

โครงการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ของ

นายวสันต์ คงจันทร์ เลขประจำตัวนักศึกษา 4402034377  
นางสาวสมนภา จันทราสกาวงศ์ เลขประจำตัวนักศึกษา 4402034583  
นายอัฐชัย พิริยะวัฒน์ เลขประจำตัวนักศึกษา 4402034963

เรื่อง

การศึกษาอัตราคิดลด (Discount Rate) สำหรับการประเมินราคา  
อาคารสำนักงาน ในย่านศูนย์กลางธุรกิจ กรุงเทพมหานคร

ผู้อำนวยการโครงการฯ

(รศ.นิพัทธ์ จิตรประสงค์)

อาจารย์ที่ปรึกษา

(ดร.ธนวัฒน์ ชัยสันติกุลวัฒน์)

กรรมการ

(ผศ.เขาวมาลัย เมธาภิรักษ์)

กรรมการ

(ดร.เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์)

ประเมินผล

S ในระดับ  A

A-

B+

B

## บทคัดย่อ

โครงการศึกษาอิสระ เรื่อง การศึกษาอัตราคิดลด (Discount Rate) สำหรับการประเมินราคาอาคารสำนักงานในย่านศูนย์กลางธุรกิจกรุงเทพมหานคร (Bangkok CBD.) คณะนักศึกษาได้ทำการศึกษาเนื่องมาจากปัญหาสำคัญในวิชาชีพการประเมินราคาทรัพย์สิน ยังไม่มีตัวเลขอัตราคิดลด (Discount Rate) ที่ชัดเจนเป็นมาตรฐานเดียวกันและเป็นที่ยอมรับ สามารถใช้งานได้ในภาคปฏิบัติ โดยการศึกษานี้ได้กำหนดขอบเขตเฉพาะอสังหาริมทรัพย์ประเภทอาคารสำนักงาน ในพื้นที่ศูนย์กลางธุรกิจกรุงเทพมหานคร 2 ทำเล คือ ทำเลถนนสีลม และถนนนอโศก

คณะนักศึกษาได้ทำการค้นคว้างานวิจัย และพบว่าวิธีการในการหาอัตราคิดลดที่เป็นสากลทั้งสิ้น 4 วิธีการ ดังนี้ คือ วิธีการที่ 1 คือ วิธีการเปรียบเทียบกับตลาด (Market Comparison Method) วิธีการที่ 2 คือ วิธีการเปรียบเทียบกับผลตอบแทนตลาด (Yield Comparison) วิธีการที่ 3 คือ วิธีการต้นทุนเฉลี่ยของเงินลงทุน (Weighted Average Cost of Capital : WACC) และวิธีการที่ 4 คือ วิธีการหาอัตราคิดลดโดยใช้แบบจำลองราคาหุ้น (Capital Asset Pricing Model : CAPM)

วิธีการวิจัย คณะนักศึกษาได้ทำการเปรียบเทียบค่าอัตราคิดลดที่ได้จากการสำรวจ (คือ ค่าที่ได้จากวิธีการที่ 1 วิธีการที่ 2 และวิธีการที่ 3) เพื่อทำการเปรียบเทียบกับค่าอัตราคิดลดที่ได้จากข้อมูลทฤษฎี (วิธีการที่ 4) ซึ่งเป็นอัตราคิดลดของอุตสาหกรรม เพื่อค้นหาความแตกต่าง และสามารถนำไปปรับใช้ในอนาคต และจากการสำรวจ พบว่าค่าอัตราคิดลดที่ได้จากวิธีการที่ 1 และวิธีการที่ 4 เป็นวิธีการที่สามารถนำไปใช้เปรียบเทียบกันได้อย่างเหมาะสม เนื่องจากที่มาของค่าอัตราคิดลดสามารถสะท้อนภาวะตลาด ณ ปัจจุบันได้ ส่วนวิธีการที่ 2 และวิธีการที่ 3 พบว่ามีข้อจำกัดในการนำไปใช้ เนื่องจากอาคารส่วนใหญ่มีอายุการลงทุนมานานเกือบ 10 ปี ซึ่งตัวเลขค่าอัตราคิดลดที่ได้ไม่สามารถสะท้อนราคาตลาด ณ ปัจจุบัน ดังนั้นคณะนักศึกษา จึงสรุปว่าจะใช้ค่าอัตราคิดลดที่ได้จากวิธีการที่ 1 มาเปรียบเทียบกับวิธีการ ที่ 4

ผลจากการวิจัยคณะนักศึกษาพบว่า ค่าอัตราคิดลดของอุตสาหกรรม (วิธีการที่ 4) เท่ากับ 13.56% และค่าอัตราคิดลด (วิธีการที่ 1) ของทำเลถนนสีลม เท่ากับ 10.79% และทำเลถนนนอโศกเท่ากับ 9.20 % ดังนั้นส่วนต่างของค่าอัตราคิดลดของอุตสาหกรรมกับทำเลถนนสีลม เท่ากับ 2.77% และส่วนต่างของค่าอัตราคิดลดอุตสาหกรรม กับทำเลถนนนอโศก เท่ากับ 4.36 % ในอนาคตน่าจะสามารถนำค่าส่วนต่างระหว่างทำเล (Location premium) กับอุตสาหกรรมข้างต้นเพื่อไปปรับใช้ในการปรับปรุงค่าอัตรา คิดลดตลาดได้ในปีต่อ ๆ ไป

## ชื่อโครงการ

การศึกษาอัตราคิดลด (Discount Rate) สำหรับการประเมินราคาอาคารสำนักงานในย่านศูนย์กลางธุรกิจ กรุงเทพมหานคร (Bangkok CBD.)

## หลักการและเหตุผล

ปัญหาประการหนึ่งในวิชาชีพการประเมินราคาทรัพย์สิน หรือการลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทย คือ ยังไม่มีตัวเลข อัตราคิดลด (Discount Rate) และอัตราผลตอบแทนการลงทุน (Capitalization Rate) ที่ชัดเจน เป็นมาตรฐานเดียวกัน และเป็นที่ยอมรับ สามารถใช้งานได้ในภาคปฏิบัติ โดยในปัจจุบันนี้มีผู้รู้จำนวนมากที่ทราบถึงหลักการและวิธีการ แต่ก็ยังไม่มีการดำเนินการวิจัยถึงระดับให้มีตัวเลขมาตรฐานที่เหมาะสมและเป็นที่ยอมรับ เพื่อให้สามารถใช้งานได้อย่างเป็นทางการเดียวกัน โดยเฉพาะวิชาชีพการประเมินราคาทรัพย์สินแล้ว อัตราคิดลด และ อัตราผลตอบแทนการลงทุน ถือเป็นหัวใจประการสำคัญยิ่ง ในการประเมินราคาทรัพย์สินหนึ่ง ๆ ได้อย่างถูกต้อง

ในต่างประเทศ เช่น สหรัฐอเมริกา นั้นได้มีการกำหนดตัวเลข อัตราคิดลด และอัตราผลตอบแทนการลงทุน แยกตามประเภทของอสังหาริมทรัพย์ และแยกไปตามทำเลที่ตั้งต่าง ๆ แยกแต่ละเมืองไว้อย่างชัดเจน ผู้ประเมิน หรือผู้เกี่ยวข้องสามารถใช้ตัวเลขในการประเมินราคาทรัพย์สิน หรือการลงทุน ได้อย่างเหมาะสม และเป็นมาตรฐานเดียวกัน

งานวิจัยนี้จะถือเป็นการริเริ่มการกำหนดตัวเลข อัตราคิดลด เฉพาะอสังหาริมทรัพย์ประเภทอาคารสำนักงานในเขตศูนย์กลางธุรกิจของกรุงเทพมหานคร (Bangkok CBD.) เพื่อใช้เป็นแนวทางในการดำเนินการสำหรับอสังหาริมทรัพย์ประเภทอื่น ๆ ในโอกาสต่อไป รวมทั้งการปรับปรุงข้อมูลอย่างต่อเนื่องทุก ๆ ปีในอนาคต (คณะนักศึกษา มีความตั้งใจจะดำเนินการให้ครบถ้วนทุกประเภทอสังหาริมทรัพย์ แต่เนื่องจากข้อจำกัดด้านเวลาและค่าใช้จ่าย จึงจำเป็นต้องดำเนินการเพียงส่วนหนึ่งก่อน แต่จะดำเนินการต่อไปในอนาคต ให้ครบถ้วน เพื่อประโยชน์ในทางวิชาชีพต่อไป)

## วัตถุประสงค์

เพื่อสามารถกำหนดตัวเลข อัตราคิดลด ในการประเมินราคาอสังหาริมทรัพย์ประเภทอาคารสำนักงานในย่านศูนย์กลางธุรกิจกรุงเทพมหานคร ในพื้นที่ศึกษา 2 ทำเล คือ ทำเลถนนสีลม และทำเลถนนอโศก

## ขอบเขตการทำโครงการ

โครงการนี้มีขอบเขตการศึกษาเฉพาะอสังหาริมทรัพย์ประเภทอาคารสำนักงาน ในพื้นที่ศึกษาเขตศูนย์กลางธุรกิจ กรุงเทพมหานคร 2 ทำเล ได้แก่

1. ถนนสีลม (รวมถนนสุรวงศ์ ถนนสาทร ถนนพระรามที่ 4
2. ถนนอโศก (รวมถนนสุขุมวิท ถนนเพชรบุรี)

คณะนักศึกษาได้ทำการสำรวจอาคารสำนักงานในพื้นที่ศึกษา 2 ทำเล คือ ทำเลถนนสีลมได้ จำนวน 25 อาคาร และทำเลถนนอโศก จำนวน 21 อาคาร ซึ่งเป็นอาคารสำนักงานที่มีเกือบทั้งหมดในแต่ละทำเล

## แหล่งข้อมูล

ในการทำโครงการนี้ คณะนักศึกษาได้วางแผนจัดหาข้อมูลจากแหล่งข้อมูลต่าง ๆ ดังนี้

1. ข้อมูลทุติยภูมิ จากบริษัทวิจัย นายหน้า ตลาดหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ ธนาคารแห่งประเทศไทย รวมทั้ง website ต่าง ๆ

2. การสำรวจภาคสนาม เกี่ยวกับ ค่าเช่า ราคาซื้อขาย และอื่น ๆ ของอาคารสำนักงานใน พื้นที่ศึกษา
3. สัมภาษณ์ หรือออกแบบสอบถาม ผู้จัดการฝ่ายการเงิน หรือเจ้าของอาคาร ของอาคารต่าง ๆ ในพื้นที่ศึกษา รวมทั้ง สถาบันการเงินต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง

### วิธีการทำโครงการ

วิธีการทำโครงการ คณะนักศึกษาได้กำหนดแนวทางการศึกษาเป็นเบื้องต้น ไว้ดังนี้

1. ศึกษาทำความเข้าใจ หลักการและวิธีการหา อัตราคิดลด และ อัตราผลตอบแทนการลงทุน จากผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เอกสาร หนังสือ ทั้งในและต่างประเทศ เพื่อค้นคว้าหาข้อสรุปการหา อัตราคิดลด
2. กำหนดวิธีการศึกษาที่เหมาะสม จากข้อสรุปการหาอัตราคิดลด คณะนักศึกษาจะใช้เป็นการกำหนดแนวทางการศึกษาที่เหมาะสม สำหรับการศึกษาวิจัยนี้
3. เก็บรวบรวมข้อมูล ตามแนวทางวิธีการศึกษาได้กำหนดไว้ โดยอาจเป็นไปได้ทั้ง การสำรวจ อาคารที่กำหนดในพื้นที่ศึกษา, การสัมภาษณ์ ผู้ที่เกี่ยวข้อง เช่น ผู้จัดการฝ่ายการเงิน (หรือเจ้าของอาคาร) ของแต่ละอาคารในพื้นที่ศึกษา รวมทั้งสถาบันการเงิน และการเก็บข้อมูลทุติยภูมิ จากแหล่งต่าง ๆ เช่น ตลาดหลักทรัพย์ บริษัทวิเคราะห์หลักทรัพย์, รายงานการวิจัยขององค์กรวิเคราะห์วิจัยประเภทอาคารสำนักงาน, ธนาคารแห่งประเทศไทย เป็นต้น
4. คำนวณค่าอัตราคิดลดที่ได้
5. ทำการวิเคราะห์ เช่น เปรียบเทียบส่วนต่างของค่าอัตราคิดลด ระหว่าง 2 ทำเล กับค่าอัตราคิดลดของอุตสาหกรรม
6. สรุปค่าอัตราคิดลดที่เหมาะสมสำหรับการประเมินราคาอาคารสำนักงานในพื้นที่ศึกษา ตามวัตถุประสงค์ของการศึกษานี้

### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

จากการศึกษาครั้งนี้ คณะนักศึกษาคาดว่าจะได้รับประโยชน์เป็นอย่างยิ่ง โดยเฉพาะ วิชาชีพประเมินค่าทรัพย์สิน กล่าวคือ

1. ประโยชน์สำหรับวิชาชีพผู้ประเมินราคาทรัพย์สิน สามารถนำไปใช้ในการประเมินราคาทรัพย์สิน ได้อย่างเหมาะสมและเป็นมาตรฐานเดียวกัน
2. ประโยชน์เพื่อเป็นแนวทางในการดำเนินการต่อเนื่อง สำหรับอสังหาริมทรัพย์ประเภทอื่น ๆ ให้ครบทุกประเภทในอนาคต และสามารถนำเสนอต่อ สมาคมผู้ประเมินราคาทรัพย์สินแห่งประเทศไทย พิจารณาประกาศใช้เป็นมาตรฐานอัตราคิดลดรายปี (เช่นเดียวกับมาตรฐานค่าก่อสร้าง ที่สมาคมฯ ได้ประกาศใช้มาตั้งแต่ปี 2543 ถึงปัจจุบัน)
3. ประโยชน์ต่อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่เกี่ยวข้อง ในการวางแผนการลงทุน หรืออื่น ๆ

### ตารางเวลาทำงาน

จัดทำโครงการศึกษาอิสระภายใน เดือนมีนาคม 2546 และนำเสนอผลงานวิจัยฉบับสมบูรณ์ภายในเดือนพฤษภาคม 2546 แสดงรายละเอียดตาม ภาคผนวก จ

### คณะนักศึกษารับผิดชอบโครงการ

คณะนักศึกษา จำนวน 3 คนที่ทำการศึกษานี้ ประกอบไปด้วย

1. นายสันต์ คงจันทร์ เลขประจำตัวนักศึกษา 4402034377
2. น.ส. สมณา จันทราสกววงศ์ เลขประจำตัวนักศึกษา 4402034583
3. นาย อัฐชัย พิริยะวัฒน์ เลขประจำตัวนักศึกษา 4402034963

## วิธีการศึกษาวิจัย

### ข้อสรุปแนวทางการหาค่าอัตราคิดลด

คณะนักศึกษาได้สรุปวิธีการหาค่าอัตราคิดลด ที่สามารถนำมาประยุกต์ใช้สำหรับการศึกษานี้ได้ 4 วิธีการ ตามรายละเอียดดังต่อไปนี้

#### 1. วิธีการที่ 1 Market Comparison Method

จากสูตรการคำนวณ ค่า  $R = I/V + G$

ค่าต่าง ๆ ตามสูตรข้างต้นได้มา ดังนี้

ค่า I = ค่าเช่าสุทธิต่อปี คำนวณโดยใช้ค่าเช่าอาคาร (ค่าเช่า/ตรม./ด.) ประมาณการเป็นปี (x12) คูณด้วยอัตราการใช้ (Occupancy rate) หักด้วยค่าใช้จ่ายประมาณการจากการสำรวจ

ค่า V = ราคาซื้อขายของห้องชุดสำนักงานภายในอาคาร (บาท/ตรม.) ในปัจจุบัน ซึ่งได้จากการสำรวจจากฝ่ายการตลาดของอาคาร และข้อมูลการจดทะเบียน ณ กรมที่ดิน

ค่า G = อัตราการเติบโตของค่าเช่า คิดเป็นร้อยละ โดยเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงของค่าเช่าในปี 2545 และปี 2546

#### 2. วิธีการที่ 2 Yield Comparison

พิจารณาค่าอัตราคิดลดจาก ค่า IRR ของอาคาร โดยข้อมูลได้จากการสัมภาษณ์ผู้จัดการ ฝ่ายการเงิน หรือเจ้าของอาคาร

โดยค่า IRR (Internal Rate of Return) หมายถึง ผลตอบแทนภายในของโครงการ ซึ่งได้จากการสัมภาษณ์ หรือการวิเคราะห์จากข้อมูลที่ได้ (กล่าวคือ ต้องทราบเงินลงทุนของโครงการเริ่มแรก และรายได้สุทธิในแต่ละปี และราคาขายโครงการในปีสุดท้าย)

#### 3. วิธีการที่ 3 Weighted Average Cost of Capital (WACC)

พิจารณาค่าอัตราคิดลดจากสัดส่วนเงินกู้กับเงินลงทุนของโครงการ จากข้อมูลในงบการเงินที่แสดงไว้ที่กระทรวงพาณิชย์ ([www.thairegister.go.th](http://www.thairegister.go.th)) และในตลาดหลักทรัพย์ ([www.set.or.th](http://www.set.or.th)) และข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้จัดการฝ่ายการเงิน เจ้าของอาคาร และรวมทั้งสถาบันการเงินที่ปล่อยสินเชื่อ

จากสูตรการคำนวณ  $WACC = Wd \times Kd + We \times Ke$

โดยที่

$Wd$  = Weighted for debt สัดส่วนเงินกู้ เป็นร้อยละ

$We$  = Weighted for equity สัดส่วนเงินลงทุนหรือส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นร้อยละ

$Kd$  = Cost of debt ต้นทุนเงินกู้หรืออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ เป็นร้อยละ

$Ke$  = Cost of equity ต้นทุนหรือผลตอบแทนของเงินลงทุนเป็นร้อยละ

โดยข้อมูลทั้งหมดได้จากการสัมภาษณ์ หรือจากงบการเงินข้างต้น

#### 4. วิธีการที่ 4 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

เป็น Model ทฤษฎีทางการเงินที่ใช้ในการหาอัตราคิดลดโดยใช้สูตร

$$\text{CAPM} = \text{Risk free rate} + \text{Risk premium}$$

หรือ

$$\text{CAPM} = R_f + (R_m - R_f) \times b$$

โดยค่าต่าง ๆ หาได้ดังนี้

Risk free rate (Rf) = อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง พิจารณาใช้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล อายุ 5 ปีเฉลี่ยทุกประเภท (Interpolation of Average Bid Yield at TBDC) เฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี (พ.ศ. 2543-2545) แสดงตามตาราง (รายละเอียดผลตอบแทนแสดงในภาคผนวก ฉ. ข้อมูล [www.bot.or.th](http://www.bot.or.th))

ปี	Interpolation of Average Bid Yield at TBDC (%)		
	3 เดือน	3 ปี	5 ปี
2543	2.59	4.10	4.99
2544	2.38	3.50	4.24
2545	1.93	2.55	3.31
เฉลี่ย 3 ปี	2.30	3.38	4.18
2546/Q1	1.53	1.81	2.17

ตารางที่ 1 : ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล

การศึกษานี้จะพิจารณาใช้พันธบัตรรัฐบาลอายุ 5 ปี เนื่องจากการประเมินวิธีการรายได้ (Income Approach by Discounted Cash Flow) โดยทั่วไปจะประมาณการอายุโครงการอนาคต ประมาณ 5 ปี ส่วนการใช้ตัวเลขค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี เนื่องจากการจัดการผันผวนของผลตอบแทนในระยะสั้น (นอกจากนี้ยังใช้ตัวเลขผลตอบแทน 3 ปี และ ไตรมาสแรกปี 2546 สำหรับกรณีศึกษาเพิ่มเติม)

Return on market (Rm) = อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ไทย (SET) ตามปกติแล้วควรใช้ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี โดยพิจารณาส่วนต่างเป็นร้อยละของค่า Market Cap ณ ปัจจุบัน กับเมื่อ 3 ปีที่แล้ว แต่ในกรณีศึกษานี้พบว่าผลตอบแทนในปี 2542 ถึง 2543 มีค่าต่ำกว่าปกติมาก คณะนักศึกษาก็จึงใช้ค่าเฉลี่ย 4 ปีแทน (โดยใช้ค่าเฉลี่ยเรขาคณิตเฉลี่ยเป็นผลตอบแทนรายปี) ดังนี้

Rm-Rf = Risk Premium ความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากความต้องการผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น คือ ส่วนต่างของ Rm และ Rf

ปี	Market Cap (พันล้านบาท)	ผลตอบแทนรายปี	ผลตอบแทน 5 ปี	เฉลี่ยต่อปี
2541	1,268.00			
2542	2,193.00	72.95%		
2543	1,279.00	-41.68%		
2544	1,607.00	25.65%		
2545	1,986.00	23.58%	56.62%	11.87%
2546/Q1	2,040.00	2.72%		10.88%

ที่มา : บริษัทหลักทรัพย์ทีเอสไอ จำกัด ([www.tiscosec.com](http://www.tiscosec.com))

ตารางที่ 2 : ข้อมูลผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ไทย

Beta (b) = ค่า Beta ในการศึกษาที่คณะนักศึกษาได้ใช้ตัวเลขเฉลี่ยค่า Beta ของกลุ่มบริษัทที่ประกอบธุรกิจการพัฒนอสังหาริมทรัพย์ (Property Development) ในตลาดหลักทรัพย์ โดยพิจารณาเฉพาะบริษัทที่ประกอบธุรกิจประเภทอาคารสำนักงาน 7 แห่ง ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ย 3 ปีที่ผ่านมา (พ.ศ. 2543-2545) เช่นกัน ดังนี้

ลำดับ	ชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	ค่า Beta
1	ชาญอิสสระ ดีเวลลอปเม้นท์	0.71
2	อิตาเลียนไทย ดีเวลลอปเม้นท์	1.37
3	เคปเปลไทย พร็อพเพอร์ตี้	1.32
4	แอล พี เอ็น ดีเวลลอปเม้นท์	1.20
5	ควอลิตี้เฮาส์	1.42
6	แสนสิริ	1.60
7	ซิโน-ไทย เอ็นจีเนียริ่ง	0.96
ค่าเฉลี่ย 7 บริษัท		1.22

ที่มา : บริษัทหลักทรัพย์ทีสโก้ จำกัด (www.tiscosec.com)

ตารางที่ 3 : แสดงค่าเบต้าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์  
ในกลุ่มธุรกิจอาคารสำนักงาน

โดยในการศึกษา คณะนักศึกษาย จะทำการหาค่าอัตราคิดลด จากวิธีการที่ 1 วิธีการที่ 2 และ วิธีการที่ 3 ข้างต้น ซึ่งเป็นค่าที่ได้จากการสำรวจ โดยนำค่าที่ได้แต่ละวิธีการนำมาเปรียบเทียบกับค่าอัตราคิดลดที่ได้จากวิธีการที่ 4 (CAPM) ซึ่งเป็นค่าอัตราคิดลดโดยรวมของอุตสาหกรรม และเป็นค่าที่ได้จากข้อมูลที่เป็นทฤษฎี

และการศึกษาจะเปรียบเทียบค่าอัตราคิดลดที่สำรวจได้ (วิธีการที่ 1 วิธีการที่ 2 และวิธีการที่ 3) กับค่าที่ได้จากข้อมูลทฤษฎี (วิธีการที่ 4) เพื่อพิจารณาโดยสรุปว่าในแต่ละทำเล ค่าอัตราคิดลดมีความแตกต่าง หรือคล้ายคลึงจากอุตสาหกรรมอย่างไร เพื่อนำไปประยุกต์ใช้ในการประเมินราคาทรัพย์สิน  
ผลการศึกษา วิเคราะห์จะแสดงรายละเอียดในลำดับต่อไป

## ผลการศึกษาวิจัย

จากผลการสำรวจพบว่า ค่าที่ได้จากการสำรวจ 3 วิธีการข้างต้น สามารถสำรวจตัวเลขที่เกี่ยวข้อง เพื่อทำการคำนวณค่าอัตราคิดลดได้สมบูรณ์เพียง วิธีการที่ 1 เท่านั้น ส่วนวิธีการที่ 2 และวิธีการที่ 3 สำรวจแล้วพบว่าข้อมูลที่ได้ไม่อาจนำมาพิจารณาได้ ดังนี้

**วิธีการที่ 1** ค่าที่ต้องสำรวจ คือ ค่าเช่า ราคาซื้อขาย และอัตราการเติบโต สามารถสำรวจได้ ทุกอาคารสำหรับตัวเลขค่าเช่า และอัตราการเติบโตของค่าเช่า เนื่องจากเป็นตัวเลขที่แต่ละอาคารเสนอให้ลูกค้าทั่วไป ส่วนราคาซื้อขายก็สามารถสำรวจได้ทุกอาคารที่มีการซื้อขาย (อาคารสำนักงานในกรุงเทพฯ มี 2 ประเภท คือ อาคารสำนักงานให้เช่า (เช่าอย่างเดียว ไม่ซื้อขาย) และคอนโดสำนักงาน (ทั้งให้เช่าและซื้อขาย) โดยอาคารใดที่มีการซื้อขายก็จะมีราคาขาย (รวมทั้งการตรวจสอบ ณ กรมที่ดิน) ส่วนอาคารที่มีแต่การให้เช่าอย่างเดียว คณะนักศึกษา ได้ทำการประเมินราคาโดยใช้วิธีการประเมินราคาที่เหมาะสม คือ วิธีการเปรียบเทียบราคาตลาด (Market Approach) โดยเปรียบเทียบกับอาคารอื่น ๆ ที่มีการซื้อขายในบริเวณใกล้เคียง

**วิธีการที่ 2 และวิธีการที่ 3** สำรวจแล้วพบว่าข้อมูลที่สามารถได้คณะนักศึกษาพบว่าไม่อาจนำมาพิจารณาได้ เนื่องจากไม่สามารถสะท้อนตัวเลข ณ ปัจจุบันได้ กล่าวคือ

1. วิธีการที่ 2 (ค่า IRR) การสำรวจผลตอบแทนของอาคารต่าง ๆ ไม่อาจทราบผลตอบแทนได้ชัดเจน เนื่องจากอาคารต่าง ๆ ส่วนใหญ่ก่อสร้างมานานเกือบ 10 ปี การเก็บตัวเลขผลตอบแทนของอาคารต่าง ๆ ไม่ต่อเนื่อง และในช่วง 4-5 ปีที่ผ่านมาส่วนใหญ่ประสบปัญหาวิกฤติเศรษฐกิจ ทำให้อาคารต่าง ๆ ส่วนใหญ่ประสบปัญหาการขาดทุน ส่วนโครงการอาคารสำนักงานใหม่ ที่จะสามารถนำตัวเลขที่เป็นปัจจุบันมาใช้ได้ก็ไม่มีการก่อสร้างขึ้นมาเลยในช่วง 4-5 ปีที่ผ่านมา

2. วิธีการที่ 3 (WACC) การพิจารณาจากสัดส่วนเงินลงทุนกับสัดส่วนเงินกู้เช่นเดียวกับวิธีการที่ 2 เนื่องจากอาคารต่าง ๆ ได้พัฒนามานานแล้วเกือบ 10 ปี ตัวเลขที่ได้จากการสัมภาษณ์ก็ได้มาบางส่วน และที่ได้มาก็ไม่อาจนำมาใช้เป็นปัจจุบันได้เช่นกัน เนื่องจากเป็นตัวเลขเมื่อ 10 ปีก่อน ส่วนในปัจจุบันก็ไม่มีการพัฒนาอาคารใหม่ จึงไม่อาจทราบได้ ส่วนการพิจารณาจากงบการเงินของบริษัท ([www.thairegister.go.th](http://www.thairegister.go.th)) ข้อมูลที่ได้ก็ไม่อาจนำมาใช้เช่นกัน เนื่องจากส่วนใหญ่เป็น ณ ปี 2544 ซึ่งบริษัทส่วนใหญ่ประสบปัญหาทางการเงินจากช่วงวิกฤติเศรษฐกิจที่ผ่านมา ข้อมูลในงบการเงินบางแห่งก็มีสัดส่วนหนี้สินสูงมาก (บางส่วนก็เป็นหนี้ NPLs หรือเคยเป็น) ปัญหาอีกประการหนึ่งของวิธีการนี้ที่เป็นข้อจำกัดของวิธีการนี้ ณ ปัจจุบัน คือ อัตราดอกเบี้ยต่ำ และผลตอบแทนของผู้ลงทุนต่ำผิดปกติ เนื่องจากวิกฤติเศรษฐกิจ ทำให้อาคารที่ได้จากวิธีการนี้ ต่ำกว่าปกติมาก

สำหรับวิธีการที่ 2 และวิธีการที่ 3 คณะนักศึกษาจึงได้พิจารณาแนวทางเพิ่มเติม โดยการสำรวจค่าอัตราคิดลดจาก 2 วิธีการข้างต้น โดยทำการสัมภาษณ์จากสถาบันการเงินเนื่องจากเป็นผู้ให้สินเชื่อและทราบถึงตัวเลขที่เป็นปัจจุบันได้ดีพอสมควร โดยได้ทำการสำรวจสถาบันการเงินจำนวน 6 แห่ง

ส่วนวิธีการที่ 4 ซึ่งเป็นค่าอัตราคิดลดของอุตสาหกรรม ที่ใช้เพื่อการเปรียบเทียบนั้น คณะนักศึกษาได้ทำการเก็บข้อมูลต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องได้ครบถ้วน สามารถเปรียบเทียบค่าอัตราคิดลดของอุตสาหกรรม กับค่าอัตราคิดลดที่สำรวจได้ ซึ่งใช้วิธีการที่ 1 ข้างต้น แสดงผลการคำนวณค่าอัตราคิดลดแต่ละวิธีการ แยกแต่ละทำเล แต่ละอาคารต่าง ๆ ดังนี้

1. ค่าอัตราคิดลดสำหรับท่าอากาศยานสีลม ที่ได้จากการสำรวจ 25 อาคาร (วิธีการที่ 1 วิธีการที่ 2 และวิธีการที่ 3) เปรียบเทียบค่าอัตราคิดลดของอุตสาหกรรม (วิธีการที่ 4) แสดงผลตามตาราง ดังต่อไปนี้

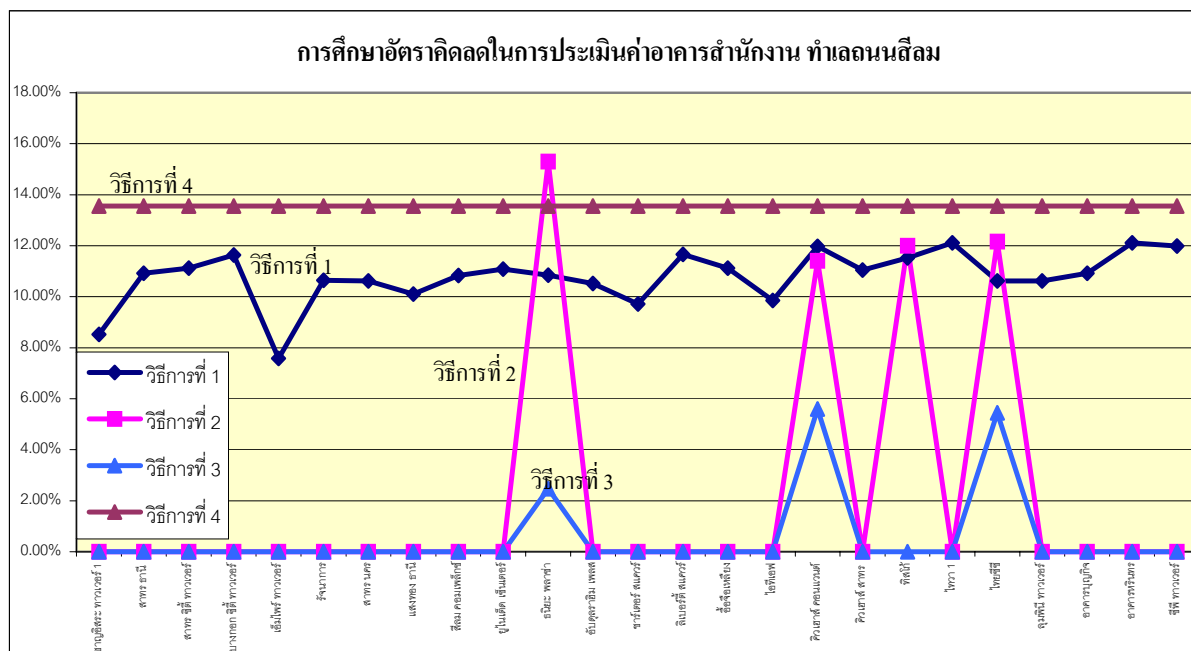
ผลการคำนวณอัตราคิดลดในภาคประเมินค่าอสังหาริมทรัพย์ Bangkok CBD																						
ค่าลดความเสี่ยง																						
ลำดับ	ชื่ออาคาร	ที่ตั้งอาคาร	จำนวนชั้น	อายุอาคาร (ปี)	ชั้นค่า	ค่า Discount Rate ของค่าลดความเสี่ยง											ค่า Discount Rate ของภาครวม					
						1: Market Comparison R=IV+G						2: Yield		3: WACC			4: CAPM					
						ค่าปรับลด	ข้อบกพร่อง	Growth	Aver	Discount(1)	Discount(2)	IR	Dbt	Retm	Eqy	Retm	Disrate	Rskdice	Mktretm	Bta	Disrate	
1	ชาบูอิตระกาวเวอร์	ถนนพระราม4	27	0	8%	30	3000	5%	252%	110%	852%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
2	สาทรธานี	ถนนสาทรเหนือ	20	8	8%	30	3000	0%		84%	102%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
3	สาทรซิตี้ทาวเวอร์	ถนนสาทรใต้	31	7	8%	40	4000	5%		136%	1113%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
4	บางกอกซิตี้ทาวเวอร์	ถนนสาทรใต้	30	7	9%	40	4000	5%		141%	1163%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
5	เอ็มโพเรียมทาวเวอร์	ถนนสาทรใต้	38	7	9%	40	4000	0%		50%	78%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
6	จัสมิน	ถนนสาทรใต้	31	0	8%	40	3000	0%		802%	1064%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
7	สาทรนคร	ถนนสาทรเหนือ	32	8	9%	40	4000	0%		80%	102%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
8	เสนาทธานี	ถนนสาทรเหนือ	36	9	8%	40	3000	5%		128%	100%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
9	ลิ้นแยมคันทรี	ถนนสีลม	32	9	9%	40	3000	5%		133%	108%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
10	ยูไนต์ซิตีทาวเวอร์	ถนนสีลม	30	8	9%	30	3000	5%		138%	1108%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
11	ธานีชลทนท์	ถนนสีลม	30	7	9%	30	3000	3%		113%	108%	153%	4%	3%	5%	12%	24%	48%	1187%	122	135%	
12	อิมบูร์นิมิลเดส	ถนนพระราม4	34	6	8%	30	4000	0%		80%	102%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
B	ชาตวิลล่าทาวเวอร์	ถนนสาทรเหนือ	33	6	8%	30	3000	0%		70%	92%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
H	ลิ้นแยมคันทรี	ถนนสีลม	32	8	9%	40	3000	0%		194%	116%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
5	อิมบูร์นิมิลเดส	ถนนพระราม4	33	4	8%	40	4000	0%		89%	1113%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
6	โยนิฟ	ถนนสีลม	35	2	9%	30	3000	0%		73%	98%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
7	ก๊วยหลอนเนด	ถนนสีลม	34	0	9%	30	3000	0%		98%	1197%	114%	4%	6%	6%	5%	50%	48%	1187%	122	135%	
8	ก๊วยหลอนเนด	ถนนสาทรใต้	30	7	9%	40	3000	0%		85%	110%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
9	ทิกโก้	ถนนสาทรเหนือ	22	5	10%	40	4000	0%		90%	1152%	120%					00%	48%	1187%	122	135%	
10	โกล	ถนนสาทรใต้	21	2	9%	40	3000	0%		93%	121%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
11	โยนิฟ	ถนนสาทรใต้	35	0	9%	30	3000	0%		80%	102%	121%	3%	9%	4%	0%	55%	48%	1187%	122	135%	
12	คูนนี่ทาวเวอร์	ถนนพระราม4	30	0	9%	30	3000	0%		80%	102%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
13	อคาตลิน	ถนนสาทรเหนือ	15	7	8%	30	3000	0%		84%	102%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
14	อคาตลิน	ถนนสาทรเหนือ	18	0	9%	40	3000	0%		95%	121%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
15	ซีทีทาวเวอร์	ถนนสีลม	30	0	10%	40	3000	0%		94%	119%	00%					00%	48%	1187%	122	135%	
Average rate						30	3000	3%		107%	107%	122%					48%				135%	
Market rate										107%												

หมายเหตุ:

เราคำนวณค่าลดความเสี่ยงตามวิธีการที่ในเอกสารลำดับที่(57-1517-182123-25)เป็นเอกสารอ้างอิงหลักทั้งนี้เป็นการประเมินราคาโดยวิธีการเปรียบเทียบราคาตลาด(Market Approach)

2ค่า Discount(1)ในวิธีการที่นำมาซึ่งอัตราคิดลดที่คำนวณโดยใช้ Growth rate จะแตกต่างกันค่า Discount(2)หมายถึงการคำนวณโดยใช้ Average of Growth rate ทั้งภาค

## ผลตามตารางข้างต้นแสดงเป็นกราฟได้ดังนี้



หมายเหตุ : เส้นกราฟในวิธีการที่ 2 และ 3 ที่จุดศูนย์ หมายถึง ไม่มีข้อมูลค่าอัตราคิดลด (Discount rate)

กราฟที่ 1 : แสดงผลการคำนวณค่าอัตราคิดลด ทำเลถนนสีลม วิธีการที่ 1 , 2 และ 3  
เปรียบเทียบค่าอัตราคิดลดอุตสาหกรรม

โดยสรุปค่าอัตราคิดลดของอาคารสำนักงานทำเลถนนสีลม จำนวน 25 อาคาร แต่ละวิธีการ ตามตาราง ดังนี้

วิธีการ	ช่วงค่าอัตราคิดลด	เฉลี่ย
วิธีการที่ 1	7.58-12.11%	10.79%
วิธีการที่ 2	11.41-15.30%	12.72%
วิธีการที่ 3	2.47-5.60%	4.50%
วิธีการที่ 4	13.56%	

ตารางที่ 5 : สรุปค่าอัตราคิดลดของอาคารสำนักงาน ทำเลถนนสีลมแต่ละวิธีการ

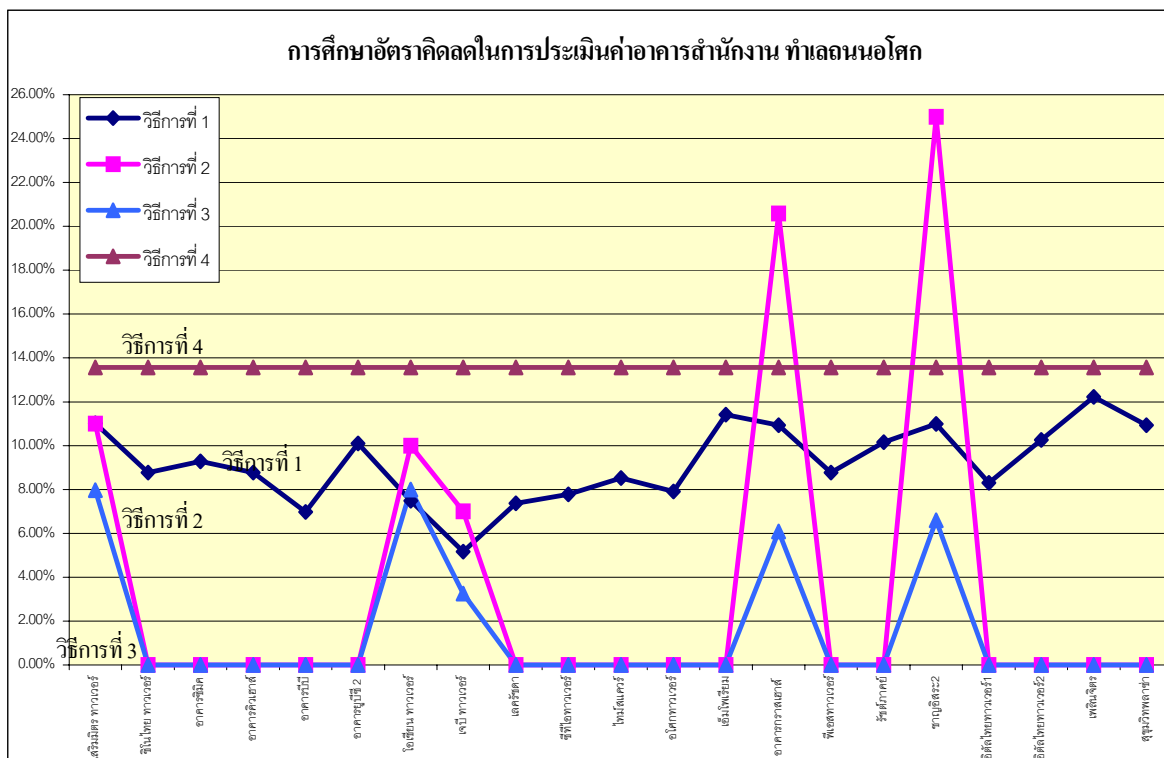
นอกจากนี้ยังมีข้อมูลทั่วไปของอาคารสำนักงานที่เกี่ยวข้อง เช่น ค่าเช่า ราคาซื้อขาย อัตราการเช่า ตามตาราง ดังนี้

	ช่วง	โดยเฉลี่ย
1.ค่าเช่า (บาท/ตรม./เดือน)	300-500	393
2.ราคาซื้อขาย (บาท/ตรม.)	30,000-50,000	37,000
3.อายุอาคาร (ปี)	4-13	9
4.จำนวนชั้น	14-58	30
5.อัตราการเช่า (%)	80-100	85

ตารางที่ 6 : ข้อมูลทั่วไปของอาคารสำนักงาน ทำเลถนนสีลม

2. สำหรับทำเลถนนอโศก ได้ค่าอัตราคิดลดจากการสำรวจ (วิธีการที่ 1 วิธีการที่ 2 และวิธีการที่ 3) เปรียบเทียบค่าอัตราคิดลดของอุตสาหกรรม (วิธีการที่ 4) แสดงผลดังต่อไปนี้

ผลตามตารางข้างต้นแสดงเป็นกราฟได้ดังนี้



หมายเหตุ : เส้นกราฟในวิธีการที่ 2 และ 3 ที่จุดศูนย์ หมายถึง ไม่มีข้อมูลค่าอัตราคิดลด (Discount rate)

กราฟที่ 2 : แสดงผลการคำนวณค่าอัตราคิดลด ทำเลถนนอโศก วิธีการที่ 1 , 2 และ 3  
เปรียบเทียบค่าอัตราคิดลดอุตสาหกรรม

โดยสรุปค่าอัตราคิดลดของอาคารสำนักงานทำเลถนนอโศก จำนวน 21 อาคาร แต่ละวิธีการ ตามตารางดังนี้

วิธีการ	ช่วงค่าอัตราคิดลด	เฉลี่ย
วิธีการที่ 1	6.97-11.40%	9.20%
วิธีการที่ 2	7.00-25.00%	14.72%
วิธีการที่ 3	3.25-8.00%	6.38%
วิธีการที่ 4	13.56 %	

ตารางที่ 8 : สรุปค่าอัตราคิดลดของอาคารสำนักงาน ทำเลถนนอโศกแต่ละวิธีการ

นอกจากนี้ยังมีข้อมูลทั่วไปของอาคารสำนักงานที่เกี่ยวข้อง เช่น ค่าเช่า ราคาซื้อขาย อัตราการเช่า ตามตาราง ดังนี้

	ช่วง	โดยเฉลี่ย
1.ค่าเช่า (บาท/ตรม./เดือน)	200-460	307
2.ราคาซื้อขาย (บาท/ตรม.)	25,000-40,000	30,419
3.อายุอาคาร (ปี)	5-20	11
4.จำนวนชั้น	16-42	26
5.อัตราการเช่า (%)	60-100%	84%

ตารางที่ 9 : ข้อมูลทั่วไปของอาคารสำนักงาน ทำเลถนนอโศก

ผลที่สำรวจและคำนวณค่าอัตราคิดลดข้างต้น ในแต่ละทำเลในเบื้องต้นพบว่ามีความแตกต่างในแต่ละทำเล และแตกต่างกับตัวเลขค่าอัตราคิดลดในอุตสาหกรรม ซึ่งจะสรุปผลการศึกษาวิจัยในบทต่อไป

## สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

### สรุปผลการศึกษา

จากผลการคำนวณค่าอัตราคิดลด ตามตารางที่ 4 และ ตารางที่ 7 คณะนักศึกษสามารถสรุปค่าอัตราคิดลดเฉลี่ยแต่ละทำเลที่ได้จากวิธีการที่ 1 วิธีการที่ 2 และวิธีการที่ 3 ซึ่งเป็นค่าที่ได้จากการสำรวจ เปรียบเทียบกับค่าอัตราคิดลดที่ได้จากวิธีการที่ 4 ซึ่งเป็นค่าอัตราคิดลดของอุตสาหกรรม ได้ตามตาราง ดังนี้

ทำเล	วิธีที่ 1	วิธีที่ 2	วิธีที่ 3	วิธีที่ 4
	Market	IRR	WACC	CAPM
1. ถนนสีลม ฯ	10.79 %	12.72 %	4.50 %	13.56%
2. ถนนอโศกฯ	9.20 %	14.72 %	6.38 %	

ตารางที่ 10 : ผลสรุปค่าอัตราคิดลดในแต่ละวิธีการ เทียบกับค่าอัตราคิดลด  
ของอุตสาหกรรมแยก 2 ทำเล

ตามที่กล่าวไว้ในบทที่ 4 วิธีการที่เหมาะสมในการพิจารณาค่าอัตราคิดลด คือผลที่ได้จากวิธีการที่ 1 ซึ่งสะท้อนภาวะอัตราคิดลด ณ ปัจจุบันได้ตามตลาด ซึ่งถือได้ว่าเป็นอัตราคิดลดตลาดสำหรับทำเลแต่ละทำเลข้างต้น เพื่อทำการเปรียบเทียบกับค่าอัตราคิดลดของอุตสาหกรรม ที่ได้จากวิธีการที่ 4

ผลสรุปของการศึกษานี้ พบว่าค่าอัตราคิดลดตลาดแต่ละทำเล (จากวิธีการที่ 1) เมื่อเปรียบเทียบกับค่าอัตราคิดลดของอุตสาหกรรม (วิธีการที่ 4) พบว่าทำเลถนนสีลมมีค่าอัตราคิดลด ต่ำกว่า ค่าของอุตสาหกรรมประมาณ =  $13.56 - 10.79 = 2.77\%$  และทำเลถนนอโศก ต่ำกว่า ค่าอัตราคิดลดอุตสาหกรรม ประมาณ =  $13.56 - 9.20 = 4.36\%$  และสรุปผลค่าอัตราคิดลดได้ตามตารางดังนี้

ทำเล	วิธีการที่ 1	วิธีการที่ 4	ส่วนต่าง
	(อัตราคิดลดตลาด)	(อัตราคิดลดอุตสาหกรรม)	
1. ถนนสีลม ฯ	10.79%	13.56%	-2.77%
2. ถนนอโศก	9.20%	13.56%	-4.36%

ตารางที่ 11 : การเปรียบเทียบค่าอัตราคิดลดรายทำเล กับค่าอัตราคิดลดอุตสาหกรรม

โดยนัยของข้อสรุปข้างต้น ที่อัตราคิดลดของ 2 ทำเลข้างต้นต่ำกว่าค่าอัตราคิดลดของ อุตสาหกรรม แสดงความหมายในเชิงการลงทุนได้ว่า การประเมินค่าความเสี่ยงในการลงทุนในธุรกิจอาคารสำนักงานใน 2 ทำเลข้างต้น มีความเสี่ยงน้อยกว่าการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนประเภทอาคารสำนักงานในตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม การลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงกว่า ก็อาจได้รับผลตอบแทนสูงกว่า (high risk high return)

ส่วนการเปรียบเทียบระหว่างทำเล โดยค่าอัตราคิดลดของทำเลถนนอโศกต่ำกว่าถนนสีลม ถ้าพิจารณาตามนัยนี้ก็หมายถึงว่าการลงทุนในทำเลถนนอโศกมีความเสี่ยงต่ำกว่านั้น อาจไม่เป็นจริง เนื่องจากในการลงทุนในธุรกิจอาคารสำนักงานนั้น ถนนสีลมจะมีค่าความเสี่ยงต่ำสุด เนื่องจากถือได้ว่าเป็นทำเล ที่ดีที่สุดในธุรกิจอาคารสำนักงานในกรุงเทพมหานคร แต่กรณีการศึกษานี้ที่ได้ตัวเลขเช่นนี้ คณะนักศึกษาพบว่าค่าอัตราคิดลดถนนอโศกต่ำนั้น มีสาเหตุมาจากอัตราค่าเช่าพื้นที่สำนักงานของย่านอโศกต่ำมากในปัจจุบัน (เนื่องจากปัญหา Over supply และปัญหาการจราจรติดขัด เนื่องจากการก่อสร้างเส้นทางรถไฟใต้ดินบนถนนสายนี้ในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา ทำให้ค่าเช่าบนถนนสายนี้ลดลงต่ำลงมาก เมื่อเทียบกับสัดส่วนความแตกต่างระหว่างทำเลถนนอโศก และถนนสีลมในช่วงก่อนหน้านี้นี้ที่แตกต่างกันเพียง 5-10% เท่านั้น แต่ปัจจุบันค่าเช่าเฉลี่ยของทั้งสองทำเลต่างกันถึง 30% - ตามตาราง 4.3 ค่าเช่าอาคารสำนักงานทำเลถนนสีลม ตารางเมตรละ ประมาณ 400 บาท และทำเลถนนอโศก ประมาณตารางเมตรละ 300 บาท แต่ราคา

ซื้อขายไม่ได้ลดต่ำลงในสัดส่วนเดียวกัน ทำให้สัดส่วนของค่าเช่าหารด้วยราคาซื้อขาย ตามวิธีการที่ต่ำกว่าปกติ รวมทั้งอัตราการเติบโตที่ต่ำเนื่องจากปัญหาข้างต้นเช่นกัน ทำให้ค่าอัตราคิดลดของทำเลนี้ในปัจจุบันน่าจะต่ำกว่าความเป็นจริง

อย่างไรก็ตาม คณะนักศึกษาเห็นว่า ตัวเลขอัตราคิดลดที่ได้จากการศึกษาเป็นการสะท้อนภาวะตลาด แม้ว่าตัวเลขของทำเลถนนอโศกจะต่ำกว่าทำเลถนนสีลมก็ตาม โดยในเชิงการประเมินราคาราคานั้นการที่ค่าอัตราคิดลดในทำเลถนนอโศกต่ำ ไม่ได้หมายความว่ามูลค่าที่ประเมินได้จะสูงกว่าทำเลถนนสีลม เนื่องจากในการประเมินราคาราคานั้นหากค่าเช่าต่ำจะส่งผลให้กระแสเงินสดต่ำไปด้วย อันจะเป็นผลให้ทรัพย์สินในทำเลถนนอโศกมีมูลค่าต่ำกว่าทรัพย์สินในทำเลถนนสีลมได้เช่นกัน

นอกจากนี้ คาดว่าในต้นปี 2547 ที่จะมีการเปิดบริการของรถไฟฟ้าใต้ดิน (ปัจจุบันการก่อสร้างรถไฟฟ้าบนถนนสายนี้เพิ่งจะแล้วเสร็จ) ทำให้การคมนาคมในย่านนี้สะดวกขึ้นมาก น่าจะส่งผลต่อการปรับตัวสูงขึ้นของค่าเช่าพื้นที่สำนักงานย่านนี้อีกครั้งหนึ่ง ซึ่งจะส่งผลต่อค่าอัตราคิดลดได้อีก

สำหรับการนำค่าอัตราคิดลดที่ได้ไปใช้ คณะศึกษามีข้อพึงระวังหลายประการ ดังนี้

1. การศึกษานี้เป็นการศึกษาในขั้นต้น ในอนาคตควรมีการดำเนินการศึกษาอย่างต่อเนื่อง เพื่อวิเคราะห์พฤติกรรมแนวโน้ม และความสัมพันธ์ ของค่าอัตราคิดลดระหว่างทำเล และค่าอัตราคิดลดของแต่ละทำเลกับอัตราคิดลดอุตสาหกรรมต่อไป
2. อัตราคิดลดที่ได้จากการศึกษานี้เป็นอัตราคิดลดที่ทำการสำรวจวิจัยจากอาคารสำนักงานที่มีอายุการใช้งานพอสมควร การนำค่าอัตราคิดลดที่ได้มาใช้กับอาคารใหม่ควรจะต้องมีการปรับใช้ตามความเหมาะสม
3. อัตราคิดลดที่ได้จากการศึกษานี้ เป็นอัตราคิดลดในภาพรวม (aggregate) ของแต่ละทำเล หากนำอัตราคิดลดที่ได้ไปใช้กับอสังหาริมทรัพย์เฉพาะราย จะต้องพิจารณาปัจจัยอื่น ๆ เช่น ทำเล ที่ตั้งของอาคาร รูปแบบอาคาร การบริหารอาคาร ชื่อเสียงของเจ้าของอาคาร และอื่น ๆ เป็นองค์ประกอบเพื่อนำไปปรับใช้อัตราคิดลดกับอสังหาริมทรัพย์เป็นราย ๆ ไปด้วย
4. ในการประเมินราคาด้วยวิธีการรายได้ การใช้ค่าอัตราคิดลดโดยวิธีการ C APM นั้นถ้ามีการประมาณการกระแสเงินสด (Cash Flow) มากหรือน้อยกว่า 5 ปี ก็ควรเปลี่ยนแปลงค่า Risk Free Rate ให้สอดคล้องตามอายุของกระแสเงินสดด้วย
5. ในอนาคตการศึกษาค่าอัตราคิดลดด้วยวิธีการที่ 1 อาจพิจารณาค่า Growth rate เพิ่มเติม ด้วยการพิจารณาถึงค่าอัตราการเข้าพัก (Occupancy rate) เนื่องจากการเติบโตของรายได้ส่วนหนึ่งน่าจะมาจากอัตราการเข้าพักที่สูงขึ้นด้วย (หรือลดลงในทางกลับกัน)

โดยสรุปค่าอัตราคิดลด ณ ปัจจุบัน (เมษายน 2546) สำหรับการประเมินราคาอาคารสำนักงานใน 2 ทำเลที่ศึกษา คือ ทำเลถนนสีลม เท่ากับ 10.79% และ ทำเลถนนอโศก เท่ากับ 9.20%

### ข้อเสนอแนะ

เพื่อเป็นประโยชน์ต่อการศึกษาในเรื่องนี้ในอนาคต คณะศึกษามีข้อเสนอแนะที่เป็นประโยชน์ ดังนี้

1. ทำการศึกษาเพิ่มเติมในช่วงเวลาต่อไป เพื่อพิสูจน์ค่าส่วนต่างระหว่างทำเล (Location Premium) กับค่าอัตราคิดลดอุตสาหกรรม (Industry discount rate) เปรียบเทียบกับการศึกษานี้ว่าจะมีความสัมพันธ์กันหรือไม่ อย่างไรต่อไป
2. ทำการศึกษาเพิ่มเติมในกรณี การแบ่งตามระดับของอาคารสำนักงาน เช่น อาคารเกรด A และ B เป็นต้น เพื่อประโยชน์ในการนำไปใช้ได้ละเอียดมากขึ้น
3. ทำการศึกษาต่อเนื่องไปยังทำเลอื่น ๆ เพื่อสามารถเปรียบเทียบได้ในภาพรวมของอาคารสำนักงาน
4. ทำการศึกษาต่อเนื่องไปยัง อสังหาริมทรัพย์ประเภทอื่น ๆ เช่น โครงการที่อยู่อาศัย อาคารชุดพักอาศัย อพาร์ทเมนท์ โรงแรม รีสอร์ท ศูนย์การค้า เป็นต้น
5. การศึกษาโครงการที่มีการลงทุนระยะสั้น เช่น โครงการที่อยู่อาศัย น่าจะสามารถใช้การหาค่าอัตราคิดลด ด้วยวิธีการที่ 2 (IRR) และวิธีการที่ 3 (WACC) ได้ดี เนื่องจากเป็นโครงการที่อยู่อาศัยเป็นการลงทุนในระยะสั้น 1-3 ปี สามารถสะท้อนค่า IRR และ ค่า WACC ที่เป็นปัจจุบันได้ดีกว่า

ท้ายนี้คณะนักศึกษา หวังว่าการศึกษาวิจัยนี้จะเป็นประโยชน์ตามวัตถุประสงค์ของการศึกษา โดยเฉพาะเป็นแนวทางในการศึกษาต่อไปในอนาคตให้ครบทุกทำเล ทุกประเภทของอสังหาริมทรัพย์ เพื่อสามารถนำไปใช้ได้เป็นอย่างดี ประโยชน์สูงสุด