

# บทที่ 1

## บทนำ

### ความสำคัญของปัญหา

วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจมักเกิดขึ้นจากปัจจัยที่แตกต่างกัน โดยในประเทศไทย เชื่อว่าภาคอสังหาริมทรัพย์เป็นสาเหตุหลักในการทำให้เกิดวิกฤตการณ์ดังกล่าวที่ผ่านมา สาเหตุต่อเนื่องมาจากการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยที่มีการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วด้วย อัตราเฉลี่ยประมาณร้อยละ 7.3 ต่อปีในช่วงปี พ.ศ. 2508-2523 และประมาณร้อยละ 7.8 ต่อปีในช่วงปี พ.ศ. 2524-2539 ดังนั้นตลาดอสังหาริมทรัพย์ไทยในช่วงเริ่มแรกจึงได้มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วต่อเนื่องตามมา เพื่อสอดคล้องกับการขยายตัวของปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจมหภาค

เมื่อเกิดภาวะวิกฤตเราพบว่า ภาระของหนี้เสียได้สูงขึ้นถึงกว่า 7.7 ล้านล้านบาท ในปี พ.ศ. 2542 ส่วนหนึ่งมาจากการที่ผู้ประกอบการหลายรายไม่ได้นำเงินที่นำไปพัฒนาโครงการตามที่ขอกู้ แต่นำเงินไปใช้เพื่อการอื่นจนเกิดปัญหาโครงการทิ้งร้างมากมายจะเห็นได้จากจำนวนบ้านร้างและตึกร้างที่ยังคงสูงอยู่ในปัจจุบัน ในกรณีของธนาคารพาณิชย์เองนั้นยังได้รับผลกระทบตามมาจากบริษัทที่ขอสินเชื่อไม่สามารถชำระคืนได้ตามกำหนด ส่งผลให้ปริมาณหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (non performing loan) ขยับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว และส่งผลต่อสถานะการลดลงของสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์และความสามารถในการปล่อยกู้ที่ลดลงของธนาคารตามมาอีกด้วย ปัจจัยดังกล่าวส่งผลให้ราคาของอสังหาริมทรัพย์ลดลงอย่างรวดเร็วเป็นระลอกที่สอง (over-shooting effect) ซึ่งหลายฝ่ายได้วิเคราะห์ว่ามูลค่าของการสูญเสียในกรณีที่สองนี้มีมูลค่าที่เพิ่มขึ้นและสูงกว่าผลกระทบจากกรณีอย่างแรกมาก (Renaud, Zhang, & Koeberle, 1998)

นอกจากนี้การเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของดัชนีหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวยังบ่งบอกถึงสถานะการเก็งกำไรฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์อีกด้วย สาเหตุ

เนื่องมาจากว่ามูลค่าของหุ้นบริษัทได้เพิ่มขึ้นจากการที่ทรัพย์สินที่บริษัทถือครองในรูปแบบของบ้าน สิ่งก่อสร้าง และที่ดินเหล่านั้นมีมูลค่าเพิ่มขึ้นจากสภาวะการเก็งกำไรดังกล่าว ดังนั้นหลักทรัพย์ในหมวดของอสังหาริมทรัพย์ได้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงปี พ.ศ. 2530 และสูงสุดถึงประมาณ 2,200 จุดในเดือนธันวาคม พ.ศ. 2536 จนกระทั่งดัชนีดังกล่าวได้ตกลงอย่างรวดเร็วและรุนแรงจากการแตกของฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์

ฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์ (bubble in real estate) นี้เองได้ส่งผลสู่วิกฤตการณ์อสังหาริมทรัพย์ (real estate crisis) และส่งผลต่อเนื่องสู่วิกฤตการณ์ธนาคาร (banking crisis) วิกฤตการณ์ทางการเงิน (currency and financial crisis) และวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ (economic crisis) ต่อมาตามลำดับ การเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในภาคอสังหาริมทรัพย์เองอาจเป็นปัจจัยที่ทำให้เกิดปรากฏการณ์ฟองสบู่ขึ้นอีกครั้งหนึ่ง และผนวกกับภาวะทางเศรษฐกิจโลกที่ถดถอยได้ในปี พ.ศ. 2552

หลังช่วงวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินที่เกิดขึ้นในประเทศไทย การลงทุนภายในประเทศซบเซา สภาวะอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของสถาบันทางการเงินมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง อันเป็นผลมาจากการลดภาระต้นทุนของสถาบันการเงิน ส่งผลกระทบต่อประชาชนที่ออมเงินในรูปแบบเงินฝากเป็นอย่างมาก การแสวงหาผลตอบแทนให้มากกว่าผลตอบแทนจากการออมเงินในรูปแบบเงินฝากนั้น จึงเป็นหนทางหนึ่งของผู้ออมเงินแสวงหา นอกจากการลงทุนทางตรงแล้วในปัจจุบันได้มีการลงทุนทางอ้อมนั่นก็คือการลงทุนในรูปแบบของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ การลงทุนในกองทุนรวมเปรียบเสมือนการออมในรูปแบบของการลงทุน ที่ให้ผลตอบแทนมากกว่าการออมในรูปแบบเงินฝาก ระบบการลงทุนของกองทุนรวม เป็นการลงทุนโดยการซื้อหน่วยลงทุนสำหรับที่จะนำกองทุนนั้นมาลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยสินทรัพย์ที่นำเข้ามาลงทุนในกองทุนดังกล่าวมักเป็นอสังหาริมทรัพย์ที่มีรายได้จากค่าเช่าเป็นระยะเวลายาว เช่น โรงแรม อพาร์ทเมนต์ เซอร์วิส-อพาร์ทเมนต์ และอาคารสำนักงาน ทางเลือกดังกล่าวจึงส่งผลกระทบต่อการลงทุนในตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่สูงขึ้น เพียงแต่สิทธิในการเป็นเจ้าของอสังหาริมทรัพย์ในกรณีนี้จะขึ้นอยู่กับสัดส่วนของหน่วยลงทุนที่ซื้อไว้ โดยผู้ถือหน่วยลงทุนก็จะเปรียบเสมือนกับเจ้าของส่วนหนึ่งของอสังหาริมทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ที่กองทุนนั้นไปลงทุน ดังนั้นการลงทุนทางด้านอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบนี้ เปรียบเสมือนกับการกระจายความเสี่ยง

(diversify risk) ของการลงทุนดังกล่าวด้วยเช่นกัน ปัจจุบันมีกองทุนอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวได้เปิดทำการขายหน่วยลงทุนเช่น กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของศึกษาอริสระทาวน์เวอร์ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ที ยู โคม เรสซิเดนซ์เซียล คอมเพล็กซ์ เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (กบข.) ที่ได้รับอนุญาตให้สามารถลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ได้ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 เป็นต้นมา

กองทุนรวมจะเป็นการจัดตั้งขึ้นภายใต้ข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ซึ่งจะมึนโยบายในการลงทุนที่แตกต่างกันไป กองทุนรวมจึงนับเป็นอีกหนึ่งทางเลือกของนักลงทุนรายย่อย ที่จะแสวงหาผลตอบแทนที่มากกว่า การออมในรูปแบบของเงินฝาก ในขณะที่มีความเสี่ยงในอัตราใกล้เคียงกัน ระบบการลงทุนของกองทุนรวมนั้น คือ การระดมเงินลงทุนจากนักลงทุนรายย่อยมารวมกันให้เป็นกองเงินขนาดใหญ่ โดยผู้ลงทุนจะได้หน่วยลงทุนตามสัดส่วนของเงินลงทุน และเงินจำนวนนี้จะถูกบริหารจัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม (บลจ.) จะทำหน้าที่นำเม็ดเงินไปลงทุนตามนโยบายของการจัดตั้งกองทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่คุ้มค่าภายใต้ความเสี่ยงที่นักลงทุนยอมรับได้ และการที่มีเม็ดเงินลงทุนที่มหาศาลจะทำให้สามารถกระจายความเสี่ยงของการลงทุนได้มากกว่าการลงทุนด้วยตัวเองของนักลงทุนรายย่อย (สำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2551)

กองทุนรวมที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เป็นอีกหนึ่งทางเลือกในการลงทุนอีกประเภทหนึ่ง และเริ่มเป็นที่กล่าวถึงมากขึ้นในช่วงที่บรรยากาศการลงทุนในตลาดทุนในประเทศยังคงเต็มไปด้วยความไม่แน่นอน โดยจากข้อมูลของสมาคมบริษัทจัดการลงทุน พบว่า ณ วันที่ 30 ตุลาคม พ.ศ. 2551 มีจำนวนกองทุนดังกล่าวทั้งสิ้น 21 กอง และมีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิรวมที่ 66,407.07 ล้านบาท เมื่อเทียบกับในปี พ.ศ. 2550 ซึ่งมีกองทุนเพียง 16 กอง และมีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิที่ 56,612.45 ล้านบาท (ดูตาราง 1) ในปัจจุบันสัดส่วนของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนอสังหาริมทรัพย์ คิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 4.33 ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) ในระบบ ซึ่งมูลค่ารวมของกองทุนทุกประเภทอยู่ที่ 1,533,570.14 ล้านบาท ลดลงจากปริมาณ 1,610,892.87 ล้านบาท ของกองทุนรวมทั้งหมดในระบบในปี พ.ศ. 2550 พิจารณาตามนโยบายการลงทุนแล้ว พบว่า

กองทุนอสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่จะมีนโยบายการลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนรวมในประเทศทั้งหมด ได้แก่ กองทุนอสังหาริมทรัพย์แบบมีกรรมสิทธิ์ (free hold) 9 กองทุน มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิประมาณ 16.8 หมื่นล้านบาท กองทุนอสังหาริมทรัพย์แบบสิทธิการเช่า (lease hold) จำนวน 10 กองทุน มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิประมาณ 44.95 หมื่นล้านบาท และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบผสม (mixed hold) 2 กองทุน มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิประมาณ 4.63 พันล้านบาท ตามลำดับ (สมาคมบริษัทจัดการลงทุน, 2552)

### ตาราง 1

#### ธุรกิจจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

บริษัท	จำนวน กองทุน	มูลค่า (บาท)
1. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน กสิกรไทย จำกัด	2	5,632,393,739.07
2. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ทหารไทย จำกัด	2	13,406,662,752.13
3. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด	1	8,559,369,425.64
4. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน นครหลวงไทย จำกัด	2	11,855,054,074.02
5. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ยูโอบี (ไทย) จำกัด	1	879,607,154.55
6. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน)	2	2,618,311,748.65
7. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไอเอ็นจี (ประเทศไทย) จำกัด	6	12,537,110,267.48
8. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม บัวหลวง จำกัด	1	6,192,098,988.00
9. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม พรีเมาเวสต์ จำกัด	1	659,266,855.25
10. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม วรรณ จำกัด	3	4,067,193,160.57
รวม	21	66,407,068,165.36

หมายเหตุ: ข้อมูล ณ วันที่ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2551

ที่มา: จาก มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ, โดย สมาคมบริษัทจัดการลงทุน, 2552, ค้นเมื่อ 16 มกราคม 2552, จาก <http://www.aimc.or.th>

นอกจากนี้ การเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วของตลาดหลักทรัพย์ยังเป็นปัจจัยสำคัญอีกประการหนึ่งที่ส่วนกระตุ้นทางด้านอุปทานในภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยเฉพาะกับบริษัทอสังหาริมทรัพย์และบริษัทวัสดุก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ที่มีกำไรเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจากมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทที่สูงขึ้นจากการขยายตัวอย่างรวดเร็วของธุรกิจดังกล่าว โดยกล่าวได้ว่าในช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในช่วงของขาขึ้น บริษัทอสังหาริมทรัพย์ทั้งหมด 46 แห่งรวมถึงบริษัทอื่น ๆ ที่ทำธุรกิจเกี่ยวข้องกับภาคอสังหาริมทรัพย์ (เช่นบริษัทค้าวัสดุก่อสร้างและรับเหมาก่อสร้าง) อีก 35 แห่งได้รายงานว่าอัตราส่วนของ Leverage to Debt Ratio ของบริษัทเหล่านี้มีค่าสูงถึง 150 เปอร์เซ็นต์เทียบกับบริษัทอื่น ๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นจะเห็นได้ว่าความเฟื่องฟูในธุรกิจนี้นั้นได้สะท้อนถึงราคาหุ้นของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว จากการสำรวจดัชนีของตลาดอสังหาริมทรัพย์จึงจะเห็นได้ว่าดัชนีหลักทรัพย์ในกลุ่มของอสังหาริมทรัพย์ได้มีการเคลื่อนไหวสูงกว่าดัชนีอื่น ๆ มาก ซึ่งดัชนีในอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวนี้ได้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วตามการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วของตลาด เนื่องจากสัดส่วนของตลาดส่วนใหญ่ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ได้ถูกควบคุมจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งสิ้น ไม่ว่าจะเป็น Land and House Q-House สุภาลัย หรือแสนสิริ เป็นต้น (สำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2550)

กองทุนรวมที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ จัดตั้งเพื่อให้นักลงทุนสามารถแสวงหาผลตอบแทนที่สูงขึ้นจากการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ปัจจัยหลักที่น่าจะสนับสนุนให้กองทุนประเภทดังกล่าวนี้มีความน่าสนใจทางด้านของผู้ลงทุน ได้แก่ การเป็นทางเลือกหนึ่งในการลงทุนนอกเหนือจากการลงทุนในกองอื่น ๆ และการกระจายความเสี่ยงในการลงทุน นอกจากนั้นแล้วการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ยังเป็น โอกาสที่ดีสำหรับ บลจ. ต่าง ๆ ในด้านการสร้างจุดแข็งและความแตกต่างให้กับตนเองจากรายอื่น ๆ แต่ถึงกระนั้นก็ตาม การที่กองทุนอสังหาริมทรัพย์ยังคงไม่เป็นที่นิยมในวงกว้างในช่วงที่ผ่านมา สืบเนื่องมาจากกองทุนดังกล่าวนี้ยังคงต้องเผชิญกับปัจจัยเสี่ยงและข้อจำกัดหลายประการเมื่อเทียบกับกองทุนรวมประเภทอื่น ๆ ที่ลงทุนในประเทศ

การลงทุนในกองทุนประเภทนี้ จะเน้นการลงทุนระยะยาว ซึ่งได้รับผลตอบแทนในรูปเงินปันผลสม่ำเสมอ หน่วยลงทุนซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ราคาหน่วยลงทุนในบางกองทุน มีราคาเหนือราคาพาร์หรือต่ำกว่าราคาพาร์ ซึ่งขึ้นอยู่กับตลาด ณ เวลานั้น และผลประกอบการของทรัพย์ที่กองทุนถือครองอยู่ว่ามีผลประกอบการคืออะไร แต่ตราบใดที่นักลงทุนถือครองหน่วยลงทุนอสังหาริมทรัพย์อยู่แล้วไม่ได้ขาย และยังได้ผลตอบแทนสม่ำเสมอ ถือว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นยังเป็นกองทุนรวมที่ดี รักษาผลประโยชน์ตามสัญญา ดังนั้น นักลงทุนอยู่ตามที่ได้ตกลงกันไว้ ณ วันลงทุน ราคาในตลาดหลักทรัพย์อาจจะผันผวนต่ำลงไปบ้างหรือบางที่ต่ำเลย ซึ่งต้องพิจารณาหรือสอบถามกับบริษัทจัดการกองทุนรวมนั้น ๆ ของเหตุผลดังกล่าว

การลงทุนผ่านกองทุนรวมในปี พ.ศ. 2551 ที่ผ่านมานักลงทุนหลาย ๆ รายอาจมีทั้งผิดหวังและสมหวัง อย่างไรก็ตาม การลงทุนผ่านกองทุนรวมเป็นหนทางที่ดีที่สุด ที่จะบรรเทาผลกระทบจากการที่นักลงทุนจะเสี่ยงลงทุนโดยตรงภายใต้ภาวะการณ์เช่นนี้ นั่นหมายถึงตัวผู้จัดการกองทุน และบริษัทจัดการกองทุนรวม ที่จำเป็นจะต้องพิจารณาหาทางเลือกและจัดสรรสิ่งที่ดีที่สุดให้แก่ผู้บริโภคนอกจากนี้ในปี พ.ศ. 2551 ที่ผ่านมามีการผันผวนของภาวะเศรษฐกิจโลก ไม่ว่าจะเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ราคาน้ำมัน ราคาทองคำ และอื่น ๆ มีทั้งขึ้นไปจนทำลายสถิติหรือไม่ก็ลงไปทำลายสถิติสิ่งเหล่านี้ล้วนแต่เป็นปัจจัยในทั้งทางบวกและทางลบ ต่อกองทุนรวมที่จัดตั้งในปีที่ผ่านมาและปีก่อนหน้า บริษัทจัดการกองทุนรวมจึงต้องหาวิธีบริหารให้ได้รับผลกระทบน้อยที่สุด กองทุนรวมหลาย ๆ ประเภททั้งในประเทศและต่างประเทศต่างได้รับผลกระทบทุกกองทุน เช่น กองทุนที่ไปลงทุนในตราสารหนี้ต่างประเทศ ซึ่งส่วนใหญ่จะเปิดความเสี่ยงแทบทุกกองทุนในส่วนของอัตราแลกเปลี่ยน ยกเว้นกองทุนที่ไปลงทุนในประเทศเกาหลี เพราะค่าปิดความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน

## ตาราง 2

## ธุรกิจจัดการกองทุนรวมทั้งระบบและกองทุนอสังหาริมทรัพย์

ธุรกิจกองทุนรวม	จำนวนกองทุน	มูลค่าสินทรัพย์ (NAV) (บาท)	ส่วนแบ่งตลาด (%)
Equity Fund	240	290,293,115,463.52	16.85
Fixed Income Fund	578	1,128,591,126,086.73	65.52
Mixed Fund	88	48,960,033,813.78	2.84
Property Fund (Type 1)	23	70,995,504,435.82	4.12
Property Fund for Resolving Financial Institution Problem (Type 2)	19	42,109,759,700.67	2.44
Mutual Fund for Resolving Financial Institution Problem Fund (Type 3)	12	13,482,294,720.41	0.78
Property and Loan Fund (Type 4)	45	107,435,860,416.12	6.24
Others	44	20,693,454,136.37	1.20
รวม	1,049	1,722,561,148,773.42	100.00

หมายเหตุ: ข้อมูล ณ วันที่ 29 พฤษภาคม พ.ศ. 2552

ที่มา. จาก มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ, โดย สมาคมบริษัทจัดการลงทุน, 2552, ค้นเมื่อ 1

มิถุนายน 2552, จาก <http://www.aimc.or.th>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2552) ได้มีกำหนดการแยกกลุ่มหลักทรัพย์ประเภทกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (property fund) ออกจากหมวดธุรกิจ (sector) พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Property Development--PROP) ซึ่งอยู่ภายใต้กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (property and construction)

โดยปัจจุบัน ตลาดหลักทรัพย์ฯ มีจำนวนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนซื้อขายบนกระดานหลักทั้งหมด 28 หลักทรัพย์ มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) รวมกว่า 50,000 ล้านบาท หรือคิดเป็นประมาณร้อยละ 2 ของมูลค่าตาม

ราคาตลาดรวมของตลาดหลักทรัพย์ฯ (ข้อมูล ณ วันที่ 2 มิ.ค. พ.ศ. 2552) ซึ่งถือได้ว่าหลักทรัพย์ประเภทกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์อีกประเภทหนึ่งที่มีความสำคัญต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ และขนาดของตลาดยังมีโอกาสเติบโตไปได้อีก เนื่องจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นเครื่องมือที่ใช้ประโยชน์ได้เป็นอย่างดีในการระดมทุนของผู้ประกอบธุรกิจแทนการกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์ ยกตัวอย่าง ขนาดของตลาด REIT ของประเทศญี่ปุ่นที่มีมูลค่ากว่า 1 ล้านล้านบาท หรือของสิงคโปร์ที่มีขนาดใหญ่กว่า 6 แสนล้านบาท นอกจากนี้ การแยกกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จะทำให้ผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศสามารถเห็นภาพรวมของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และสามารถค้นหาข้อมูลเพื่อใช้ประกอบการลงทุนเกี่ยวกับหลักทรัพย์ประเภทนี้ ได้ง่ายยิ่งขึ้น

กองทุนอสังหาริมทรัพย์จึงเป็นทางเลือกที่นักลงทุนบางรายต้องการ เพราะในบางครั้งนักลงทุนอยากลงทุนในอสังหาริมทรัพย์แต่เงินไม่พอที่จะซื้อที่ดิน อาคาร โรงแรม เพราะมีราคาสูง ซึ่งถือว่าการลงทุนในอีกทางเลือกหนึ่งได้ การศึกษาผลตอบแทนการลงทุนอสังหาริมทรัพย์เมื่อเทียบกับการลงทุนทางการเงินประเภทอื่น ซึ่งจะทำให้ทราบข้อแตกต่างได้อีกด้วย และนักลงทุนยังอบอุ่นใจได้ว่าเรามีทรัพย์สินอยู่ ไม่ว่าจะ เป็นแบบมีกรรมสิทธิ์ (free hold) หรือ แบบสิทธิการเช่า (lease hold) โดยกองทุนอสังหาริมทรัพย์แบบมีกรรมสิทธิ์ ผู้ถือหุ้นจะเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สิน หาก ณ วันที่ซื้อทรัพย์สินมาราคาหนึ่ง แต่ในอนาคตราคาทรัพย์สินเพิ่มขึ้น ผู้ถือหุ้นจะลงมติให้บริษัทจัดการกองทุนให้ขายทรัพย์สินไปบางส่วนหรือทั้งหมด แล้วนำกำไรจากการขายทรัพย์สินมาเฉลี่ยคืนให้กับผู้ถือหุ้น ถือว่านอกจากเป็นเจ้าของที่ดินและอาคาร ได้รับปันผลทุกปีแล้ว ยังมีโอกาสกำไรจากการขายทรัพย์สินอีกด้วย ซึ่งอาจเปรียบเทียบได้ว่าลงทุนซื้อที่ดินและอาคาร ที่มีรายได้ทุกปี และในอนาคตมีโอกาสขายทำกำไรได้เช่นเดียวกัน ส่วนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบสิทธิการเช่า ซึ่งเมื่อเวลาผ่านไป ระยะเวลาหารายได้ในทรัพย์สินจะน้อยลง แต่ราคาเช่ามีการปรับเพิ่มขึ้นทุกปีหรือสองปี ซึ่งจะทำให้ระยะเวลาเช่าทรัพย์สินผ่านไปน้อยลง แต่มีรายได้เพิ่มขึ้นจากการเก็บค่าเช่า ผู้ถือหุ้นลงทุนก็มีโอกาสได้รับผลตอบแทนเพิ่มขึ้นเช่นกัน

การศึกษาผลการดำเนินการของกองทุนอสังหาฯ ในครั้งนี้ จะทำให้ทราบถึงผลตอบแทนและความเสี่ยงในปัจจุบันว่ามีความเสี่ยงและผลตอบแทนใกล้เคียง มากกว่า

หรือน้อยกว่า กับการลงทุนในตลาดรองอื่น ๆ หรือไม่ ซึ่งกองทุนอสังหาฯ ในปัจจุบันที่ยังดำเนินงานอยู่ยังมีไม่มาก ซึ่งจะเป็นองค์ความรู้ในการเลือกลงทุนในตลาดทุนอีกช่องทางหนึ่ง

### วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อเปรียบเทียบถึงผลตอบแทน และความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์
2. เพื่อประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทย

### สมมติฐานของการศึกษา

1. อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงมีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน และอัตราผลตอบแทนของกองทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของตลาด
2. การลงทุนในกองทุนรวมที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนในตลาดตราสารหนี้โดยตรง และสูงกว่าการฝากเงินกับธนาคารแบบประจำ 1 ปี

### ขอบเขตของการศึกษา

ในการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ จะใช้วิธีการประเมินจากผลการดำเนินงานในอดีตเปรียบเทียบกับตลาดตราสารหนี้ อาศัยแบบจำลองของการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model--CAPM) เป็นพื้นฐานในการศึกษา โดยการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) แบบมีกรรมสิทธิ์ (free hold) และแบบสิทธิการเช่า (lease hold) จำนวน 10 กองทุน และ

อัตราผลตอบแทนที่ใช้ในการศึกษาเป็นอัตราผลตอบแทนรายเดือน ได้แก่ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (NAV) รายเดือน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปีของธนาคารพาณิชย์รายเดือน และดัชนีวัดผลตอบแทนตราสารหนี้ในช่วงเวลาเดียวกันกับ NAV ช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษา คือ เดือนมีนาคม พ.ศ. 2550 ถึงเดือนมีนาคม พ.ศ. 2552 เป็นจำนวน 25 เดือน ซึ่งกองทุนที่ใช้ศึกษามีรายชื่อ ดังนี้ (ดูตาราง 3)

### ตาราง 3

#### รายชื่อกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ใช้ศึกษา

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1)	ชื่อย่อ	บลจ.
1. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์บ้านแสนสิริ	SIRIPF	ไอเอ็นจี
2. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์บางกอก	BKKCP	วรรณ
3. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เอ็มเอฟซี-นิชดา	MNIT	เอ็มเอฟซี
4. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทคอน	TFUND	บัวหลวง
5. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทยอินคัสเตรียล	TIF1	ไอเอ็นจี
6. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มิลเลียนแนร์	MIPF	วรรณ
7. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ควอลิตี้ เฮ้าส์	QHPF	ไทยพาณิชย์
8. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที ยู โคม เรสซิเดนซ์เซี่ยล คอมเพล็กซ์	TU-PF	ไอเอ็นจี
9. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์สนามบินสมุย	SPF	นครหลวงไทย
10. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ CPN รีเทล โกรท	CPNRF	ทหารไทย

ที่มา. จาก มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ, โดย สมาคมบริษัทจัดการลงทุน, 2552, ค้นเมื่อ 16 มกราคม 2552, จาก <http://www.aimc.or.th>

## วิธีการศึกษา

### การเก็บรวบรวมข้อมูล

โดยใช้ข้อมูล ตั้งแต่เดือนมีนาคม พ.ศ. 2550 ถึงเดือนมีนาคม พ.ศ. 2552 รวมจำนวนทั้งสิ้น 25 เดือน โดยนำข้อมูลมาจาก สมาคมบริษัทจัดการลงทุน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย บริษัทจัดการกองทุนรวม และการใช้ข้อมูลจากอินเทอร์เน็ต ในการเข้าไปในเว็บไซต์ของหน่วยงานต่าง ๆ โดยข้อมูลหลักได้มาจาก

1. มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (Net Asset Value--NAV) จากสมาคมบริษัทจัดการลงทุน จาก [www.aimc.or.th](http://www.aimc.or.th)
2. ดัชนีอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (TBDC Government Bond Index) จากสมาคมตราสารหนี้ จาก [www.bloomberg.net](http://www.bloomberg.net)
3. ดอกเบี้ยเงินฝากแบบประจำ (fixed deposit) จากธนาคารแห่งประเทศไทย จาก [www.bot.or.th](http://www.bot.or.th)

### วิธีการวิเคราะห์

วิธีการวิเคราะห์แบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ

1. การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (descriptive analysis) เป็นวิเคราะห์โครงสร้างการลงทุน นโยบายการลงทุน และกฎเกณฑ์ที่ต้องปฏิบัติตามของกองทุนรวมในประเทศไทย
2. การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (quantitative analysis) เป็นการวิเคราะห์โดย
  - 2.1 การหาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ คือ การหาผลตอบแทน ความเสี่ยง ค่าเบต้า และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์
  - 2.2 การวัดประสิทธิภาพของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม โดยใช้อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงเป็นมาตรวัด มีอยู่ 3 แนวคิด ดังนี้ (Ross, 1998, pp. 133-139)
    - 2.2.1 มาตรวัดตามตัวแบบ Jensen
    - 2.2.2 มาตรวัดตามตัวแบบ Treynor
    - 2.2.3 มาตรวัดตามตัวแบบ Sharpe

## นิยามศัพท์เฉพาะ

กองทุนรวม (mutual fund) หมายถึง โครงสร้างการลงทุนที่มีฐานะเป็น นิติบุคคล ที่จัดตั้งขึ้นโดย บลจ. โดยการออกหน่วยลงทุนขายให้ประชาชนทั่วไป เมื่อสามารถ ระดมเงินลงทุนได้ตามวงเงินของโครงการ บริษัทก็จะนำเงินที่ได้ไปลงทุนตามนโยบาย ที่ได้กำหนดไว้ของโครงการ นับว่าเป็นเครื่องมือในการลงทุน (investment vehicle) สำหรับผู้ลงทุนรายย่อยที่ประสงค์จะนำเงินมาลงทุนในตลาดเงินตลาดทุน แต่ติดขัด ด้วยอุปสรรคหลายประการที่ทำให้การลงทุนด้วยตนเองไม่สามารถได้ผลลัพธ์ตาม เป้าหมายที่ต้องการ เช่น

1. มีทุนทรัพย์จำนวนจำกัด ไม่สามารถกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ต่าง ประเภทได้มากพอ เพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุน หรือ
  2. ไม่มีประสบการณ์ ความรู้ ความชำนาญในการลงทุน หรือ
  3. ไม่มีเวลาจะศึกษา ค้นหา และติดตามข้อมูลเพื่อใช้ในการตัดสินใจการลงทุน
- กองทุนรวม จึงเป็นเครื่องมือในการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ มีการจัดการลงทุน อย่างเป็นระบบ โดยมีจุดมุ่งหมายให้การลงทุนได้รับผลตอบแทนที่ดีที่สุด ภายใต้กรอบ ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนยอมรับได้

กองทุนปิด (closed end fund) หมายถึง กองทุนรวมที่มีหน่วยลงทุนคงที่ไม่ เพิ่มขึ้น และไม่ลดลง และเปิดให้มีการจองซื้อเพียงครั้งเดียวเมื่อจัดตั้งโครงการ มีกำหนด อายุโครงการแน่นอนและบริษัทจัดการไม่รับซื้อคืนหน่วยลงทุนก่อนครบกำหนดอายุ โครงการ ผู้ถือหน่วยลงทุนไม่สามารถไถ่ถอนหน่วยลงทุนก่อนครบกำหนดอายุโครงการ ได้ โดยส่วนใหญ่แล้วอายุโครงการของกองทุนรวมในประเทศไทย จะมีกำหนด 3 ปี 5 ปี หรือ 10 ปี และเพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุน บริษัทจัดการมักจะนำเอา หน่วยลงทุนของกองทุนปิดไปจดทะเบียนซื้อขายในตลาดรอง หรือจัดให้มีตัวแทน จัดการซื้อขาย (market maker) ปัจจุบันกองทุนปิดได้รับความนิยมลดน้อยลงไปมาก

กองทุนเปิด (open end fund) หมายถึง กองทุนรวมที่สามารถเพิ่มหรือลดหน่วย ลงทุนได้ ไม่มีกำหนดอายุโครงการ และบริษัทจัดการรับซื้อคืนหน่วยลงทุนตามกำหนด เวลาที่ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวน เช่น ทุกวัน ทุกสัปดาห์ ทุกสองสัปดาห์ ทุกเดือน ทุกไตรมาส



หรือทุกหกเดือน กองทุนเปิดจึงเป็นที่นิยมมากกว่ากองทุนปิด เพราะมีสภาพคล่องมากกว่า

กองทุนรวมตราสารแห่งนี้ (general fixed income fund) หมายถึง กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหรือมีไว้เฉพาะเงินฝากหรือหลักทรัพย์ หรือทรัพย์สินอื่น หรือการขาดออกผลโดยวิธีอื่นตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด หรือให้ความเห็นชอบให้กองทุนประเภทดังกล่าวลงทุนได้

กองทุนรวมที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (property fund) หมายถึง กองทุนรวมที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยลงทุนในประเทศไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ โดยธนาคารแห่งประเทศไทยได้พิจารณาอนุญาตให้มีการนำเงินไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 เป็นต้นมา กองทุนรวมที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์จึงนับเป็นช่องทางที่ผู้ลงทุนไทยจะสามารถกระจายเงินลงทุนของตนให้กว้างขวางขึ้น และเป็นการลดความเสี่ยงในการลงทุนในตลาดทุน

ตราสารหนี้ (debt instruments) หมายถึง ตราสารแสดงความเป็นหนี้ หรือ สัญญาเงินกู้ที่บริษัทออกให้แก่ผู้ลงทุนทั่วไป โดยสัญญาว่าจะใช้เงินตามกำหนด และจ่ายดอกเบี้ยตามกำหนด กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ เป็นตราสารสิทธิที่แสดงความเป็น “เจ้าหนี้ของกิจการ” โดยทั่วไปแล้วการลงทุนในตราสารหนี้ จะมีความเสี่ยงน้อยกว่าการลงทุนในตราสารทุนประเภทของตราสารหนี้

7. ดัชนีตลาดตราสารหนี้ (bond index) เป็นเครื่องมือที่ผู้ลงทุนใช้ติดตามความเคลื่อนไหวของตลาดตราสารหนี้โดยรวม

8. มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (Net Asset Value--NAV) คือ มูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ที่กองทุนถือไว้ หักด้วยจำนวนหน่วยลงทุนทั้งหมด โดยตีค่าตามราคาตลาดและสินทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ คำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ โดยการคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์และทรัพย์สินที่กองทุนลงทุน ตามหลักการมูลค่ายุติธรรม (mark to market) กล่าวคือ ต้องคำนวณมูลค่าจากราคาปิด หรือราคาเสนอซื้อครั้งสุดท้าย (ถ้าหลักทรัพย์นั้นไม่มีการซื้อขายในวันนั้น) บวกกับเงินสดและรายได้ค้างรับทั้งหมดที่มีหักด้วย หนี้สิน (ที่ยังไม่ได้ชำระราคา)



$$\text{มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV)} = \text{มูลค่าทรัพย์สินตามราคาตลาด} + \text{รายได้ค้างรับ} \\ + \text{เงินสด} - \text{หนี้สิน}$$

คำนวณมูลค่าต่อหน่วย โดยการนำมูลค่าทรัพย์สินสุทธิมาหารด้วยจำนวนหน่วยลงทุนที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดของกองทุนนั้น

$$\text{มูลค่าต่อหน่วย (NAV ต่อหน่วย)} = \frac{\text{มูลค่าทรัพย์สินตามราคาตลาด} + \text{รายได้} \\ \text{ค้างรับ} + \text{เงินสด} - \text{หนี้สินจำนวนหน่วย} \\ \text{ลงทุน}}$$

กองทุนรวมต้องประกาศมูลค่าทรัพย์สิน มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ และมูลค่าต่อหน่วยให้ผู้ลงทุนทราบทุกวันสุดท้ายของสัปดาห์ในกรณีของกองทุนปิด และทุกวันทำการที่มีการซื้อขายหน่วยลงทุนในกรณีของกองทุนเปิด การประกาศจะกระทำในหน้าหนังสือพิมพ์อย่างน้อยหนึ่งฉบับ ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นหนังสือพิมพ์ข่าวธุรกิจ และที่ทำการของบริษัทตัวแทนจำหน่ายเพื่อเผยแพร่ให้นักลงทุนทราบ

ผลตอบแทน (return) คือ สิ่งที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในกองทุนรวมอาจอยู่ในรูปของเงินปันผลและกำไรจากผลต่างของราคาซื้อขาย

### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

เป็นข้อมูลพื้นฐานเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์สำหรับนักลงทุนรายย่อยหรือนักลงทุนรายใหม่ ๆ ที่ยังไม่มีประสบการณ์ และไม่มีความรู้ในเรื่องนี้ อีกทั้งยังสามารถนำไปวิเคราะห์ถึงอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของแต่ละกองทุนรวม และยังเป็นการเปรียบเทียบถึงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ตั้งแต่เริ่มดำเนินการจนถึงปัจจุบัน เพื่อคาดการณ์ถึงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในอนาคต