

การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์  
 กลุ่มธุรกิจบริการโดยใช้ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์(CAPM)  
*ANALYSIS OF RETURN AND RISKS OF AN INVESTMENT IN THE  
 STOCK OF SERVICE SECTOR BY USING CAPM,*

อนุชิตา มาสะอาด<sup>1</sup> กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ<sup>2</sup>

**บทคัดย่อ**

การศึกษาในครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์การลงทุนหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญ  
 กลุ่มธุรกิจบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้รูปแบบการกำหนด  
 ราคาสินทรัพย์ทุน (CAPM) และมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ของอัตรา  
 ผลตอบแทน และความเสี่ยงจากการลงทุนหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจบริการ และเพื่อ  
 เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจบริการกับ  
 อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเพื่อเป็น  
 แนวทางศึกษาในการตัดสินใจลงทุน จากการศึกษาข้อมูลเกี่ยวกับกลุ่มหลักทรัพย์  
 ประเภทตราสารทุน (หุ้นสามัญ) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
 ในหมวดธุรกิจบริการ จำนวน 5 หลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด  
 (มหาชน), บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด, บริษัทห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด  
 (มหาชน), บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน), บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด  
 (มหาชน) ระหว่างช่วงวันที่ 13 พฤษภาคม 2553 จนถึงวันที่ 30 ธันวาคม 2554

ผลการศึกษา พบว่าหลักทรัพย์ BIGC MAKRO ROBINS CPALL และ  
 HMPRO มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าไม่น้อยกว่า 1 แต่มากกว่า 0 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก  
 หลักทรัพย์ดังกล่าวมีความเสี่ยงน้อยกว่าตลาด ซึ่งมีอัตราผลตอบแทนเปลี่ยนแปลงไป  
 ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ในสัดส่วนที่น้อยกว่าโดยมีอัตรา

<sup>1</sup> นักศึกษาปริญญาโท หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยรังสิต

<sup>2</sup> ผู้อำนวยการศูนย์ศึกษาสาทรธานี มหาวิทยาลัยรังสิต

ผลตอบแทนที่ต้องการน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ นักลงทุนจึงควรตัดสินใจลงทุนหรือซื้อหลักทรัพย์เหล่านี้ไว้

**คำสำคัญ:** การลงทุนหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญ กลุ่มธุรกิจบริการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รูปแบบการกำหนดราคาสินทรัพย์หุ้น

### ABSTRACT

This study is to analyze stock investment of service sector in Stock Exchange of Thailand by using CAPM and has objectives to study the relationship between rates of return and risk from the investment and comparison them with those of the Market. Secondary data used are about stocks of five services listed in the market – Big c supercenter public company limited (Bigc), CPALL public company limited (CPALL), Home product center public company limited (HMPRO), Siam makro public company limited (Makro), Robinson department store public company limited (Robins), during 13 May 2010 to 30 December 2011. The findings show BIGC, CPALL, HMPRO, MAKRO, and ROBINS become less risky than those of the Market and their rate of return had been changed in the same direction of those of the Market in lower portion. Their required rate of return is lower than expected rate of return. This tells an investor to choose them to be invested.

KEY WORDS: STOCK INVESTMENT, BANKING SECTOR, SECURITY MARKET, CAPM

### 1. บทนำ

#### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในการระดมเงินทุนของภาคธุรกิจและภาครัฐบาลเพื่อนำเงินไปใช้ในการขยายและดำเนินกิจการนอกเหนือจากการกู้ยืมโดยตรงจากสถาบันการเงินแล้ว ช่องทางการระดมเงินทุนที่สำคัญที่สุดช่องทางหนึ่ง ก็คือ ตลาดทุน (Capital Market) โดยผ่านทางออกตราสารทางการเงินต่าง ๆ ในตลาดแรก (Primary Market) เช่น

หุ้นสามัญ หุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิ พันธบัตรรัฐบาล หน่วยลงทุนของกองทุนต่าง ๆ เป็นต้น และมีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) ทำหน้าที่เป็นตลาดรอง (Secondary Market) เพื่อเป็นศูนย์กลางซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ การระดมเงินทุนผ่านตลาดทุนนี้เกิดจากความต้องการของทั้งผู้ต้องการเงินทุนหรือบริษัทต่าง ๆ และในส่วนของผู้ลงทุนนักลงทุนเลือกที่จะลงทุนก็เพราะต้องการผลตอบแทนจากเงินทุนของตนซึ่งก็คือ ผลตอบแทนจากการลงทุนซึ่งถือเป็นทางเลือกที่ดีกว่าการปล่อยให้เงินทุนของตนมีมูลค่าลดลงตามหลักการของมูลค่าของเงินตามเวลา (Time Value of Money) อันเกิดจากแรงกดดันจากปัจจัยที่สำคัญหลายประการ เช่น เงินเฟ้อ ค่าเสียโอกาส ความเสี่ยง เป็นต้น การลงทุนในตลาดทุนจึงเป็นทางเลือกที่สำคัญทางหนึ่งสำหรับความต้องการการออมเงินและลงทุนของนักลงทุน

อย่างไรก็ตามการลงทุนทุกชนิดย่อมมีความเสี่ยงซึ่งความเสี่ยงจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับผลตอบแทน กล่าวคือ หลักทรัพย์ใดที่ทำให้ผลตอบแทนที่ต้องการในระดับสูงก็จะมีระดับความเสี่ยงที่สูงเช่นเดียวกัน ในทางตรงกันข้าม หลักทรัพย์ใดที่ทำให้ผลตอบแทนที่ต่ำก็จะมีความเสี่ยงใน ระดับต่ำ ดังนั้น การตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์นักลงทุนจะลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูงสุดในระดับความเสี่ยงที่เท่ากันหรือในระดับผลตอบแทนที่เท่ากันแต่ระดับความเสี่ยงต่ำกว่า โดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ในแต่ละอุตสาหกรรมซึ่งต่อมาได้มีการนำทฤษฎีนี้มาพัฒนาเป็นแบบจำลอง CAPM (Capital Asset Pricing Model) ซึ่งเป็นแบบจำลองที่มุ่งเน้นความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ทฤษฎีนี้ทำให้นักลงทุนสามารถวางแผนการลงทุนได้เหมาะสมตามระดับความเสี่ยงที่นักลงทุนยอมรับได้ รูปแบบ CAPM จึงสามารถใช้กำหนดคุณภาพของผลตอบแทนที่จะได้รับจากการถือครองสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง ซึ่งเท่ากับอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงบวกกับอัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากการถือครองสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง นอกจากนี้ รูปแบบ CAPM มีความสัมพันธ์กันกับเส้นหลักทรัพย์ในตลาด (เส้น SML) ซึ่งเป็นเส้นแสดงความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงจากการวัดโดย beta กับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์ตัวใดตัวหนึ่ง เพื่อใช้ในการพิจารณาเลือกหลักทรัพย์ที่เหมาะสมลงทุน

ทั้งนี้กลุ่มหลักทรัพย์ในหมวดธุรกิจพาณิชย์ถือเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่น่าสนใจผู้ศึกษาวิจัยเห็นความสำคัญในส่วนนี้จึงตัดสินใจเลือกศึกษา 5 หลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจบริการ ได้แก่ บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) , บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน) บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน), บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด(มหาชน) , โดยใช้รูปแบบการกำหนดราคาสินทรัพย์ทุนหรือ CAPM เป็นเครื่องมือทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนและความเสี่ยงของแต่ละหลักทรัพย์เพื่อทำการตัดสินใจเลือกลงทุนโดยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าจะได้รับประโยชน์จากการศึกษาในครั้งนี้ ทำให้ทราบถึงวิธีการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ต่าง ๆ ในกลุ่มซึ่งสามารถนำไปประยุกต์ได้กับหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นได้ และได้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ใช้อ้างอิงประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุน สำหรับผู้ลงทุนที่สนใจลงทุนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อไป

#### วัตถุประสงค์ในการวิจัย

1. เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงจากการลงทุนหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจบริการ โดยใช้ทฤษฎี CAPM เป็นแนวทางศึกษาเพื่อการตัดสินใจลงทุน
2. เพื่อศึกษาเพื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจบริการกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้ทฤษฎี CAPM เป็นแนวทางศึกษาเพื่อการตัดสินใจลงทุน

#### ขอบเขตการวิจัย

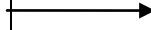
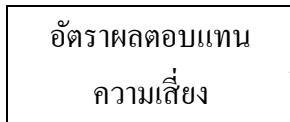
การศึกษานี้ได้เลือกใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์หรือ CAPM ในการวิเคราะห์หลักทรัพย์เนื่องจากแบบจำลองนี้เป็นแบบจำลองพื้นฐานที่ได้แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาดได้อย่างชัดเจนและง่ายแก่การทำความเข้าใจ โดยได้ทำการศึกษาหุ้นสามัญในกลุ่มธุรกิจพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งสิ้น 5 หลักทรัพย์ ได้แก่

1. BIGC : บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
2. MAKRO : บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด
3. ROBINS : บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด
4. CPALL : บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)
5. HMPRO : บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)

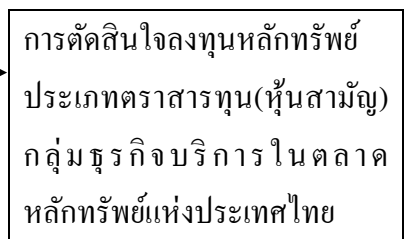
ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์จะเป็นข้อมูลราคาปิดในแต่ละวันของหลักทรัพย์ ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่วันที่ 13 พฤษภาคม 2553 ถึงวันที่ 30 ธันวาคม 2554 จำนวน 400 วัน

### กรอบแนวคิด

ตัวแปรอิสระ



ตัวแปรตาม



### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้ทราบถึงวิธีการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ต่าง ๆ ในกลุ่มธุรกิจพาณิชย์โดยสามารถนำไปประยุกต์ได้กับหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นได้
2. ทำให้ได้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ใช้อ้างอิงประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุนสำหรับผู้ลงทุนที่สนใจลงทุนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 2. แนวคิดและทฤษฎี

ความเสี่ยงจากการลงทุน(Risk)

ความเสี่ยงจากการลงทุน หมายถึง โอกาสที่จะไม่ได้รับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ซึ่งถ้าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนมีความไม่แน่นอนมากขึ้น การลงทุนนั้นก็ยิ่งมีความเสี่ยงมากขึ้นในการวิเคราะห์การลงทุน โดยทั่วไปถือว่า ผู้ลงทุนเป็นบุคคลที่ไม่ชอบความเสี่ยง (Risk Averse) หรือต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง หากการลงทุนใด

มีความเสี่ยงสูง การลงทุนย่อมต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยง (โรจนา ธรรมจินดา.2547)

ความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์แบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ(systematic risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risk)

**1. ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk)** คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากปัจจัยที่บริษัทไม่สามารถควบคุมได้ และส่งผลกระทบต่อทุก ๆ หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ความเสี่ยงที่จัดอยู่ในความเสี่ยงที่เป็นระบบได้แก่ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในอำนาจซื้อ และความเสี่ยงในตลาด(เพชร ชุมทรัพย์.2540)

1.1 ความเสี่ยงในอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยทั่วไป การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยมีผลต่อหลักทรัพย์ต่าง ๆ ในทางเดียวกัน เช่น ถ้าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเปลี่ยนแปลงสูงขึ้นราคาของหลักทรัพย์จะลดต่ำลงแต่จะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับชนิดของหลักทรัพย์ หลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงในลักษณะนี้ได้แก่หลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนแน่นอนตายตัว เช่น หุ้นกู้ พันธบัตรรัฐบาล เป็นต้น

1.2 ความเสี่ยงในอำนาจซื้อ (Purchasing Power Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากที่อำนาจซื้อของเงินลดลง ถึงแม้ว่าตัวเงินที่ได้รับจากรายได้ยังคงเท่าเดิมก็ตาม เช่น รายได้รับดอกเบี้ย 100 บาทต่อปี ตลอดระยะเวลา 10 ปี เมื่อคำนึงถึงค่าของเงินแล้ว เงิน 100 บาท ในวันนี้ย่อมมีค่ามากกว่าเงิน 100 บาทที่จะได้รับในปีต่อ ๆ ไป เวลายังยาวนานออกไปเท่าไรค่าของเงินนั้นยิ่งลดลงเท่านั้นสาเหตุสำคัญที่ทำให้เกิดความเสี่ยงในอำนาจซื้อก็คือ ภาวะเงินเฟ้อ (Inflation) ถ้าภาวะเงินเฟ้อยิ่งรุนแรงค่าของเงินก็จะลดลงอย่างมาก การลงทุนที่ต้องเสี่ยงต่อความเสี่ยงในอำนาจซื้อ ได้แก่ เงินฝากสะสมทรัพย์ เงินประกันชีวิต หลักทรัพย์ประเภทที่ให้รายได้แน่นอนตายตัว แม้ว่าความเสี่ยงในลักษณะนี้จะไม่ส่งผลกระทบต่อการลงทุนในหุ้นสามัญโดยตรง แต่จากการศึกษาก็พบว่าหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ก็ได้รับผลกระทบจากการภาวะเงินเฟ้อ

บางส่วน นั่นคือ เมื่อเกิดภาวะเงินเฟ้ออัตราผลตอบแทนที่แท้จริงที่ผู้ถือหุ้นสามัญจะได้รับอาจต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาด

1.3 ความเสี่ยงทางการตลาด (Market Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการสูญเสียในเงินลงทุน ซึ่งเป็นผลสืบเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นในตลาดหุ้น การเปลี่ยนแปลงในราคาหุ้นนี้เกิดจากการคาดคะเนของผู้ลงทุนที่มีต่อความก้าวหน้าของบริษัทนั้น ได้แก่ นโยบายการเมืองของประเทศนั้น การเกิดภัยพิบัติที่เกิดขึ้นในตลาดหุ้น เป็นต้น

2. ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risk) คือ ความเสี่ยงที่ทำให้ธุรกิจนั้นเกิดการเปลี่ยนแปลงผิดไปจากธุรกิจอื่น หรือความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเฉพาะกับตัวธุรกิจนั้น ๆ ไม่มีผลต่อธุรกิจอื่น ความเสี่ยงลักษณะนี้ได้แก่ ความเสี่ยงทางธุรกิจซึ่งเป็นการเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงความสามารถในการหากำไรของบริษัทซึ่งเป็นเหตุให้ผู้ลงทุนต้องสูญเสียรายได้หรือเงินลงทุน ประกอบด้วย ความเสี่ยงทางการเงิน ความเสี่ยงทางการบริหาร และความเสี่ยงทางอุตสาหกรรม

2.1 ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) หมายถึง โอกาสที่ผู้ลงทุนจะเสียรายได้และเงินลงทุนหากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ไม่มีเงินชำระหนี้หรือถึงกับล้มละลาย ความเสี่ยงทางการเงินของธุรกิจผู้ออกหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้นด้วยสาเหตุต่าง ๆ เช่น มีการกู้ยืมเพิ่มขึ้น ราคาวัตถุดิบสูงขึ้น มีคู่แข่งเพิ่มขึ้น เงินทุนของบริษัทขาดสภาพคล่อง เป็นต้น

2.2 ความเสี่ยงทางการบริหาร (Management Risk) เป็นความเสี่ยงอันเกิดจากการบริหารงานของผู้บริหาร เช่น ความผิดพลาดในการตัดสินใจของผู้บริหาร

2.3 ความเสี่ยงทางอุตสาหกรรม (Industry Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากแรงผลักดันบางอย่างที่ทำให้ผลตอบแทนของธุรกิจให้อุตสาหกรรมเดียวกันได้รับผลกระทบ

#### การทบทวนวรรณกรรม

ในการศึกษาการวิเคราะห์ผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจบริการนี้ ได้ใช้ทฤษฎี CAPM ในการวิเคราะห์และประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ซึ่งมี

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้วยวิธีการเช่นเดียวกัน คือ การใช้ CAPM เป็นแบบจำลองในการวิเคราะห์และประเมินมูลค่าหลักทรัพย์โดยสามารถสรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องได้ดังนี้

#### **บุศรา บุญบุตร(2548)**

ได้ทำการศึกษา การวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้ตัวแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ CAPM มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความเสี่ยงและเพื่อเป็นแนวทางในการประเมินราคา และกำหนดกลยุทธ์ในการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการศึกษาทั้งหมด 13 หลักทรัพย์ ใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์รายสัปดาห์ รวมทั้งสิ้น 52 สัปดาห์ เริ่มตั้งแต่เดือนมกราคม 2548 ถึงเดือน ธันวาคม 2548 โดยได้ใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนเฉลี่ยของ 5 ธนาคารใหญ่เป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงและใช้ข้อมูลราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของตลาด จากการศึกษาพบว่า หลักทรัพย์ที่มีค่า $\beta$ เป็นบวก มี 9 หลักทรัพย์ ได้แก่ AI , BAFS, BANPU, BCP ,EASTW, LANNA, RPC, SUSCO ซึ่งหมายความว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด ส่วนหลักทรัพย์ที่มีค่า $\beta$  เป็นลบมี 4 หลักทรัพย์ ได้แก่ EGCOMP , PTT, PTTEP และ RATCH ซึ่งหมายความว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนของตลาด

#### **นภเกศน์ เอียวเพชรพงศ์ (2543)**

ได้ทำการศึกษา การวิเคราะห์ความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนและการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสาร โดยใช้แบบจำลอง CAPM โดยมีจุดประสงค์ในการศึกษาเพื่อทราบถึงความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสารและสามารถประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของแต่ละหลักทรัพย์ในกลุ่มได้ โดยได้ทำการศึกษาเฉพาะหุ้นสามัญของกลุ่มสื่อสารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งมีอยู่ 10 หลักทรัพย์ ใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์แต่ละตัวในแต่ละสัปดาห์เริ่มทำการศึกษา



ตั้งแต่วันที่ 18 กันยายน 2542 ถึงวันที่ 9 กันยายน 25543 รวมระยะเวลา 52 สัปดาห์มา คำนวณใช้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ (SET INDEX) เป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทน ของตลาดและใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน แทนอัตราผลตอบแทนที่ ปราศจากความเสี่ยง ปรากฏว่าหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุด คือ UCOM และทุกหลักทรัพย์มีค่า $\beta$  เป็นบวก แสดงว่า อัตราผลตอบแทนของ/หลักทรัพย์แต่ละ ตัวเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของ ตลาด และหลักทรัพย์ที่มีค่า $\beta$ มากที่สุด คือ SHIN

#### ร่มเกล้า ชัยนุวงศ์ (2543)

ทำการศึกษาวเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใน กลุ่มบันเทิงและสันทนาการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อ ศึกษาความเสี่ยงและใช้เป็นแนวทางในการประเมินราคาแต่ละหลักทรัพย์ในกลุ่ม บันเทิงและสันทนาการจำนวน 3 หลักทรัพย์ คือ บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน) บริษัท ยูไนเต็ด บรอดคาสติ้ง จำกัด(มหาชน) และบริษัทแกรมมี่ จำกัด(มหาชน) โดย ใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ตั้งแต่เดือนกุมภาพันธ์ 2543 ถึงเดือนมกราคม 2544 รวม 51 สัปดาห์ การศึกษานี้ใช้ทฤษฎี CAPM โดยใช้ข้อมูลตลาดหลักทรัพย์มาคำนวณอัตรา ผลตอบแทนของตลาดและใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน แทนอัตรา ผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง ซึ่งผลการศึกษาพบว่าค่า  $\beta$  ของหลักทรัพย์ บริษัท ยูไนเต็ด บรอดคาสติ้ง จำกัด (มหาชน) มีค่าเป็นบวก ซึ่งหมายความว่า ความสัมพันธ์ ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของตลาดมีการ เปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกัน ส่วนค่า  $\beta$  ของ 2 หลักทรัพย์ที่เหลือมีค่าเป็นลบ หมายความว่า ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตรา ผลตอบแทนของตลาดมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้าม

#### เสรี วรรณกรวิจิตร (2547)

ได้ทำการศึกษาวเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่ม ยานพาหนะ และอุปกรณ์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้ตัวแบบการตั้ง ราคาหลักทรัพย์ CAPM มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความเสี่ยงและเพื่อเป็นแนวทางใน

การประเมินราคาและการกำหนดกลยุทธ์ในการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มยานพาหนะ และอุปกรณ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการศึกษาทั้งหมด 9 หลักทรัพย์ ใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์รายสัปดาห์ รวมทั้งสิ้น 52 สัปดาห์ เริ่มตั้งแต่เดือนมกราคม 2546 ถึงเดือน มกราคม 2547 โดยได้ใช้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี เป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงและใช้ข้อมูลราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของตลาด จากการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มนี้เป็นหลักทรัพย์เชิงรับ (Defensive Stock) เพราะหลักทรัพย์ทุกตัวมีค่า  $\beta$  เป็นบวก และน้อยกว่า 1 โดยเมื่อประเมินราคาของหลักทรัพย์แล้วพบว่าทุกหลักทรัพย์มีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าเหมาะสม หรือ Under Value จึงแนะนำให้นักลงทุนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มนี้

#### ศศิณี ตันรัตนาวงค์ (2544)

ได้ทำการศึกษา การวิเคราะห์ผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจเกษตร มีจุดประสงค์เพื่อต้องการศึกษาความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจเกษตรและประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์แต่ละตัวในกลุ่ม ซึ่งใช้ข้อมูลของหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจเกษตรทั้งหมด 8 หลักทรัพย์ในการศึกษา การศึกษาในครั้งนี้ใช้ทฤษฎี CAPM การวิเคราะห์ได้ใช้ราคาปิดเฉลี่ยรายสัปดาห์ของหลักทรัพย์ตั้งแต่เดือนมกราคม 2543 ถึงเดือนธันวาคม 2544 รวมเวลาทั้งสิ้น 100 สัปดาห์ ใช้ข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการคำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาดและใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนเฉลี่ยของ 5 ธนาคารเป็นอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง

#### มัลลิกา เลิศฤทธิ (2543)

ได้ทำการศึกษา การประเมินมูลค่าหุ้นกลุ่มพลังงาน โดยทำการศึกษาความเสี่ยงและประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงานจำนวน 9 หลักทรัพย์ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ครั้งนี้ได้ใช้ทฤษฎี CAPM มีจุดประสงค์ศึกษาความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงานและประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของแต่ละหลักทรัพย์ในกลุ่ม โดยใช้ดัชนีของราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการวิเคราะห์

ผลตอบแทนของตลาด การใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ในแต่ละสัปดาห์ โดยเริ่มตั้งแต่เดือน กรกฎาคม 2542 ถึงเดือนมิถุนายน 2543 รวมทั้งสิ้น 52 สัปดาห์ในการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง ผลการศึกษาพบว่า ค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์ BANPU, BCP, COCO, EGCOMP, LANNA, PTTEP, SUSCO และ TIG มีค่า  $\beta$  เป็นบวกซึ่งหมายความว่า ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของตลาดมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกัน

### 3.วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรในการศึกษานี้เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ประเภทตราสารทุน(หุ้นสามัญ)ในหมวดธุรกิจบริการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 14 หลักทรัพย์ โดยกลุ่มตัวอย่างเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ประเภทตราสารทุน (หุ้นสามัญ) ในหมวดธุรกิจบริการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 5 หลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) , บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด , บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน) , บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) โดยทำการเก็บรวบรวมข้อมูล ที่เป็นราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจบริการที่เลือกทำการศึกษา อัตราพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุ 1 ปีแบบรายเดือน และดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100 INDEX) แบบรายวันระหว่างวันที่ 13 พฤษภาคม 2553 ถึงวันที่ 30 ธันวาคม 2554 จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (<http://www.setsmart.com>) และใช้รูปแบบการกำหนดราคาสินทรัพย์ทุน (Capital – Asset Pricing Model: CAPM) เป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อการเปรียบเทียบมูลค่าของหลักทรัพย์สำหรับการตัดสินใจลงทุน

### 4.สรุปผลการวิจัย

#### สรุปผลการวิจัยเกี่ยวกับหลักทรัพย์ BIG C

หลักทรัพย์ Big c มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า เท่ากับ 0.1209 ซึ่งมีค่าเป็นบวกและน้อยกว่า 1 แสดงว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวมีความเสี่ยงน้อยกว่าตลาด โดยมีอัตราผลตอบแทนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของตลาดใน

สัดส่วนที่น้อยกว่า ซึ่งอาจเรียกว่าเป็นหลักทรัพย์เชิงรับก็ได้ ทั้งนี้หลักทรัพย์ Big c มีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเฉลี่ยได้(13.54) น้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ(85.23) แสดงว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวนี้มีค่า undervalue เนื่องจากการมีความเหมาะสมและคุ้มค่าต่อการลงทุน จึงควรตัดสินใจลงทุน

#### สรุปผลการวิจัยเกี่ยวกับหลักทรัพย์ CPALL

หลักทรัพย์ CPALL มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าเท่ากับ 0.1050 ซึ่งมีค่าเป็นบวกและน้อยกว่า 1 แสดงว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวมีความเสี่ยงน้อยกว่าตลาด โดยมีอัตราผลตอบแทนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของตลาดในสัดส่วนที่น้อยกว่า ซึ่งอาจเรียกว่าเป็นหลักทรัพย์เชิงรับก็ได้ ทั้งนี้หลักทรัพย์ CPALL มีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเฉลี่ยได้(10.32) น้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ(52.29) แสดงว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวนี้มีค่า undervalue เนื่องจากการมีความเหมาะสมและคุ้มค่าต่อการลงทุน จึงควรตัดสินใจลงทุน

#### สรุปผลการวิจัยเกี่ยวกับหลักทรัพย์ HMPRO

หลักทรัพย์ HMPRO มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า เท่ากับ 0.1071 ซึ่งมีค่าเป็นบวกและน้อยกว่า 1 แสดงว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวมีความเสี่ยงน้อยกว่าตลาด โดยมีอัตราผลตอบแทนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของตลาดในสัดส่วนที่น้อยกว่า ซึ่งอาจเรียกว่าเป็นหลักทรัพย์เชิงรับก็ได้ ทั้งนี้หลักทรัพย์ HMPRO มีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเฉลี่ยได้(10.88) น้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ(24.91) แสดงว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวนี้มีค่า undervalue เนื่องจากการมีความเหมาะสมและคุ้มค่าต่อการลงทุน จึงควรตัดสินใจลงทุน

#### สรุปผลการวิจัยเกี่ยวกับหลักทรัพย์ Makro

หลักทรัพย์ Makro มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า เท่ากับ 0.0883 ซึ่งมีค่าเป็นบวกและน้อยกว่า 1 แสดงว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวมีความเสี่ยงน้อยกว่าตลาด โดยมีอัตราผลตอบแทนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของตลาดในสัดส่วนที่น้อยกว่า ซึ่งอาจเรียกว่าเป็นหลักทรัพย์เชิงรับก็ได้ ทั้งนี้หลักทรัพย์ Makro มีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเฉลี่ยได้(10.94) น้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะ

ได้รับ(82.41) แสดงว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวนี้มีค่า undervalue เนื่องจากการมีความเหมาะสมและคุ้มค่าต่อการลงทุน จึงควรตัดสินใจลงทุน

**สรุปผลการวิจัยเกี่ยวกับหลักทรัพย์ Robins**หลักทรัพย์ Robins มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าเท่ากับ 0.109 ซึ่งมีค่าเป็นบวกและน้อยกว่า 1 แสดงว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวมีความเสี่ยงน้อยกว่าตลาด โดยมีอัตราผลตอบแทนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของตลาดในสัดส่วนที่น้อยกว่า ซึ่งอาจเรียกว่าเป็นหลักทรัพย์เชิงรับก็ได้ ทั้งนี้หลักทรัพย์ Robins มีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเฉลี่ยได้

(13.06) น้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ(33.96) แสดงว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวนี้มีค่า undervalue เนื่องจากการมีความเหมาะสมและคุ้มค่าต่อการลงทุน จึงควรตัดสินใจลงทุน

ตารางแสดงอัตราเฉลี่ยผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์  
กลุ่มธุรกิจบริการและอัตราเฉลี่ยผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาด

หลักทรัพย์	Return	Risk
SET 100	0.08	1.01
BIG C	0.27	1.67
CPALL	0.17	1.49
MAKRO	0.25	1.37
HMPRO	0.19	1.72
ROBINS	0.32	1.7

### ตารางแสดงผลการประเมินความเสี่ยงต่าง ๆ

รายการ	SET 100	BIG C	CPALL	MAKRO	HMPRO	ROBINS
$\beta$		0.61	0.43	0.47	0.46	0.59
ความเสี่ยงรวม	1.022	2.7891	2.2214	3.09	2.69	2.1
ความเสี่ยงที่เป็นระบบ		0.3859	0.40876	0.6738	0.5737	0.7262
ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ		2.4032	1.8126	2.4162	2.1163	1.3738

### ตารางสรุปผลการศึกษา

หลักทรัพย์	ค่า	ความเสี่ยง	การเปลี่ยนแปลงของ	อัตรา	อัตรา			
	สัมประสิทธิ์	vs ของ	ผลตอบแทนs ของ	ผลตอบแทน	ผลตอบแทน	ผลลัพธ์	การ	เส้นSML
	เบต้า	ตลาด	ตลาด	ที่ต้องการ	ที่คาดว่าจะ	(Value)	ตัดสินใจ	
				RRi	ได้รับ(ERi)			
Bigc	(+) 0.61	น้อยกว่า	ทิศทางเดียวกันใน	13.54(<)	85.23	under	ลงทุน	เหนือกว่า
			สัดส่วนน้อยกว่า(เชิงรับ)					
CPALL	(+) 0.43	น้อยกว่า	ทิศทางเดียวกันใน	10.32(<)	52.39	under	ลงทุน	เหนือกว่า
			สัดส่วนน้อยกว่า(เชิงรับ)					
MAKRO	(+) 0.47	น้อยกว่า	ทิศทางเดียวกันใน	10.94(<)	82.41	under	ลงทุน	เหนือกว่า
			สัดส่วนน้อยกว่า(เชิงรับ)					
HMPRO	(+) 0.46	น้อยกว่า	ทิศทางเดียวกันใน	10.88(<)	24.91	under	ลงทุน	เหนือกว่า
			สัดส่วนน้อยกว่า(เชิงรับ)					
ROBINS	(+) 0.59	น้อยกว่า	ทิศทางเดียวกันใน	13.06(<)	33.96	under	ลงทุน	เหนือกว่า
			สัดส่วนน้อยกว่า(เชิงรับ)					

### 5.สรุปผลและข้อเสนอแนะ

ผลการศึกษา พบว่า หลักทรัพย์ BIGC , MAKRO , HMPRO , CPALL, และ ROBINS มีความเสี่ยงน้อยกว่าตลาด ซึ่งมีอัตราผลตอบแทนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทาง

เดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ในสัดส่วนที่น้อยกว่า โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ จึงควรเลือกลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ นภเกตน์ เอี้ยวเพชรพวงส์ (2543) เกี่ยวกับการวิเคราะห์ความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนและการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสารโดยใช้แบบจำลอง CAPM ซึ่งพบว่าทุกหลักทรัพย์มีค่า  $\beta$  เป็นบวก แสดงว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละตัวเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด ผู้ลงทุนจึงควรตัดสินใจลงทุน และผลการศึกษา ชัยโย กรกิจสุวรรณ (2540) เกี่ยวกับวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 6 หลักทรัพย์โดยใช้ทฤษฎี CAPM ซึ่งพบว่าค่า  $\beta$  ของทุกหลักทรัพย์เป็นบวก หมายความว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของตลาดมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกัน โดยที่หลักทรัพย์ที่มีค่า  $\beta$  มากกว่า 1 ได้แก่ BCG และ EGCOMP ส่วนหลักทรัพย์ที่มีค่า  $\beta$  น้อยกว่า 1 ได้แก่ BANPU, LANNA, PTTEP, และ SUSCO

#### ข้อเสนอแนะในงานวิจัยครั้งนี้

1. การศึกษาครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลภายใต้สมมติฐานต่าง ๆ คือ ราคาตลาดของหลักทรัพย์สะท้อนถึงความเคลื่อนไหวของตลาด รวมทั้งปัจจัยต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องในตลาด กล่าวคือ ราคาตลาดของหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้สะท้อนถึงทุกสิ่งทุกอย่างแล้วจึงไม่จำเป็นต้องทำการวิเคราะห์ถึงสาเหตุที่ทำให้เกิดราคาในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม ผู้ลงทุนควรพิจารณาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ที่จะพิจารณาเลือกลงทุนด้วย
2. ในการศึกษาครั้งนี้ได้เลือกใช้ CAPM ในการวิเคราะห์ข้อมูลเพียงอย่างเดียวซึ่งถือว่ายังไม่ได้ผลการวิเคราะห์ที่แม่นยำเท่าที่ควร และทำให้ยังมีความเสี่ยงในการตัดสินใจอยู่มาก จึงควรพิจารณาเลือกใช้แนวทางการศึกษาและวิเคราะห์อื่นร่วมด้วยโดยทำการศึกษาในส่วนของกระจายการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์แทน

### ข้อเสนอแนะในงานวิจัยครั้งต่อไป

การศึกษาวิเคราะห์ผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจบริการในครั้งนี้เป็นเพียงส่วนหนึ่งของการวิเคราะห์หลักทรัพย์เชิงปริมาณเท่านั้น แต่ในโลกของความเป็นจริงแล้วการวิเคราะห์นี้เป็นเพียงการวิเคราะห์ขั้นพื้นฐานซึ่งอาจไม่เพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุน นักลงทุนควรคำนึงถึงการวิเคราะห์ที่หลากหลาย ได้แก่ การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ การวิเคราะห์เชิงปริมาณด้วยวิธีอื่นๆ และการวิเคราะห์ทางเทคนิคต่าง ๆ ดังนั้น การศึกษาต่อจากนี้ควรที่จะครอบคลุมถึงการวิเคราะห์ด้วยวิธีอื่นๆ ด้วย

### เอกสารอ้างอิง

- ชัยโย กรกิจสุวรรณ.** “การวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มพลังงาน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.” การศึกษาค้นคว้าอิสระ เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, 2540
- นภเกศน์ เอี้ยวเพชรพงศ์.** “การวิเคราะห์ความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนและการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสาร โดยใช้แบบจำลอง CAPM.” การศึกษาค้นคว้าอิสระ เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, 2543
- บุศรา บุญบุตร.** “การวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ตัวแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ CAPM.” รายงานการวิจัยคณะเศรษฐศาสตร์ , มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, 2548
- มัลลิกา เลิศฤทธิ.** “การประเมินมูลค่าหุ้นกลุ่มพลังงาน.” รายงานการวิจัยคณะเศรษฐศาสตร์ , มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, 2543
- รัมเกล้า ชัยนุวงศ์.** “การวิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มบันเทิงและสันทนาการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.” การศึกษาค้นคว้าอิสระ เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, 2543
- โรจนา ธรรมจินดา.** “การวิเคราะห์การลงทุน.” ภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, 2547



**ศศิณี ตันรัตนาวงศ์.** “การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจเกษตร.” รายงานการวิจัยคณะเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, 2544

**สุมาลี อุณหะนันท์.** การบริหารการเงิน เล่มที่ 1. พิมพ์ครั้งที่ 5, กรุงเทพมหานคร: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2549

**เสรี วรรณกรวิจิตร.** “การวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มยานพาหนะ และอุปกรณ์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้ตัวแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ CAPM.” การศึกษาค้นคว้าอิสระเศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, 2547

**อมรศักดิ์ ศรีมงคลชัย.** การวิเคราะห์การลงทุนในกลุ่มธุรกิจการเงิน(หลักทรัพย์) โดยใช้โมเดล CAPM, รายงานการศึกษาค้นคว้าด้วยตนเอง, คณะบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยรามคำแหง, 2549

คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่. ตลาดการเงิน, วิเทศสัมพันธ์, 2554 เข้าถึงได้จาก <http://web.agri.cmu.ac.th>

โครงการคลังปัญญาไทย. หลักทรัพย์, ข้อมูลบนอินเทอร์เน็ต, 2544 เข้าถึงได้จาก <http://www.panyathai.or.th/wiki>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. เส้นทางการลงทุน, ข้อมูลออนไลน์, 2544 เข้าถึงได้จาก <http://www.tsi-thailand.org>

สมาคมบริษัทจัดการลงทุน. ผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารทุน, บทความสาระการลงทุน, 2544 เข้าถึงได้จาก <http://www.thaimutualfund.com/>