลักทรัพย์ทุกตัวมีค่าเป็นบวกแสดงว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด และเป็นหลักทรัพย์ประเภท Defensive Stock หรือหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ( $\beta < 1$ ) หลักทรัพย์ในกลุ่มนี้ที่ได้รับการพยากรณ์ไว้ใน IAA Consensus Highlight มีหลักทรัพย์ BBL , TMB และ TCAP โดยหลักทรัพย์ BBL มีการประเมินเป็น Overvalued คืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์สูงกว่าที่ควรจะเป็น จะเป็นสาเหตุให้นักลงทุนยังไม่ลงทุนในหลักทรัพย์นี้ ส่วนนักลงทุนที่ถือหลักทรัพย์นี้อยู่ต้องขายหลักทรัพย์นี้ไปก่อน ส่วนหลักทรัพย์ TMB และ TCAP มีการประเมินเป็น Undervalued คืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น จะเป็นสาเหตุให้นักลงทุนลงทุนในหลักทรัพย์นี้ ส่วนนักลงทุนที่ถือหลักทรัพย์นี้อยู่จะถือหลักทรัพย์นี้ต่อไป หลักทรัพย์ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) มีค่ามากกว่า 1 พบว่ามีหลักทรัพย์จำนวน 6 หลักทรัพย์ คือหลักทรัพย์ BAY , TISCO , CIMBT , KBANK , KTB และหลักทรัพย์ SCB ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) ของหลักทรัพย์ทุกตัวมีค่าเป็นบวกแสดงว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด และเป็นหลักทรัพย์ประเภท Aggressive Stock หรือหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงมากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ( $\beta > 1$ ) หลักทรัพย์ในกลุ่มนี้ที่ได้รับการพยากรณ์ไว้ใน IAA Consensus Highlight มีหลักทรัพย์ BAY , KBANK , KTB และ SCB โดยหลักทรัพย์ KBANK มีการประเมินเป็น Overvalued คืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์สูงกว่าที่ควรจะเป็น จะเป็นสาเหตุให้นักลงทุนจะไม่ลงทุนในหลักทรัพย์นี้ ส่วนนักลงทุนที่ถือหลักทรัพย์นี้อยู่ต้องขายหลักทรัพย์นี้ไปก่อนสอดคล้องกับการวิจัยของ ศศิธร กาญจนาศรี และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2555) และการวิจัยของ ธีระ ลัมประเสริฐ และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2555) ที่ว่าหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overvalued) ผู้ลงทุนไม่ควรลงทุนซื้อหรือถือครองหลักทรัพย์ ส่วนหลักทรัพย์ BAY, KTB และ SCB มีการประเมินเป็น Undervalued คืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น จะเป็นสาเหตุให้นักลงทุน ลงทุนในหลักทรัพย์นี้ ส่วนนักลงทุนที่ถือหลักทรัพย์นี้อยู่จะถือหลักทรัพย์นี้ต่อไป ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของธนภฤต สังขรัตน์ (2559) ที่ว่าการพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์พบว่ามีความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งผู้ลงทุนสามารถเลือกกระจายการลงทุนได้ในหลักทรัพย์ทั้ง 4 หลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นเพื่อสร้างผลตอบแทนที่ดีต่อการลงทุนของผู้ลงทุนต่อไป และยังคงสอดคล้องกับการวิจัยของ กิตติยาพร คุชอนันต์ และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2555) ที่ว่าค่าสัมประสิทธิ์เบต่าน้อยกว่า 1 แต่มากกว่า 0 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก หลักทรัพย์ดังกล่าวมีความเสี่ยงน้อยกว่าตลาดกล่าวได้ว่า เป็นหลักทรัพย์เชิงรับ ดังนั้นนักลงทุนควรตัดสินใจลงทุนหรือซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้เพราะหลักทรัพย์ดังกล่าวมีโอกาสจะปรับตัวสูงขึ้น นักลงทุนที่ยอมรับความเสี่ยงสูงได้สามารถลงทุนในหลักทรัพย์ BAY, KTB และ SCB หลักทรัพย์ในกลุ่มนี้มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) มากกว่า 1 อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังก็จะสูง ส่วนนักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยงสามารถลงทุนในหลักทรัพย์ TCAP

และ TMB เนื่องจากมีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) น้อยกว่า 1 การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารสอดคล้องตามทฤษฎี CAPM คือหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง (ค่า  $\beta$  สูง) จะให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสูงตามไปด้วย และหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ (ค่า  $\beta$  ต่ำ) ก็ให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังต่ำ

### ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาในครั้งนี้ เป็นเพียงการศึกษาความเสี่ยงที่เป็นระบบ โดยมีสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) เป็นตัวชี้วัดระดับความเสี่ยง ในการตัดสินใจลงทุนเพื่อให้เกิดประสิทธิภาพมากขึ้น นักลงทุนควรพิจารณาข้อมูลข่าวสารที่เป็นข้อมูลทั้งปัจจัยพื้นฐานและปัจจัยทางเทคนิคควบคู่กันไป การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานซึ่งเป็นการวิเคราะห์ภาวะทางเศรษฐกิจ อุตสาหกรรมและการวิเคราะห์บริษัท ข้อดีของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานคือ มีข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงจำนวนมากที่เกิดขึ้นในอดีตมาทำการวิเคราะห์จึงทำให้ดูน่าเชื่อถือ แต่ข้อเสียของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานคือต้องใช้ข้อมูลจำนวนมากค่อนข้างมากในการวิเคราะห์ ส่วนการวิเคราะห์ปัจจัยทางเทคนิคเป็นการนำหลักสถิติมาศึกษาพฤติกรรมของตลาด หรือพฤติกรรมของราคาหุ้นในอดีต เพื่อนำมาใช้คาดการณ์พฤติกรรมราคาหุ้นในอนาคต โดยข้อมูลหลักที่ใช้ในการวิเคราะห์ทางเทคนิคได้แก่ ระดับราคาและปริมาณการซื้อขายหุ้นซึ่งจะช่วยให้ผู้ลงทุนหาจังหวะการลงทุนได้อย่างเหมาะสม การลงทุนในอนาคตอาจเกิดความผันผวนจากประเด็นต่างๆ จะทำให้การหาโอกาสจากการลงทุนในสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนคุ้มค่าอาจทำได้ยากขึ้น ดังนั้นการกระจายการลงทุนและคัดเลือกการลงทุนที่เหมาะสม จะเป็นกุญแจสำคัญในการบริหารพอร์ตการลงทุน

### ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งต่อไป

1. การวิจัยครั้งต่อไปควรศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ ด้วย เพราะการลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง การกระจายการลงทุนจะทำให้การบริหารพอร์ตการลงทุนมีประสิทธิภาพมากขึ้น
2. ควรนำการวิเคราะห์เชิงคุณภาพหรือนำปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์มาประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ควบคู่ไปด้วย เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการตัดสินใจการลงทุน
3. ควรมีการวิเคราะห์ภาวะทางเศรษฐกิจ อุตสาหกรรมและการวิเคราะห์บริษัท การวิเคราะห์แนวโน้มเศรษฐกิจในอนาคต ทิศทางของหลักทรัพย์ที่ศึกษาว่าในอนาคตจะเป็นอย่างไร เพื่อให้ นักลงทุนสามารถตัดสินใจในการลงทุนได้

## เอกสารอ้างอิง

- กิตติยาพร คชอนันต์;และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. (2555). การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์โดยใช้ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM). *วารสารการเงิน การลงทุน การตลาด และการบริหารธุรกิจ*, 2(4), 357-375.
- ชนกฤต สังข์รัตน์. (2559). *ผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน*. ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ธีระ ลัมประเสริฐ และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. (2555). การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในหลักทรัพย์หมวดพลังงานและสาธารณูปโภคโดยใช้ตัวแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (CAPM). *วารสารการเงิน การลงทุน การตลาด และการบริหารธุรกิจ*, 2(4), 247-264.
- ศศิธร กาญจนประเสริฐ และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. (2555). การศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่ม เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร โดยใช้แบบจำลอง CAPM. *วารสารการเงิน การลงทุน การตลาด และการบริหารธุรกิจ*, 2(4), 376-396.
- ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน. (2552). *ทฤษฎีตลาดทุน*. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- \_\_\_\_\_. (2554). *ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์*. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- สมาคมนักวิเคราะห์การลงทุน, (2560, 15 มกราคม). *IAA Consensus ประมวลการโดยนักวิเคราะห์*. สืบค้นเมื่อ 15 มกราคม 2560, จาก <http://portal.settrade.com/C00 Redirect.jsp?txtPage=saa/th/index.html>
- Reilly Frank K. & Brown Keith C. (2006). *Investment Analysis and Portfolio Management*. 8<sup>th</sup> ed. Mason, OH: Thomson/South-Western.

## Translated Thai References

- Investment Analysts Association. (2017, 15 January). *IAA Consensus Highlight*. Retrieved from <http://portal.settrade.com/C00 Redirect.jsp?txtPage=saa/th/index.html> (in Thai).
- Kachanan, Kittiyaphon;& Khongsawatkiat, Kittiphan. (2012). Analysis of yield and return on investment in securities of commercial banks using the valuation theory (CAPM). *Journal of Finance Investment Marketing and Business Administration*, 2(4), 357-375. (in Thai).
- Kanchanaprasoet, Sasithon;& Khongsawatkiat, Kittiphan. (2012). Comparative study of risk and return of securities information and communication technology Using CAPM model. *Journal of Finance Investment Marketing and Business Administration*, 2(4), 376-396. (in Thai).
- Lamprasoet, Thira. & Khongsawatkiat, Kittiphan. (2012). Analysis of return and risk of investment in securities, energy and utilities using the stock price model (CAPM). *Journal of Finance Investment Marketing and Business Administration*, 2(4), 247-264. (in Thai).
- Sangkharat, Thanankrit. (2016). *Fundamental Returns and Risks of Infrastructure Funds*. Master of Science, Bangkok University, Bangkok. (in Thai).
- Thailand Securities Institute (TSI). (2009). *Capital Market Theory*. Bangkok: The Stock Exchange of Thailand. (in Thai).
- \_\_\_\_\_. (2011). *Financial Markets and Securities Investment*. Bangkok: The Stock Exchange of Thailand. (in Thai).