

การศึกษาพฤติกรรมของหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์  
ที่ช่วยปกป้องความมั่งคั่งของผู้ออม  
Study of Real Estate Securities' Characteristics  
which Protect Savers' Wealth

จิโรจน์ บุรณศิริ<sup>1</sup>  
Jiroj Buranasiri

### บทคัดย่อ

หลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์ถูกสร้างขึ้นเพื่อเพิ่มทางเลือกการลงทุนให้กับผู้ออม เพื่อให้ผู้ต้องการออมมีความเข้าใจในหลักทรัพย์ประเภทนี้มากขึ้น การศึกษานี้จึงได้ทำการเปรียบเทียบลักษณะผลตอบแทนจากการลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเป็นตัวแทนของหลักทรัพย์ประเภทนี้กับหลักทรัพย์ประเภทอื่นเพื่อวิเคราะห์ลักษณะที่ช่วยในการปกป้องความมั่งคั่งของผู้ออม โดยแบ่งการวิเคราะห์เป็นช่วงก่อนเกิดวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ ช่วงที่เกิดวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ และช่วงหลังเกิดวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ เพื่อค้นหาลักษณะที่ช่วยปกป้องความมั่งคั่งของผู้ออมอย่างแท้จริง โดยพบว่าถึงแม้หลักทรัพย์ประเภทนี้จะมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เช่นเดียวกับหุ้นสามัญแต่ก็มีคุณลักษณะที่คล้ายตราสารหนี้ อย่างมีนัยสำคัญซึ่งทำให้ช่วยปกป้องความมั่งคั่งของผู้ออมได้ดีกว่า

**คำสำคัญ:** หลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ความมั่งคั่ง ผู้ออม ตลาดหลักทรัพย์

### Abstract

Real estate securities were introduced to add savings alternative for savers. To help savers to understand more on these securities, this study compares the return of property funds which is the proxy of real estate securities

---

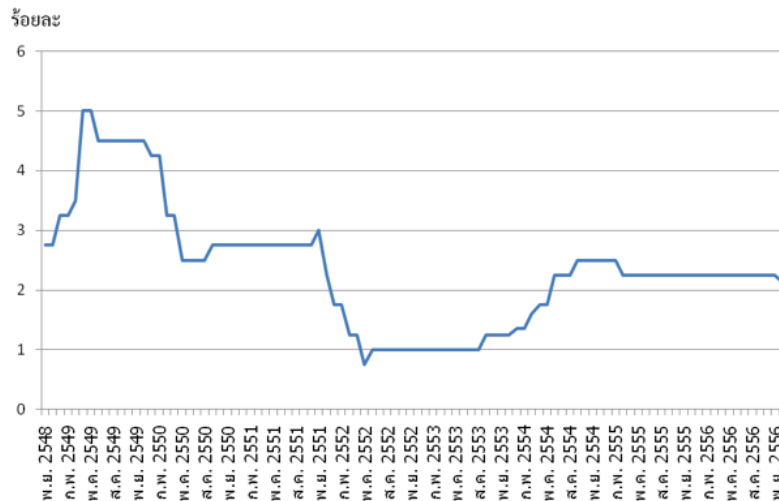
<sup>1</sup>ภาควิชาบริหารธุรกิจ คณะสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ

to other securities to analyze the characteristic which protects the savers' wealth. To find out the genuine characteristic, the research period is grouped into before the real estate crisis, during the crisis, and after the crisis. The study's evidences indicate that even though the securities are traded on the stock exchange like common stocks, they have significant debt-instrument characteristics which make them good instruments which could protect the savers' wealth.

**Keywords:** Real estate securities, Property funds, Wealth, Saver, Stock market

## บทนำ

การเพิ่มขึ้นของประชากรสูงอายุส่งผลให้ความต้องการออมเงินเพิ่มขึ้นเพื่อที่จะสามารถรักษาสถานภาพการใช้ชีวิตที่ดี อย่างไรก็ตามการฝากเงินไว้กับธนาคารซึ่งเป็นการออมที่มีความเสี่ยงต่ำก็ให้ผลตอบแทนที่ต่ำมาก เช่นเงินฝากประจำ 3 เดือนในช่วง พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ.2556 ตามรูปภาพที่ 1 ซึ่งอยู่ในช่วง 1% ถึง 5% และโดยส่วนมากอยู่ในช่วงไม่เกิน 3% เท่านั้น



ภาพที่ 1 อัตราดอกเบี้ยสูงสุดของเงินฝากประจำ 3 เดือนของธนาคารพาณิชย์ระหว่างเดือนพฤศจิกายน 2548 ถึงเดือนธันวาคม 2556

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2557)

การเกิดขึ้นของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยเมื่อปลายปี พ.ศ.2546 ไม่เพียงเป็นการกำเนิดของหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย แต่ยังเป็นทางเลือกใหม่ที่สำคัญสำหรับผู้ต้องการออมอีกด้วย เพราะเปิดโอกาสให้ผู้ออมสามารถลงทุนทางอ้อมในอสังหาริมทรัพย์ที่สร้างรายได้จากการปล่อยเช่าเป็นหลักซึ่งกองทุนรวมฯได้ซื้อไว้ โดยผู้ออมจะมีรายได้ขณะที่ลงทุนจากเงินปันผลในอัตราไม่น้อยกว่า 90% ของกำไรสุทธิที่กองทุนรวมฯทำได้ ที่สำคัญยังสามารถซื้อขายกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้ไม่ยากผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อย่างไรก็ตาม มีข้อสงสัยถึงคุณลักษณะการช่วยปกป้องความมั่งคั่งหรือมูลค่าสินทรัพย์ที่ผู้อ้อมมีจากการลงทุนในตราสารดังกล่าว เพราะอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ถูกคำนวณจากผลรวมของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลและจากการเปลี่ยนแปลงราคาของกองทุนรวมฯ การที่เงินปันผลถูกผูกกับกำไรของกองทุนรวมฯซึ่งขึ้นกับความสามารถของผู้จัดการกองทุนที่อาจมีความไม่แน่นอน ขณะที่ราคาของกองทุนรวมฯอาจเปลี่ยนแปลงตามมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นสินทรัพย์ส่วนใหญ่ที่ถือหรือตามความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ฯ ผู้อ้อมในตราสารดังกล่าวจึงต้องเผชิญความเสี่ยงที่อัตราผลตอบแทนอาจติดลบหรือไม่แน่นอนคล้ายการออมผ่านการลงทุนในหุ้นสามัญ กล่าวคือมูลค่าการลงทุนหรือความมั่งคั่งของผู้อ้อมมีความไม่แน่นอนและมีโอกาสลดลงได้

การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาเชิงสำรวจว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์ มีคุณสมบัติในการปกป้องความมั่งคั่งให้หนักลงทุนหรือไม่ และเหมาะกับการที่จะใช้เป็นทางเลือกที่ดีสำหรับการออมหรือไม่ โดยใช้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นตัวแทนของหลักทรัพย์ดังกล่าว

## กรอบแนวคิดในการวิจัย นิยามศัพท์เฉพาะ และวัตถุประสงค์

### 1. กรอบแนวคิดในการวิจัย

งานวิจัยนี้เป็นการประยุกต์แนวคิดของงานวิจัยที่จัดทำโดย Sharpe ในปี ค.ศ. 1992 ซึ่งศึกษาพฤติกรรมของกองทุนรวมต่างๆ ว่ามีความคล้ายกับการนำกลุ่มหลักทรัพย์ประเภทใดบ้างจากหลักทรัพย์จำนวน 12 ประเภทมารวมกัน โดยการศึกษาเริ่มจากการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ขึ้นจากหลักทรัพย์ 12 ประเภทที่มีการปรับให้เข้ากับงานวิจัยในประเทศไทยให้มีอัตราผลตอบแทนล้นอัตราผลตอบแทนจากกลุ่มสินทรัพย์ที่มาจากการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

ในประเทศไทยเป็นจำนวนเงินเท่าๆ กัน เพื่อหาข้อสรุปว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีความคล้ายกับหลักทรัพย์ต่างๆ ในสัดส่วนเท่าใด โดยความคล้ายด้านตราสารหนี้จะบ่งชี้ถึงคุณลักษณะที่ช่วยปกป้องความมั่งคั่งที่สูงเนื่องจากการลงทุนในตราสารหนี้มีความเสี่ยงที่จะเสียเงินต้นต่ำ โดยเฉพาะหากเหมือนตราสารหนี้ประเภทระยะสั้นที่ออกโดยรัฐบาลก็จะมีความเสี่ยงต่ำลงไปอีก ขณะที่ความคล้ายกับหุ้นสามัญจะบ่งชี้ถึงคุณลักษณะการสร้างผลตอบแทนที่คาดหวังสูงแต่ความเสี่ยงที่จะเสียความมั่งคั่งก็สูงด้วย

## 2. นิยามศัพท์เฉพาะ

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หมายถึง กองทุนรวมที่มีการระดมทุนโดยการขายหน่วยลงทุนให้กับนักลงทุนและนำเงินที่ได้มาลงทุนในสิทธิการเช่าหรือสิทธิความเป็นเจ้าของในอสังหาริมทรัพย์ เพื่อปล่อยเช่าต่อ เพื่อนำรายได้จากเช่าจ่ายเป็นเงินปันผลให้กับผู้ลงทุนในหน่วยลงทุน

กลุ่มหลักทรัพย์ หมายถึง การลงทุนในหลักทรัพย์หลายชนิดด้วยกัน โดยอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์คืออัตราผลตอบแทนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักจากหลักทรัพย์แต่ละตัวในกลุ่ม

ตราสารหนี้ หมายถึง ตราสารที่ผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ยในระหว่างที่ถือตราสารดังกล่าว และเงินต้นเมื่อครบกำหนดอายุ โดยผู้ลงทุนอยู่ในฐานะเจ้าหนี้ของผู้ออกตราสาร และจะได้รับชำระเงินก่อนตราสารทุน

ตราสารทุน หมายถึงตราสารที่ผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผลระหว่างที่ถือตราสารดังกล่าวซึ่งขึ้นอยู่กับผลประกอบการและโอกาสการลงทุนของผู้ออกตราสาร โดยตราสารไม่มีการกำหนดอายุและอัตราผลตอบแทนที่แน่นอน ผู้ถือตราสารอยู่ในฐานะเจ้าของกิจการที่ออกตราสาร

## 3. วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการสำรวจเพื่อหาว่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นตัวแทนของหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยมีคุณสมบัติในการปกป้องความมั่งคั่งให้นักลงทุนหรือไม่ และเหมาะกับการที่จะใช้เป็นทางเลือกสำหรับการออมหรือไม่ โดยเปรียบเทียบความคล้ายกับตราสารประเภทต่างๆ ที่มีความสามารถในการปกป้องความมั่งคั่งต่างกัน

## ทบทวนวรรณกรรม

จากการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่อยู่ในรูปของกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีลักษณะคล้ายกองทรัสต์ดังกล่าวมาก เพียงแต่มีข้อจำกัดบางประการ เช่น การที่ต้องลงทุนเฉพาะอสังหาริมทรัพย์ไว้ปล่อยเช่า การถือครองครองของนักลงทุนรายใหญ่ที่ห้ามเกินหนึ่งในสาม และ การกู้ได้สูงสุดไม่เกิน 10% ของสินทรัพย์สุทธิ ดังนั้นการศึกษานี้จึงใช้การศึกษาวรรณกรรมจากกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์มาประยุกต์ใช้ โดยงานวิจัยที่สำคัญประกอบด้วย การศึกษาที่สรุปว่ามีความเกี่ยวข้องระหว่างหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์และอสังหาริมทรัพย์ เช่น Capozza และ Korean (1995) ซึ่งว่ามีความเกี่ยวข้องในชนิดอสังหาริมทรัพย์ที่หลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์ประเภท REIT ถือและส่วนต่างระหว่างราคากับมูลค่าทางบัญชี Hemert (2012) ที่พบว่ากองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์มีมูลค่าสูงกว่าตัวอสังหาริมทรัพย์ที่ถือครอง งานวิจัยที่แสดงลักษณะของกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่สัมพันธ์กับลักษณะของ เช่น Buranasiri และ Nittayakasetwat (2012) ที่ใช้แบบจำลอง CIR แสดงว่าอัตราผลตอบแทนของกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นกู้บริษัทระยะยาว Brooks และ Tsolacos (1999) Ling และ Naranjo (1997) และ Muller และ Pauley (1995) ที่แสดงหลักฐานว่าอัตราดอกเบี้ยเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาของกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเหมือนกับราคาของหุ้นกู้ ท้ายสุดคือการศึกษานี้แสดงถึงความเกี่ยวข้องของผลตอบแทนของกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และหุ้นสามัญ ได้แก่ Ito (2013) ที่แสดงหลักฐานว่าการเปลี่ยนแปลงราคาของหุ้นสามัญมีผลต่อราคาของกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ Ennis และ Burik (1991) ซึ่งพบว่าราคาของกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์มักเคลื่อนไหวไปในทางเดียวกับราคาหุ้นสามัญ ในประเทศไทยพบว่าการศึกษาประเด็นเรื่องลักษณะอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์ยังมีน้อยมาก ซึ่งอาจเป็นเพราะเป็นตราสารที่ค่อนข้างใหม่ เพิ่งมีในประเทศไทยเมื่อปี พ.ศ.2546

โดยสรุปหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์มีความคล้ายกับการลงทุนในสินทรัพย์หลายประเภท โดยมีกลุ่มที่สำคัญคือ ตราสารหนี้ ตราสารทุน และอสังหาริมทรัพย์เอง อย่างไรก็ตามงานวิจัยส่วนใหญ่ไม่ได้มีการแยกแยะระดับความเหมือนของหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์เมื่อเทียบกับการลงทุนในสินทรัพย์อื่นอย่างชัดเจน มีแต่วรรณกรรมที่สำคัญซึ่งให้แนวคิดเกี่ยวกับการสร้างหลักทรัพย์เลียนแบบเพื่อศึกษาพฤติกรรมของหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์ที่นำมาใช้ได้คือ วรรณกรรมของ Sharpe (1992) ซึ่งแสดงถึงการนำกองทุนหลายๆกองทุนมาแยกส่วนเพื่อดูพฤติกรรมว่าให้อัตราผลตอบแทนคล้ายกับตราสารประเภทใด จากตราสารที่จัดแบ่งไว้ 12 ประเภท ดังนั้นงานวิจัยชิ้นนี้จึงได้ใช้วิธีการวิจัยดังกล่าวเป็นหลักเพื่อสำรวจถึงลักษณะของหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย

## ขอบเขตและวิธีการดำเนินการวิจัย

### 1. ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการสำรวจลักษณะอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่ามีความสามารถในการปกป้องความมั่งคั่งของผู้ออม โดยแบ่งการสำรวจออกเป็น 3 ช่วง คือ ช่วงก่อนเกิดวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ (ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือนสิงหาคม พ.ศ.2551) ช่วงเกิดวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ (ตั้งแต่เดือนสิงหาคม พ.ศ.2551 ถึง เดือนกันยายน พ.ศ.2552) และช่วงหลังเกิดวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ (ตั้งแต่ เดือนกันยายน พ.ศ.2552 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ.2556) เพื่อสำรวจว่าลักษณะอัตราผลตอบแทนดังกล่าวซึ่งสะท้อนถึงความสามารถ ในการปกป้องความมั่งคั่ง มีการเปลี่ยนแปลงหรือยังคงมีลักษณะร่วมอย่างไร

### 2. วิธีการดำเนินการวิจัย

งานวิจัยนี้ประยุกต์วิธีการดำเนินการวิจัยมาจากงานวิจัยที่จัดทำโดย Sharpe ในปี ค.ศ. 1992 โดยเริ่มจากการจัดกลุ่มหลักทรัพย์เป็น 12 ประเภท ประกอบด้วย

2.1 กลุ่มพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นอายุ 3 เดือน (T-bill) โดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg ดัชนี F12203M Index

2.2 กลุ่มพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะกลางอายุ 5 ปี (Medium-term Bond) โดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg ดัชนี F12205Y Index

2.3 กลุ่มพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวอายุ 20 ปี (Long-term Bond) โดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg ดัชนี F12220Y Index

2.4 กลุ่มหุ้นกู้เอกชนของประเทศไทยที่มีอยู่ในกลุ่มที่เหมาะสมสำหรับการลงทุน (Investment Grade Corporate Bond) โดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg

2.5 กลุ่มหุ้นสามัญซึ่งมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นหุ้นมูลค่าตลาดระดับสูงประเภทมูลค่า (Value Stock) โดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg

2.6 กลุ่มหุ้นสามัญซึ่งมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นหุ้นมูลค่าตลาดระดับสูงประเภทเติบโต (Growth Stock) โดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg

2.7 กลุ่มหุ้นสามัญซึ่งมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีมูลค่าตลาดระดับ กลาง (Mid-cap Stock) โดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg

2.8 กลุ่มหุ้นสามัญซึ่งมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ (Small-cap Stock) โดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg

2.9 กลุ่มหุ้นสามัญซึ่งมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและจัดอยู่ในหมวดอสังหาริมทรัพย์ (SETPROP) โดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg

2.10 กลุ่มหุ้นกู้ในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market Bond) โดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg ดัชนี JPEICORE Equity Index

11) กลุ่มหุ้นกู้ในตลาดพัฒนาแล้ว (Developed Market Bond) โดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg ดัชนี NBBITR Equity Index

12) กลุ่มหุ้นกู้ทั่วโลก (Global Bond) โดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg ดัชนี JGAGGUSD Index

จากนั้นจึงนำหลักทรัพย์ทั้ง 12 ประเภทมาประสมเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีพฤติกรรมให้อัตราผลตอบแทนคล้ายกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ โดยกำหนดให้ลงทุนในกองทุนแต่ละกองทุนเท่าๆ กัน โดยแบ่งการวิเคราะห์ให้อัตราผลตอบแทนเป็น 3 ระยะ ช่วงก่อนเกิดวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ (ตั้งแต่ เดือนมกราคม พ.ศ.2547 ถึง เดือนสิงหาคม พ.ศ.2551) ช่วงเกิดวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ (ตั้งแต่ เดือนสิงหาคม พ.ศ.2551 ถึง เดือนกันยายน พ.ศ.2552) และช่วงหลังเกิดวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ (ตั้งแต่เดือนกันยายน พ.ศ.2552 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ.2556) เพื่อสำรวจลักษณะความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนในหลักทรัพย์ 12 ประเภทและอัตราผลตอบแทนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่เปลี่ยนไป การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ 12 ประเภทนี้ เป็นการวิเคราะห์ด้วย Factor Model ซึ่งมีรูปแบบสมการดังนี้

$$R_i = (b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + ..b_{in}F_n) + e_i$$

$$e_i = R_i - (b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + ..b_{in}F_n)$$

โดยที่  $R_i$  คืออัตราผลตอบแทนสุทธิจากกลุ่มหลักทรัพย์  $i$

$F_1$  คือมูลค่าของปัจจัยที่ 1

$F_2$  คือมูลค่าของปัจจัยที่ 2

$F_n$  คือมูลค่าของปัจจัยที่  $n$

$b_{i1}$  ถึง  $b_{in}$  คือค่าความอ่อนไหวของอัตราผลตอบแทน  $R_i$  ต่อปัจจัย  $F_1$  ถึง  $F_n$

$e_i$  คือส่วนประกอบที่ไม่ใช่ปัจจัยของอัตราผลตอบแทน  $R_i$

โดยมีเงื่อนไขว่าไม่มีการยืมหลักทรัพย์มาขายก่อนแล้วซื้อคืนทีหลังในการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์

ทั้งนี้จากสมการที่ 1 ด้านขวามือคืออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มาจากการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ทั้งหมดเป็นจำนวนเงินเท่าๆ กัน ส่วนด้านซ้ายคืออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มาจากการลงทุนในหลักทรัพย์ 12 ประเภท ด้วยน้ำหนัก  $b_{i1}$  ถึง  $b_{in}$  นั่นเอง

## ผลการวิเคราะห์

ผลการศึกษาเชิงสถิติในตารางที่ 1 พบว่าในช่วงก่อนเกิดวิกฤตสังหาริมทรัพย์ระหว่างเดือนมกราคม พ.ศ. 2547 ถึง เดือนสิงหาคม พ.ศ. 2551 กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ 1.87% (อยู่ระหว่างพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้น (T-bill) ที่ -0.13% และกลุ่มหุ้นสามัญซึ่งมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นหุ้นมูลค่าตลาดระดับสูงประเภทมูลค่า (Value Stock) ที่ 2.07%) โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 6.43% ขณะที่กลุ่มหุ้นสามัญซึ่งมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นหุ้นมูลค่าตลาดระดับสูงประเภทเติบโต (Growth Stock) ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุดที่ 16.77% โดยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 18.47% และกลุ่มหุ้นสามัญซึ่งมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ (Small-cap Stock) ให้อัตราผลตอบแทนต่ำสุดที่ -10.73% โดยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 11.07%

ช่วงเกิดวิกฤตสังหาริมทรัพย์ตั้งแต่เดือนสิงหาคม พ.ศ.2551 ถึง เดือนกันยายน พ.ศ. 2552 กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ -0.49% (ใกล้กับพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้น (T-bill) ที่ 0.66%) โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 11.50% ขณะที่กลุ่มหุ้นสามัญซึ่งมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นหุ้นมูลค่าตลาดระดับสูงประเภทเติบโต (Growth Stock) ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุดที่ 31.66% โดยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 40.75% และกลุ่มหุ้นสามัญซึ่งมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ (Small-cap Stock) ให้อัตราผลตอบแทนต่ำสุดที่ -26.87% โดยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 32.16%

ช่วงหลังเกิดวิกฤตสังหาริมทรัพย์ตั้งแต่ เดือนกันยายน พ.ศ.2552 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ.2556 กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ 11.43% (ใกล้เคียงกับกลุ่มหุ้นกู้ในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market Bond) ที่ 9.41%) โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 5.40% ขณะที่กลุ่มหุ้นสามัญซึ่งมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นหุ้นมูลค่าตลาดระดับสูงประเภทเติบโต (Growth Stock) ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุดที่ 57.32% โดยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 20.40% และกลุ่มพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะกลาง (Medium-term Bond) ให้อัตราผลตอบแทนต่ำสุดที่ -0.37% โดยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 3.47%

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) นั้นพบว่าในช่วงก่อนเกิดวิกฤตนั้นมีเพียงกลุ่มหุ้นสามัญซึ่งมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและจัดอยู่ในหมวดอสังหาริมทรัพย์ (SETPROP) และกลุ่มหุ้นสามัญซึ่งมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์



แห่งประเทศไทยที่เป็นหุ้นมูลค่าตลาดระดับสูงประเภทมูลค่าเท่ากันที่มีความสัมพันธ์กับกลุ่มหลักทรัพย์กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ทางสถิติอย่างมีนัยยะที่ระดับ 0.05 แต่อยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ อย่างไรก็ตามตั้งแต่เกิดวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ในเดือนกันยายน พ.ศ. 2551 พบว่ากลุ่มหุ้นสามัญทั้งหมดและกลุ่มหุ้นกู้ในตลาดเกิดใหม่มีความสัมพันธ์กับกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อย่างมีนัยยะทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สูงกว่า 0.8 ในช่วงเกิดวิกฤต และลดลงจากนั้นเหลือระหว่าง 0.4 ถึง 0.7

**ตารางที่ 1 แสดงค่าสถิติ ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของหลักทรัพย์แต่ละประเภท และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์แต่ละประเภทและกลุ่มหลักทรัพย์กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์**

	Before Real Estate Crisis (From Jan 2004 to Aug 2008)			During Real Estate Crisis (From Jan 2004 to Aug 2008)			After Real Estate Crisis (From Jan 2004 to Aug 2008)		
	Average Return per Year	SD	Correlation with Property Fund	Average Return per Year	SD	Correlation with Property Fund	Average Return per Year	SD	Correlation with Property Fund
T-Bill	-0.13%	0.23%	0.24	0.66%	0.35%	0.18	-0.05%	0.13%	0.04
Medium-term Bond	-1.56%	7.15%	0.04	7.38%	9.26%	-0.15	-0.37%	3.47%	0.18
Long-term Bond	3.65%	26.77%	0.05	14.74%	50.70%	-0.15	2.33%	14.25%	0.22
Investment Grade Corporate Bond	4.87%	3.23%	0.05	7.06%	3.07%	-0.29	4.51%	1.52%	0.21
Value Stock	2.07%	17.12%	.327*	27.22%	52.14%	.906**	23.36%	20.29%	.526**
Growth Stock	16.77%	18.47%	0.26	31.66%	40.75%	.873**	57.32%	20.42%	.603**
Mid-cap Stock	3.63%	15.89%	0.19	2.30%	36.78%	.931**	40.91%	18.73%	.654**
Small-cap Stock	-10.73%	11.07%	0.20	-26.87%	32.16%	.864**	8.82%	16.15%	.581**
SETPROP	-7.83%	23.64%	.331*	9.09%	59.42%	.881**	34.66%	29.94%	.657**

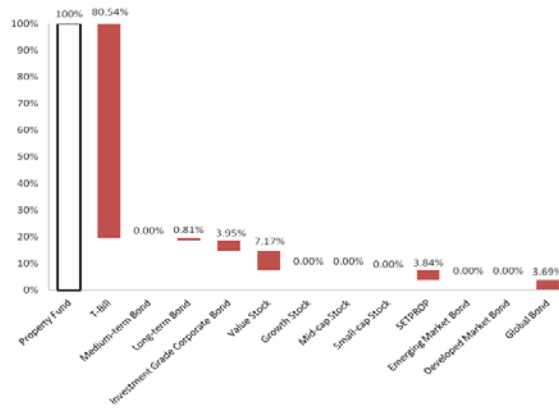
## ตารางที่ 1 (ต่อ)

	Before Real Estate Crisis (From Jan 2004 to Aug 2008)			During Real Estate Crisis (From Jan 2004 to Aug 2008)			After Real Estate Crisis (From Jan 2004 to Aug 2008)		
	Average Return per Year	SD	Correlation with Property Fund	Average Return per Year	SD	Correlation with Property Fund	Average Return per Year	SD	Correlation with Property Fund
Emerging Market Bond	8.74%	6.02%	-0.03	5.87%	23.40%	.867**	9.41%	7.85%	.421**
Developed Market Bond	3.13%	3.12%	-0.09	10.32%	13.28%	0.48	5.61%	3.46%	0.26
Global Bond	5.24%	5.01%	0.10	9.10%	11.06%	0.47	3.57%	5.21%	0.23
Property Fund	1.87%	6.43%	1.00	-0.49%	11.50%	1.00	11.43%	5.42%	1.00

\* ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

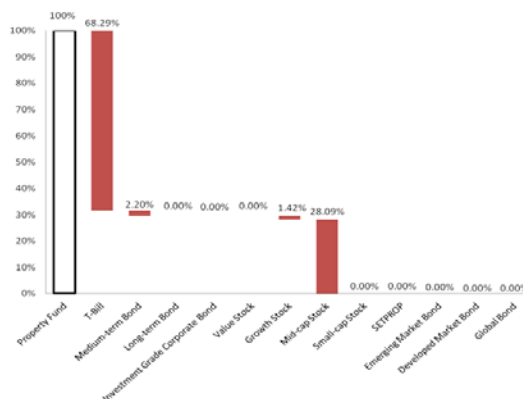
\*\* ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

สำหรับการวิเคราะห์ตามแนวทางของ Sharpe (1992) พบว่าในช่วงก่อนเกิดวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2547 ถึงเดือนสิงหาคม พ.ศ.2551 ตามภาพที่ 1 อัตราผลตอบแทนของกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีความคล้ายกับพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น (T-Bill) มากสุดถึง 80.54% ห่างจากอันดับสองคือกลุ่มหุ้นสามัญซึ่งมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นหุ้นมูลค่าตลาดระดับสูงประเภทเติบโต (Growth Stock) ที่มีค่าน้ำหนักเพียง 7.17% และอันดับสามคือ กลุ่มหุ้นกู้เอกชนของประเทศไทยที่มีอยู่ในกลุ่มที่เหมาะสมสำหรับการลงทุน (Investment Grade Corporate Bond) ที่มีค่าน้ำหนักเท่ากับ 3.95% โดยภาพรวมมีสัดส่วนน้ำหนักเป็นของตราสารหนี้ในประเทศไทย 85.29% ส่วนที่เหลือเป็นของหุ้นสามัญในประเทศไทย



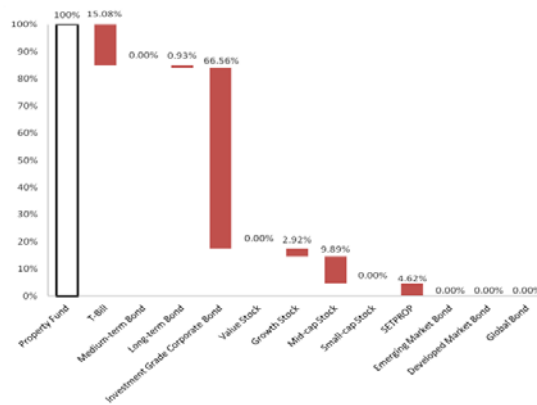
ภาพที่ 1 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของลักษณะอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และหลักทรัพย์ประเภทอื่นก่อนวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ตั้งแต่ เดือนมกราคม พ.ศ. 2547 ถึงเดือนสิงหาคม พ.ศ.2551

อย่างไรก็ตามในช่วงเกิดวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ตั้งแต่เดือนกันยายน พ.ศ. 2551 ถึงเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2552 ตามภาพที่ 2 อัตราผลตอบแทนของกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีความคล้ายกับพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น (T-Bill) ที่ค่าน้อยลงแต่ยังคงมากที่สุดที่ 68.29% ห่างจากอันดับสองคือกลุ่มหุ้นสามัญซึ่งมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นหุ้นมูลค่าตลาดระดับกลาง (Mid-Cap Stock) ที่มีค่าน้ำหนักเพียง 28.09% และอันดับสามคือ กลุ่มพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะกลาง (Medium-term Bond) ที่มีค่าน้ำหนักเท่ากับ 2.20% โดยภาพรวมมีสัดส่วนน้ำหนักเป็นของตราสารหนี้ในประเทศไทย 70.49% ส่วนที่เหลือเป็นของหุ้นสามัญในประเทศไทย



ภาพที่ 2 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของลักษณะอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และหลักทรัพย์ประเภทอื่นช่วงวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ตั้งแต่ เดือนกันยายน พ.ศ. 2551 ถึงเดือนสิงหาคม 2552

ส่วนช่วงสุดท้ายคือหลังวิกฤตสังหาริมทรัพย์ตั้งแต่เดือนกันยายน พ.ศ. 2552 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2556 ตามภาพที่ 3 อัตราผลตอบแทนของกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีความคล้ายกับกลุ่มหุ้นกู้เอกชน ของประเทศไทยที่มีอยู่ในกลุ่มที่เหมาะสมสำหรับการลงทุน (Investment Grade Corporate Bond) ที่ค่ามากที่สุดคือ 66.56% ห่างจากอันดับสองคือ พันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น (T-Bill) ที่น้ำหนักลดลงเหลือเพียง 15.08% และอันดับสามคือ กลุ่มหุ้นสามัญซึ่งมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีมูลค่าตลาดระดับกลาง (Mid-cap Stock) ที่มีค่าน้ำหนักเท่ากับ 9.89% โดยภาพรวมมีสัดส่วนน้ำหนักเป็นของตราสารหนี้ในประเทศไทย 82.57% ส่วนที่เหลือเป็นของหุ้นสามัญในประเทศไทย



ภาพที่ 3 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของลักษณะอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และหลักทรัพย์ประเภทอื่นหลังวิกฤตสังหาริมทรัพย์ตั้งแต่ เดือนกันยายน พ.ศ. 2552 ถึงเดือนธันวาคม 2556

### สรุปและข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาพบว่า การออมในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเป็นตัวแทนของหลักทรัพย์อสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยมีการให้อัตราผลตอบแทนในลักษณะคล้ายทางตราสารหนี้ในประเทศไทยเป็นหลัก โดยในช่วงเกิดวิกฤตสังหาริมทรัพย์ซึ่งส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของประเทศไทย อัตราผลตอบแทนจากการออมในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีลักษณะคล้ายกับการลงทุนในหุ้นสามัญประเภทต่างๆ มากขึ้นเพียงเล็กน้อย โดยภาพรวมอัตราผลตอบแทนของการลงทุนดังกล่าวก็ยังคงคล้ายกับการลงทุนในตราสารหนี้ในประเทศไทยค่อนข้างสูง

ดังนั้นการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จึงเป็นทางเลือกสำหรับการออมที่ต้องการปกป้องความมั่งคั่งของตนมากกว่าเน้นไปที่อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าซึ่งมาพร้อมกับความเสี่ยงที่สูงกว่าเช่นกัน ในช่วงหลังเกิดวิกฤตอสังหาริมทรัพย์กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีการให้อัตราผลตอบแทนที่มาพร้อมกับความเสี่ยงมากขึ้น คือคล้ายกับการลงทุนในกลุ่มหุ้นกู้เอกชนของประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มที่เหมาะสมสำหรับการลงทุนซึ่งมีความเสี่ยงสูงกว่าพันธบัตรรัฐบาล ผู้ออมจึงต้องมีความระมัดระวังในการออมมากในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มากขึ้น แม้ว่าความเสี่ยงจะน้อยกว่าการนำเงินไปลงทุนในหุ้นสามัญ

อย่างไรก็ตามงานวิจัยนี้มีข้อจำกัดที่สำคัญคือแม้ว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นตราสารที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เช่นหุ้นสามัญแต่ก็มีสภาพคล่องต่ำกว่า อัตราผลตอบแทนในบางช่วงอาจไม่สะท้อนถึงอัตราผลตอบแทนที่แท้จริง จึงควรมีการศึกษาเพิ่มเติมโดยคำนึงถึงข้อจำกัดดังกล่าวด้วย หรือเพิ่มระยะเวลาที่ให้ครอบคลุมมากขึ้นเพื่อให้ได้ข้อมูลมากขึ้นและลดข้อจำกัดดังกล่าว

## เอกสารอ้างอิง

- Brooks, C., and S. Tsolacos. (1999). The Impact of Economic and Financial Factors on UK Property Performance. **Journal of Property Research** 16, 139-152.
- Buranasiri, J. and Nittayakasetwat, A. (2012). Real Estate Investment Performance: the Test of the Impact of Additional Interest Rate Information from CIR Model. **International Journal of Business and Social Science**. Vol. 3 No. 12, Special Issue – June 2012: 134-143.
- Capozza, D. R. and S. L. Korean. (1995). Property Type, Size and REIT value. **Journal of Real Estate Research**. 10(4): 363-379.
- Ennis, R. and P. Burik. (1991). Pension Fund Real Estate Investment Under a Simple Equilibrium Pricing Model. **Financial Analyst Journal**. 47: 20-30
- Ito, Takayasu. (2013) The Impact of Stock Price and Interest Rate on the REIT Market in Japan. **International Journal of Business**. 18: 4.

- Ling, D.,and N.Naranjo.(1997). Economic Risk Factors and Commercial Real Estate Returns. **Journal of Real Estate Finance and Economics**. 14: 283–307.
- Muller,G.,and K.R.Pauley (1995).The Effect of Interest-Rate Movements on Real Estate Investment Trusts. **Journal of Real Estate Research**. 10:319-325.
- Sharpe, W. F. (1992). Asset allocation: Management Style and Performance Measurement. **The Journal of Portfolio Management**. 18(2): 7-19.