

บทที่ 6

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

6.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษามูลการดำเนินงานของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้มีการคำนวณค่าความเสี่ยง และผลตอบแทนต่างๆ จากราคาปิดของหน่วยลงทุน ณ วันทำการสุดท้ายของสัปดาห์ และของเดือน และมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยซึ่งเป็นข้อมูลรายเดือน โดยทำการศึกษาในปี พ.ศ. 2548, ปี พ.ศ. 2549, ปี พ.ศ. 2550, ปี พ.ศ. 2551, ช่วงปี พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2549, ช่วงปี พ.ศ. 2550 ถึง พ.ศ. 2551, ช่วงปี พ.ศ. 2549 ถึง พ.ศ. 2551 และรวมตลอดระยะเวลาในการศึกษา 4 ปี

จำนวนกองทุนรวมที่ใช้ในศึกษามีทั้งสิ้น 16 กองทุน ซึ่งลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ 5 ประเภท ได้แก่ ที่อยู่อาศัย อาคารสำนักงาน โรงงานอุตสาหกรรม ศูนย์การค้า และท่าอากาศยาน ทั้งนี้กองทุนรวม JCP ไม่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงไม่มีข้อมูลราคาปิดทั้งรายสัปดาห์และรายเดือน

การวัดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ พบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือน ซึ่งคำนวณจากราคาปิดหน่วยลงทุนรายสัปดาห์ และรายเดือน อยู่ในระดับใกล้เคียงกัน บ่งชี้ถึงความผันผวนของราคาหน่วยลงทุนรายสัปดาห์ที่ไม่มากนัก มีปัจจัยสนับสนุนจากการที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ยังมีสภาพคล่องในตลาดหลักทรัพย์ไม่มาก ความหนาแน่นของการซื้อขายจึงอยู่ในระดับต่ำ ขณะที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือน ซึ่งคำนวณจากมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยรายเดือน ส่วนมากจะให้อัตราผลตอบแทนเป็นบวก และอยู่ในระดับที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด นอกจากนี้ ในช่วงปี พ.ศ. 2551 ที่ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงรุนแรงจากผลกระทบของวิกฤติเศรษฐกิจทั่วโลก แต่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ส่วนมาก ยังคงให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนในระดับที่สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงเป็นอันดับต้นไม่ได้กระจุกตัวอยู่เพียงกองทุนที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ประเภทใดประเภทหนึ่ง อีกทั้งอันดับดังกล่าวยังแตกต่างกันไปในแต่ละช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาเช่นกัน

ในด้านความเสี่ยง พบว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์โดยส่วนใหญ่มีความเสี่ยงต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์ พิจารณาจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ต่ำกว่าค่าสัมประสิทธิ์การแปรผันที่ต่ำกว่าของตลาด

ในส่วน of ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ พบว่า กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่ มีอัตราผลตอบแทนในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ กล่าวคือ เมื่ออัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้น อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมก็เพิ่มขึ้นเช่นกัน

สำหรับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้น จากการวัดผลการดำเนินงานตามมาตรวัด Sharpe กรณีที่คำนวณจากราคาปิดหน่วยลงทุนรายสัปดาห์ และรายเดือน พบว่ามีกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ 2 กองทุนที่มีผลการดำเนินงานดีกว่าตลาดทุกช่วงปี คือ TFUND และ SIRIPF ส่วนกรณีที่คำนวณจากมูลค่าสินทรัพย์สุทธิรายเดือน พบว่ามี 3 กองทุนที่มีผลการดำเนินงานดีกว่าตลาดทุกช่วงปี คือ MNIT, JCP และ CPNRF

จากการวัดผลการดำเนินงานตามมาตรวัด Treynor กรณีที่คำนวณจากราคาปิดหน่วยลงทุนรายสัปดาห์ พบว่ามีกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ 2 กองทุนที่มีผลการดำเนินงานดีกว่าตลาดทุกช่วงปี คือ SIRIPF และ TFUND ส่วนกรณีที่คำนวณจากราคาปิดหน่วยลงทุนรายเดือน พบว่ามี 4 กองทุนที่มีผลการดำเนินงานดีกว่าตลาดทุกช่วงปี คือ SIRIPF และ FUTUREPF และกรณีที่คำนวณจากมูลค่าสินทรัพย์สุทธิรายเดือน พบว่ามี 1 กองทุนที่มีผลการดำเนินงานดีกว่าตลาดทุกช่วงปี คือ QHPF

จากการวัดผลการดำเนินงานตามมาตรวัด Jensen กรณีที่คำนวณจากราคาปิดหน่วยลงทุนรายสัปดาห์ พบว่ามีกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ 4 กองทุนที่มีผลการดำเนินงานดีกว่าตลาดทุกช่วงปี คือ MNIT, SIRIPF และ FUTUREPF ส่วนกรณีที่คำนวณจากราคาปิดหน่วยลงทุนรายเดือน พบว่ามี 2 กองทุนที่มีผลการดำเนินงานดีกว่าตลาดทุกช่วงปี คือ SIRIPF และ FUTUREPF และกรณีที่คำนวณจากมูลค่าสินทรัพย์สุทธิรายเดือน พบว่ากองทุนส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานดีกว่าตลาดทุกช่วงปี ยกเว้น UOBAPF และ TU-PF

ในการทดสอบการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมด้วยการวิเคราะห์ความแปรปรวนแบบจำแนกทางเดียว (One-way Analysis of Variance - ANOVA) พบว่า เมื่อเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แต่ละประเภท ตามมาตรวัด Sharpe, Treynor และ Jensen ส่วนใหญ่ให้ผลการดำเนินงานที่ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ยกเว้นกรณีของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุนในโครงการท่าอากาศยานคือ SPF ที่มีผลการดำเนินงานตามมาตรวัด Treynor ซึ่งคำนวณจากมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยรายเดือน

ในช่วงปี พ.ศ. 2550 ถึง พ.ศ. 2551 และมาตรวัด Jensen ในปี พ.ศ. 2550 แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 และ 95 ซึ่งสอดคล้องกับ อัตราผลตอบแทนของกองทุนดังกล่าวที่สูงที่สุด และสูงกว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทอื่นเป็นอย่างมาก ในช่วงเวลาทั้งสอง อย่างไรก็ตามก็มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกองทุนรวม SPF คำนวณจากมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยขายเดือนในช่วงเวลาดังกล่าว ก็สูงที่สุดเช่นกัน สะท้อนถึงผลตอบแทนจากการลงทุนที่มากกว่าเพื่อชดเชยระดับความเสี่ยงที่สูงขึ้น

สำหรับกรณีของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุนในโครงการโรงงานอุตสาหกรรม คือ TIF1 ที่มีผลการดำเนินงานตามมาตรวัด Treynor ซึ่งคำนวณจากราคาปิดหน่วยลงทุนรายเดือน ในปี พ.ศ. 2549 แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ พบว่ามาตรวัด Treynor ในช่วงเวลาดังกล่าว ไม่สามารถเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมได้ทั้งหมด เนื่องจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์บางแห่ง ให้ค่ามาตรวัด Treynor เป็นบวก ทั้งที่ค่าเบต้ามีค่าเป็นลบ จึงไม่สามารถสะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงได้

ส่วนการคำนวณหาความเสี่ยงด้วยวิธี Value at Risk (VaR) ช่วยผู้ลงทุนในการพิจารณาเลือกกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จะลงทุน เนื่องจากสามารถวัดความเสี่ยงออกมาเป็นมูลค่าได้ ซึ่งจากการศึกษาพบว่า การคำนวณหาความเสี่ยง (%VaR) ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วยวิธี Delta-Normal สามารถประมาณการระดับการขาดทุนได้แม่นยำกว่าวิธี Historical

ผู้ลงทุนควรลงทุนระยะยาวในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เพื่อที่จะได้รับผลตอบแทนในอัตราที่ดีกว่า โดยสามารถนำระดับความเสี่ยงและผลตอบแทนดังกล่าวมาใช้ประกอบการพิจารณาลงทุน นอกจากนี้ระดับความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ไม่ได้กระจุกตัวอยู่ที่ประเภทของอสังหาริมทรัพย์เพียงชนิดใดชนิดหนึ่ง หากผู้ลงทุนต้องการกระจายการลงทุนเพื่อขจัดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบออกไป ก็ควรใช้มาตรวัด Treynor ในการพิจารณาผลการดำเนินงานจากระดับความเสี่ยง และใช้มาตรวัด Jensen ในการพิจารณาผลการดำเนินงานจากระดับผลตอบแทน เพราะมาตรวัดทั้งสองใช้ค่าเบต้า ซึ่งเป็นตัวชี้วัดความเสี่ยงของกองทุนที่ถูกกระจายความเสี่ยงแล้ว ขณะเดียวกันก็นำเทคนิค VaR เข้ามาพิจารณาความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมได้อีกทางหนึ่ง ซึ่งช่วยให้ผู้ลงทุนทราบถึงโอกาส และมูลค่าในการขาดทุนจากการลงทุนนั้น อย่างไรก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาปัจจัยพื้นฐานของแต่ละกองทุนเช่นกัน

6.2 ข้อเสนอแนะ

1. การศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลตั้งแต่เดือนมกราคม 2548 ถึง เดือนธันวาคม 2551 ซึ่งมีกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์บางกองทุนอยู่ในระยะเริ่มก่อตั้ง ข้อมูลในการศึกษาที่มีอยู่จำนวนน้อย จึงทำให้การเปรียบเทียบความเสี่ยง ผลตอบแทน และผลการดำเนินงานยังไม่ชัดเจน ดังนั้น การศึกษาครั้งต่อไปควรรวบรวมข้อมูลในช่วงเวลาที่ยาวนานกว่าเพื่อช่วยให้การวิเคราะห์เห็นภาพมากขึ้น

2. มาตรการ Treynor ที่ให้ผลลัพธ์เป็นค่าบวก แต่ค่าเบต้า และค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงที่ใช้ในการคำนวณนั้นเป็นลบ ไม่สะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกองทุน จึงไม่สามารถประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมนั้นเพื่อนำไปเปรียบเทียบกับค่ามาตรฐานที่คำนวณจากกองทุนรวมอื่นได้ ดังนั้น ผู้ลงทุนควรระมัดระวังในการนำมาตรวัดประเภทนี้ไปใช้ เพราะหากเกิดเกิดข้อบกพร่อง จะทำให้การวัดผลการดำเนินงานนั้นไม่มีความเหมาะสม

3. การทดสอบการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมด้วยการวิเคราะห์ความแปรปรวนแบบจำแนกทางเดียว จะเกิดข้อจำกัดหากข้อมูลประชากรในแต่ละกลุ่มประเภทกองทุนรวมที่ทำการศึกษาไม่เพียงพอ ซึ่งผู้ที่สนใจอาจนำวิธีการทดสอบอื่นๆ มาใช้ในการวิเคราะห์แทน

4. ผู้ลงทุนสามารถทำการประเมินมูลค่าความเสี่ยง และทดสอบความสามารถในการวัดความเสี่ยงของการขาดทุนจากการลงทุนด้วยเทคนิค Value at Risk (VaR) ได้อย่างสม่าเสมอ เพื่อเพิ่มความแม่นยำในการวัดผล

5. เครื่องมือในการวัดความเสี่ยง ผลตอบแทน และผลการดำเนินงานของกองทุนรวมมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง จึงมีความเป็นไปได้ที่ในระยะยาว จะมีวิธีการในการพิจารณาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่เหมาะสม และมีประสิทธิภาพมากกว่าในขณะนี้ ผู้ลงทุนจึงควรศึกษา และติดตามความคืบหน้าที่จะเกิดขึ้นในประเด็นที่เกี่ยวข้องกันนี้