



ใบรับรองวิทยานิพนธ์  
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

ปริญญา

บริหารธุรกิจ

บริหารธุรกิจ

สาขา

ภาควิชา

เรื่อง พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน กรณีศึกษากลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Institutional Investors Investment Behavior: A Case Study of Property Development Sector of the Stock Exchange of Thailand.

นามผู้วิจัย นายสิริภัทร เกาฏีระ

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

( ผู้ช่วยศาสตราจารย์ภัทรกิตติ์ เนตินิยม, Ph.D. )

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม

( อาจารย์ณัฐวุฒิ คุ้มตนเจริญชัย, D.B.A. )

หัวหน้าภาควิชา

( ผู้ช่วยศาสตราจารย์ภัทรกิตติ์ เนตินิยม, Ph.D. )

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์รับรองแล้ว

( รองศาสตราจารย์กัญญา วีระกุล, D.Agr. )

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

วันที่ ..... เดือน ..... พ.ศ. ....

สิขสิขจิ มทาวิตยาลัยเกษตรศาสตร์

วิทยานิพนธ์

เรื่อง

พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน กรณีศึกษา กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์  
ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Institutional Investors Investment Behavior: A Case Study of Property Development Sector  
of The Stock Exchange of Thailand

โดย

นาย สิริภัทร เกาฏีระ

เสนอ

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์  
เพื่อความสมบูรณ์แห่งปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

พ.ศ. 2556

ลิขสิทธิ์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

สิริกัทร เกาภูริระ 2556: พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน กรณีศึกษา  
กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปรินญาบริหารธุรกิจ  
มหบัณฑิต สาขาบริหารธุรกิจ คณะบริหารธุรกิจ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก:  
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ภัทรกิติดี เนตินิยม, Ph.D. 45 หน้า

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งกำกับโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์  
และตลาดหลักทรัพย์ ได้กำหนดนโยบายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายแลกเปลี่ยนกันสูง เพื่อ  
ป้องกันไม่ให้นักลงทุนรายย่อยได้รับผลกระทบจากการซื้อขายที่ผิดปกติ โดยการประกาศ  
กลุ่มหลักทรัพย์ที่ต้องซื้อขายด้วยบัญชีเงินสดล่วงหน้า ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
ระหว่าง 1 กรกฎาคม 2551 ถึง 30 มิถุนายน 2555 โดยตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดรายชื่อ  
หลักทรัพย์ที่เข้าเงื่อนไข คือ (1) มี PE ratio มากกว่า 50 เท่า หรือ ขาดทุน (2) อัตราการหมุนเวียน  
การซื้อขายต่อสัปดาห์ (1W-Turnover) มากกว่าร้อยละ 50 และ มูลค่าซื้อขายต่อวันในรอบสัปดาห์  
มากกว่า 100 ล้านบาทต่อวัน นโยบายดังกล่าวอาจเป็นการจำกัดอำนาจซื้อของนักลงทุน ซึ่งถูก  
กำหนดให้ซื้อหลักทรัพย์ที่อยู่ในเกณฑ์ด้วยบัญชีเงินสด ซึ่งอาจไม่เป็นธรรมต่อหลักทรัพย์ที่มี  
แนวโน้มผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น การศึกษาครั้งนี้พิจารณาปัจจัยพื้นฐานที่อาจใช้เป็นตัวบ่งชี้ถึง  
การฟื้นตัวของหลักทรัพย์ที่ถูกประกาศให้อยู่ในเกณฑ์หลักทรัพย์ที่มีการหมุนเวียนสูง ยกเว้นกลุ่ม  
สถาบันการเงิน จำนวน 48 หลักทรัพย์ โดยกำหนดให้ตัวแปรตามมี 2 เงื่อนไขคือ (1) หลักทรัพย์  
ซึ่งมีการเติบโตของสินทรัพย์มากกว่าร้อยละ 5 หรือ (2) อัตราส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนต่อ  
หนี้สินหมุนเวียนมากกว่า 1.5 เท่า และตัวแปรอิสระจำนวน 9 ตัวแปร การวิเคราะห์ถดถอยแบบ  
โลจิสติกถูกนำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลในเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณ จากการศึกษาพบว่า  
เพื่อความเป็นธรรมต่อหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายแลกเปลี่ยนกันสูง ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับ  
หลักทรัพย์ที่จะเปลี่ยนแปลงเป็นหลักทรัพย์ประเภทที่มีการฟื้นตัวของผลการดำเนินงานอย่าง  
แท้จริงอาจถูกกำหนดโดยปัจจัยดังต่อไปนี้ อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้น อัตรา  
การเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน กระแสเงินสด กำไรต่อหุ้น ที่มีระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

Sirapat Kaoteera 2013: Institutional Investors Investment Behavior: A Case Study of Property Development Sector of The Stock Exchange of Thailand. Master of Business Administration, Major Field: Business Administration. Thesis Advisor: Assistant Professor Pattaragit Netiniyom, Ph.D. 45 pages.

The Stock Exchange of Thailand (SET), supervised by the Securities Exchange Commission (SEC) issues the measurement for the abnormal trading volume to protect the speculators, mostly retail investors by named of cash balance trading list. The speculative stocks defined by SET are companies (1) have net loss or P/E ratio greater than 50 times and (2) trading volume is greater than 100 million baht per day and average volume per day is more than 50% of free float. The announcement of cash trading balance list effects the trading pattern of these securities that need to trade in pre-paid cash account only. The buying volume of cash balance list securities is normally lessened than before. This phenomena effect the price pattern of securities, technical analysis, that may be unfair for the investors who expect the turnaround of companies' performance. This study explores the factors guiding to the turnaround of companies' performance of cash balance list announced by SET from 2008 to 2012 except the finance sector. The numbers of observed companies are 48 companies. The independent variable is (1) the listed companies with total asset growth more than 5% or (2) their current ratio is greater than 1.5. The dependent variables consist of 9 variables from previous studies. The logistic analysis is applied to evaluate for both qualitative and quantitative factors. The study find that the fair practice on high volume stocks may relate to the turnaround of companies that leading factors of gross profit margin change, debt level change, cash flow, earning per share, at confident level of 95%.

---

Student's signature

---

Thesis Advisor's signature

## กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาครั้งนี้สำเร็จลุล่วงได้ ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ภัทรกิตติ์ เนตินิยม อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก ที่ได้กรุณาให้คำปรึกษา แนะนำ และปรับปรุงแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ให้แก่ผู้เขียนมาโดยตลอด รวมทั้งขอกราบขอบพระคุณ ดร.ณัฐวุฒิ คุ้มฉนวน ธีรรัชย์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม ที่ได้กรุณาสละเวลาอันมีค่าให้คำแนะนำ และปรับปรุงแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ทำให้วิทยานิพนธ์เล่มนี้ได้สำเร็จลุล่วงและสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

พร้อมกันนี้ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณอาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ ให้แก่ผู้เขียน และขอขอบพระคุณผู้คิดค้นทฤษฎีต่างๆ ผู้วิจัยหลายๆ ท่าน ที่ผู้เขียนได้ใช้ศึกษาค้นคว้าและนำข้อมูลมาอ้างอิงในการศึกษาครั้งนี้

สุดท้ายนี้ขอขอบพระคุณบุพการีที่อยู่เบื้องหลังความสำเร็จ ตลอดจนขอขอบคุณ พี่ๆ เพื่อนๆ น้องๆ ทุกท่านที่คอยเป็นกำลังใจมาโดยตลอด หากวิทยานิพนธ์เล่มนี้เป็นประโยชน์ ผู้เขียนขอมอบให้แต่ผู้มีพระคุณทุกท่าน แต่หากมีสิ่งใดที่เป็นข้อบกพร่อง ผู้เขียนขอน้อมรับแต่เพียงผู้เดียว และขออภัยมา ณ โอกาสนี้

สิรภัทร เกาฏีระ

มีนาคม 2556

## สารบัญ

	หน้า
สารบัญตาราง	(3)
บทที่ 1 บทนำ	1
ความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์เพื่อการวิจัย	5
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	5
ขอบเขตการศึกษา	5
บทที่ 2 แนวคิดทางทฤษฎี และการตรวจสอบเอกสาร	8
แนวคิดทางทฤษฎี	8
ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	12
บทที่ 3 วิธีการศึกษา	18
วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล	18
วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล	23
ระยะเวลาที่ใช้ในการวิจัย	23
บทที่ 4 ผลและวิจารณ์	24
ผลการวิเคราะห์ข้อมูล	24
วิจารณ์ผลการศึกษา	35
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	37
สรุปผลการวิจัย	37
ข้อจำกัดของการศึกษา	38
ข้อเสนอแนะ	38
เอกสารและสิ่งอ้างอิง	40
ภาคผนวก	43

สารบัญ (ต่อ)

หน้า

ประวัติการศึกษาและการทำงาน

45



## สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
1	ผลการทดสอบ Unit Root ณ ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	27
2	การทดสอบ Unit Root ของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์	28
3	การตรวจสอบ Multicollinearity ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	29
4	การตรวจสอบ Multicollinearity หลักทรัพย์กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์	30
5	ผลทดสอบสมการถดถอยเชิงซ้อน ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	30
6	ผลทดสอบสมการถดถอยเชิงซ้อนหลักทรัพย์กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์	33
<b>ตารางผนวกที่</b>		
1	สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	44
2	สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์	44

# บทที่ 1

## บทนำ

### ความสำคัญของปัญหา

อสังหาริมทรัพย์เป็นธุรกิจที่มีบทบาทสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจและสังคมของประเทศไทย โดยธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ เป็นธุรกิจที่มีบทบาทต่อภาคการผลิตในหลายอุตสาหกรรม เช่น อุตสาหกรรม วัสดุก่อสร้าง ผลิตภัณฑ์ซีเมนต์ กระเบื้อง เป็นต้น การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์สามารถเลือกลงทุนได้หลากหลายช่องทาง ได้แก่ การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์โดยตรง โดยการซื้อ ที่ดิน บ้าน อาคาร คอนโดมิเนียม เป็นต้น อีกทางเลือกหนึ่งของลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ คือการลงทุนในหลักทรัพย์ในหมวดอสังหาริมทรัพย์ และการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ซึ่งถือเป็นสินทรัพย์ทางการเงินชนิดหนึ่ง โดยลงทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET)

ในด้านของการลงทุนหลักทรัพย์ในหมวดอสังหาริมทรัพย์ สามารถแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มวัสดุก่อสร้าง (Construction Materials) และกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Property Development) ซึ่งหลักทรัพย์ในหมวดอสังหาริมทรัพย์นี้ นักลงทุนส่วนใหญ่จะนิยมเข้ามาลงทุนในช่วงเวลาที่เศรษฐกิจรุ่งเรือง แต่การลงทุนในหลักทรัพย์หมวดอสังหาริมทรัพย์ก็มีความเสี่ยงในด้านต่างๆ ได้แก่ ความเสี่ยงจากการเพิ่มขึ้นของต้นทุน ความเสี่ยงในด้านของผู้รับเหมาก่อสร้าง ความเสี่ยงจากการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมและการเข้าถึงแหล่งเงินทุน และความเสี่ยงด้านการตลาด เป็นต้น

ส่วนในด้านกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จัดตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อนำเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยลงทุนไปซื้อและหรือเช่าอสังหาริมทรัพย์และจัดหาผลประโยชน์จากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ลักษณะทั่วไปของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) จะต้องลงทุน เพื่อให้ได้มาและมีไว้ซึ่งอสังหาริมทรัพย์หรือสิทธิในการเข้าร่วมกันอย่างน้อยร้อยละ 75 ของสินทรัพย์สุทธิ โดยอสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุนต้องเป็นอสังหาริมทรัพย์ที่ตั้งอยู่ในประเทศไทย ดำเนินการก่อสร้างไปแล้วไม่น้อยกว่าร้อยละ 80 และไม่อนุญาตให้กองทุนรวมซื้อที่ดินว่างเปล่า ทั้งนี้กองทุนรวมจะต้องถืออสังหาริมทรัพย์ไว้ไม่น้อยกว่า 1 ปี สำหรับผลตอบแทนสำหรับผู้ถือหน่วยลงทุนของ

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นคณะกรรมการ ก.ล.ต.ได้กำหนดไว้ในกรณีที่กองทุนรวมมีกำไรสุทธิในแต่ละปี บริษัทจัดการต้องจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหน่วยลงทุน ไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของกำไรสุทธิประจำปี (รูกฟงศ์ ประกาศะโนบล, 2548) ความแตกต่างของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทุนทั่วไป คือกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไม่ได้ลงทุนในหลักทรัพย์เพียงอย่างเดียว แต่มีวัตถุประสงค์เพื่อระดมเงินทุนจากประชาชน ด้วยการขายหน่วยลงทุน และนำเงินทุนที่ได้ไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ที่อยู่อาศัย หรือหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ ตามที่กฎหมายกำหนด โดยมุ่งเน้นการบริหารอสังหาริมทรัพย์ ให้ได้ผลตอบแทนสม่ำเสมอ มากกว่าการซื้ออสังหาริมทรัพย์เพื่อการพัฒนาและขายต่อ ในด้านผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้มาจาก 2 ทางคือ ในรูปของกำไรส่วนเกิน (Capital Gain) จากการเพิ่มขึ้นของราคาหน่วยลงทุน และอัตราผลตอบแทนที่ได้รับในรูปของเงินปันผล โดยที่ตามหลักเกณฑ์ของกองทุนรวมจะต้องจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนในอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 90 ของกำไรสุทธิ

### ประเภทของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (แบ่งตามสิทธิในอสังหาริมทรัพย์)

1. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold เป็นกองทุนรวมที่ลงทุนโดยการ “ซื้อ” อสังหาริมทรัพย์เพื่อเป็นเจ้าของ และนำรายได้จากการให้เช่าพื้นที่มาจ่ายเป็นเงินปันผล (Dividend) ให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุน ดังนั้น กองทุนรวมประเภทนี้จึงมีกรรมสิทธิ์เต็มในอสังหาริมทรัพย์ที่เข้าไปลงทุน และเมื่อเลิกกองทุนแล้ว ก็สามารถขายอสังหาริมทรัพย์ออกไปเพื่อนำเงินมาเฉลี่ยคืนให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนได้ โดยผู้ถือหน่วยลงทุนจะได้รับเงินลงทุนคืนตามมูลค่าที่กำหนด ซึ่งขึ้นอยู่กับมูลค่าของอสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนรวมขายได้ตอนเลิกกอง โดยที่หากมูลค่าการของอสังหาริมทรัพย์สูงกว่าตอนที่กองทุนเข้าไปซื้อตอนแรก มูลค่าหน่วยลงทุนที่ผู้ลงทุนจะได้รับคืนก็จะเพิ่มสูงขึ้นด้วย

2. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Leasehold เป็นกองทุนรวมที่ลงทุนโดยการ “เช่า” อสังหาริมทรัพย์ จึงไม่มีกรรมสิทธิ์ในอสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุน มีเพียงสิทธิในการนำอสังหาริมทรัพย์นั้น ไปหาผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาของสัญญาเช่าที่กองทุนได้ตกลงไว้กับเจ้าของ เช่น 20 ปี และเมื่อครบกำหนดสัญญาเช่า ก็ต้องคืนอสังหาริมทรัพย์ให้แก่เจ้าของ ซึ่งหมายความว่าตอนเลิกกองทุน มูลค่าสิทธิการเช่าจะเท่ากับศูนย์

ในด้านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นแหล่งซื้อขาย หลักทรัพย์และ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จะมีทั้งนักลงทุนที่เป็นบุคคลธรรมดา และนักลงทุนสถาบันที่เข้ามา ลงทุน โดยที่นักลงทุนที่ประสบความสำเร็จส่วนใหญ่จะเป็นนักลงทุนสถาบันเนื่องจาก นักลงทุน สถาบันจะมีการลงทุนที่อาศัยหลักการ รวมทั้งปฏิบัติการตามข้อกำหนดของกฎหมาย จึงทำให้มีการ ซื้อขายที่มีประสิทธิภาพกว่านักลงทุนบุคคลทั่วไป (อำนาจ ลีชาติพิชญกุล 2521:55)

การลงทุนของนักลงทุนสถาบันมีลักษณะคล้ายคลึงกับ การลงทุนแบบเน้นคุณค่า (Value Investing) ซึ่งผู้ที่ริเริ่มแนวคิดนี้คือ เบนจามิน เกรแฮม โดยคำนิยามตั้งแต่เริ่มแรกของเบนจามิน เกรแฮม อยู่บนพื้นฐานของคุณลักษณะหลักสามประการของตลาดการเงิน ได้แก่

1) ราคาของหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงขึ้นๆลงๆอย่างมีนัยสำคัญ มีสเตอร์มาร์เก็ตจะ ปรากฏตัวทุกวันเพื่อซื้อหรือขายหลักทรัพย์ โดยมิสเตอร์มาร์เก็ตมีอารมณ์ผันผวน อารมณ์ดังกล่าว จะส่งผลต่อราคาที่เขาเต็มใจซื้อขายหลักทรัพย์

2) แม้ราคาตลาดของสินทรัพย์ทางการเงินจะเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา แต่สินทรัพย์ เหล่านี้มีมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานซึ่งค่อนข้างมีเสถียรภาพ กล่าวอีกนัยหนึ่ง ราคาตลาดและมูลค่าที่ แท้จริงของหลักทรัพย์เป็นคนละสิ่งกัน

3) กลยุทธ์ของการเข้าซื้อหลักทรัพย์ เมื่อเวลาที่ราคาตลาดอยู่ในระดับต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง อย่างมีนัยสำคัญจะสร้างผลตอบแทนที่เหนือกว่าในระยะยาว เบนจามิน เกรแฮมเรียกส่วนต่าง ระหว่างมูลค่าและราคาว่า ส่วนเผื่อเพื่อความปลอดภัย (Margin of Safety) ส่วนต่างนี้ควรจะต้องอยู่ที่ ครั้งหนึ่งหรือไม่ต่ำกว่า หนึ่งในสามของมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน

กระบวนการของการลงทุนแบบเน้นคุณค่าคือ

- คัดเลือกหลักทรัพย์เพื่อทำการประเมินมูลค่า
- ประเมินมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ดังกล่าว
- กำหนดส่วนเผื่อเพื่อความปลอดภัยที่เหมาะสมของหลักทรัพย์แต่ละตัว

- ตัดสินใจว่าจะซื้อหลักทรัพย์แต่ละตัวมากน้อยแค่ไหน ซึ่งจะรวมถึงการสร้างพอร์ต-  
โฟลิโอ และการกำหนดระดับการกระจายความเสี่ยงที่นักลงทุนต้องการ

- ตัดสินใจว่าจะขายหลักทรัพย์ดังกล่าวเมื่อไร

นักลงทุนตามปัจจัยพื้นฐานสามารถแบ่งออกได้เป็นสองกลุ่มคือ กลุ่มนักลงทุนที่เน้น  
เศรษฐศาสตร์มหภาค และกลุ่มนักลงทุนที่เน้นไปที่คุณลักษณะของบริษัท

กลุ่มนักลงทุนที่เน้นเศรษฐศาสตร์มหภาค จะใส่ใจต่อปัจจัยทางเศรษฐกิจซึ่งส่งผลต่อ  
หลักทรัพย์ทั้งหมดหรือหลักทรัพย์กลุ่มใหญ่ ปัจจัยดังกล่าวจะรวมถึงอัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย อัตรา  
แลกเปลี่ยน อัตราการว่างงาน และอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจทั้งระดับประเทศและระดับโลก  
กลุ่มนักลงทุนที่เน้นคุณลักษณะของบริษัท จะศึกษาประวัติของหลักทรัพย์เพื่อดูว่าราคา

หลักทรัพย์เคลื่อนไหวอย่างไรในการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยต่างๆ  
อย่างเช่น ผลกำไร, สภาพธุรกิจ, การแนะนำผลิตภัณฑ์ใหม่, การปรับปรุงเทคโนโลยีการผลิต,  
การเปลี่ยนแปลงผู้บริหาร, การเติบโตของอุปสงค์, การเปลี่ยนแปลงระดับการก่อหนี้, การลงทุนใน  
โรงงานและเครื่องจักรใหม่ๆ, การซื้อกิจการอื่นๆและการขายธุรกิจ และอื่นๆ จะพยายามคาดการณ์  
ว่า ปัจจัยใดบ้างที่มีโอกาสเกิดการเปลี่ยนแปลง โดยจะพิจารณาข้อมูลของบริษัทและอุตสาหกรรม  
รวมถึงความรู้ทั่วไปของตัวเอง (พรชัย รัตนนันทชัยสุข, 2550)

จากพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน ในการลงทุนแบบเน้นคุณค่า(Value  
Investing) ซึ่งจะลงทุนในหลักทรัพย์ และสินทรัพย์ทางการเงินที่มี ราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชี  
(Under Value) เหตุผลดังกล่าวทำให้ผู้วิจัยสนใจที่ทำการศึกษาถึง พฤติกรรมการลงทุนของนัก  
ลงทุนสถาบัน ในหลักทรัพย์กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

### วัตถุประสงค์เพื่อการวิจัย

1. เพื่อศึกษารูปแบบการลงทุนของนักลงทุนสถาบันใน สินทรัพย์ทางการเงินคือกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และ หลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาความแตกต่างของพฤติกรรมการลงทุนนักลงทุนสถาบัน ที่มีต่อสินทรัพย์ทางการเงินคือกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย

### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้ทราบถึงพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันที่ลงทุน ในสินทรัพย์ทางการเงินที่แตกต่างกันคือกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และหลักทรัพย์ ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย
2. ทำให้ทราบถึงแนวทางการลงทุนนักลงทุนสถาบัน ระหว่างสินทรัพย์ทางการเงินแต่ละประเภทคือกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และหลักทรัพย์ ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย

### ขอบเขตการศึกษา

การศึกษานี้มีขอบเขตการศึกษาในเรื่องพฤติกรรมการลงทุนสถาบันที่ลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินคือหลักทรัพย์ ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่างของสินทรัพย์ทางการเงิน จะใช้กลุ่มตัวอย่างของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทกอง 1 ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อการพาณิชย์ทั่วไป โดยศึกษากลุ่มตัวอย่างในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ 1 มิถุนายน 2551 ถึง 30 มิถุนายน 2555 และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาจำนวนทั้งสิ้น 17 กองทุน

1. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์บางกอกกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์บางกอก (BKKCP)
2. กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ซีพีเอ็น รีเทล โกรท (CPNRF)
3. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เจซี (JCP)
4. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ฟิวเจอร์พาร์ค (FUTUREPF)
5. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์โกลด์ (GOLDPF)
6. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ลักซ์ซัวร์ (LUXF)
7. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มิลเลียนแบร์ (MIPF)
8. กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ ไลฟ์สไตล์ (MJLF)
9. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เอ็มเอฟ-นิชธานี (MNIT)
10. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์พรีอเพอร์ดี เพอร์เฟค (PFFUND)
11. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ควอลิตี้เฮาส์ (QHFP)
12. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์สนามบินสมุย (SPF)
13. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทคอน (TFUND)
14. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทยอินดัสเตรียล หนึ่ง (TIF1)
15. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ที ยู โคมเรตซีเคนท์เซียล คอมเพล็กซ์ (TU-PF)
16. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ยูโอบี อะพาร์ท เมนท์ หนึ่ง (UOBAPF)
17. กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ เออร์บานา (URBNPF)

ในส่วนกลุ่มตัวอย่างด้านหลักทรัพย์ ใช้กลุ่มตัวอย่างจาก หลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์โดยศึกษากลุ่มตัวอย่างในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ 1 สิงหาคม 2552 ถึง 30 มิถุนายน 2555 โดยที่หลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาจำนวนทั้งสิ้น 43 หลักทรัพย์ ดังนี้

1. บริษัท อาริยา พรอเพอร์ตี้ มหาชน จำกัด (A)
2. บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น มหาชน จำกัด (AMATA)
3. บริษัท เอเชียพรอเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ มหาชน จำกัด (AP)
4. บริษัท บางกอกแลนด์ มหาชน จำกัด (BLAND)
5. บริษัท บ้านร็อคการ์ดเด้น มหาชน จำกัด (BROCK)
6. บริษัท ชาลูนีสสระ ดีเวลลอปเม้นท์ มหาชน จำกัด (CI)
7. บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา มหาชน จำกัด (CPN)
8. บริษัท อีสเทอร์น สตาร์ เรียล เอสเตท มหาชน จำกัด (ESTAR)
9. บริษัท เอเวอร์แลนด์ มหาชน จำกัด (EVER)
10. บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ มหาชน จำกัด (GLAND)
11. บริษัท แผ่นดินทอง พรอเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ มหาชน จำกัด (GOLD)
12. บริษัท เหมราชพัฒนาที่ดิน มหาชน จำกัด (HEMRAJ)
13. บริษัท เค.ซี. พรอเพอร์ตี้ มหาชน จำกัด (KC)

14. บริษัท กฤษดามหานคร มหาชน จำกัด (KMC)
15. บริษัท เคบเพล ไทย พร็อพเพอร์ตี้ มหาชน จำกัด (KTP)
16. บริษัท ลลิต พร็อพเพอร์ตี้ มหาชน จำกัด (LALIN)
17. บริษัท แลนด์เอนด์เฮ้าส์ มหาชน จำกัด (LH)
18. บริษัท ลิฟวิ้งแลนด์ แคปปิตอล มหาชน จำกัด (LL)
19. บริษัท แอล.พี.เอ็น ดีเวลลอปเมนท์ มหาชน จำกัด (LPN)
20. บริษัท เอ็ม บี เค มหาชน จำกัด (MBK)
21. บริษัท เมโทรสตาร์ พร็อพเพอร์ตี้ มหาชน จำกัด (METRO)
22. บริษัท เมเจอร์ ดีเวลลอปเมนท์ มหาชน จำกัด (MJD)
23. บริษัท มั่นคงเคหะการ มหาชน จำกัด (MK)
24. บริษัท เอ็น.ซี. เฮ้าส์ซิ่ง มหาชน จำกัด (NCH)
25. บริษัท นวนคร มหาชน จำกัด (NNCL)
26. บริษัท โนเบิล ดีเวลลอปเมนท์ มหาชน จำกัด (NOBLE)
27. บริษัท แนเชอรัล พาร์ค มหาชน จำกัด (N-PARK)
28. บริษัท อนุสาสิริ มหาชน จำกัด (NUSA)
29. บริษัท พร็อพเพอร์ตี้ พอร์ฟleck มหาชน จำกัด (PF)
30. บริษัท ปรีชา กรุ๊ป มหาชน จำกัด (PRECHA)
31. บริษัท ปริญญาสิริ มหาชน จำกัด (PRIN)
32. บริษัท พกฤษา เรียวเอสเตท มหาชน จำกัด (PS)
33. บริษัท ควอลิตี้เฮ้าส์ มหาชน จำกัด (QH)
34. บริษัท รสา พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเมนท์ มหาชน จำกัด (RASA)
35. บริษัท ไรมอน แลนด์ มหาชน จำกัด (RML)
36. บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ มหาชน จำกัด (ROJNA)
37. บริษัท สัมมากร มหาชน จำกัด (SAMCO)
38. บริษัท เอสซ์ แอสเสท คอร์ปอเรชั่น มหาชน จำกัด (SC)
39. บริษัท เสนาดีเวลลอปเมนท์ มหาชน จำกัด (SENA)
40. บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเมนท์ มหาชน จำกัด (SF)
41. บริษัท แสนสิริ มหาชน จำกัด (SIRI)
42. บริษัท สุภาลัย มหาชน จำกัด (SPALI)
43. บริษัท ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น มหาชน จำกัด (TICON)

## บทที่ 2

### แนวคิดทางทฤษฎีและการตรวจสอบเอกสาร

#### แนวคิดทางทฤษฎี

ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ศึกษาค้นคว้าข้อมูลโดยอาศัยพื้นฐานจากแนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance Theory) แนวคิดทฤษฎีสภาพคล่อง (Liquidity Theory) และแนวคิดทฤษฎีอสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information Theory) มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1. ทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance Theory)
2. ทฤษฎีแนวคิดที่เกี่ยวข้องกับสภาพคล่อง (Market liquidity)
3. ทฤษฎีอสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information Theory)
4. ผลการวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### ทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance Theory)

ทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance Theory) เกี่ยวข้องกับงานวิจัยในครั้งนี้ ในด้านของพฤติกรรมของนักลงทุนที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยที่จะมุ่งเน้นการศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันเป็นหลัก

การเงินเชิงพฤติกรรม เป็นการศึกษาผลทางจิตวิทยาของมนุษย์ (Behavioral Biases) ที่มีต่อการตัดสินใจทางการเงิน และผลกระทบต่อเนื้อที่มีต่อราคาหลักทรัพย์และตลาดทุน ทำให้ราคาหลักทรัพย์และตลาดทุนเบี่ยงเบนไปจากราคาที่สมเหตุสมผล (Rationality) อีกทั้ง การเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance) ซึ่งเป็นศาสตร์ในการนำเอาแนวความคิดทางจิตวิทยามาใช้ในการอธิบายพฤติกรรมของนักลงทุน Fuller, CFA (1998) ได้อธิบายถึงลักษณะของการเงินเชิงพฤติกรรมไว้ดังนี้

1. การเงินเชิงพฤติกรรม เป็นการผสมผสานกันของการศึกษาตามแนวทางของการศึกษา เศรษฐศาสตร์แบบเดิม (Classical Economics) และการศึกษาทางการเงินโดยใช้หลักจิตวิทยา (Psychology) ตลอดจนการศึกษาในแนวทางของศาสตร์แห่งการตัดสินใจ (Decision – making Sciences)

2. การเงินเชิงพฤติกรรม พยายามที่จะอธิบายถึงความบกพร่องในบางสิ่งตามแนวทางการศึกษาแบบการเงินดั้งเดิม (Traditional Finance)

3. การเงินเชิงพฤติกรรม พยายามที่จะอธิบายว่าทำไมนักลงทุนจึงมักจะกระทำ หรือ มีการตัดสินใจที่ผิดพลาดในลักษณะเดียวกันซ้ำๆ กัน (Systematic Mistake) นอกจากนี้ตามแนวทางการศึกษาทางการเงินเชิงพฤติกรรมสามารถสรุปได้ว่า นักลงทุนมักจะมีข้อผิดพลาดในรูปแบบต่างๆ โดยที่ความผิดพลาดดังกล่าวมีผลกระทบต่อราคาคาดการณ์ หรือการตั้งความหวังในอนาคต และยังสามารถทำให้ราคาของหลักทรัพย์มีการผิด หรือถูกบิดเบือนไปจากราคาที่ควรจะเป็น (Mispriced)

Shiller (2000) อธิบายว่า การเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance) เป็นการผสมผสานกันระหว่างเศรษฐศาสตร์ (Economics) และจิตวิทยา (Psychology) เพื่อที่จะเข้าใจถึงพฤติกรรมทางการเงินของบุคคล และศึกษาถึงพฤติกรรมของมนุษย์ที่สามารถก่อให้เกิดการสร้างราคาในหลักทรัพย์ หรือในตลาด (หลักทรัพย์) โดยปราศจากเหตุผล (Irrational Pricing)

### **แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับสภาพคล่อง (Market liquidity)**

แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับสภาพคล่อง (Market liquidity) เกี่ยวข้องกับงานวิจัยในครั้งนี้อยู่ในด้าน การที่นักลงทุนสถาบันเข้าไปลงทุนใน สินทรัพย์ทางการเงินในแต่ละประเภท คือกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และหลักทรัพย์ ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย จะส่งผลให้สินทรัพย์ทางการเงินคือกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และหลักทรัพย์ ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย มีสภาพคล่องที่สูงขึ้นและมีผลกระทบต่อราคาของสินทรัพย์ดังกล่าว

สภาพคล่องสามารถมองได้หลายแง่มุม ทำให้การศึกษาเกี่ยวกับสภาพคล่องแบ่งออกเป็นหลายประเภท เช่น สภาพคล่องของหลักทรัพย์ (Asset liquidity) สภาพคล่องของสถาบันการเงิน (Financial institution's liquidity) สภาพคล่องของตลาดการเงิน (Financial market's liquidity) Sarr and Lybek (2002) ได้อธิบายคุณลักษณะของสภาพคล่องตลาดเป็น 5 มุมมอง ดังนี้

ความหนาแน่น (Tightness) หมายถึง การมีธุรกรรมการซื้อขายเป็นจำนวนมากและมีต้นทุนในการดำเนินธุรกรรม (Transaction Cost) ต่ำ

ความรวดเร็ว (Immediacy) หมายถึง ความสามารถในการซื้อขายหลักทรัพย์ได้อย่างรวดเร็ว หรือ การที่ตัวกลาง (Dealer) พร้อมทั้งจะซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในราคาที่กำหนดไว้เสมอ

ความลึก (Depth) หมายถึง การมีนักลงทุนที่มีศักยภาพในการซื้อขายและเต็มใจที่จะซื้อขายจำนวนมากในตลาด ซึ่งจะทำให้เกิดคำสั่งซื้อขายในปริมาณมาก

ความกว้าง (Breadth) หมายถึง ตลาดที่มีสภาพคล่องนั้นไม่เพียงแต่มีคำสั่งซื้อขายจำนวนมากแล้ว แต่คำสั่งซื้อขายแต่ละคำสั่งยังต้องเป็นคำสั่งขนาดใหญ่ และไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อีกด้วย

ความยืดหยุ่น (Resiliency) หมายถึง ความเร็วในการปรับตัวของความไม่สมดุลระหว่างอุปสงค์และอุปทานในตลาดเพื่อให้ราคาหลักทรัพย์กลับเข้าสู่ดุลยภาพ

เพื่อจะได้สะท้อนสภาพคล่องตลาดได้ชัดเจนที่สุด ในแต่ละมุมมองก็จะมีวิธีวัดสภาพคล่องที่จะแตกต่างกันไป ดังนี้

ความหนาแน่น (Tightness) ความหนาแน่นของตลาดสามารถพิจารณาได้จากต้นทุนในการดำเนินธุรกรรม ซึ่งก็คือส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (Bid-ask spreads) โดยส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อเสนอขายนี้จะเป็นตัวสะท้อน (i) ต้นทุนในการดำเนินการซื้อขาย (Order-processing costs) เพราะเป็นผลตอบแทนที่ต้องให้แก่ตัวกลางที่ช่วยอำนวยความสะดวกในการซื้อขาย เช่น ค่านายหน้า ค่าธรรมเนียม (ii) ต้นทุนในการได้รับข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric information costs) เพราะความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารทำให้ตัวกลาง

มีความเสี่ยงในการดำเนินธุรกรรม ตัวกลางจึงต้องเรียกอัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่ม (Premium) เพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เขาต้องแบกรับ (iii) ต้นทุนในการถือหลักทรัพย์ (Inventory-carrying costs) อันเนื่องมาจากการที่ตัวกลางจำเป็นต้องถือหลักทรัพย์ไว้เพื่อพร้อมที่จะขายอยู่เสมอ (iv) ต้นทุนจากโครงสร้างตลาดผูกขาด (Oligopolistic market structural costs) หากตลาดมีตัวกลางจำนวนน้อยรายและตัวกลางมีอำนาจการต่อรองสูง จะทำให้ตัวกลางสามารถเรียกเก็บค่าธรรมเนียมตามใจชอบได้ ตลาดที่มีต้นทุนในการดำเนินธุรกรรมต่ำจะเป็นตลาดที่มีสภาพคล่องมากกว่า เพราะต้นทุนที่ต่ำจะเป็นการจูงใจให้นักลงทุนลงเข้ามาซื้อขายในตลาดมากกว่านอกตลาด

ความกว้าง (Breadth) และความลึก (Depth) การวัดความกว้างของตลาดจะใช้วิธีการวัดปริมาณเป็นหลัก (Volume-based measure) เพราะในตลาดที่กว้างและลึกจะมีการซื้อขายเป็นจำนวนมาก ซึ่งการซื้อขายจำนวนมาก ๆ นี้จะเป็นแหล่งข้อมูลที่สำคัญของตลาด เพราะข้อมูลต่าง ๆ ของหลักทรัพย์จะส่งผ่านมาจากความไม่สมดุลของกระแสคำสั่งซื้อขาย (Imbalance in order flow) ทำให้ตัวกลางสามารถกำหนดราคาเสนอซื้อเสนอขาย (Quote price) ที่ถูกต้องได้ เพราะหากราคาเสนอซื้อเสนอขายมีการเปลี่ยนแปลงจะแสดงว่าเกิดความไม่สมดุลของกระแสคำสั่งซื้อขายขึ้น และราคาหลักทรัพย์ที่เคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงไปนั้นไม่ได้เกิดจากปัจจัยพื้นฐานที่แท้จริง กระบวนการนี้จึงทำให้ตัวกลางได้รับข้อมูลข่าวสารอย่างต่อเนื่องไม่ว่าราคาที่เปลี่ยนแปลงไปนั้นจะเปลี่ยนไปแบบถาวรหรือแบบชั่วคราวก็ตามในขณะที่ตลาดที่ไม่กว้างและไม่ลึก ข้อมูลจะเข้ามาอย่างไม่ต่อเนื่อง ทำให้ราคาคุณภาพของหลักทรัพย์มีความไม่แน่นอนด้วย

ความยืดหยุ่น (resiliency) การวัดสภาพคล่องในมุมมองนี้จะใช้วิธีวัดจากราคาคุณภาพเป็นหลัก (Equilibrium price-bases measure) เพื่อดูว่าข้อมูลข่าวสารใหม่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นหรือไม่ ที่มาจากแนวคิดของ Hasbrouck and Schwartz (1988) ผู้เสนอค่าสัมประสิทธิ์ความมีประสิทธิภาพของตลาด (Market Efficiency Coefficient : MEC) เพื่อแสดงให้เห็นว่าตลาดที่มีความยืดหยุ่นและมีสภาพคล่อง ราคาของหลักทรัพย์จะมีความต่อเนื่องสูงแม้ว่าจะมีข้อมูลใหม่เข้ามากระทบราคาคุณภาพก็ตาม ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงราคาทั้งแบบถาวรหรือแบบชั่วคราวก็ควรจะมีไม่มากนักในตลาดที่มีความยืดหยุ่น

## ทฤษฎีอสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information Theory)

ทฤษฎีอสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information Theory) เกี่ยวข้องกับงานวิจัยในครั้งนี้ในด้าน การที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มักเกิดเหตุการณ์ การอสมมาตรข้อมูลข่าวสารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขึ้น ซึ่งการเกิดอสมมาตรข้อมูลข่าวสารดังกล่าว จะส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมการลงทุนที่เปลี่ยนแปลงไปของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การอสมมาตรของข้อมูล หรือความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information) คือการเจรจาต่อรองตกลงซื้อขายโดยที่ผู้ซื้อและผู้ขายมีข้อมูลข่าวสารไม่เท่าเทียมกัน ซึ่งช่องว่างของข้อมูลข่าวสาร (Information Gap) นี้จะก่อให้เกิดการตัดสินใจที่ผิดพลาด (Adverse Selection) อันเนื่องมาจากการตัดสินใจที่อยู่ภายใต้ข้อมูลที่น้อยกว่าอีกฝ่ายหนึ่ง (ชนกร ม้าแก้ว, 2544)

George (1970) เป็นผู้เสนอบทความเรื่อง The Market for Lemon ซึ่งอธิบายถึงผลของอสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร คือ โดยวิเคราะห์พฤติกรรมของผู้บริโภคในตลาดรถมือสอง กล่าวคือ ถ้าหากผู้บริโภคไม่สามารถแยกแยะระหว่างรถที่มีคุณภาพดีและรถที่เสื่อมสภาพ ซึ่งจำนวนเงินที่เฉลี่ยแล้วนั้นจะไม่สามารถซื้อรถที่มีคุณภาพดีได้ ทำให้จำนวนเงินที่พอใจจะจ่ายของผู้บริโภคสามารถจ่ายได้เพียงแต่รถยนต์มือสองที่เสื่อมสภาพแล้วเท่านั้นซึ่งปรากฏการณ์ที่สินค้าคุณภาพไม่ดีไล่สินค้าคุณภาพดีออกจากตลาดไปนี้เรียกว่า Adverse Selection

### ผลการวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการค้นคว้างานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศโดยนำเสนอผลงานที่เกี่ยวข้อง ทั้งหมด 3 ด้าน คือ 1. การเงินเชิงพฤติกรรมที่เกี่ยวกับพฤติกรรม และการตัดสินใจของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ 2. สภาพคล่องรวมทั้งการวัดสภาพคล่องในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งการเพิ่มขึ้นของสภาพคล่องของหลักทรัพย์จะส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ และ 3. การเปิดเผยข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์ที่มีผลต่อราคาของหลักทรัพย์นั้นๆ

นวพร เรืองสกุล (2545) กล่าวว่าหากบริษัทมีความโปร่งใสและเปิดเผยข้อมูลอย่างเพียงพอ ย่อมสร้างความไว้วางใจให้กับผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท อีกทั้งยังช่วยให้การแก้ปัญหาสามารถได้อย่างมีระบบและรวดเร็วขึ้น ข้อมูลที่เปิดเผยไม่ว่าจะเป็นข้อมูลทางการเงิน (Financial Information) หรือข้อมูลทั่วไป (Non-financial Information) ควรต้องเป็นข้อมูลที่มีคุณภาพ และนำเสนออย่างมีคุณภาพคือ เป็นข้อมูลที่ครบถ้วนเพียงพอ เชื่อถือได้ ทันเวลา นำเสนออย่างชัดเจน เข้าใจง่ายและมีการกระทำอย่างสม่ำเสมอเพื่อให้สามารถเปรียบเทียบกันได้

ภัทรกิติ์ เนตินิยม (2555) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับ บทบาทของนักลงทุนสถาบันต่อการลด ต้นทุนตัวแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ พบว่าการเข้ามาถือครองในสินทรัพย์ทางการเงินคือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ทั้งในประเภท กองทุนกรรมสิทธิ์ (Freehold Type) และ กองทุนสิทธิ เช่า (Leasehold Type) ของนักลงทุนสถาบัน มีผลต่อ ราคาตลาดของกองทุนต่ออัตราส่วนราคาตลาด ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน ที่ระดับ นัยสำคัญทางสถิติร้อยละ 99

Miller and Rock (1985) ซึ่งระบุว่า การจ่ายเงินปันผล เป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง โดยแนวคิดดังกล่าวจะอยู่ในสมมติฐานที่สำคัญ สองประการ คือ

1. ผู้บริหารจะรู้ข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท อุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง รวมทั้ง โอกาสทางธุรกิจในอนาคต มากกว่านักลงทุนภายนอก

2. ความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ต้องไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิดจาก แนวคิดดังกล่าวการจ่ายเงินปันผลจะเป็นช่องทางที่เหมาะสมในการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน ทำให้ ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง ดังนั้นเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลจึง ควรมีผลกระทบต่อราคาหุ้นในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลที่มากขึ้นเป็นการส่ง ข้อมูลให้แก่นักลงทุนว่าบริษัทจะมีรายได้ที่เพิ่มขึ้นในปัจจุบันหรือในอนาคต ภายหลังจากแนวคิด ดังกล่าว ได้มีงานวิจัยที่สนใจทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล กับผลตอบแทนที่มากกว่าตลาด (Excess Return) เพื่อเป็นการทดสอบว่า การจ่ายเงินปันผลเป็น การส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง

Chow and Wong-Boren (1987) ซึ่งได้ข้อสรุปว่า ขนาดของสินทรัพย์ของบริษัทซึ่งใช้วัดขนาดกิจการจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระดับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล โดยบริษัทขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มเปิดเผยข้อมูลมาก เพราะจะได้รับประโยชน์จากการเปิดเผยข้อมูล ส่วนบริษัทขนาดเล็กมองว่าการเปิดเผยข้อมูลอย่างเต็มที่จะเป็นภัยต่อบริษัท

Brennan and Thakor (1990) ได้ระบุว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่ปราศจากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล (Asymmetry Information) แล้วนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่เหมาะสมที่สุด (Optimal Dividend Policy) จะเป็นการจ่ายเงินทั้งหมดของปริมาณเงินส่วนเกิน (Excess Cash) ของบริษัท เพราะว่่านโยบายดังกล่าวจะเป็นการรักษาระดับการลงทุนของบริษัทอยู่ที่ Fisher's optimum

Diamond and Verrecchia (1991) ศึกษาและพบว่า การเปิดเผยข้อมูลสู่สาธารณะจะช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล สามารถช่วยลดต้นทุนของกิจการได้สอดคล้องกับ Eng และ Mak (2003) โดยมองการให้ข้อมูลทันเวลาและการเปิดเผยข้อมูลที่มีความละเอียด ทำให้ผู้ให้กู้ยืมและผู้รับประกันมีความเข้าใจในความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทได้ดี ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนการก่อหนี้

Gerlach (1992) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผล กับความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล ในประเทศญี่ปุ่น พบว่าการจ่ายเงินปันผลในประเทศญี่ปุ่นไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน โดยอธิบายถึงสาเหตุผลที่การจ่ายเงินปันผลไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน นั้น มีอยู่ด้วยกัน 2 ประการคือ

1. ระดับความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ในญี่ปุ่นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด

2. ระดับการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในญี่ปุ่นมีส่วนในการถือครองมากกว่าในสหรัฐ และระยะเวลาในการถือครองหุ้นที่นานกว่าในสหรัฐซึ่ง Gerlach (1992) ได้อธิบายว่า ในญี่ปุ่นจะมีเครือข่ายที่สลับซับซ้อน (Complex Web) ของการติดต่อสื่อสารทำให้มีการส่งข้อมูลจำนวนมาก และมีความสม่ำเสมอ ระหว่างผู้บริหารของบริษัทกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ทำให้นโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่เป็นเครื่องมือในการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเหมือนบริษัทในสหรัฐอเมริกา

Eleswarapu and Reinganum (1993) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญกับสภาพคล่องซึ่งวัดโดยใช้ช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขายโดยใช้ Fama-Macbeth Regression ซึ่งผลการศึกษาพบว่าในเดือนมกราคม ค่าสัมประสิทธิ์ของช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขายโดยเปรียบเทียบเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งหมายความว่ามีความ Liquid Premium เป็นบวก Portfolio ที่มีช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขายกว้างกว่ามีสภาพคล่องน้อยกว่าจะให้อัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่า ในขณะที่เมื่อทดสอบข้อมูลของเดือนอื่นที่ไม่ใช่มกราคมค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้กลับไม่มีนัยสำคัญซึ่งหมายความว่าไม่พบว่ามี Liquid Premium ในเดือนอื่นที่ไม่ใช่มกราคม

Shing-Yang Hu (1997) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการหมุนของหุ้นสามัญซึ่งใช้เป็นตัววัดสภาพคล่องกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินรายเดือนโดยใช้วิธี Fama-Macbeth Regression ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนและอัตราการหมุนของหุ้นสามัญมีความสัมพันธ์เชิงลบ นอกจากนี้ เพื่อตรวจสอบรูปแบบตามฤดูกาล (Seasonal Pattern) ในความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับอัตราการหมุนของหุ้น Shing-Yang Hu ได้แยกศึกษาข้อมูลในแต่ละเดือนทั้ง 12 เดือน ผลการศึกษาพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราการหมุนของสามัญเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญเฉพาะในเดือน มีนาคม มิถุนายน กันยายน พฤศจิกายน และธันวาคม โดยค่าสัมประสิทธิ์ของเดือนธันวาคมมีค่ามากที่สุด คือ  $-1.0$  ในขณะที่ค่าเฉลี่ยของ 11 เดือนที่เหลือมีค่าเพียง  $-0.24$  แต่ยังคงมีนัยสำคัญอยู่

Roll and Subrahmanyam (2000) ที่ได้ศึกษากิจกรรมการซื้อขายและสภาพคล่องของหุ้นสามัญ ซึ่งมองสภาพคล่องทั้งในแง่ของความหนาแน่นและความกว้าง โดยใช้ส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย และร้อยละของส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย เป็นตัววัดต้นทุนในการดำเนินธุรกรรมในการสะท้อนถึงความหนาแน่นของตลาด และใช้กิจกรรมการซื้อขาย (Trading activity) ซึ่งวัดจากปริมาณการซื้อขาย (Trade volume) อัตราการหมุนเวียนของหุ้น (Turnover rate) และจำนวนธุรกรรมรายวัน (Daily transactions) เป็นตัววัดความกว้างของตลาด

Wiwattanakantang, Y (2001) ทำการศึกษาพบว่าบริษัทส่วนใหญ่ของไทยเป็นบริษัทในครอบครัว ทำให้ระดับการความสัมพันธ์กันระหว่างผู้บริหาร กับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิดเหมือนในประเทศญี่ปุ่น โดยมีความแตกต่างกันเพียงผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทญี่ปุ่นจะเป็นบริษัทขนาดใหญ่ที่เรียกว่า “keretsu” แต่บริษัทของไทยส่วนใหญ่เป็นบริษัทในครอบครัว ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลของไทยจึงไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุนเหมือนบริษัทในประเทศ

ญี่ปุ่น ระยะเวลาการถือครองหุ้นของบริษัทไทย โดยเฉพาะบริษัทในครอบครัว มีระยะเวลาการถือครองที่ยาวนานกว่าบริษัทในสหรัฐอเมริกา เนื่องจากในสหรัฐผู้ถือครองหุ้นรายใหญ่จะเป็นกองทุนต่างๆ ซึ่งมีระยะเวลาการลงทุนที่สั้นเมื่อเทียบกับบริษัทในครอบครัวของไทย ซึ่งการถือครองหุ้นในระยะเวลาที่ยาวนานของไทยนั้นคล้ายกับในประเทศญี่ปุ่น ทำให้คาดได้ว่าการจ่ายเงินปันผลของไทยไม่น่าเป็นเครื่องมือในการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน

Shefrin (2002) สรุปว่า การเงินเชิงพฤติกรรมเป็นการศึกษาถึง Cognitive Bias ของมนุษย์ เพื่อที่จะสามารถเข้าใจถึงการตัดสินใจในทางเศรษฐศาสตร์ได้ดีขึ้น และได้แบ่งการศึกษาออกเป็น 3 ส่วนคือ (1) Heuristic Driven Bias ซึ่งสามารถสรุปได้ว่ามนุษย์มักจะใช้ความเคยชิน (Rule of Thumb) ในการตัดสินใจมากกว่าการใช้หลักเกณฑ์ที่ถูกต้องในการตัดสินใจ (2) Frame Dependence ซึ่งสรุปได้ว่า ในปัญหาที่แสดงถึงทางออกสองทางที่ใกล้เคียงกันมักจะทำให้มนุษย์มีการลงความคิดเห็นไม่เหมือนกัน (3) ความไม่มีประสิทธิภาพของตลาด (Market Inefficiency)

Ritter (2003) กล่าวว่า การศึกษา วิจัยด้านการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance) กำลังจะเข้ามาแทนที่สมมติฐานเดิม เกี่ยวกับความคาดหวังความพึงพอใจสูงสุด (Expected Utility Maximization) ของนักลงทุนที่มีเหตุผล (Rational Investor) ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) ซึ่งการเงินเชิงพฤติกรรม ประกอบด้วยสองส่วนคือ การศึกษาว่ามนุษย์มีความคิดอย่างไร หรือกระบวนการคิดอย่างไร และการศึกษาในกรณีที่มีการเก็งกำไรไม่มีขีดจำกัด (Limits of Arbitrage) และตลาดเป็นตลาดไม่มีประสิทธิภาพ (Inefficient Market)

Pastor and Stambaugh (2003) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยงด้านสภาพคล่องตลาด เพื่อทดสอบว่าความเสี่ยงด้านสภาพคล่องตลาดมีส่วนสำคัญในการกำหนดอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของนักลงทุนหรือไม่ โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา คือ ข้อมูลรายวันของราคาหุ้น มูลค่าการซื้อขาย และข้อมูลรายเดือนของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด และมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญในตลาด NYSE และ AMEX ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1966-1999 ในงานวิจัยนี้จะวัดสภาพคล่องของหลักทรัพย์จากการพลิกกลับของผลตอบแทน (Return reversal) โดยมีพื้นฐานมาจากแนวคิดที่ว่ากระแสคำสั่งซื้อขายของหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำจะทำให้เกิดการพลิกกลับของผลตอบแทนมากกว่าหุ้นที่มีสภาพคล่องสูง ซึ่งจะนำสภาพคล่องของหลักทรัพย์แต่ละตัวมาหาค่าเฉลี่ยภาคตัดขวางเพื่อใช้เป็นตัวแทนของสภาพคล่องตลาดรายเดือน จากนั้นนำสภาพคล่องตลาดมาวิเคราะห์สมการถดถอยเพื่อนำค่าความคลาดเคลื่อนของสมการถดถอยนี้มาเป็น

ตัวแทนของความเสียด้านสภาพคล่องตลาด เมื่อได้ตัวแทนความเสียด้านสภาพคล่องตลาดจึง  
การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความไวของอัตราผลตอบแทนที่มีต่อความ  
เสียด้านสภาพคล่องตลาด



### บทที่ 3

#### วิธีการวิจัย

##### วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาและรวบรวมข้อมูลจากเอกสาร ตำรา และผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องต่างๆ เพื่อใช้เป็นแนวทาง ซึ่งได้มีวิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลและวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลดังต่อไปนี้

##### การเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษาครั้งนี้เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่

1. ข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative Data) ข้อมูลสินทรัพย์ทางการเงิน (กองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ประเภทกอง 1) ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ 1 มิถุนายน 2551 ถึง 30 มิถุนายน 2555 จำนวน 17 กองทุนและข้อมูลหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ 1 สิงหาคม 2552 ถึง 30 มิถุนายน 2555 จำนวน 43 หลักทรัพย์
2. ข้อมูลเชิงคุณภาพ (Qualitative Data) ได้แก่ เอกสารงานวิชาการที่เกี่ยวข้อง ตำรา วิชาการ

##### ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรในด้านสินทรัพย์ทางการเงิน (กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทกอง 1) โดยศึกษากลุ่มตัวอย่างในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ 1 มิถุนายน 2551 ถึง 30 มิถุนายน 2555 และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาจำนวนทั้งสิ้น 17 กองทุน

1. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์บางกอกกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์บางกอก (BKKCP)
2. กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ซีพีเอ็น รีเทล โกรท (CPNRF)
3. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เจซี (JCP)
4. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ฟิวเจอร์พาร์ค (FUTUREPF)
5. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์โกลด์ (GOLDPF)
6. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ลักซ์ซัวร์ (LUXF)
7. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีดเลียนแบร์ (MIPF)
8. กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ ไลฟ์สไตล์ (MJLF)
9. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เอ็มเอฟ-นิชดาธานี (MNIT)
10. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์พรีอเพอร์ดี เพอร์เฟค (PFFUND)
11. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ควอลิตี้เฮาส์ (QHPPF)
12. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์สนามบินสมุย (SPF)
13. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทคอน (TFUND)
14. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทยอินดัสเตรียล หนึ่ง (TIF1)
15. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ที ยู โคมเรสซิเดนซ์เซี่ยล คอมเพล็กซ์ (TU-PF)
16. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ยูโอบี อะพาร์ท เมนท์ หนึ่ง (UOBAPF)
17. กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ เออร์บานา (URBNPF)

#### ตัวแปรอิสระได้แก่

- ราคาน้ำมันดีเซลตามประกาศของ บมจ.ปิโตรเลียมไทย (OIL)
- อัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคารแบบข้ามคืน (I)
- ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI)
- ดัชนีฟองเศรษฐกิจ (CEI)
- ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ (SET Index)

- การมีอยู่ของนักลงทุนสถาบันในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกองทุนอสังหาริมทรัพย์ โดย นักลงทุนสถาบันได้แก่ สถาบันการเงิน กองทุนเพื่อการลงทุน หรือ สถาบันการเงินที่มีกฎหมายจัดตั้งขึ้นโดยเฉพาะ (Iinv)

- จำนวนหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีการซื้อขายเฉลี่ยในเดือนนั้นๆ โดยคำนวณจากปริมาณการซื้อขายสะสมตลอดวันทำการในเดือนนั้น และหารด้วยจำนวนวันทำการ (Avg.Vol)

**ตัวแปรตาม ได้แก่**

- อัตราส่วนราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน (Pm/NAV) หากนักลงทุนสถาบันเข้าร่วมลงทุนในกองทุนอสังหาริมทรัพย์หนึ่งๆ ในสัดส่วนรวมกันเกินกว่าร้อยละ 30 จะถือว่ากองทุนอสังหาริมทรัพย์นั้นมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนเข้าเกณฑ์

**ตัวแปรในด้านหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์**

โดยศึกษากลุ่มตัวอย่างในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ 1 สิงหาคม 2552 ถึง 30 มิถุนายน 2555 โดยที่หลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาจำนวนทั้งสิ้น 43 หลักทรัพย์ ดังนี้

1. บริษัท อารียา พรอพเพอร์ตี้ มหาชน จำกัด (A)
2. บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น มหาชน จำกัด (AMATA)
3. บริษัท เอเชียพร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ มหาชน จำกัด (AP)
4. บริษัท บางกอกแลนด์ มหาชน จำกัด (BLAND)
5. บริษัท บ้านร็อคการ์ดเ็น มหาชน จำกัด (BROCK)
6. บริษัท ชาญอัสสระ ดีเวลลอปเม้นท์ มหาชน จำกัด (CI)
7. บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา มหาชน จำกัด (CPN)
8. บริษัท อีสเทอร์น สตาร์ เรียด เอสเตท มหาชน จำกัด (ESTAR)
9. บริษัท เอเวอร์แลนด์ มหาชน จำกัด (EVER)
10. บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ มหาชน จำกัด (GLAND)

11. บริษัท แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ มหาชน จำกัด (GOLD)
12. บริษัท เหมราชพัฒนาที่ดิน มหาชน จำกัด (HEMRAJ)
13. บริษัท เค.ซี. พร็อพเพอร์ตี้ มหาชน จำกัด (KC)
14. บริษัท กฤษดามหานคร มหาชน จำกัด (KMC)
15. บริษัท เคบเปิล ไทย พร็อพเพอร์ตี้ มหาชน จำกัด (KTP)
16. บริษัท ลลิต พร็อพเพอร์ตี้ มหาชน จำกัด (LALIN)
17. บริษัท แลนด์แอนด์เฮาส์ มหาชน จำกัด (LH)
18. บริษัท ลิฟวิ้งแลนด์ แคปิตอล มหาชน จำกัด (LL)
19. บริษัท แอล.พี.เอ็น ดีเวลลอปเม้นท์ มหาชน จำกัด (LPN)
20. บริษัท เอ็ม บี เค มหาชน จำกัด (MBK)
21. บริษัท เมโทรสตาร์ พร็อพเพอร์ตี้ มหาชน จำกัด (METRO)
22. บริษัท เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์ มหาชน จำกัด (MJD)
23. บริษัท มั่นคงเคหะการ มหาชน จำกัด (MK)
24. บริษัท เอ็น.ซี. เฮาส์ซิง มหาชน จำกัด (NCH)
25. บริษัท นวนคร มหาชน จำกัด (NNCL)
26. บริษัท โนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์ มหาชน จำกัด (NOBLE)
27. บริษัท แนเชอรัล พาร์ค มหาชน จำกัด (N-PARK)
28. บริษัท อนุศาสน์ มหาชน จำกัด (NUSA)
29. บริษัท พร็อพเพอร์ตี้ พอร์เฟค มหาชน จำกัด (PF)
30. บริษัท ปรีชา กรุ๊ป มหาชน จำกัด (PRECHA)
31. บริษัท ปริญสิริ มหาชน จำกัด (PRIN)
32. บริษัท พุกขยา เรียลเอสเตท มหาชน จำกัด (PS)
33. บริษัท ควอลิตี้เฮาส์ มหาชน จำกัด (QH)
34. บริษัท รสา พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ มหาชน จำกัด (RASA)
35. บริษัท ไรมอน แลนด์ มหาชน จำกัด (RML)
36. บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ มหาชน จำกัด (ROJNA)
37. บริษัท สัมมากร มหาชน จำกัด (SAMCO)
38. บริษัท เอสซ์ แอสเสท คอร์ปอเรชั่น มหาชน จำกัด (SC)
39. บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ มหาชน จำกัด (SENA)
40. บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเม้นท์ มหาชน จำกัด (SF)

41. บริษัท แสตนลิริ มหาชน จำกัด (SIRI)
42. บริษัท สุภาลัย มหาชน จำกัด (SPALI)
43. บริษัท ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น มหาชน จำกัด (TICON)

#### ตัวแปรอิสระ ได้แก่

- ระดับราคาน้ำมันดีเซลตามประกาศของ บมจ.ปิโตรเลียมไทย (Oil)
- อัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคารแบบข้ามคืน (I)
- ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI)
- ดัชนีพ้องเศรษฐกิจ (Coincidence Index) (CEI)
- ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ (SET Index)
- การมีอยู่ของนักลงทุนสถาบันในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกองทุนอสังหาริมทรัพย์ โดยนักลงทุนสถาบันได้แก่ สถาบันการเงิน กองทุนเพื่อการลงทุน หรือ สถาบันการเงินที่มีกฎหมายจัดตั้งขึ้น โดยเฉพาะ (Inv)
- จำนวนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มีการซื้อในแต่ละวัน (volume)

#### ตัวแปรตาม ได้แก่

- อัตราส่วนราคาตลาดของของหลักทรัพย์กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่ามูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน (P/NAV) หากนักลงทุนสถาบันเข้าร่วมลงทุนในหลักทรัพย์หนึ่งๆ ในสัดส่วนรวมกันเกินกว่าร้อยละ 5 จะถือว่าหลักทรัพย์นั้นมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนเข้าเกณฑ์

## วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

### ขั้นตอนการวิเคราะห์ข้อมูล

#### 1. การทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Unit Root Test)

ทำการทดสอบว่าข้อมูลที่จะนำมาศึกษามีความนิ่งหรือไม่ โดยการนำไปทดสอบ Unit Root Test ซึ่งทำการทดสอบด้วยวิธี Augmented Dickey-Fuller (ADF)

โดยทำการกำหนดสมมติฐาน

สมมติฐานหลัก  $H_0 : \delta = 0$  (Nonstationary)

สมมติฐานรอง  $H_a : \delta \neq 0$  (Stationary)

ถ้าค่า Augmented Dickey-Fuller test มากกว่า critical values จะปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่าตัวแปรตัวนั้นมีคุณสมบัติคงที่ (Stationary)

ถ้าค่า Augmented Dickey-Fuller test น้อยกว่า critical values จะยอมรับสมมติฐานหลัก แสดงว่าตัวแปรตัวนั้นไม่มีคุณสมบัติคงที่ (Nonstationary)

#### 2. การทดสอบ Multicollinearity ด้วยวิธี Variance Inflation Factor (VIF)

เป็นการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรพยากรณ์ด้วยกัน

$$VIF_k = \frac{1}{1 - R_k^2}$$

โดยหากค่า VIF ของตัวแปรมีค่ามากกว่า 10 แสดงว่า เกิดปัญหา Multicollinearity โดย จะทำการแก้ปัญหา โดยการตัดตัวแปรนั้น

3. การทดสอบปัญหา Heteroscedasticity ความไม่คงที่ของค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อน

โดยจะทำการตั้งสมมติฐานดังต่อไปนี้

$H_0$ : ค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อน ของกลุ่มตัวอย่างแรกเท่ากับกลุ่มที่สอง (Homoscedasticity)

$H_a$ : ค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อน ของกลุ่มตัวอย่างแรกไม่เท่ากับกลุ่มตัวอย่างที่สอง (Heteroscedasticity)

4. ทำการวิเคราะห์โดยใช้สมการถดถอยอนุกรมเวลา (Times Series Regression Analysis) ด้วยวิธี Generalized Least Square: GLS ซึ่งจะช่วยให้เข้าใจถึงบทบาทและพฤติกรรมของนักลงทุนสถาบันในการเข้าไปถือครองสินทรัพย์ทางการเงิน โดยการเข้าไปถือครองของนักลงทุนสถาบันรวมทั้งตัวแปรอื่นๆจะส่งผลต่อราคาตลาดของสินทรัพย์ทางการเงินมากน้อยเพียงใด

สมการถดถอยของ สินทรัพย์ทางการเงิน (กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์)

$$P_m/NAV = b_0 + b_1(Oil) + b_2(I) + b_3(PPI) + b_4(CEI) + b_5(SET) + b_6(Linv) + b_7(AVG.VOL)$$

$P_m/NAV$	=	อัตราส่วนราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน
$b_0 + \dots + b_7$	=	สัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรแต่ละตัว
Oil	=	ระดับราคาน้ำมันดีเซลตามประกาศของ บมจ.ปิโตรเลียมไทย
I	=	อัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคารแบบข้ามคืน
PPI	=	ดัชนีราคาผู้ผลิต
CEI	=	ดัชนีฟองเศรษฐกิจ
SET	=	ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$I_{inv}$  = การมีอยู่ของนักลงทุนสถาบันในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ กองทุนอสังหาริมทรัพย์ โดยนัก ลงทุนสถาบันได้แก่ สถาบัน การเงิน กองทุนเพื่อการลงทุน หรือ สถาบันการเงินที่มีกฎหมาย จัดตั้งขึ้น โดยเฉพาะ

$Avg.Vol$  = จำนวนหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีการซื้อ ขายเฉลี่ยในเดือนนั้นๆ โดยคำนวณจากปริมาณการซื้อขายสะสม ตลอดวันทำการในเดือนนั้น และหารด้วยจำนวนวันทำการ

สมการถดถอยของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

$$\ln(P_m/BV) = b_0 + b_1 \ln(Oil) + b_2 \ln(I) + b_3 (PPI) + b_4 \ln(CEI) + b_5 \ln(\text{Volume}) + b_6 \ln(SET) + b_7 (I_{inv})$$

$P_m/BV$  = อัตราส่วนราคาตลาดของของหลักทรัพย์กลุ่มพัฒนา อสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์

$b_0 + \dots + b_6$  = สัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรแต่ละตัว

$Oil$  = ระดับราคาน้ำมันดีเซลตามประกาศของบมจ.ปิโตรเลียมไทย

$I$  = อัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคารแบบข้ามคืน

$PPI$  = ดัชนีราคาผู้ผลิต

$CEI$  = ดัชนีพ้องเศรษฐกิจ (Coincidence Index)

$SET$  = ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index)

$I_{inv}$  = การมีอยู่ของนักลงทุนสถาบันในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ หลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์ โดยนัก ลงทุนสถาบันได้แก่ สถาบัน การเงิน กองทุนเพื่อการลงทุน หรือ สถาบันการเงินที่มีกฎหมาย จัดตั้งขึ้น โดยเฉพาะ

$Volume$  = จำนวนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของกลุ่มพัฒนา อสังหาริมทรัพย์ที่มีการซื้อในแต่ละวัน

### ระยะเวลาที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้ครอบคลุมระยะเวลา ตั้งแต่ตั้ง เดือนพฤศจิกายน 2555 ถึง มีนาคม 2556

## บทที่ 4

### ผลและวิจารณ์

#### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน ภูมิศึกษา กลุ่มพัฒนา  
อสังหาริมทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้นำเสนอผลการวิเคราะห์ตามลำดับดังนี้

1. ผลการทดสอบคุณสมบัติ Stationary ในแต่ละตัวแปร โดยการทดสอบ Unit Root ด้วยวิธี ADF Test
2. ผลการทดสอบ Multicollinearity ในแต่ละตัวแปร โดยการทดสอบ Correlation ด้วยวิธี Variance Inflation Factors (VIF)
3. ผลการหาสมการถดถอยเชิงซ้อน Multiple Linear Regression ด้วยวิธี Genralizd Least Square: GLS เพื่อหาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ศึกษาด้วยโปรแกรม Econometric Views

#### ผลการทดสอบคุณสมบัติ Stationary (Unit Root Test)

เป็นการทดสอบว่าข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีคุณสมบัติเป็น Stationary หรือไม่ โดยพิจารณาจากตัวแปร ได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน (P/NAV) อัตราส่วนราคาตลาดของของหลักทรัพย์กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่ามูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์(P/BV) ระดับราคาน้ำมันดิบทะเลตามประกาศของบมจ.ปิโตรเลียมไทย (Oil) อัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคารแบบข้ามคืน(I) ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ดัชนีพ้องเศรษฐกิจ (CED) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวนหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีการซื้อ ขายเฉลี่ยในเดือนนั้นๆ โดยคำนวณจากปริมาณการซื้อขายสะสมตลอดวันทำการในเดือนนั้น และหารด้วยจำนวนวันทำการ (Avg.Vol)จำนวนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มีการซื้อในแต่ละวัน (Volume)

ตารางที่ 1 ผลการทดสอบ Unit Root ณ ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

ADF Test at Level (Test of I(0))					
Variable	ADF Test		Critical Value	Prob.	ผลการทดสอบ
	Lag	Statistic	5%		
P/NAV	0	-4.370776	-3.40991	0.0000	Stationary
OIL	0	-7.318802	-3.40991	0.0000	Stationary
I	0	-3.376668	-3.40991	0.0000	Stationary
PPI	0	-4.098895	-3.40991	0.0000	Stationary
CEI	0	-9.268673	-3.40991	0.0000	Stationary
AVGVOL	0	-19.13372	-3.40991	0.0000	Stationary
SET	0	-4.324496	-3.40991	0.0000	Stationary

จากตารางที่ 1 แสดงผลการทดสอบ Unit Root ณ ระดับข้อมูล (At Level) ทำให้เห็นว่า อัตราส่วนราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน (P/NAV) ระดับราคาน้ำมันดีเซลตามประกาศของบมจ.ปิโตรเลียมไทย (Oil) อัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคารแบบข้ามคืน (I) ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ดัชนีฟองเศรษฐกิจ (CEI) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวนหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีการซื้อขายเฉลี่ย ในเดือนนั้นๆ โดยคำนวณจากปริมาณการซื้อขายสะสมตลอดวันทำการในเดือนนั้น และหารด้วยจำนวนวันทำการ (Avg.Vol) ค่าสัมบูรณ์ของ ADF-Statistic มีค่ามากกว่าค่าสัมบูรณ์ของ MacKinnon Critical Value ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติร้อยละ 1, 5 และ 10 กล่าวคือ ปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่า ข้อมูลมีคุณสมบัติ Stationary ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติร้อยละ 1, 5 และ 10

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบ Unit Root ของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ADF Test at Level (Test of I(0))					
Variable	ADF Test		Critical Value	Prob.	ผลการทดสอบ
	Lag	Statistic	5%		
P <sub>m</sub> /BV	0	-8.717336	-3.40991	0.0000	Stationary
OIL	0	-15.33775	-3.40991	0.0000	Stationary
I	0	-7.217130	-3.40991	0.0000	Stationary
PPI	0	-4.098895	-3.40991	0.0000	Stationary
CEI	0	-18.03311	-3.40991	0.0000	Stationary
VOLUME	0	-50.78728	-3.40991	0.0000	Stationary
SET	0	-11.94179	-3.40991	0.0000	Stationary

จากตารางที่ 2 แสดงผลการทดสอบ Unit Root ณ ระดับข้อมูล (At Level) ทำให้เห็นว่า อัตราส่วนราคาตลาดของของหลักทรัพย์กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์(P/BV) ระดับราคาน้ำมันดีเซลตามประกาศของบมจ.ปิโตรเลียมไทย (Oil) อัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคารแบบข้ามคืน (I) ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ดัชนีฟองเศรษฐกิจ (CEI) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มี การซื้อในแต่ละวัน (Volume) ค่าสัมบูรณ์ของ ADF-Statistic มีค่ามากกว่าค่าสัมบูรณ์ของ MacKinnon Critical Value ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติร้อยละ 1, 5 และ 10 กล่าวคือ ปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่า ข้อมูลมีคุณสมบัติ Stationary ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ร้อยละ 1, 5 และ 10

### ผลการทดสอบ Multicollinearity

เป็นการทดสอบว่าตัวแปรอิสระในสมการที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน ในกรณีที่ขนาดของความสัมพันธ์มีค่าสูง (High Multicollinearity) จะมีผลทำให้ตัวคำนวณที่ได้มีค่าเบี่ยงเบนไปจากค่าที่แท้จริงโดยพิจารณาจากตัวแปรอิสระ ได้แก่ระดับราคาน้ำมันดีเซลตามประกาศของบมจ.ปิโตรเลียมไทย (Oil) อัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคารแบบข้ามคืน (I) ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ดัชนีฟองเศรษฐกิจ (CEI) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มีการซื้อในแต่ละวัน (Volume) จำนวนหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีการซื้อ ขายเฉลี่ย ในเดือนนั้นๆ โดยคำนวณจากปริมาณการซื้อขายสะสมตลอดวันทำการในเดือนนั้น และหารด้วยจำนวนวันทำการ (Avg.Vol)

ตารางที่ 3 การตรวจสอบ Multicollinearity ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

Variable	R-square	VIF
Oil	0.8652	7.4192
I	0.7509	4.0146
PPI	0.9077	10.8373
CEI	0.6452	2.8186
AVGVOL	0.0068	1.0069
SET	0.8925	9.3009

จากตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบ Multicollinearity ด้วยวิธี Variance Inflation Factors (VIF) ผลการทดสอบแสดงให้เห็นว่าดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) มีค่า Variance Inflation Factors (VIF) ที่ 10.8373 ซึ่งมีค่ามากกว่า 10 จึงทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ขึ้น ดังนั้นเพื่อลดปัญหาที่เกิดขึ้นจึงได้นำเอาตัวแปรดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ออกจากสมการหลัก

ตารางที่ 4 การตรวจสอบ Multicollinearity หลักทรัพย์ ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

Variable	R-square	VIF
Oil	0.6049	2.5309
I	0.8669	7.5111
PPI	0.8779	8.1872
CEI	0.5583	2.2639
Volume	0.0068	1.0087
SET	0.8719	7.3037

จากตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบ Multicollinearity ด้วยวิธี Variance Inflation Factors (VIF) ผลการทดสอบแสดงให้เห็นว่าไม่มีตัวแปร ที่มีค่า Variance Inflation Factors (VIF) ที่ 38.9228 และ 27.8271 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่า 10 จึงไม่เกิดปัญหา Multicollinearity ขึ้น ผลการทดสอบสมการถดถอยเชิงซ้อน **Multiple Linear Regression**

ตารางที่ 5 ผลการทดสอบสมการถดถอยเชิงซ้อน กองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.482333	0.230891	-15.08213	0.0000
I	0.091200	0.005074	17.97427	0.0000
CEI	0.039983	0.002174	18.38849	0.0000
OIL	-0.017070	0.001454	-11.74156	0.0000
SET	4.67E-05	3.58E-05	1.305502	0.1917
LINV	-0.243994	0.005497	-44.38398	0.0000
AVGVOL	6.20E-09	5.89E-10	10.52330	0.0000

R-squared = 0.7766      Adjusted R-squared = 0.7766

F-statistic = 14678.96      Durbin-Watson Statistic = 0.0549

จากผลการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าว พบว่าแบบจำลองพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีความเหมาะสม สามารถอธิบายความสัมพันธ์ของข้อมูลได้ถึงร้อยละ 77.66 และมีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจปรับปรุง (Adjusted R-squared) มีค่าเท่ากับร้อยละ 77.66 โดยมีค่า F-statistic = 373085.7 และจากการทดสอบค่าสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) พบว่า ค่า Durbin-Watson Statistic มีค่าเท่ากับ 0.0549

ผลการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติค่าสัมประสิทธิ์ของข้อมูลอัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคารแบบข้ามคืน (I) พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 คือ เมื่อข้อมูลอัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคารแบบข้ามคืนที่ผ่านมามีการเปลี่ยนแปลงร้อยละ 1 จะทำให้อัตราส่วนราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น 0.091200หน่วย แสดงว่าอัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคารแบบข้ามคืนที่ผ่านมามีเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตราส่วนราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน

ผลการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติค่าสัมประสิทธิ์ของข้อมูลดัชนีฟองเศรษฐกิจ (CEI) พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 คือ เมื่อดัชนีฟองเศรษฐกิจที่ผ่านมามีการเปลี่ยนแปลง 1 จุดจะทำให้อัตราส่วนราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น 0.039983หน่วย แสดงว่าเมื่อดัชนีฟองเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตราส่วนราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น

ผลการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติค่าสัมประสิทธิ์ของข้อมูลระดับราคาน้ำมันดีเซลตามประกาศของบมจ.ปิโตรเลียมไทย (Oil) พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกับอัตราส่วนราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน ซึ่ง

ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 คือ เมื่อระดับราคาน้ำมันดีเซลตามประกาศของบมจ.ปิโตรเลียมไทย ของที่ผ่านมา มีการเปลี่ยนแปลง 1 เหยียญจะทำให้อัตราส่วนราคาตลาดของหลักทรัพย์กลุ่มพัฒนา อสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุนเปลี่ยนแปลงลดลง 0.017070หน่วย แสดงว่าระดับราคาน้ำมันดีเซลตามประกาศของบมจ.ปิโตรเลียมไทยเพิ่มขึ้น อัตราส่วนราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อ หน่วยลงทุน เปลี่ยนแปลงลดลง

ผลการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติค่าสัมประสิทธิ์ของข้อมูลดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดของกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน คือ เมื่อดัชนีราคาตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเปลี่ยนแปลง จะไม่ทำให้อัตราส่วนราคาตลาดของกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน เปลี่ยนแปลงไป

ผลการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติค่าสัมประสิทธิ์ของข้อมูลจำนวนหน่วยลงทุนของกองทุน รวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีการซื้อ ขายเฉลี่ย ในเดือน (AVG.Volume) พบว่า มีความสัมพันธ์ใน ทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิ ของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 คือ เมื่อปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ของกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มีการซื้อในแต่ละวันมีการเปลี่ยนแปลง 1 หุ้น จะทำให้อัตราส่วน ราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วย ลงทุน เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น 0.000062 หน่วย แสดงว่าเมื่อปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของกลุ่ม พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มีการซื้อในแต่ละวันเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตราส่วนราคาตลาดของกองทุน รวมอสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น เช่นเดียวกัน

ผลการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติค่าสัมประสิทธิ์ของข้อมูลการมีอยู่ของนักลงทุนสถาบัน ในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์(Linv) พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทาง ผกผันกับอัตราส่วนราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของ สินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 คือ เมื่อการมีอยู่ของนักลงทุนสถาบันใน ในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์มีมากกว่าร้อยละ 30 จะทำให้อัตราส่วนราคา ตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน

เปลี่ยนแปลงลดลง 0.243994หน่วย แสดงว่าเมื่อการมีอยู่ของนักลงทุนสถาบันในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตราส่วนราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เปรียบเทียบกับมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน เปลี่ยนแปลงลดลงเช่นเดียวกัน

ตารางที่ 6 ผลการทดสอบสมการถดถอยเชิงซ้อน หลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.991346	3.471742	0.573587	0.5663
I	0.393729	0.096601	4.075816	0.0000
CEI	0.034435	0.032825	1.049052	0.2942
OIL	-0.284451	0.060133	-4.730395	0.0000
SET	0.001799	0.000544	3.309615	0.0009
VOLUME	-7.50E-12	4.56E-11	-0.164342	0.8695
LINV	2.240869	0.099957	22.41842	0.0000

R-squared = 0.6637      Adjusted R-squared = 0.6637

F-statistic = 15063.15      Durbin-Watson Statistic = 0.5767

จากผลการทดสอบพบว่าแบบจำลองพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน ของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีความเหมาะสม สามารถอธิบายความสัมพันธ์ของข้อมูลได้ถึงร้อยละ 66.37 และมีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจปรับปรุง (Adjusted R-squared) มีค่าเท่ากับ ร้อยละ 66.37 โดยมีค่า F-statistic = 15063.15 และจากการทดสอบค่าสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน (Autocorrelation)พบว่า ค่า Durbin-Watson Statistic มีค่าเท่ากับ 0.5767

ผลการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติค่าสัมประสิทธิ์ของข้อมูลอัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคารแบบข้ามคืน (I) พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 คือ เมื่อข้อมูลอัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคารแบบข้ามคืนที่ผ่านมา

มีการเปลี่ยนแปลงร้อยละ 1 จะทำให้อัตราส่วนราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น 0.393729 หน่วย แสดงว่าอัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคารแบบข้ามคืนที่ผ่านมาเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตราส่วนราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์ เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน

ผลการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติค่าสัมประสิทธิ์ของข้อมูลดัชนีฟองเศรษฐกิจ (CEI) พบว่า ไม่มีมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์ คือ เมื่อดัชนีฟองเศรษฐกิจที่ผ่านมา มีการเปลี่ยนแปลง จะไม่ทำให้อัตราส่วนราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป

ผลการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติค่าสัมประสิทธิ์ของข้อมูลระดับราคาน้ำมันดีเซลตามประกาศของ บมจ. ปิโตรเลียมไทย (Oil) พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกับอัตราส่วนราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์ ซึ่ง ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 คือ เมื่อระดับราคาน้ำมันดีเซลตามประกาศของ บมจ. ปิโตรเลียมไทยของที่ผ่านมา มีการเปลี่ยนแปลง 1 เหรียญจะทำให้อัตราส่วนราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงลดลง 0.284451 หน่วย แสดงว่าระดับราคาน้ำมันดีเซลตามประกาศของ บมจ. ปิโตรเลียมไทยเพิ่มขึ้นอัตราส่วนราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์ เปลี่ยนแปลงลดลง

ผลการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติค่าสัมประสิทธิ์ของข้อมูลดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์คือ เมื่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเปลี่ยนแปลง 1 จุด จะทำให้อัตราส่วนราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น 0.001799 หน่วย แสดงว่าดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ผ่านมาเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตราส่วนราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์ เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน

ผลการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติค่าสัมประสิทธิ์ของข้อมูลจำนวนหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีการซื้อ ขายเฉลี่ย ในเดือน (AVG.Volume) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กันกับอัตราส่วนราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์ คือ เมื่อปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มีการซื้อในแต่ละวันมีการเปลี่ยนแปลง จะไม่ทำให้อัตราส่วนราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์ เปลี่ยนแปลงไป

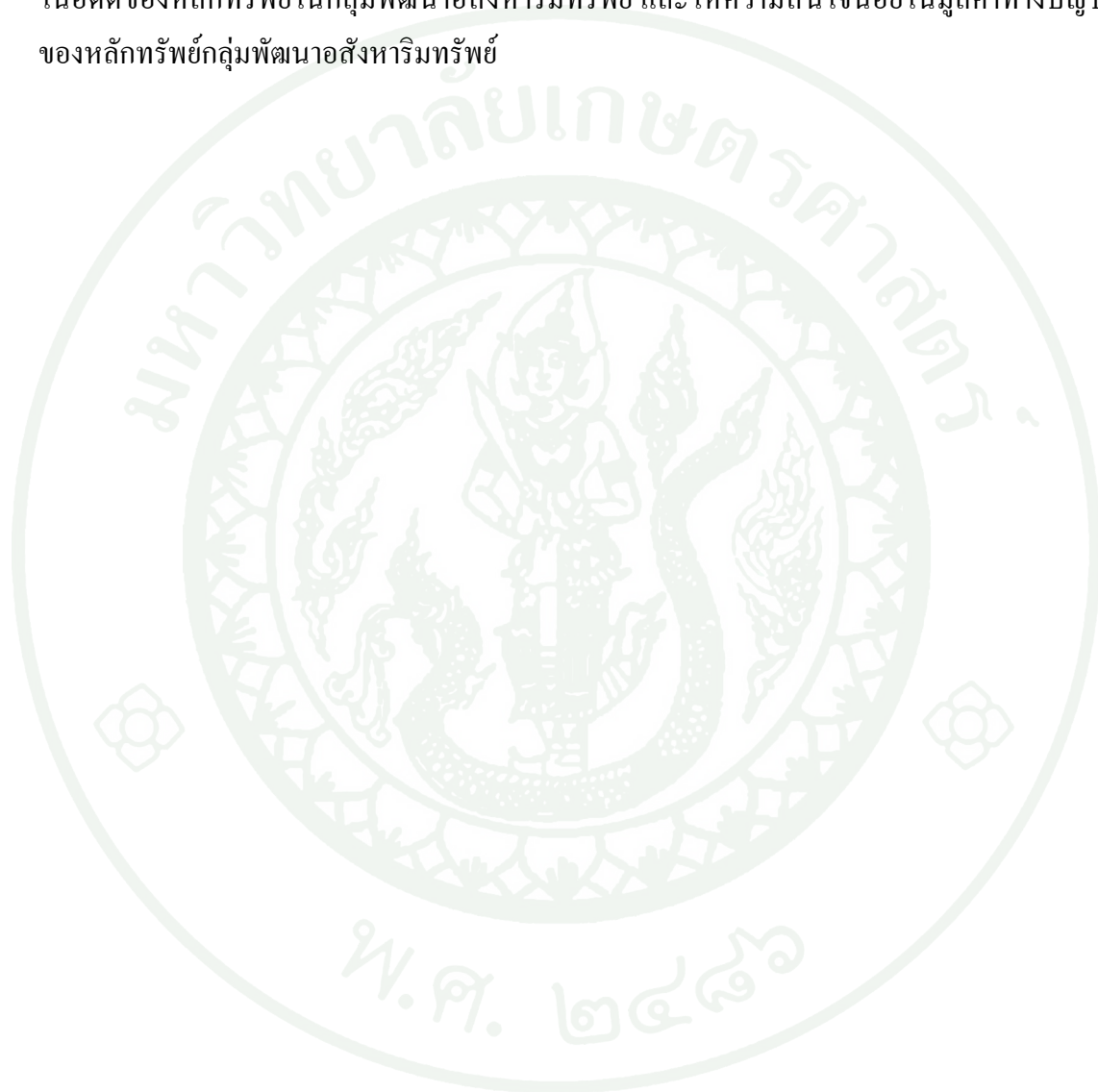
ผลการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติค่าสัมประสิทธิ์ของข้อมูลการมีอยู่ของนักลงทุนสถาบัน ในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์(Linv) พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 คือ เมื่อการมีอยู่ของนักลงทุนสถาบันในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์มีมากกว่าร้อยละ 5 จะทำให้อัตราส่วนราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์ เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น 2.240869หน่วย แสดงว่าเมื่อการมีอยู่ของนักลงทุนสถาบันในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตราส่วนราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น เช่นเดียวกัน

### วิจารณ์ผลการศึกษา

การศึกษาเรื่องพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน กรณีศึกษา กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผู้ศึกษาขอเสนอขอวิจารณ์ดังนี้

ในด้านพฤติกรรมของนักลงทุนสถาบันของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ มีพฤติกรรมการพิจารณาเลือกลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ที่มีราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ต่ำกว่ามูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน กล่าวคือนักลงทุนสถาบันจะให้ความสำคัญน้อยกว่าระดับราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ แต่จะให้ความสนใจในมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน

ในด้านพฤติกรรมของนักลงทุนสถาบันของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ มีพฤติกรรมการพิจารณาเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ที่มีราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่สูงกว่ามูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์ กล่าวคือนักลงทุนสถาบันจะสนใจในราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ที่สะท้อนมาจากกระแสเงินในอดีตของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และให้ความสนใจน้อยในมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์



## บทที่ 5

### สรุปและข้อเสนอแนะ

#### สรุปผลการวิจัย

พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน ภูมิศึกษา กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีวัตถุประสงค์เพื่อพิจารณาพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันใน สินทรัพย์ทางการเงินคือกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และ หลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย โดยมีจำนวนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาจำนวนทั้งสิ้น 17 กองทุน ใช้ข้อมูลรายวันตั้งแต่ 1 มิถุนายน 2551 ถึง 30 มิถุนายน 2555 ซึ่งกำหนดปัจจัยที่ประกอบไปด้วย ระดับราคาน้ำมันดีเซลตามประกาศของ บมจ. ปิโตรเลียมไทย (Oil) อัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคารแบบข้ามคืน (I) ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ดัชนีพียงเศรษฐกิจ (CEI) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวนหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีการซื้อ ขายเฉลี่ยในเดือนนั้นๆ โดยคำนวณจากปริมาณการซื้อขายสะสมตลอดวันทำการในเดือนนั้น และหารด้วยจำนวนวันทำการ (AVG.Vol) และ การมีอยู่ของนักลงทุนสถาบันในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์ (Linv)

ด้านหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ มีจำนวน 43 หลักทรัพย์ใช้ข้อมูลรายวันตั้งแต่ 1 สิงหาคม 2552 ถึง 30 มิถุนายน 2555 ซึ่งกำหนดปัจจัยที่ประกอบไปด้วย ระดับราคาน้ำมันดีเซลตามประกาศของบมจ.ปิโตรเลียมไทย (Oil) อัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคารแบบข้ามคืน (I) ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ดัชนีพียงเศรษฐกิจ (CEI) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มีการซื้อในแต่ละวัน (Volume) และ การมีอยู่ของนักลงทุนสถาบันในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์(Linv)เป็นเกณฑ์ในการประเมิน

ในส่วนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ผลการศึกษาที่ได้พบว่าตัวแปรควบคุมมีทิศทางและมีนัยสำคัญทางสถิติตามที่คาดการณ์ไว้ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 ในขณะที่ตัวแปรสังเกตการณ์มีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือในส่วนของสัดส่วนการถือครองกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของนักลงทุนสถาบัน มีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางผกผัน แสดงถึง นักลงทุน

สถาบันซึ่งมีพฤติกรรมที่จะเข้าไปลงทุน โดยคำนึงถึงมูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน มากกว่าราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ขณะที่ตัวแปรปริมาณการซื้อขายสะท้อนให้เห็นถึงสภาพคล่องของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีผลในทางบวกต่อราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ดังนั้นอาจสรุปได้ว่าปริมาณการซื้อขายของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ที่เพิ่มขึ้นจะช่วยเพิ่มราคาตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

ในส่วนของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ผลการศึกษาที่ได้พบว่าตัวแปรควบคุมมีทิศทาง และมีนัยสำคัญทางสถิติตามที่คาดการณ์ไว้ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 ในขณะที่ตัวแปรสังเกตการณ์มีนัยสำคัญทางสถิติตามที่คาดการณ์ไว้ กล่าวคือในส่วนของสัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ของนักลงทุนสถาบัน มีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางเดียวกัน แสดงถึงนักลงทุนสถาบันซึ่งมีพฤติกรรมที่จะเข้าไปลงทุน โดยคำนึงถึงราคาตลาดของหลักทรัพย์ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ มากกว่าตามบัญชีของหลักทรัพย์

### ข้อจำกัดของการศึกษา

การศึกษานี้ยังมีข้อจำกัดในส่วนของวิธีการประมวลผลโดยปัญหาเรื่อง Heteroscedasticity อาจแก้ไขได้โดยการทำ Breuch Godfrey Test โดยใช้วิธี LM Test ซึ่งอาจดำเนินการในการศึกษารั้งต่อไป

### ข้อเสนอแนะ

#### ข้อเสนอแนะจากผลการศึกษา

1. ควรให้มีส่งเสริมความโปร่งใสของข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์เพื่อที่จะทำให้เกิดความยุติธรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉพาะในเรื่องของการรับรู้ข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ควรสนับสนุนให้นักลงทุนรายย่อยของตลาดหลักทรัพย์เข้ามาลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินเพิ่มมากขึ้นซึ่งได้แก่ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แห่งประเทศไทย และ หลักทรัพย์ในหมวดอสังหาริมทรัพย์แห่งประเทศไทย

### ข้อเสนอแนะของการศึกษาครั้งต่อไป

การศึกษาในอนาคตอาจเพิ่มตัวแปรอิสระมาพิจารณาให้มากขึ้น ได้แก่ ค่า GDP ของประเทศไทย อัตราการว่างงานของแรงงาน ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล รวมถึงอาจมีการขยายกรอบระยะเวลาศึกษาให้มากขึ้น



## เอกสารและสิ่งอ้างอิง

ธนกร ม้าแก้ว. 2544. ทฤษฎีสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร: ผลงานเศรษฐศาสตร์รางวัลโนเบล ประจำปี 2001. โครงการวิจัยเศรษฐกิจและการเงิน แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย 16 (กันยายน): 1-2.

นวพร เรืองสกุล. 2545. บริษัทภิบาล เรื่องที่นักลงทุนและกรรมการต้องรู้. กรุงเทพฯ: มาสเตอร์คีย์.

พรชัย รัตนนันทชัยสุข. 2550. การลงทุนแบบเน้นคุณค่าหลักสูตรมหาวิทยาลัยโคลัมเบีย. นนทบุรี: วิสคอมเวิร์ค เพรส.

ภัทรกิตติ์ เนตินิยม. 2555. “บทบาทของนักลงทุนสถาบันต่อการลดต้นทุนตัวแทนของกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์”. วารสารบริหารธุรกิจ นิต้า 55, 10 (พฤษภาคม 2555).

รุจพงศ์ ประภาสะโนบล. 2548. ความมั่งคั่งที่ยั่งยืนด้วยกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

อำนวยการ ธิยาทิพย์กุล. 2521. การวิเคราะห์หลักทรัพย์. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

Akerlof, G.A. 1970. “The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism”. **Quarterly Journal of Economics** 84: 488-500.

Brennan, M. J. and A.V. Thakor. 1990. “Shareholders’ preference and dividend policy”. **Journal of Finance** 45: 993-1108.

Chordia, T.; R. Roll. and A. Subrahmanyam. 2000. “Commonality in Liquidity”. **Journal of Financial Economic** 56: 3–28.

- Chow, C.W. and A. Wong-Boren. 1987. "Voluntary financial disclosure by Mexican corporation". **Accounting Review** 62: 533-541.
- Diamond, D. and V. R. Disclosure. 1991. "liquidity and the cost of optimal capital". **The Journal of Finance** 46 (September 1991): 1325-1360.
- Eleswarapu, V. and M. Reingnum. 1993. "The seasonal behavior of liquidity premium in asset pricing". **Journal of Financial Economics**. 34: 373-386.
- Eng, L.L. and Mak. Y.T. 2003. "Corporate governance and voluntary disclosure". **Journal of Accounting and Public Policy** 22: 325-345.
- Fuller, R. J. 1998. "Behavioral Finance and sources of alpha". **Journal of Pension Plan Investing**. 2 (3): 1 - 21.
- Gerlarch, M. L. 1992. **Alliance Capitalism**. The Social Organization of Japanese Business University of California Press, Berkley and Los Angeles, Calif.
- Hasbrouck, J. and R. A. Schwartz. 1988. "Liquidity and execution costs inequityMarkets". **Journal of Portfolio Management** 14: 10-17.
- Hu, S. 1997. **Trading turnover and expected stock returns**. The trading frequency hypothesis and evidence from the Tokyo Stock Exchange. Working paper. University of Chicago
- Miller, M. H. and K. Rock. 1985. "Dividend policy under asymmetric information". **Journal of finance** 40: 1031-1051.
- Pastor, L. and R. Stambaugh. 2003. "Liquidity Risk and Expected Stock Returns". **Journal of Political Economy** 111: 642-685.

Ritter, J. R. 2003. "Behavioral Finance". **Pacific-Basin Finance Journal** 11: 429-437.

Sarr, A. and T. Lybek. 2002. **Measuring Liquidity in Financial Markets**. IMF Working Paper.

Shefrin, H. 2002. **Beyond Greed and Fear : Understanding behavioral finance and the psychology of investing**. New York: Oxford University Press.

Shiller, R. 2000. **Irrational Exuberance**. Princeton University Press.

Wiwattanakantang. 2001. "Controlling shareholders and corporate value". **Evidence from Thailand, Pacific-Basin Finance Journal** 9: 323-362.



### ผลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตารางผนวกที่ 1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

	P_NAV	OIL	I	CEI	PPI	SET	AVGVOL	LINV
Mean	0.77099	28.53479	2.339339	118.7242	130.0770	825.4999	248562.2	0.705613
Median	0.80387	28.79000	2.500000	118.9300	131.7000	801.3200	23588.04	1.000000
Maximum	1.40511	44.24000	3.940000	127.2200	140.4000	1240.030	21365220	1.000000
Minimum	0.00000	18.34000	1.250000	109.9800	112.6000	384.1500	0.000000	0.000000
Std. Dev.	0.25856	4.301172	0.811606	3.864699	8.386300	234.2661	977636.0	0.455776
Skewness	-1.26322	0.461906	-0.216689	-0.160811	-0.587344	-0.209515	16.22779	-0.902273
Kurtosis	5.48345	5.926210	1.502565	2.457849	2.086765	1.873491	320.0014	1.814097
Observations	25334	25334	25334	25334	25334	25334	25334	25334

ตารางผนวกที่ 2 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

	PM_BV	OIL	I	CEI	PPI	SET	VOLUME	LINV
Mean	1.14310	29.17355	2.181437	120.1444	133.5212	937.9150	18435332	0.43788
Median	0.82000	29.39000	2.000000	120.5400	134.0000	985.9100	1985200.	0.00000
Maximum	9.78000	32.33000	3.940000	127.2200	140.4000	1240.030	3.30E+09	1.00000
Minimum	0.00000	25.79000	1.250000	109.9800	118.0000	624.0000	0.000000	0.00000
Std. Dev.	0.90481	1.365924	0.868066	3.406564	5.944558	165.0664	84567390	0.49613
Skewness	2.31160	0.184950	0.154655	-0.597241	-0.822367	-0.254726	19.71706	0.25039
Kurtosis	12.9449	2.931108	1.371091	3.817086	2.786980	1.759077	574.3803	1.06269
Observations	45795	45795	45795	45795	45795	45795	45795	45795

## ประวัติการศึกษาและการทำงาน

ชื่อ-นามสกุล

นายสิรภัทร เกาฏีระ

วัน เดือน ปี ที่เกิด

วันที่ 6 เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2531

สถานที่เกิด

นนทบุรี, ประเทศไทย

ประวัติการศึกษา

ปริญญาบัณฑิต ภาควิชาการเงิน

คณะวิทยาการจัดการ

มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตศรีราชา

