

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2549 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ.2550 ใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน โดยเลือกศึกษากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การบริหารจัดการของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม 8 แห่ง รวม 13 กองทุน ทำการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน, ความเสี่ยง, ค่าสัมประสิทธิ์การแปรผัน(Coefficient of variance) เพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนที่ได้ต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยง, ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation coefficient) เพื่อพิจารณาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับอัตราผลตอบแทนของตลาด จากนั้นจะวัดผลการดำเนินงานแต่ละกองทุนโดยใช้วิธีของ Sharp ซึ่งใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนเป็นตัวชี้วัดความเสี่ยง วิธีของ Treynor ซึ่งใช้ค่าเบต้าเป็นตัวชี้วัดความเสี่ยง และวิธีของ Jensen ซึ่งใช้ค่าอัลฟาเป็นมาตรวัดผลการดำเนินงาน นอกจากนี้ในงานวิจัยยังได้ศึกษาถึงปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกองทุนโดยใช้วิธีวิเคราะห์ความสัมพันธ์ทางสถิติแบบ Ordinary Least Squares และใช้การประมาณค่าแบบ Fixed Effect model โดยการคำนวณค่าต่าง ๆ ดังกล่าวจะคำนวณจากมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย และราคาปิดของหน่วยลงทุน

การศึกษ้อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม พบว่า ในปี พ.ศ. 2549 อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์สูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดทุกกองทุน แต่ในปี พ.ศ. 2550 อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดทุกกองทุน ซึ่งให้ผลเหมือนกันทั้งการคำนวณจากมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย และราคาปิดของหน่วยลงทุน แต่มีความแตกต่างกันในส่วนของอันดับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม และเมื่อพิจารณาตลอดระยะเวลา 2 ปี พบว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดเพียง 2 กองทุน คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มิลเลียนเนร์ กับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ไทอินดัสเตรียล 1 เมื่อคำนวณจากมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ยูโอบี อะพาร์ทเมนท์ 1 กับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทคอน เมื่อคำนวณจากราคาปิดของหน่วยลงทุน

ส่วนความเสี่ยงของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ สามารถพิจารณาได้จาก ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และค่าสัมประสิทธิ์การแปรผัน พบว่า กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ส่วนใหญ่มีความเสี่ยงต่ำกว่าตลาดทั้งในปี พ.ศ. 2549 พ.ศ. 2550 และตลอดระยะเวลา รวม 2 ปี

นอกจากนี้ในการศึกษาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ซึ่งเป็นการหาความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับอัตราผลตอบแทนของตลาด พบว่ากองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่ มีอัตราผลตอบแทนของกองทุนเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับ อัตราผลตอบแทนของตลาด นั่นคือ เมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดเพิ่มขึ้น อัตราผลตอบแทนของ กองทุนรวมก็เพิ่มสูงขึ้นด้วย

ในการศึกษาวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมโดยใช้มาตรวัดของ Sharpe , Treynor และ Jensen พบว่าไม่มีความสอดคล้องกัน โดยค่ามาตรวัดของ Sharpe มีผลการดำเนินงาน ที่แปรผกผันกับค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน โดยกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานดี จะมีค่า ความเสี่ยงจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานต่ำ เมื่อคำนวณจากมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย กองทุนรวมที่มีค่ามาตรวัด Sharpe สูงสุด ปี พ.ศ.2549 คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มิลเลียนแนร์ ปี พ.ศ.2550 คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เจซี และระยะเวลา รวม 2 ปี คือ กองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์บางกอก และเมื่อคำนวณจากราคาปิดพบว่า กองทุนรวมที่มีค่ามาตรวัด Sharpe สูงสุด ปี พ.ศ.2549 คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ยูโอบี อะพาร์ตเมนต์ 1 ปี พ.ศ. 2550 คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ทียูโดม เวสซีเดนท์เซียล คอมเพล็กซ์ และระยะเวลา รวม 2 ปี คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทอินด์ัสเตรียล 1

ส่วนค่ามาตรวัดของ Treynor จะแปรผกผันกับค่าเบต้าของกองทุนรวม โดยกองทุนรวม ที่มีผลการดำเนินงานดี จะมีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือค่าเบต้าต่ำ เมื่อคำนวณจาก มูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย กองทุนรวมที่มีค่ามาตรวัด Treynor สูงสุด ปี พ.ศ.2549 คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์บางกอก ปีพ.ศ. 2550 คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เอ็มเอฟซี- นิชดาธานี และระยะเวลา รวม 2 ปี คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทอินด์ัสเตรียล 1 และ เมื่อคำนวณจากราคาปิดพบว่า กองทุนรวมที่มีค่ามาตรวัด Treynor สูงสุด ปี พ.ศ.2549 คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มิลเลียนแนร์ ปี พ.ศ. 2550 และระยะเวลา รวม 2 ปี คือ กองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ไทอินด์ัสเตรียล 1

ค่ามาตรฐานวัดของ Jensen หรือค่าอัลฟา จะมีผลการดำเนินงานแปรผันตาม อัตราผลตอบแทนแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมโดยกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานดี จะมี อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมสูง เมื่อคำนวณจากมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย กองทุนรวม ที่มีค่ามาตรฐานวัด Jensen สูงสุด ปี พ.ศ.2549 คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มิลเลียนแนร์ ปี พ.ศ. 2550 คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์สนามบินสมุย และระยะเวลารวม 2 ปี คือ กองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์มิลเลียนแนร์ และเมื่อคำนวณจากราคาปิดพบว่า กองทุนรวมที่มีค่ามาตรฐานวัด Treynor สูงสุด ปี พ.ศ.2549 คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทอินตันเตรียล 1 ปี พ.ศ. 2550 คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เอ็มเอฟซี-นิชดาธานี และระยะเวลารวม 2 ปี คือ กองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ยูโอบี อะพาร์ทเมนท์ 1

ในการศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลกระทบกับอัตราผลตอบแทนของ กองทุนรวมโดยใช้วิธีวิเคราะห์ความสัมพันธ์ทางสถิติแบบ Ordinary Least Squares โดยพิจารณา อัตราผลตอบแทนจากมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย พบว่า ผลการศึกษาเป็นไปในทิศทางเดียวกับ สมมติฐานที่ตั้งไว้โดย อัตราการเปลี่ยนแปลงของ GDP, อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตรา แลกเปลี่ยนค่าเงินบาทเทียบกับเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ, อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาตลาด หลักทรัพย์, และอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีการลงทุนภาคเอกชน(Private Investment Index) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ส่วนอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสะสมทรัพย์แบบประจำ 1 ปีเฉลี่ย, อัตราการ เปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันดิบโลก, อัตราเงินเฟ้อ, อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย พันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาทองคำแท่งในตลาดโลก มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

เมื่อศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลกระทบกับอัตราผลตอบแทนของ กองทุนรวม โดยพิจารณาอัตราผลตอบแทนจากราคาปิดของหน่วยลงทุน พบว่า อัตราการ เปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนค่าเงินบาทเทียบกับเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ มีความสัมพันธ์ ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยมีทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม เนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนค่าเงินบาทมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจทั้งในแง่บวกและแง่ลบ ประเทศไทย ยังคงต้องพึ่งพาการนำเข้าสินค้าทุนจากต่างประเทศ การที่ค่าเงินอ่อนตัวลงจะกระทบโดยตรงกับ ต้นทุนการนำเข้าสินค้าหรือเครื่องจักรจากต่างประเทศ ดังนั้น หากบริษัทมีต้นทุนในการดำเนินงาน สูงขึ้น ย่อมทำให้กำไรจากผลประกอบการลดลง และอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคา

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เช่นกัน โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม เนื่องจากหากดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวสูงขึ้น นักลงทุนอาจจะมีการย้ายเงินไปลงทุนในหลักทรัพย์อื่นที่อยู่ในตลาดซึ่งสามารถให้อัตราผลตอบแทนที่ดีกว่า เนื่องจากอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงน้อย ส่งผลให้ราคาหน่วยของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ลดต่ำลงได้ ทำให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมลดลง

อย่างไรก็ตามการศึกษานี้ได้มีระยะเวลาในการศึกษาเพียง 2 ปี ซึ่งมีกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์บางกองทุนอยู่ในระยะเริ่มก่อตั้ง จึงทำให้มีข้อจำกัดในด้านจำนวนข้อมูล ดังนั้น การศึกษาในครั้งต่อไปควรเพิ่มระยะเวลาในการศึกษาให้มากขึ้น และอาจทำการศึกษาปัจจัยในระดับจุลภาค อาทิ ประเภทของอสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนรวมลงทุน ซึ่งจะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมแตกต่างกัน หรือพิจารณาปัจจัยทางคุณภาพร่วมด้วย เพื่อให้ให้นักลงทุนได้ใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุนต่อไป

กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยเฉพาะเรื่องฉบับนี้สำเร็จลุล่วงด้วยดี ผู้เขียนขอขอบพระคุณ รศ.ดร.โกวิท ชาญวิทย์พวงศ์ อาจารย์ที่ปรึกษางานวิจัยเฉพาะเรื่อง และ ผศ.เต็มใจ สุวรรณทัต กรรมการ งานวิจัยเฉพาะเรื่อง ที่ได้กรุณาสละเวลาอันมีค่า ให้คำปรึกษา แนะนำแนวทางและแก้ไข ข้อบกพร่องต่างๆ งานวิจัยเฉพาะเรื่องฉบับนี้สำเร็จเรียบร้อยและมีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

ขอขอบคุณบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม เจ้าหน้าที่ประจำห้องสมุด มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ที่ให้ความอนุเคราะห์ด้านข้อมูล และเจ้าหน้าที่โครงการเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ ที่ได้เอื้ออำนวยความสะดวกในด้านต่างๆ

ขอขอบคุณผู้บังคับบัญชา เพื่อนร่วมงานทุกท่าน รวมถึงเพื่อน ๆ พี่ๆ โครงการ เศรษฐศาสตร์ธุรกิจรุ่น 9 สำหรับความช่วยเหลือและคำแนะนำต่าง ๆ ที่มีค่า กำลังใจที่มีตลอดมา ทำให้ผู้เขียนเกิดความตั้งใจและความมุ่งมั่น

สุดท้ายนี้ผู้เขียนขอขอบพระคุณ บิดา มารดา ทุกคนในครอบครัวที่เอาใจใส่ ให้คำปรึกษาและเป็นกำลังใจที่ดีเสมอมา

หากงานวิจัยเฉพาะเรื่องฉบับนี้มีคุณค่าทางการศึกษา ผู้เขียนขอมอบให้แก่ทุกท่าน เพื่อเป็นประโยชน์ในภายภาคหน้า หากมีความผิดพลาดหรือข้อบกพร่องประการใดที่เกิดขึ้น ในงานวิจัยนี้ ผู้เขียนขออภัยแต่เพียงผู้เดียว

ศิริลักษณ์ อารงรักษ์กุล

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

พ.ศ. 2551