

การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงและประเมิน มูลค่าจากการลงทุนหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์โฮจิมินห์

Risk and Return Analysis, Stock Valuation, and Application of Capital Asset Pricing Model for Real Estate in Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE)

ณัฐนันท์ กิตติศิริสิทธิ์ (Nuttanan Kittisirisit)¹
พลอยไพลิน กิจกสิวัฒน์ (Ploypailin Kijkasiwat)²

บทคัดย่อ

การศึกษานี้ เพื่อวิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนตามแบบจำลอง Capital asset pricing และเพื่อพิสูจน์ข้อเท็จจริงตามแบบจำลอง Capital asset pricing ที่ใช้ในการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลดัชนีราคาปิดตลาดหลักทรัพย์โฮจิมินห์ ราคาปิดหลักทรัพย์ธุรกิจกลุ่มอสังหาริมทรัพย์รายเดือน ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2558 ถึง วันที่ 31 ธันวาคม 2563 หลักทรัพย์ทั้งหมดที่นำมาคำนวณ 33 ตัว และใช้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 5 ปี จากการศึกษาพบว่า มีหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์มากกว่ากับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง จำนวน 22 ตัว แสดงว่าราคาของหลักทรัพย์ดังกล่าวต่ำกว่าที่ควรเป็น ดังนั้น ควรตัดสินใจลงทุน และหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์จำนวน 11 ตัวที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยหลักทรัพย์ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ดังนั้นไม่ควรตัดสินใจลงทุนในสินทรัพย์ดังกล่าว และผลการศึกษาเปรียบเทียบการเติบโตของราคาหลักทรัพย์ ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2563 และราคา ณ วันที่ 30 เมษายน 2565

¹นักศึกษาลัทธิบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต วิทยาลัยบัณฑิตศึกษากิจการ มหาวิทยาลัยขอนแก่น

²อาจารย์ประจำคณะบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น

*Corresponding author Email: Ploypailin@kku.ac.th

พบว่า หลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์มากกว่ากับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง มีราคาหลักทรัพย์ที่เติบโตขึ้นทั้งหมด 18 ตัว จากทั้งหมด 22 ตัว ส่วนหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยหลักทรัพย์ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง มีราคาหลักทรัพย์ที่เติบโตจำนวน 10 ตัว จากทั้งหมด 11 ตัว

คำสำคัญ : อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ความเสี่ยง

Abstract

This study aims to analyze the risk characteristics and return rates of real estate investments on the Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) using the Capital Asset Pricing Model (CAPM). The analysis was conducted based on the closing price data of securities in the real estate group listed on HOSE from December 31, 2015, to December 31, 2020, comprising a total of 33 securities. Additionally, the study incorporated the 5-year government bond yield as a risk-free rate. The findings of the study indicated that there were securities within the real estate group that exhibited an average yield higher than their expected rate of return, suggesting that their prices were undervalued. These securities present potential investment opportunities. Conversely, the study identified 11 real estate securities with an average yield lower than their expected rate of return, indicating that investing in such assets may not be advisable. Furthermore, a comparative analysis of securities' price growth as of December 31, 2020, and April 30, 2022, revealed that out of the 22 securities with an average yield lower than their expected rate of return, 18 experienced price growth. On the other hand, out of 11 securities with an average yield lower than their expected rate of return, 10 also exhibited growth.

Keywords: Average yield of securities, Expected rate of return, Risk

บทนำ

ปัจจุบันการลงทุนในหุ้นได้รับความนิยมจากประชาชนทั่วไปมากขึ้น เนื่องจากในอดีตผู้ที่ซื้อหุ้นต้องมีความรู้และเข้าใจในตลาดในระดับหนึ่ง ยิ่งเป็นการลงทุนไปยังตลาดหุ้นต่างประเทศการดำเนินธุรกรรมซื้อขายยิ่งยากกว่า การซื้อขายหุ้นในตลาดประเทศไทย แต่เมื่อการมาถึงของเทคโนโลยีในยุคสมัยใหม่ ทำให้การดำเนินธุรกรรมสะดวกยิ่งขึ้น และการหาความรู้ในปัจจุบันในการลงทุนซื้อขายหุ้นไม่ใช่เรื่องยากอีกต่อไป การหาโอกาสไปลงทุนยังต่างประเทศจึงถือว่าเป็นเรื่องไม่ไกลตัว โดยประเทศที่น่าสนใจในแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ในขณะนี้คงหนีไม่พ้นประเทศเวียดนาม ซึ่งในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา GDP ของประเทศเวียดนามเติบโตขึ้นเฉลี่ยปีละ 5-7% มีการลงทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์เวียดนาม มีอัตราการเติบโตที่สูง โดยตลาดหลักทรัพย์เวียดนาม หรือ Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) ตั้งแต่ออกตั้งขึ้นใน พ.ศ. 2543 ณ วันเริ่มต้นเปิดตลาดหลักทรัพย์จนถึงปัจจุบัน มีอัตราการเติบโตเท่ากับ 1,142.10% คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี เท่ากับ 54.39% ระดับการเติบโตดังกล่าวถือว่ามีพัฒนาการที่ดี และมีความน่าสนใจในการลงทุน

นอกจากนี้ยังมีภาคธุรกิจหนึ่งที่กำลังเติบโตอย่างร้อนแรง คือ ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากอสังหาริมทรัพย์ คือรากฐานในการดำเนินธุรกิจต่างๆ ถือเป็นธุรกิจที่สำคัญมากต่อระบบเศรษฐกิจและการขับเคลื่อนภาคธุรกิจ แต่หากจะให้นักลงทุนทั่วไปซื้อที่ดินโดยตรงยังถือว่าเป็นเรื่องยาก จากข้อจำกัดต่างๆ ดังนั้นการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จึงเป็นทางเลือกหนึ่งที่สะดวก นอกจากเรื่องความสะดวกในการลงทุน สิ่งสำคัญอีกอย่างของการลงทุน คือการประเมินอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้น โดยแบบจำลองที่สามารถหาผลตอบแทนและความเสี่ยงนั้น คือ แบบจำลองกำหนดราคาหลักทรัพย์ Capital Asset Pricing Model (CAPM) เป็นการคำนวณราคาสินทรัพย์บนเส้นตลาดหลักทรัพย์ Security Market Line (SML) ซึ่งจะอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวังจะได้รับกับความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) เพื่อนำเสนอข้อมูลให้ผู้ลงทุนใช้เป็นเครื่องมือในการตัดสินใจเข้าลงในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ (อารมณวิวัฒน์, 2553)

หากความน่าสนใจในการไปลงทุนในธุรกิจที่กำลังเติบโต และอยู่ในประเทศที่กำลังถูกจับตามองในเรื่องของการลงทุน การประเมินผลตอบแทนและความเสี่ยงก่อนตัดสินใจลงทุนก็ถือว่าเป็นแนวทางที่รอบคอบ และจะสามารถสร้างผลกำไรได้ในอนาคต

วัตถุประสงค์ในการศึกษา

เพื่อวิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนการลงทุนในหุ้นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) ประเทศเวียดนาม โดยใช้รูปแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) เพื่อให้นักลงทุนไทยใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์เวียดนาม

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

1. ทฤษฎีความเสี่ยง

Brigham & Houston. (2009) ให้ความหมายว่า ความเสี่ยง หมายถึง โอกาสที่จะเกิดเหตุการณ์ที่ไม่เอื้ออำนวย เช่น หากคุณต้องการที่จะกระโดดร่ม คุณก็กำลังนำชีวิตคุณไปเสี่ยง หรือหากคุณดื่มพันม้า คุณก็กำลังนำเงินของคุณไปเสี่ยงดื่มพัน

ดังนั้นไม่ว่าจะลงทุนในนามส่วนบุคคลหรือการลงทุนของบริษัทลงทุนกองทุนในทุกวันนี้ ก็ต้องมีคาดหวังว่าจะได้รับเงินเพิ่มเติมในอนาคต การลงทุนพันธบัตรให้ผลตอบแทนค่อนข้างต่ำ แต่มีความเสี่ยงค่อนข้างน้อย หุ้นมีโอกาสได้รับผลตอบแทนสูงกว่า แต่หุ้นมักมีความเสี่ยงมากกว่าพันธบัตร หากคุณลงทุนในหุ้นเก่งๆ (หรือจริงๆ แล้วหุ้นใดๆ ก็ตาม) คุณกำลังเสี่ยงอย่างมากโดยหวังว่าจะได้รับผลตอบแทนที่เพิ่มมากขึ้น

ความเสี่ยงในการลงทุนนั้นย่อมมาคู่กับผลตอบแทนอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ และการกำจัดความเสี่ยงนั้นเป็นเรื่องที่เป็นไปไม่ได้ แต่หากสามารถลดความเสี่ยงลงได้โดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์น้อย ซึ่งเมื่อเรากระจายการลงทุน เช่น หุ้น จะเรียกกลุ่มหุ้นที่ลงทุนว่า portfolio และความเสี่ยงใน portfolio

สามารถแบ่งได้เป็น 2 ส่วน คือ Diversifiable risk และ Market risk โดยสามารถอธิบายได้ดังนี้

1) Diversifiable risk คือ ความเสี่ยงที่ถูกกำจัดได้ด้วยการลงทุนแบบกระจายความเสี่ยงไปยังหุ้นหลายหุ้น โดยความเสี่ยงประเภทนี้อาจเกิดจากคดีความ การนัดหยุดงาน โป้รแกรมการตลาด การวิจัยและพัฒนาที่ประสบความสำเร็จและไม่ประสบความสำเร็จ และกิจกรรมอื่นๆ ซึ่งสามารถขจัดความเสี่ยงเหล่านี้ได้หากมีการลงทุนไปยังหุ้นหลายตัว

2) Market risk คือ ความเสี่ยงที่ยังคงอยู่ไม่สามารถขจัดได้ แม้จะถือหุ้นทุกตัวก็ตาม ซึ่งอาจเกิดจากเหตุการณ์ที่ไม่สามารถควบคุมได้ เช่น สงคราม เงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยสูง และปัจจัยมหภาคอื่นๆ ที่ไม่สามารถควบคุมและขจัดได้ด้วยการลงทุนในหุ้นหลายตัว ดังภาพที่ 1

2. อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง

สุภาว จุลนาพันธ์ (2552) อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุน โดยอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงจะมีความเป็นไปได้หลายทาง แต่ก็สามารถนำทฤษฎีความน่าจะเป็นมาประยุกต์ใช้ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสามารถคำนวณได้จากสมการ ดังนี้

$$E(R) = \sum (P_i)(R_i)$$

ให้ $E(R)$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง

P_i คือ ค่าความน่าจะเป็นของอัตราผลตอบแทน

R_i คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้น

ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง มีดังนี้

1) อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงหรืออัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk free rate) คือ อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนสมมุติเหตุการณ์ว่าไม่มีความเสี่ยงใดๆ ผู้ลงทุนจะรู้ผลตอบแทน และระยะเวลาที่แน่นอน

2) อัตราผลตอบแทนเป็นตัวเงินของอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง ระดับของอัตราผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินของอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับดอกเบี้ย หรือเงินต้นคืนจากปัจจัยที่เปลี่ยนแปลงไปตลอดเวลา

3) อัตราผลตอบแทนที่ชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุน (Risk premium) คือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนเรียกร้องเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่รับภาระเพิ่มจากอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง ผลตอบแทนจึงมีมากขึ้นเพื่อชดเชยในเรื่องของความเสียหาย

3. ทฤษฎี Capital Asset Model: CAPM

แบบจำลอง CAPM เกิดจากแนวคิดที่ว่าด้วยเรื่องของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนหนึ่ง ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงในการลงทุน โดยหลักการของทฤษฎีดังกล่าวจะพิจารณานักลงทุนจะได้รับการชดเชยเฉพาะความเสี่ยงที่เป็นระบบ เนื่องจากนักลงทุนไม่อาจหลบเลี่ยงความเสี่ยงที่เป็นระบบได้ด้วยวิธีการใดๆ ดังนั้นการลงทุนควรได้รับผลตอบแทนอย่างน้อยที่สุด คือ เท่ากับผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสียหาย บวกด้วยส่วนชดเชยความเสี่ยงซึ่งเป็นสัดส่วนกับอัตราชดเชยความเสี่ยงของตลาด โดยสัดส่วนดังกล่าวจะแสดงเป็นค่าสัมประสิทธิ์ที่เรียกว่าค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (β) และด้วยทฤษฎีของแบบจำลองจะอธิบายไว้ว่าเมื่อมีการกระจายความเสี่ยงจนทั่วแล้วก็จะยังคงเหลือความเสี่ยงที่เป็นระบบ ดังนั้น CAPM จึงเป็นแบบจำลองกำหนดราคาโดยวิเคราะห์ผ่านอัตราผลตอบแทนที่เหมาะสมกับสภาพความเสี่ยง หรือค่าสัมประสิทธิ์เบต้า

ข้อสมมุติของแบบจำลองกำหนดราคาหลักทรัพย์ Capital Asset Model

1) ผู้ลงทุนจะพิจารณากลุ่มหลักทรัพย์โดยดูอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนในหนึ่งช่วงเวลา โดยผู้ลงทุนทุกคนมีช่วงเวลาลงทุนที่ตรงกัน และมีความคาดหวังเหมือนกัน

2) ผู้ที่ลงทุนทุกคนมีเหตุผลไม่ชอบความเสี่ยง ซึ่งหมายความว่า ณ ระดับส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานหนึ่ง ผู้ลงทุนจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีอัตรา

ผลตอบแทนที่คาดหวังสูงสุด หรือ ณ ระดับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังระดับหนึ่ง ผู้ลงทุนจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานต่ำที่สุด

3) ผู้ลงทุนสามารถแบ่งการลงทุนในสินทรัพย์แต่ละชนิดได้ไม่มีวันสิ้นสุด

4) ผู้ลงทุนสามารถให้กู้ยืมได้โดยปราศจากความเสี่ยง และผู้ลงทุนสามารถกู้ยืมเงินได้โดยปราศจากความเสี่ยงโดยมีอัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยงในอัตราที่เท่ากันไม่ว่าจะเป็นการให้กู้ยืมหรือกู้ยืม โดยอัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยงของนักลงทุนทุกคนมีอัตราเท่ากัน

5) ไม่มีการเปลี่ยนระดับเงินเพื่อและอัตราดอกเบี้ย

6) ไม่มีการพิจารณาภาษีและค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหลักทรัพย์

7) ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดสมบูรณ์ ไม่มีอุปสรรคในการซื้อขายหลักทรัพย์

4. การประเมินมูลค่าสามัญโดยใช้ CAPM

อาร์มณัฐ รวีอินทร์ (2553) การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงเพื่อกำหนดราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์นั้นๆ นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลจากการวิเคราะห์ผ่านสมการเหล่านี้เพื่อหาคำตอบว่าหลักทรัพย์ที่จะลงทุนมีราคาตลาดที่สูงเกินไป หรือราคาตลาดต่ำเกินไป เมื่อนำราคาดังกล่าวมาเปรียบเทียบกับราคาที่เหมาะสม สมการที่พิจารณาค่าความแปรปรวนร่วมของหลักทรัพย์หนึ่งกับกลุ่มหลักทรัพย์ของตลาด เพื่อกำหนดอัตราผลตอบแทนที่ควรได้รับจากการลงทุนคุ้มค่ากับความเสี่ยงที่นักลงทุนจะต้องแบกรับหรือไม่ สมการสามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ดังกล่าวเรียกว่าตัวแบบกำหนดราคาหลักทรัพย์ เมื่อนักลงทุนใช้ความเสี่ยงหรือความแปรปรวนร่วมระหว่างหลักทรัพย์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เพื่อวิเคราะห์หาอัตราผลตอบแทนที่ควรจะได้รับจากการลงทุน จึงสามารถเขียนแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการกับความเสี่ยงที่ใช้วิธีวัดค่าความแปรปรวน โดยเส้นที่แสดงความสัมพันธ์นี้เรียกว่า Security market line (SML) โดยจะแสดงดังภาพที่ 2

คำอธิบายตัวแปร ดังนี้

$E(R_i)$	คือ	อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง
σ	คือ	ความเสี่ยงที่คำนวณได้จากความแปรปรวนระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ กับตลาดหลักทรัพย์
R_f	คือ	อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง
R_m	คือ	อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

ดังนั้น สมการของเส้น Security market line คือ

$$E(R_i) = R_f + (E(R)_m - R_f)\beta_i$$

สมการดังกล่าวเป็นสมการที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ | กับค่าความเสี่ยงที่เกิดขึ้นมาอย่างเป็นระบบ จึงกล่าวได้ว่าค่าเบต้า คือ ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบเบต้ามีค่าระหว่าง 0 ถึง 1.00 หมายความว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ได้ลงทุนไปมีค่าน้อยกว่าผลตอบแทนของตลาด แต่ถ้าหลักทรัพย์นั้นมีค่ามากกว่า 1.00 ขึ้นไป แสดงว่าหลักทรัพย์ที่ลงทุนนั้นมีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ส่วนเครื่องหมาย +,- ในค่าเบตานั้นจะแสดงทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เครื่องหมาย + แสดงว่าไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ส่วนเครื่องหมาย - แสดงว่าอัตราผลตอบแทนไปในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนของตลาด

การคำนวณหาค่าเบต้าโดยใช้ Characteristic Line อาจใช้ข้อมูลส่วนชดเชยความเสี่ยงได้นั้นคือ จากสมการ SML หรือ CAPM โดยนำอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงมาลบออกทั้งสองข้าง จะทำให้เส้น Characteristic Line อยู่ในรูปของส่วนชดเชยความเสี่ยง

$$E(R_i) - R_f = (E(R)_m - R_f)\beta_i$$

สมการ SML หรือ CAPM มีความสำคัญในการประเมินราคาหลักทรัพย์ในส่วนของคุณภาพ โดยแต่ละหลักทรัพย์จะแสดงผลตอบแทน ณ เส้น SML หมายความว่าอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่

คาดทว่าจะได้รับ แต่หากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังว่าจะได้รับไม่เท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ คือ อัตราผลตอบแทนไม่ได้อยู่บนเส้น SML จะมีการปรับตัวเข้าสู่เส้น SML หรือการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เข้าสู่จุดดุลยภาพตามภาพที่ 3

5. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

กุลภาค กิตติรามาริปี (2556) ได้ศึกษากิจการศึกษาระียบเทียบความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หมวดดองสังหาริมทรัพย์ โดยใช้แบบจำลอง CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM) โดยมีวัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่ได้รับของหลักทรัพย์หมวดดองสังหาริมทรัพย์กับความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่ได้รับของตลาด
2. เพื่อศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่ต้องการกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์หมวดดองสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งมีหลักทรัพย์ในการศึกษา คือ หลักทรัพย์หมวดดองสังหาริมทรัพย์จำนวน 6 หลักทรัพย์ ได้แก่ A, AMATA, AP, BLAND, BROCK และ LPN ทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลทศวรรษเป็นรายวัน ตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2554 ถึงวันที่ 28 ธันวาคม 2555 รวมเป็นระยะเวลา 489 วันทำการ เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ การวิเคราะห์จากทฤษฎี CAPM (Capital Asset Pricing Model) ผลการศึกษาพบว่า หลักทรัพย์หมวดดองสังหาริมทรัพย์ที่ผู้ลงทุนควรที่จะลงทุนซื้อ มี 5 หลักทรัพย์ คือ A, AP, BLAND, BROCK และ LPN โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น Undervalued ส่วนหลักทรัพย์ที่ควรที่จะขาย มี 1 หลักทรัพย์ คือ AMATA โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็น Overvalued

วิธีดำเนินการศึกษา

1. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ในการศึกษาอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงและประเมินมูลค่าจากการลงทุนหลักทรัพย์กลุ่มดองสังหาริมทรัพย์ครั้งนี้ ได้ใช้ข้อมูลดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย

และราคาปิดรายเดือนของหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์
Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) จำนวน 33 บริษัท จากทั้งหมด 47 บริษัท
(โดยเหตุผลที่ไม่ได้นำหลักทรัพย์ทั้งหมดมาวิเคราะห์ เนื่องจาก หลักทรัพย์บางตัว
ไม่มีข้อมูลอยู่ในขอบเขตเวลาการศึกษา) ดังตารางที่ 1

2. ขอบเขตข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data)
โดยมีการรวบรวมจากดัชนีราคาปิดรายเดือนของตลาดหลักทรัพย์โฮจิมินห์
ราคาปิดรายเดือนหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนพันธบัตร
รัฐบาลไทย (อายุ 5 ปี) ระยะเวลาการเก็บข้อมูลตั้งแต่ 31 ธันวาคม 2558 ถึงวันที่ 31
ธันวาคม 2563 รวม 61 เดือน และราคาปิดรายเดือนหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์
ณ 30 เมษายน 2565

3. ขั้นตอนการศึกษา

ขั้นตอนที่ 1 นำข้อมูลดัชนีราคาปิดรายเดือนของตลาดหลักทรัพย์
โฮจิมินห์ มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนรายเดือน

ขั้นตอนที่ 2 นำอัตราผลตอบแทนรายเดือนของตลาดหลักทรัพย์
โฮจิมินห์ จากการคำนวณใน**ขั้นตอนที่ 1** มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย

ขั้นตอนที่ 3 ราคาปิดรายเดือนหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์
ในตลาดหลักทรัพย์โฮจิมินห์ มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนรายเดือนของหลักทรัพย์
กลุ่มอสังหาริมทรัพย์

ขั้นตอนที่ 4 นำอัตราผลตอบแทนรายเดือนของหลักทรัพย์กลุ่ม
อสังหาริมทรัพย์ จากการคำนวณใน**ขั้นตอนที่ 3** มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทน
เฉลี่ย

ขั้นตอนที่ 5 คำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์ของแต่ละหลักทรัพย์ โดยการ
หาค่าความชัน (Slope) ของเส้นวิเคราะห์การถดถอยระหว่างอัตราผลตอบแทนและ
ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ ซึ่งค่าเบต้า คือ ค่าความชันของสมการถดถอยที่ได้ ซึ่งแสดง
ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนของหลักทรัพย์ และอัตราผล
ตอบแทนของตลาด โดยค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของแต่ละหลักทรัพย์ แสดงถึงความเสี่ยง

ที่เป็นระบบซึ่งจะบอกให้ทราบถึงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาด

หากค่าเบต้า > 1 แสดงว่าเป็นหลักทรัพย์เชิงรุก หมายถึง ราคาของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับตลาด และเปลี่ยนแปลงในอัตราที่มากกว่าตลาด หากราคาของตลาดเปลี่ยนแปลงไป 1% ราคาของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงมากกว่า 1%

หากค่าเบต้า $= 1$ แสดงว่าเป็นหลักทรัพย์ของตลาด ราคาของหลักทรัพย์ดังกล่าวจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับตลาด และมีการเปลี่ยนแปลงเท่ากันกับตลาด หากอัตราผลตอบแทนตลาดเปลี่ยนแปลงไป 1% ราคาหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงเท่ากับ 1% เช่นกัน

ถ้าเบต้า $= 0$ ตัวแปรทั้งสองไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน ราคาหลักทรัพย์ไม่คำนึงถึงการเคลื่อนไหวของตลาด ถ้าเบต้า < 1 แสดงว่าเป็นหลักทรัพย์เชิงรับ ราคาของหลักทรัพย์ดังกล่าวเปลี่ยนแปลงไปยังทิศทางตรงกันข้ามกับตลาด หากตลาดเปลี่ยนแปลงไป 1% หลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงน้อยกว่า 2%

นอกจากค่าเบต้า เครื่องหมาย $+$ และ $-$ ของค่าเบต้ายังสามารถบอกทิศทางที่เปลี่ยนได้ โดยเครื่องหมาย $+$ หมายถึงการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับตลาด และหากเป็นเครื่องหมาย $-$ หมายถึงการเปลี่ยนแปลงตรงกันข้ามกับตลาด

ขั้นตอนที่ 6 คำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ต้องการแต่ละหลักทรัพย์ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ ตามแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์

ขั้นตอนที่ 7 นำค่าสัมประสิทธิ์เบต้าที่คำนวณและอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์ตามแบบจำลองกำหนดราคาหลักทรัพย์ มาแสดงความสัมพันธ์ด้วยเส้นตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเส้นตลาดหลักทรัพย์นั้น คือ เส้นที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์ และความเสี่ยงที่เป็นระบบ จากนั้นนำอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของนักลงทุนมาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเฉลี่ย โดยมีหลักเกณฑ์มาพิจารณาดังนี้

1) ถ้าอัตราผลตอบแทนจริงอยู่เหนือเส้น SML แสดงว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยมากกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของนักลงทุน แสดงให้เห็นว่าผู้ลงทุนควรตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์นี้ เนื่องจากราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Undervalue)

2) ถ้าอัตราผลตอบแทนจริงอยู่ต่ำกว่าเส้น SML แสดงว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของนักลงทุน แสดงให้เห็นว่าไม่ควรตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์นี้ เนื่องจากราคาสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overvalue)

ขั้นตอนที่ 8 นำผลลัพธ์ที่ได้มาเปรียบเทียบกับราคา ณ วันที่ 30 เมษายน 2565 เพื่อเปรียบเทียบว่าหลักทรัพย์ที่มีค่า Undervalue และ Overvalue มีราคาที่เป็นเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร เป็นไปตามสมมุติฐานของแบบจำลองหรือไม่

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

1. ผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทน

โดยการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่าค่า R_f หรือ หลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงโดยใช้ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 5 ปี จะมีอัตราผลตอบแทนอยู่ที่ร้อยละ 2.21 ต่อปี ส่วน R_m คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์เวียดนามโดยใช้ผลของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 1.13 ต่อเดือน และอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์จำนวน 33 บริษัท จะพบว่าหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด 5 อันดับแรก คือ CCL, PDR, PTL, LHG และ SZL โดยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนเท่ากับ 3.96%, 3.70%, 3.21%, 2.85%, 2.73% ต่อเดือน ตามลำดับ หากคิดเป็นอัตราผลตอบแทนรายปี อันดับที่ 1 CCL มีอัตราผลตอบแทน 47.53% ต่อปี อันดับที่ 2 PDR มีอัตราผลตอบแทน 44.36% ต่อปี อันดับที่ 3 PTL มีอัตราผลตอบแทน 38.47% ต่อปี อันดับที่ 4 LHG มีอัตราผลตอบแทน 34.14% ต่อปี และอันดับที่ 5 SZL มีอัตราผลตอบแทน 32.77% ต่อปี ส่วนหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุด 5 อันดับ คือ VPH, FLC, TEG, HQC และ CLG โดยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนเท่ากับ 0.50%, 0.13%, -0.56%, -1.07%, -1.27% ต่อเดือน ตามลำดับ หากคิดเป็นอัตราผล

ตอบแทนรายปี อันดับที่ 1 CLG มีอัตราผลตอบแทน -15.27% ต่อปี อันดับที่ 2 HQC มีอัตราผลตอบแทน -12.89% ต่อปี อันดับที่ 3 TEG มีอัตราผลตอบแทน -6.74% ต่อปี อันดับที่ 4 FLC มีอัตราผลตอบแทน 1.58% ต่อปี และอันดับที่ 5 VPH มีอัตราผลตอบแทน 6.00% ต่อปี ดังตารางที่ 2

2. ผลการวิเคราะห์ความเสี่ยง

ค่าเบต้ายังบ่งบอกถึงความเสี่ยง β มีหลักทรัพย์ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า เป็นบวกและมากกว่า 1 จำนวน 12 ตัว มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าน้อยกว่า 1 แต่ไม่เกิน 0 จำนวน 19 ตัว และมีหลักทรัพย์ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าเป็นลบจำนวน 2 ตัว ซึ่งหากนักลงทุนต้องการเลือกจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยไปในทิศทางเดียวกันของตลาด นักลงทุนจะต้องเลือกลงทุนให้หลักทรัพย์ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้ามักกว่า 1 จำนวน 12 ตัว ซึ่งประกอบไปด้วย DRH, CCL, DXG, SCR, TDH, LDG, ASM, HAR, LHG, DTA, NVT และ TEG ส่วนหลักทรัพย์ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าที่น้อยกว่า 1 แต่ไม่เกิน 0 มีจำนวน 19 ตัว ประกอบไปด้วย FLC, KBC, TDC, SJS, KDH, NLG, VIC, HDC, SZL, QCG, PDR, VPH, NTL, FDC, ITC, HQC, NBB, PTL และ CIG ส่วนหลักทรัพย์ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าที่น้อยกว่า 0 ซึ่งมีจำนวน 2 ตัว ประกอบด้วย CLG และ TIX ดังตารางที่ 3

3. ผลการประเมินหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ตามแบบจำลองการกำหนดราคา

การประเมินหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์โดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง จะพบว่า มีหลักทรัพย์จำนวน 22 ตัวที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยหลักทรัพย์สูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ประกอบด้วย CCL, CIG, DTA, DXG, FDC, HAR, HDC, ITC, KDH, LHG, NBB, NLG, NTL, NVT, PDR, PTL, QCG, SJS, SZL, TDH, TIX และ VIC แสดงว่าราคาของหลักทรัพย์ดังกล่าวต่ำกว่าที่ควรเป็น แสดงให้เห็นว่าตามนิยามแบบจำลองผู้ลงทุนควรตัดสินใจที่จะลงทุนสินทรัพย์เหล่านี้ และหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์จำนวน 11 ตัว ที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยหลักทรัพย์ต่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ประกอบด้วย ASM, CLG, DRH, FLC, HQC, KBC, LDG,

SCR, TDH, TEG และ VPH แสดงว่าหลักทรัพย์ทั้ง 11 ตัว ตามนิยามแบบจำลอง นักลงทุนไม่ควรตัดสินใจลงทุนในสินทรัพย์ดังกล่าว ดังตารางที่ 4

4. ผลการเปรียบเทียบการเติบโตของหลักทรัพย์โดยเปรียบเทียบราคา ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2563 และ ราคา ณ วันที่ 30 เมษายน 2565

การเปรียบเทียบราคาหลักทรัพย์ ณ วันที่ได้ดำเนินการคำนวณตามแบบจำลอง และราคาปัจจุบัน เป็นการอธิบายให้เห็นว่าแบบจำลองที่ใช้ในการประเมินมีความแม่นยำมากน้อยเพียงใด พบว่าหลักทรัพย์ที่ Undervalue มีราคาหลักทรัพย์ที่เติบโตขึ้นทั้งหมด 18 ตัว คือ CCL, CIG, DTA, DXG, FDC, HAR, HDC, KDH, LHG, NLG, NTL, NVT, PDR, PTL, QCG, SJS, SZL และ TIX หลักทรัพย์ที่ Undervalue แต่ราคาหลักทรัพย์ลดลงมี 4 ตัว คือ ITC, NBB, TDC และ VIC ส่วนหลักทรัพย์ที่ Overvalue ที่มีราคาหลักทรัพย์ที่เติบโตจำนวน 10 ตัว คือ ASM, CLG, DRH, FLC, HQC, KBC, LDG, SCR, TEG, และ VPH ส่วนหลักทรัพย์ที่ Overvalue ที่ราคาลดลงมี 1 ตัว คือ TDH ซึ่งจาก ดังตารางที่ 5

สรุปผลการศึกษาและอภิปราย

จากผลการศึกษาอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงและประเมินมูลค่าจากการลงทุนหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ไฮจีมินน์ด้วยแบบจำลอง CAPM พบว่า หลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์มากกว่ากับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจำนวน 22 ตัว แสดงว่าราคาของหลักทรัพย์ดังกล่าวต่ำกว่าที่ควรเป็น ตามนิยามผู้ลงทุนควรตัดสินใจที่จะลงทุน และหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์จำนวน 11 ตัว ที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยหลักทรัพย์ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ตามนิยามนักลงทุนไม่ควรตัดสินใจลงทุนในสินทรัพย์ดังกล่าว จากทฤษฎีความเสี่ยงตามที่ Brigham & Houston. (2009) ได้กล่าวไว้ว่า Market risk นั้นไม่สามารถขจัดได้แม้จะมีการลงทุนในหุ้นทุกตัวก็ตาม ดังนั้นหลักทรัพย์ทุกตัวแม้จะเป็นหลักทรัพย์ที่ Undervalue ก็ยังคงมีความเสี่ยงในการลงทุน และผลตอบแทนจากการลงทุนตามทีสุภาว จุลนาพันธ์ (2552) ได้กล่าวถึงอัตราผลตอบแทนที่ชดเชยความเสี่ยงจะพบว่า ยิ่งหลักทรัพย์ตัวใด

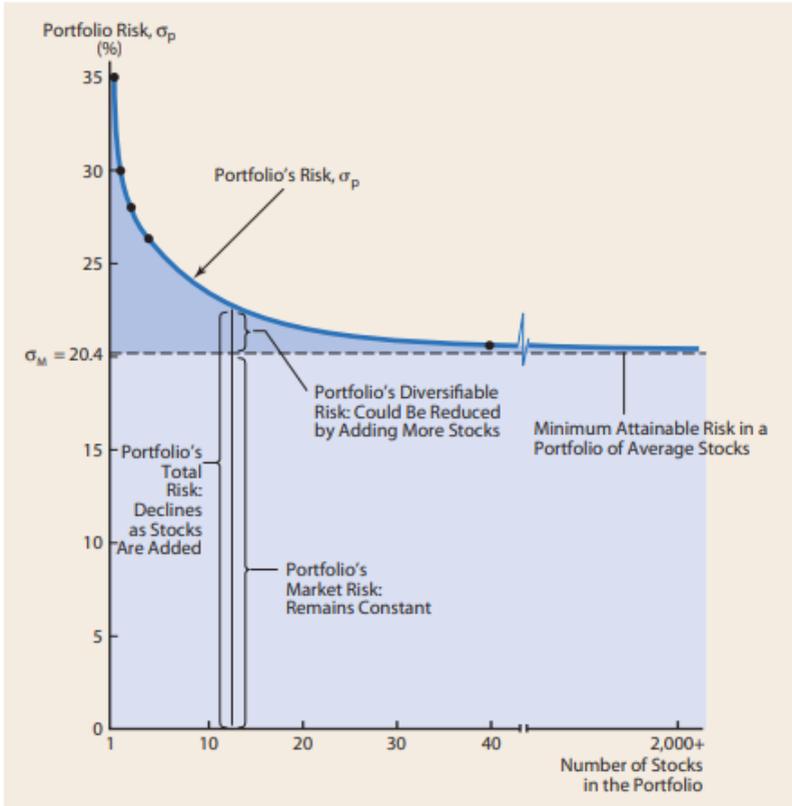
มีส่วนชดเชยความเสี่ยงที่สูง หลักทรัพย์ตัวนั้นก็จะมีความเสี่ยงที่สูงตามไปด้วย และการประเมินค่าด้วยแบบจำลอง CAPM ทำให้เราสามารถรับรู้ถึงข้อมูลความเสี่ยงที่เป็นระบบและส่วนชดเชยความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี และเมื่อเปรียบเทียบกับงานวิจัยที่เกี่ยวข้องของกุลภาค กิตติธามาริปี (2556) จะพบว่ามีความคล้ายคลึงกันในวิธีพิสูจน์และการตีความผลจากการวิเคราะห์ ซึ่งจากงานวิจัยมีหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ 5 ตัวที่ Undervalue ทางผู้ทำการวิจัยแนะนำให้เข้าลงทุนส่วนอีก 1 ตัวที่ Overvalue ผู้วิจัยไม่แนะนำให้เข้าลงทุน จากงานวิจัยครั้งนี้การได้ใช้วิธีตีความและพิสูจน์ซึ่งได้ผลลัพธ์เช่นเดียวกัน และจากผลการเปรียบเทียบการเติบโตของหลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบราคา ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2563 และ ราคา ณ วันที่ 30 เมษายน 2565 พบว่า หลักทรัพย์ที่ Undervalue มีราคาหลักทรัพย์ที่เติบโตขึ้นทั้งหมด 18 ตัว หลักทรัพย์ที่ Undervalue แต่ราคาหลักทรัพย์ลดลงมี 4 ตัว ส่วนหลักทรัพย์ที่ Overvalue ที่มีราคาหลักทรัพย์ที่เติบโตจำนวน 10 ตัว ส่วนหลักทรัพย์ที่ Overvalue ที่ราคาลดลงมี 1 ตัว ซึ่งจากผลการเปรียบเทียบดังกล่าวสามารถอธิบายได้ว่า ในระยะเวลาดังกล่าวถือว่าหลักทรัพย์ Overvalue มีความสามารถในการสร้างผลตอบแทนที่ดีกว่าหลักทรัพย์ Undervalue แต่อย่างไรก็ดีภาวะของตลาดหลักทรัพย์ โยจิมินห์มีอัตราการเติบโตเท่ากับ 23.82% ภายในระยะเวลา 1 ปี 4 เดือน การเติบโตของตลาดในระดับดังกล่าวจึงถือว่าสูง และโดยปกติแล้วหลักทรัพย์ Overvalue นั้น จะมีทิศทางเดียวกันกับตลาดและเติบโตมากกว่าตลาด จึงทำให้หลักทรัพย์กลุ่มดังกล่าวมีการเติบโตที่สูงตามภาวะตลาด ต่างจากหลักทรัพย์ Undervalue

เอกสารอ้างอิง

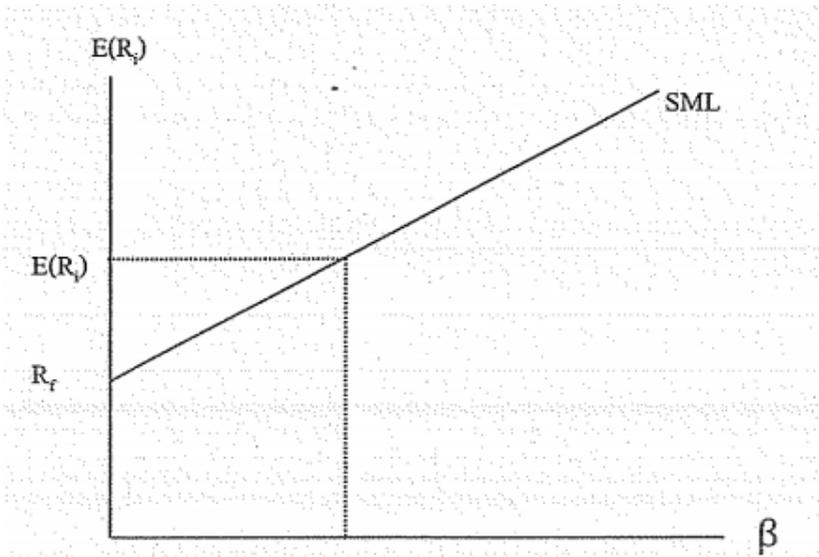
- กุลภาค กิตติธามาริปี. (2556). การศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หมวดอสังหาริมทรัพย์ โดยใช้แบบจำลอง CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM). *วารสารการเงิน การธนาคาร และการลงทุน*, 1(1), 141-157.
- สุภาว จุลนาพันธ์. (2552). *การจัดการการเงิน*. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

อารมณัฐวิอินทร์. (2553). การวิเคราะห์หลักทรัพย์และการจัดการกลุ่ม
หลักทรัพย์. ปทุมธานี: มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

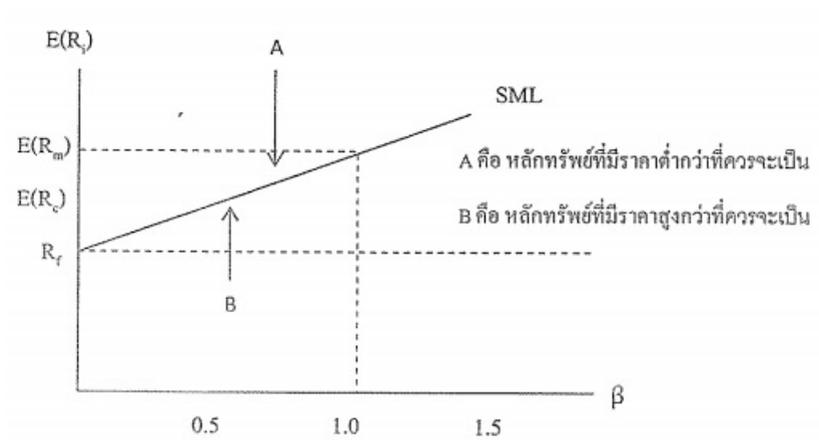
Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2009). *Fundamentals of Finance
Management*. (12thed.). USA: South-Western Cengage Learning.



ภาพที่ 1 Diversifiable risk และ Market risk



ภาพที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง
กับความเสียบนเส้น SML



ภาพที่ 3 การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เข้าสู่จุดดุลยภาพ

ตารางที่ 1 รายชื่อนหุ้นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ใน Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE)

ลำดับ	อักษรย่อ	ชื่อบริษัท
1	ASM	Sao Mai Group Corporation
2	CCL	Cuu Long Petro Urban Development and Investment Corporation
3	CIG	Coma18 Joint Stock Company
4	CLG	Cotec Investment and Land-house Development Joint Stock Company
5	DRH	DRH Holdings Joint Stock Company
6	DTA	De Tam Joint Stock Company.
7	DXG	Dat Xanh Group Joint Stock Company
8	FDC	Foreign Trade Development and Investment Corporation of Ho Chi Minh City
9	FLC	FLC Group Joint Stock Company
10	HAR	An Duong Thao Dien Real Estate Trading Investment Joint Stock Company
11	HDC	Ba Ria - Vung Tau House Development Joint Stock Company
12	HQC	Hoang Quan Consulting - Trading - Service Real Estate Corporation
13	ITC	Investment and Trading of Real Estate Joint Stock Company
14	KBC	Kinh Bac City Development Holding Corporation
15	KDH	Khang Dien House Trading and Investment Joint Stock Company

ตารางที่ 1 รายชื่อนหุ้นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ใน Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) (ต่อ)

ลำดับ	อักษรย่อ	ชื่อบริษัท
16	LDG	LDG Investment Joint Stock Company
17	LHG	Long Hau Corporation
18	NBB	577 Investment Corporation
19	NLG	Nam Long Investment Corporation
20	NTL	Tu Liem Urban Development Joint Stock Company
21	NVT	Ninh Van Bay Travel Real Estate Joint Stock Company
22	PDR	Phat Dat Real Estate Development Corp
23	PTL	Petro Capital & Infrastructure Investment Joint Stock Company
24	QCG	Quoc Cuong Gia Lai Joint Stock Company
25	SCR	Sai Gon Thuong Tin Real Estate Joint Stock Company
26	SJS	Song Da Urban & Industrial Zone Investment and Development Joint Stock Company
27	SZL	Sonadezi Long Thanh Shareholding Company
28	TDC	Binh Duong Trade and Development Joint Stock Company
29	TDH	Thu Duc Housing Development Corporation
30	TEG	Truong Thanh Energy and Real Estate Joint Stock Company
31	TIX	Tan Binh Import – Export Joint Stock Corporation
32	VIC	Vingroup Joint Stock Company
33	VPH	Van Phat Hung Corporation

ตารางที่ 2 อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยหลักทรัพย์, ตลาดหลักทรัพย์เวียดนาม และ
หลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

หลักทรัพย์	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย (Ri)	อัตราผลตอบแทน ตลาดเฉลี่ย (Rm)	อัตราผลตอบแทนที่ ปราศจากความเสี่ยง (Rf)
ASM	0.67%	1.13%	0.18%
CCL	3.96%		
CIG	0.74%		
CLG	-1.27%		
DRH	1.11%		
DTA	1.46%		
DXG	1.79%		
FDC	0.91%		
FLC	0.13%		
HAR	2.30%		
HDC	2.46%		
HQC	-1.07%		
ITC	1.76%		
KBC	0.72%		
KDH	2.16%		
LDG	1.41%		
LHG	2.85%		
NBB	1.20%		
NLG	1.60%		
NTL	1.82%		
NVT	2.66%		
PDR	3.70%		
PTL	3.21%		
QCG	2.54%		

ตารางที่ 2 อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยหลักทรัพย์, ตลาดหลักทรัพย์เวียดนาม และ
หลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง (ต่อ)

หลักทรัพย์	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย (Ri)	อัตราผลตอบแทน ตลาดเฉลี่ย (Rm)	อัตราผลตอบแทนที่ ปราศจากความเสี่ยง (Rf)
SCR	0.84%		
SJS	1.27%		
SZL	2.73%		
TDC	1.91%		
TDH	1.28%		
TEG	-0.56%		
TIX	1.59%		
VIC	2.57%		
VPH	0.50%		

ตารางที่ 3 ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์

หลักทรัพย์	β
ASM	1.234418
CCL	1.344553
CIG	0.156208
CLG	-0.01657
DRH	1.360692
DTA	1.119697
DXG	1.316501
FDC	0.542681
FLC	0.960088
HAR	1.210812

ตารางที่ 3 ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ (ต่อ)

หลักทรัพย์	β
HDC	0.718294
HQC	0.382964
ITC	0.500671
KBC	0.955633
KDH	0.805429
LDG	1.27967
LHG	1.181606
NBB	0.29155
NLG	0.728458
NTL	0.546501
NVT	1.044456
PDR	0.641719
PTL	0.217591
QCG	0.687521
SCR	1.310686
SJS	0.887542
SZL	0.711557
TDC	0.895589
TDH	1.301223
TEG	1.02914
TIX	-0.14682
VIC	0.718377
VPH	0.559409

ตารางที่ 4 การประเมินหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ตามแบบจำลองกำหนดราคาหลักทรัพย์ (CAPM)

หลักทรัพย์	β	Rm	Rf	Ri	E(Ri)	Value
ASM	1.234418	1.13%	0.18%	0.67%	1.38%	overvalue
CCL	1.344553	1.13%	0.18%	3.96%	1.50%	undervalue
CIG	0.156208	1.13%	0.18%	0.74%	0.24%	undervalue
CLG	-0.01657	1.13%	0.18%	-1.27%	0.05%	overvalue
DRH	1.360692	1.13%	0.18%	1.11%	1.51%	overvalue
DTA	1.119697	1.13%	0.18%	1.46%	1.26%	undervalue
DXG	1.316501	1.13%	0.18%	1.79%	1.47%	undervalue
FDC	0.542681	1.13%	0.18%	0.91%	0.65%	undervalue
FLC	0.960088	1.13%	0.18%	0.13%	1.09%	overvalue
HAR	1.210812	1.13%	0.18%	2.30%	1.35%	undervalue
HDC	0.718294	1.13%	0.18%	2.46%	0.83%	undervalue
HQC	0.382964	1.13%	0.18%	-1.07%	0.48%	overvalue
ITC	0.500671	1.13%	0.18%	1.76%	0.60%	undervalue
KBC	0.955633	1.13%	0.18%	0.72%	1.08%	overvalue
KDH	0.805429	1.13%	0.18%	2.16%	0.92%	undervalue
LDG	1.27967	1.13%	0.18%	1.41%	1.43%	overvalue
LHG	1.181606	1.13%	0.18%	2.85%	1.32%	undervalue
NBB	0.29155	1.13%	0.18%	1.20%	0.38%	undervalue
NLG	0.728458	1.13%	0.18%	1.60%	0.84%	undervalue
NTL	0.546501	1.13%	0.18%	1.82%	0.65%	undervalue
NVT	1.044456	1.13%	0.18%	2.66%	1.18%	undervalue
PDR	0.641719	1.13%	0.18%	3.70%	0.75%	undervalue
PTL	0.217591	1.13%	0.18%	3.21%	0.30%	undervalue
QCG	0.687521	1.13%	0.18%	2.54%	0.80%	undervalue
SCR	1.310686	1.13%	0.18%	0.84%	1.46%	overvalue

ตารางที่ 4 การประเมินหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ตามแบบจำลองกำหนด
ราคาหลักทรัพย์ (CAPM) (ต่อ)

หลักทรัพย์	β	Rm	Rf	Ri	E(Ri)	Value
SJS	0.887542	1.13%	0.18%	1.27%	1.01%	undervalue
SZL	0.711557	1.13%	0.18%	2.73%	0.82%	undervalue
TDC	0.895589	1.13%	0.18%	1.91%	1.02%	undervalue
TDH	1.301223	1.13%	0.18%	1.28%	1.45%	overvalue
TEG	1.02914	1.13%	0.18%	-0.56%	1.16%	overvalue
TIX	-0.14682	1.13%	0.18%	1.59%	-0.09%	undervalue
VIC	0.718377	1.13%	0.18%	2.57%	0.83%	undervalue
VPH	0.559409	1.13%	0.18%	0.50%	0.66%	overvalue

ตารางที่ 5 ผลการเปรียบเทียบการเติบโตของหลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบราคา ณ วันที่ 31/12/2563 และ 30/4/2565

หลักทรัพย์	Value	ราคา ณ วันที่ 31/12/2563	ราคา ณ วันที่ 30/4/2565	อัตรา เปลี่ยนแปลง ของราคา
ASM	overvalue	16,900.00	17,100.00	1.18%
CCL	undervalue	9,700.00	11,100.00	14.43%
CIG	undervalue	1,950.00	8,890.00	355.90%
CLG	overvalue	770.00	2,300.00	198.70%
DRH	overvalue	10,650.00	14,400.00	35.21%
DTA	undervalue	4,670.00	13,900.00	197.64%
DXG	undervalue	15,950.00	33,300.00	108.78%
FDC	undervalue	13,400.00	28,100.00	109.70%
FLC	overvalue	4,550.00	6,970.00	53.19%
HAR	undervalue	5,770.00	6,140.00	6.41%

ตารางที่ 5 ผลการเปรียบเทียบการเติบโตของหลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบราคารณ วันที่ 31/12/2563 และ 30/4/2565 (ต่อ)

หลักทรัพย์	Value	ราคา ณ วันที่ 31/12/2563	ราคา ณ วันที่ 30/4/2565	อัตรา เปลี่ยนแปลง ของราคา
HDC	undervalue	36,950.00	60,500.00	63.73%
HQC	overvalue	1,930.00	4,770.00	147.15%
ITC	undervalue	15,350.00	14,000.00	-8.79%
KBC	overvalue	24,400.00	41,000.00	68.03%
KDH	undervalue	29,300.00	46,600.00	59.04%
LDG	overvalue	7,850.00	12,750.00	62.42%
LHG	undervalue	34,300.00	40,800.00	18.95%
NBB	undervalue	24,250.00	17,300.00	-28.66%
NLG	undervalue	29,148.40	42,750.00	46.66%
NTL	undervalue	23,815.30	30,500.00	28.07%
NVT	undervalue	5,300.00	14,700.00	177.36%
PDR	undervalue	41,914.20	61,100.00	45.77%
PTL	undervalue	6,600.00	7,270.00	10.15%
QCG	undervalue	9,060.00	10,550.00	16.45%
SCR	overvalue	9,110.00	15,900.00	74.53%
SJS	undervalue	28,150.00	77,600.00	175.67%
SZL	undervalue	54,500.00	62,000.00	13.76%
TDC	undervalue	15,350.00	14,900.00	-2.93%
TDH	overvalue	10,150.00	8,420.00	-17.04%
TEG	overvalue	5,270.00	11,800.00	123.91%
TIX	undervalue	28,348.00	36,000.00	26.99%
VIC	undervalue	108,200.00	77,200.00	-28.65%
VPH	overvalue	5,120.00	8,900.00	73.83%