

ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทโรงแรม

Factors Affecting the Return of Property Funds in Hotel Sector



ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทโรงแรม

Factors Affecting the Return of Property Funds in Hotel Sector



การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน

มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

ปีการศึกษา 2559



© 2559

ประภาพรณ แก้วพิทักษ์

สงวนลิขสิทธิ์

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ  
อนุมัติให้การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน

เรื่อง ปัจจัยที่มีผลต่อราคาของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทโรงแรม

ผู้วิจัย ประภาพรรณ แก้วพิทักษ์

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษา

(ดร.ศันสนีย์ เทพปัญญา)

ผู้เชี่ยวชาญ

(ดร.กาญจนา ส่งวัฒนา)

(ดร.ศันสนีย์ เทพปัญญา)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

2 ธันวาคม 2559

ประภาพรณ แก้วพิทักษ์. ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, ธันวาคม 2559,  
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทโรงแรม (30 หน้า)

อาจารย์ที่ปรึกษา: ดร.ศันสนีย์ เทพปัญญา

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทโรงแรม จำนวน 6 กองทุน โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2553 ถึงเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2558 โดยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ แบบ Random Effects Regression Model (REM)

งานวิจัยนี้ พิจารณาปัจจัยเฉพาะที่คาดว่าจะมีผลกระทบต่อธุรกิจโรงแรม ได้แก่ จำนวนนักท่องเที่ยว และอัตราแลกเปลี่ยน รวมถึงปัจจัยเชิงมหภาคอื่น ๆ ผลการศึกษาพบว่า อัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบซื้ออสังหาริมทรัพย์มาเป็นกรรมสิทธิ์ ประเภทโรงแรม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ในขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวและดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบซื้ออสังหาริมทรัพย์มาเป็นกรรมสิทธิ์ ประเภทโรงแรม

คำสำคัญ: กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์, กองทุนที่ซื้ออสังหาริมทรัพย์นั้นมาเป็นกรรมสิทธิ์, ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

Kaewpitak, P. M.S. (Finance), December 2016 Graduate School, Bangkok University.

Factors affecting the return of property funds in Hotel Sector (30 pp.)

Advisor: Sansanee Thebpanya, Ph. D.

### **ABSTRACT**

This research aims to study factors affecting the return of six property funds in hotel sector using monthly data from January 2010 to August 2015. The random effects regression model (REM) is performed in this study.

This research evaluates the effect of specific factors on hotel business including number of tourists and exchange rate as well as other macroeconomic factors. The results show that exchange rates and interest rates are positively correlated with the return of the freehold property fund and are statistically significant at the 99 percent confidence level while the number of tourists and the SET index are not statistically significant.

*Keywords: Property Funds, Freehold, Unsystematic Risk*

## กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยฉบับนี้สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี เนื่องจากผู้วิจัยได้รับความกรุณาจาก ดร.ศันสนีย์ เทพปัญญา อาจารย์ที่ปรึกษา ซึ่งได้มอบความรู้ คำแนะนำ การตรวจแก้ไข ตลอดจนให้ คำปรึกษาซึ่งเป็นประโยชน์แก่ผู้วิจัย จนทำให้งานวิจัยฉบับนี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น รวมถึงอาจารย์ ทุกๆท่านที่ได้ถ่ายทอดวิชาความรู้ให้ จึงสามารถนำมาประยุกต์ใช้สำหรับการศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้ ผู้วิจัยรู้สึกซาบซึ้งในความกรุณา และขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอกราบขอบพระคุณบิดามารดา พี่น้องและทุกคนในครอบครัว อยู่เบื้องหลังในความสำเร็จที่ได้ให้ความช่วยเหลือสนับสนุน และให้กำลังใจตลอดมา

สุดท้ายนี้หากงานวิจัยฉบับนี้มีข้อบกพร่องหรือผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยกราบขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

ประกาศพรณ แก้วพิทักษ์



## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	จ
กิตติกรรมประกาศ	ฉ
สารบัญตาราง	ณ
สารบัญภาพ	ญ
บทที่ 1 บทนำ	
1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	3
1.3 ขอบเขตการวิจัย	3
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
1.5 นิยามคำศัพท์	4
บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	6
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	8
2.3 กรอบแนวคิดในการวิจัย	13
บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย	
3.1 ข้อมูลและแหล่งที่มาของข้อมูล	14
3.2 กระบวนการวิเคราะห์ข้อมูล	16
3.3 วิธีการทางสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล	18
บทที่ 4 ผลการวิจัย	
4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วยวิธีเชิงพรรณนา	20
4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วยวิธีเชิงปริมาณ	22
บทที่ 5 สรุป	
5.1 สรุปและอภิปรายผลการศึกษา	26
5.2 ข้อเสนอแนะเพื่อการนำไปใช้	27
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	27



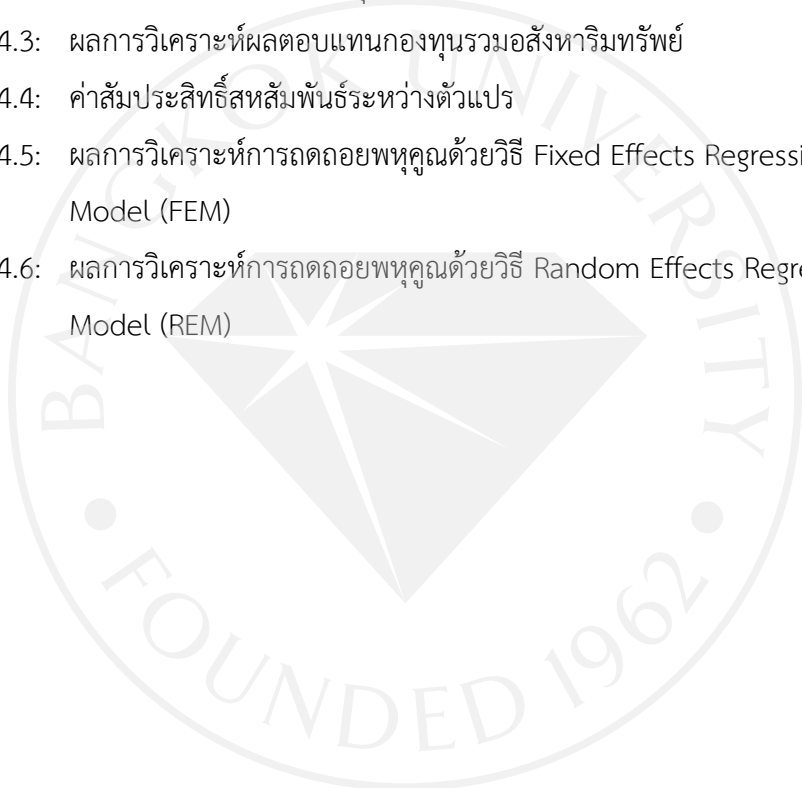
สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บรรณานุกรม	28
ประวัติผู้เขียน	30
เอกสารข้อตกลงว่าด้วยการอนุญาตให้ใช้สิทธิ์ในรายงานการค้นคว้าอิสระ	



**สารบัญตาราง**

	หน้า
ตารางที่ 3.1: ข้อมูลและแหล่งที่มาของข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย	14
ตารางที่ 3.2: รายชื่อกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ทำการศึกษา	15
ตารางที่ 3.3: ข้อมูลตัวแปรอิสระและค่าสัมประสิทธิ์ที่คาดหวัง	17
ตารางที่ 4.1: สรุปค่าสถิติของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม	20
ตารางที่ 4.2: ผลการวิเคราะห์ราคากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	21
ตารางที่ 4.3: ผลการวิเคราะห์ผลตอบแทนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	22
ตารางที่ 4.4: ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร	22
ตารางที่ 4.5: ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณด้วยวิธี Fixed Effects Regression Model (FEM)	23
ตารางที่ 4.6: ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณด้วยวิธี Random Effects Regression Model (REM)	24



## สารบัญภาพ

ภาพที่ 2.1: กรอบแนวคิดในการวิจัย

หน้า

13



# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหา

การจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยนั้น ได้เริ่มต้นขึ้นจากการที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้มีคำสั่งแต่งตั้งคณะกรรมการพิจารณาร่างหลักเกณฑ์การจัดตั้งและจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ขึ้นในปี พ.ศ. 2537 ซึ่งได้มีการพิจารณาแล้วเสร็จเพื่อเป็นประกาศออกใช้ในช่วงต้นปี พ.ศ. 2540 แต่ในขณะนั้นยังไม่มีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) รายใดยื่นขอจัดตั้งเนื่องจากเงื่อนไขในการจัดตั้งที่ค่อนข้างเข้มงวดและหลักเกณฑ์ต่าง ๆ ที่ยังมีความไม่ชัดเจน ต่อมาหลังจากที่ประเทศไทยเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 และนำไปสู่การปิดบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์หลายแห่ง ทางสำนักงาน ก.ล.ต. จึงได้มีการผ่อนคลายกฎเกณฑ์ และข้อบังคับในการจัดตั้งกองทุนดังกล่าว และได้มีการผ่อนผันให้นักลงทุนต่างชาติสามารถเข้ามาซื้ออสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยผ่านทาง การซื้อหน่วยลงทุนได้ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจะให้เป็นเครื่องมือในการช่วยแก้ไขปัญหาหนี้สินของสถาบันการเงินและธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund) คือ กองทุนรวมซึ่งนำเงินที่ระดมได้จากการขายหน่วยลงทุนไปลงทุนซื้อหรือเช่าอสังหาริมทรัพย์ เช่น อาคารสำนักงาน โรงงาน โรงแรม ห้างสรรพสินค้า สนามบิน ที่อยู่อาศัย อพาร์ทเมนต์ หรือหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ตามที่กฎหมายกำหนดโดยมีจุดมุ่งหมายหลักก็เพื่อบริหารอสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุนนั้นให้ได้รับผลตอบแทนที่สม่ำเสมอในรูปของค่าเช่าหรือกำไรสุทธิที่เกิดจากการดำเนินงาน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นกองทุนปิด โดยมีนโยบายการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ในอัตราไม่ต่ำกว่า 75% ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน ทั้งนี้ อสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุนนั้นต้องอยู่ในประเทศไทยและไม่ใช่ว่าที่ดินเปล่าแต่ต้องเป็นอสังหาริมทรัพย์ที่สร้างเสร็จแล้ว หรือก่อสร้างไปแล้วไม่น้อยกว่า 80% ของมูลค่าอสังหาริมทรัพย์นั้น นอกจากนี้เพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ผู้ลงทุน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จึงถูกกำหนดว่าต้องจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อให้สามารถซื้อขายได้เสมือนกับหลักทรัพย์จดทะเบียนทั่วไป

ในปัจจุบันการลงทุนโดยการฝากเงินกับสถาบันการเงิน หรือการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล แม้เป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำ แต่อัตราดอกเบี้ยที่นักลงทุนได้รับจากการลงทุนนั้นจะอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อหรือค่าครองชีพที่เพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นนักลงทุนจึงเริ่มสนใจการลงทุนในรูปแบบอื่น ๆ มากขึ้น เพื่อกระจายความเสี่ยงและเพิ่มโอกาสในการสร้างอัตราผลตอบแทน ซึ่งการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ หรือการลงทุนผ่านกองทุนรวม จึงเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับอัตรา

ผลตอบแทนสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก แต่ในช่วงที่สถานะเศรษฐกิจผันผวน การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อาจไม่ได้รับผลตอบแทนตามที่นักลงทุนได้คาดหวังไว้ นักลงทุนที่ไม่ชอบความผันผวนจึงเพิ่มทางเลือกในการลงทุน โดยการลงทุนผ่านกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากเป็นการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสม่ำเสมอ

กองทุนรวมที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund) จึงถือเป็นเครื่องมือในการระดมเงินออมรูปแบบหนึ่งของผู้ประกอบการในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และยังเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่น่าสนใจสำหรับนักลงทุน โดยมีความแตกต่างจากกองทุนรวมประเภทอื่น ๆ ตรงที่จะเป็นการระดมเงินจากนักลงทุนเพื่อนำไปลงทุนระยะยาวในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ แบ่งออกได้เป็น 3 ประเภท ได้แก่

**1. กองทุนที่ซื้ออสังหาริมทรัพย์นั้นมาเป็นกรรมสิทธิ์ หรือ Freehold** คือ กองทุนซื้อและได้กรรมสิทธิ์ในอสังหาริมทรัพย์นั้น ๆ ซึ่งรายได้ของกองทุนรวมจะมาจากการให้เช่าอสังหาริมทรัพย์นั้น ๆ และนำรายได้จากการปล่อยเช่าพื้นที่มาจ่ายเป็นเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้นรายลงทุน และรายได้จากการจำหน่ายอสังหาริมทรัพย์เมื่อเลิกกองทุน ดังนั้นหากมูลค่าการขายอสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนถือกรรมสิทธิ์อยู่มีมูลค่าสูงขึ้นกว่าตอนที่กองทุนเข้าไปซื้อในตอนแรก มูลค่าหน่วยลงทุนที่ผู้ลงทุนจะได้รับคืนจะเพิ่มสูงขึ้นด้วย เท่ากับว่าจะมีโอกาสได้รับผลตอบแทนในรูปกำไรที่เกิดจากส่วนต่างของราคาซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ (Capital Gain)

**2. กองทุนที่ลงทุนในสิทธิการเช่าของอสังหาริมทรัพย์ หรือ Leasehold** คือ กองทุนไม่ได้ซื้ออสังหาริมทรัพย์แต่ซื้อสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ จึงไม่มีกรรมสิทธิ์ในอสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุน จะมีเพียงสิทธิในการนำอสังหาริมทรัพย์นั้นไปหาผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาของสัญญาเช่า เช่น 20 ปี 30 ปี ซึ่งถ้าครบกำหนดสัญญาเช่าก็ต้องคืนอสังหาริมทรัพย์ให้เจ้าของ ดังนั้นเมื่อหมดอายุสัญญาเช่าแล้วมูลค่าหน่วยลงทุนก็จะเป็นศูนย์ เพราะไม่มีการจำหน่ายอสังหาริมทรัพย์ออกไป ดังนั้นกองทุนจะได้รับรายได้ค่าเช่าในช่วงที่อยู่ในระยะเวลาสิทธิการเช่าเท่านั้น ซึ่งผลตอบแทนหลักที่นักลงทุนจะได้นั้นมาจากเงินปันผลที่กองทุนนั้น ๆ ได้จ่ายออกมา อย่างไรก็ตามนักลงทุนอาจได้กำไรจากการขายหน่วยลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เช่นกันหากกองทุนนั้น ๆ มีราคาสูงขึ้น

**3. กองทุนผสม คือ กองทุนที่ผสมไปด้วยอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold และ Leasehold** คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ในบ้านเราจะจดทะเบียนเป็นกองทุนปิด คือ เปิดให้จองซื้อเพียงครั้งเดียวเมื่อจัดตั้งโครงการ (IPO) อย่างไรก็ตามหน้าที่ของผู้จัดการกองทุน ก็คือ จะต้องนำเอากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อให้เกิดสภาพคล่อง ดังนั้นหากผู้ลงทุนสนใจก็สามารถเข้าไปซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ได้เหมือนกับหุ้นตัวหนึ่ง

นอกจากนี้ยังสามารถแบ่งประเภทของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ตามประเภทของหลักทรัพย์ที่ลงทุนได้เป็น 7 ประเภทหลักๆ คือ สนามบิน โรงแรม คอนโดมิเนียม และอพาร์ทเมนต์ ศูนย์การค้า อาคารสำนักงาน หมู่บ้านจัดสรร และ โรงงาน/คลังสินค้าและนิคมอุตสาหกรรม

ปัจจุบันในประเทศไทยมีกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 51 กองทุน แบ่งเป็นกองทุนประเภท Freehold จำนวน 24 กองทุน Leasehold จำนวน 17 กองทุน กองทุนผสม Freehold และ Leasehold จำนวน 10 กองทุน โดยทั่วไปพบว่างานวิจัยส่วนใหญ่ได้นำปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจ เช่น ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross Domestic Product-GDP) อัตราดอกเบี้ย (Interest Rate) มาใช้เป็นปัจจัยในการพิจารณาความสัมพันธ์ว่าปัจจัยดังกล่าวส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อย่างไร เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน

สำหรับงานวิจัยนี้เลือกศึกษากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภท Freehold โดยศึกษาเฉพาะกลุ่มกองทุนที่ลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทโรงแรม โดยได้นำปัจจัยเฉพาะที่คาดว่าจะมีผลกระทบต่อธุรกิจโรงแรมมาร่วมพิจารณา กับปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจด้วย ปัจจัยเฉพาะดังกล่าว ได้แก่ จำนวนนักท่องเที่ยว และอัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากเป็นปัจจัยเฉพาะที่อาจจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทโรงแรม

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold ตามประเภทการลงทุนในหลักทรัพย์โรงแรม โดยได้ศึกษาทั้งปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจและปัจจัยเฉพาะของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

## 1.3 ขอบเขตของการศึกษา

ศึกษากองทุนประเภท Freehold โดยแบ่งศึกษาเฉพาะประเภทการลงทุนในหลักทรัพย์โรงแรม ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลเป็นรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2553 ถึงเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2558 ปัจจัยที่ใช้ในการศึกษามีดังนี้ อัตราดอกเบี้ย ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) จำนวนนักท่องเที่ยว และอัตราแลกเปลี่ยน

### กองทุนที่ศึกษามีดังนี้

1. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เอราวัณโฮเทลโกรท (ERWPF)
2. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ลักซ์ซัวร์ (LUXF)
3. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เอ็มเอฟซีป่าตองเฮอริเทจ (M-PAT)
4. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์สมุยบุรี (SBPF)

5. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์โรงแรมศรีพินวา (SPWPF)
6. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทยแลนด์โฮสพิทาลิตี้ (TLHPF)

#### 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.4.1 เพื่อให้เข้าใจถึงปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทโรงแรม โดยพิจารณาทั้งปัจจัยที่เป็นระบบและปัจจัยเฉพาะที่คาดว่าจะมีผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมที่แตกต่างกัน

1.4.2 เพื่อเป็นข้อมูลแก่ผู้ลงทุนในการพิจารณาตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทโรงแรม

#### 1.5 คำนิยามศัพท์

**กองทุนรวม (Mutual Fund)** คือ การนำเอาเงินของผู้ลงทุนรายย่อยทั้งหลายมากรวมกันให้เป็นเงินก้อนใหญ่ แล้วนำไปจดทะเบียนให้มีฐานะเป็นนิติบุคคล จากนั้นก็จะนำเงินที่ระดมทุนได้ไปลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินประเภทต่างๆตามนโยบายการลงทุนที่ได้รับระบุไว้ในหนังสือชี้ชวนเสนอขายแก่ผู้ลงทุน

ทั้งนี้ ผู้ลงทุนแต่ละรายจะได้รับ **“หน่วยลงทุน” (Unit Trust)** เพื่อเป็นหลักฐานยืนยันฐานะความเป็นเจ้าของในเงินที่ได้ลงทุนไป โดยมี บลจ. เป็นผู้จัดตั้งและทำหน้าที่บริหารกองทุนรวมให้ได้ผลตอบแทนที่ออกเงยแล้วนำมาเฉลี่ยคืนให้กับผู้ลงทุนแต่ละรายตามสัดส่วนที่ลงทุนไว้ตั้งแต่แรกในกองทุนรวมนั้น

**กองทุนเปิด (Opened - End Fund)** คือ กองทุนรวมชนิดที่อาจมีการกำหนดอายุโครงการหรือไม่ก็ได้ แต่ที่สำคัญก็คือ บลจ. สามารถที่จะขายหน่วยลงทุนเพิ่มเติมและต่อเนื่องได้ หลังจากที่มีการเสนอขายหน่วยลงทุนในครั้งแรกไปแล้ว รวมถึงสามารถรับซื้อคืนหน่วยลงทุนจากผู้ลงทุนเมื่อใดก็ได้ตลอดเวลา โดยในทางปฏิบัติ บลจ. มักจะมีการกำหนดระยะเวลาในการขาย ตลอดจนการรับซื้อคืนไว้ก่อนล่วงหน้า โดยอาจเปิดให้ทำการซื้อขายได้ทุกวันทำการ สัปดาห์ละครั้ง เดือนละครั้ง หรืออาจจะเป็นปีละ 2 ครั้ง ขึ้นอยู่กับเงื่อนไขที่ได้กำหนดขึ้น

**กองทุนปิด (Closed - End Fund)** คือ กองทุนรวมชนิดที่ บลจ. ไม่รับซื้อคืนหน่วยลงทุน โดยจะมีการกำหนดอายุโครงการอย่างชัดเจนแน่นอน และเปิดให้มีการจองซื้อหน่วยลงทุนเพียงครั้งเดียวเมื่อเริ่มต้นโครงการ หลังจากนั้น ก็จะไม่มีการออกขายหน่วยลงทุนเพิ่มเติมแต่อย่างใด ทำให้จำนวนของหน่วยลงทุนของกองทุนคงที่ ไม่มีการเพิ่มขึ้นหรือลดลง นอกจากนี้ ผู้ลงทุนเองก็ยังไม่สามารถที่จะขายคืนหน่วยลงทุนให้แก่ บลจ. หรือตัวแทนสนับสนุนการขายก่อนครบกำหนดอายุโครงการได้ ต้องถือเอาไว้เพื่อรอขายคืนเมื่อครบกำหนดอายุโครงการเท่านั้น เพราะทาง บลจ. จะนำ

เงินที่ได้จากการขายหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินทั้งหมดที่อยู่ในกองทุนมาซื้อคืนหรือรับไถ่ถอนหน่วยลงทุนก็ต่อเมื่อกองทุนหมดอายุลง (ราคาที่ บลจ. รับซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมีมูลค่าเท่ากับ NAV ต่อหน่วย เมื่อครบกำหนดอายุโครงการแล้ว)

**มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (Net Asset Value: NAV)** คือ มูลค่าทรัพย์สินทั้งหมดของกองทุนรวมตลอดจนผลประโยชน์ต่างๆ ที่กองทุนรวมได้รับจากการลงทุน ณ เวลาขณะใดขณะหนึ่งหักออกด้วยค่าใช้จ่ายและหนี้สินของกองทุนรวมนั้น ซึ่งโดยปกติแล้ว จะทำการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนตามราคาตลาด (Mark to Market) ในแต่ละวัน เพื่อให้สะท้อนถึงมูลค่าที่เป็นจริงตามสถานะตลาดที่ได้เปลี่ยนแปลงไป

**กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund)** เป็นกองทุนปิดประเภทหนึ่งที่ระดมเงินทุนจากประชาชนเพื่อนำไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์หรือสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ เช่น อาคารสำนักงานศูนย์การค้า และโรงงานอุตสาหกรรม เป็นต้น โดยกองทุนรวมจะได้รับรายได้ในรูปของค่าเช่าจาก อสังหาริมทรัพย์แล้วนำมาจ่ายให้แก่ผู้ถือหน่วยในรูปเงินปันผล กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นเครื่องมือทางการเงินรูปแบบหนึ่งที่ช่วยระดมเงินออมแล้วนำไปลงทุนระยะยาวในอสังหาริมทรัพย์ โดยกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อาจมีกฎเกณฑ์การลงทุนที่ค่อนข้างเข้มงวดเพื่อเป็นการคุ้มครองผู้ลงทุนจากความเสี่ยงในการลงทุนและเพื่อป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของผู้ที่เกี่ยวข้อง



## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold ตามประเภทการลงทุนในหลักทรัพย์โรงแรม ได้แก่

2.1.1 ทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM)

2.1.2 แนวคิดเกี่ยวกับความเสี่ยง (Risk)

##### 2.1.1 ทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM)

ทฤษฎี CAPM ได้พัฒนามาจาก “ทฤษฎีจัดสรรการลงทุน” (Portfolio Theory) ของ Markowitz (1964) และได้พัฒนาต่อมาโดย William F. Sharpe ซึ่งได้เขียนบทความ ชื่อ “Capital Asset Pricing: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk” ในปี 1964 CAPM ได้รับการยอมรับและถูกนำไปใช้อย่างกว้างขวาง โดยมีแนวคิดว่าระดับผลตอบแทนที่นักลงทุนควรจะได้รับจากการลงทุนจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงจากการลงทุน โดยหลักการลงทุนของทฤษฎีนี้จะพิจารณาว่านักลงทุนจะได้รับการชดเชยจากรisk ที่เป็นระบบ (Systematic Risk) หรือความเสี่ยงจากตลาด (Market Risk) เนื่องจากเป็นความเสี่ยงที่นักลงทุนไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้หรือไม่สามารถจัดได้จากการกระจายการลงทุน

ดังนั้นการลงทุนที่มีความเสี่ยงใด ๆ ควรได้รับผลตอบแทนอย่างน้อยคือเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากรisk (Risk Free Rate) บวกด้วยส่วนชดเชยความเสี่ยงซึ่งเป็นสัดส่วนกับอัตราชดเชยความเสี่ยงจากตลาด (Market Risk Premium)

โดยสัดส่วนดังกล่าวแสดงด้วยค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) สามารถแสดงได้ด้วยสมการ CAPM สมการ (2.1)

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta_i \dots\dots\dots (2.1)$$

- โดยที่  $E(R_i)$  คืออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์  $i$  ในช่วงเวลา  $t$   
 $R_f$  คืออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากรisk  
 $E(R_m)$  คืออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการจากกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด  
 $\beta_i$  คือค่าเบต้าหรือสัมประสิทธิ์แสดงความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์  $i$

### 2.1.2 แนวคิดเกี่ยวกับความเสี่ยง (Risk)

ความเสี่ยง (Risk) หรือความไม่แน่นอน (Uncertainty) คือ การที่ผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนนั้นเบี่ยงเบนไปจากผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับ ดังนั้น ถ้าความไม่แน่นอนที่จะได้รับผลตอบแทนตามที่คาดไว้มีมากความเสี่ยงก็จะสูง โดยความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ประกอบด้วย 2 ลักษณะ (Markowitz, 1964) คือ

**1) ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk)** เป็นความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากปัจจัยต่างๆ ที่ส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์โดยส่วนรวม เช่น การเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ การเมือง นโยบายการเงินการคลังในประเทศ เป็นต้น ซึ่งความเสี่ยงที่เป็นระบบในแต่ละหลักทรัพย์นั้นจะมีขนาดและระดับที่ไม่เท่ากัน ผู้ลงทุนไม่สามารถจัดความเสี่ยงส่วนนี้ให้หมดไปได้ แม้จะกระจายการลงทุนแล้วก็ตาม ความเสี่ยงที่เป็นระบบนี้เรียกว่า Non-Diversifiable Risk หรือความเสี่ยงที่มีอาจขจัดได้จากการกระจายการลงทุน

**2) ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk)** เป็นความเสี่ยงเฉพาะตัวของหลักทรัพย์ โดยไม่เกี่ยวเนื่องสัมพันธ์กันกับธุรกิจอื่น ความเสี่ยงประเภทนี้สามารถหลีกเลี่ยงได้ เนื่องจากเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้น เช่น การบริหารงาน การผลิต การวางแผน เป็นต้น ซึ่งการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวส่งผลต่อกำไรและขาดทุนโดยตรงที่จะได้รับของบริษัท เป็นความเสี่ยงที่แตกต่างกันของแต่ละกิจการ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบนี้เรียกว่า Diversifiable Risk หรือความเสี่ยงที่สามารถขจัดได้จากการกระจายการลงทุน

ทฤษฎี CAPM เป็นการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาหนึ่ง โดยหลักการลงทุนของทฤษฎีนี้จะพิจารณานักลงทุนจะได้รับการชดเชยเฉพาะความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) หรือความเสี่ยงทางการตลาด (Market Risk) เท่านั้น ส่วนงานวิจัยในครั้งนี้เป็นการศึกษาทั้งความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) ซึ่งเป็นความเสี่ยงเฉพาะอุตสาหกรรมมาพิจารณาด้วยเนื่องจากเป็นปัจจัยเฉพาะ ดังนั้นนักลงทุนจึงควรได้รับการชดเชยทั้งความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk)

แต่ถ้านักลงทุนมีการกระจายการลงทุนที่ดี (Diversifiable Risk) ก็จะสามารถขจัดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) ได้ โดยการกระจายการลงทุนไปยังหลักทรัพย์ต่างๆ ที่มีค่าสหสัมพันธ์กันในระดับต่ำ

## 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

วรุณาทิตย์ สीलพิพัฒน์ (2549) ศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยง อัตราผลตอบแทน และผลการดำเนินงานของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย จำนวน 8 กองทุน โดยเก็บข้อมูลเป็นรายเดือนในช่วงเดือนตุลาคม พ.ศ. 2544 ถึงเดือนตุลาคม พ.ศ. 2548 อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงใช้ดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน ของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ จำนวน 5 แห่ง โดยเริ่มจากการหาอัตราผลตอบแทน และใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในการหาความเสี่ยงของการลงทุน จากนั้นหาค่าสัมประสิทธิ์การแปรผัน และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ส่วนของการประเมินผลการดำเนินงานจะใช้มาตรวัดตามแบบของ Treynor, Sharpe, Single-factor Jensen และ Two-factor Jensen

ผลการศึกษาพบว่าสัมประสิทธิ์การแปรผัน ที่มีอัตราผลตอบแทนสูงสุด และมีค่าสัมประสิทธิ์การแปรผันต่ำที่สุด 3 อันดับแรก ได้แก่ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทยอินดัสเตรียล 1 กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ซีพีเอ็น รีเทล โกรท และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์บิลเลียนเนียร์ การวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์โดยใช้มาตรวัดของ Sharpe ผลที่ออกมาเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการวัดอัตราผลตอบแทน ส่วนการใช้มาตรวัดของ Treynor นั้นไม่สามารถหาค่าได้ เนื่องจากค่าเบต้าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ การวัดโดยใช้มาตรวัดของ Single-factor Jensen และ Two-factor Jensen พบว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ทำการศึกษามีความเสี่ยงที่เป็นระบบต่ำ และสามารถลดความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อได้เพียงเล็กน้อยเท่านั้น

กนกวรรณ เกษมสุข (2550) ศึกษาผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นผู้บริหารอสังหาริมทรัพย์ของกองทุนรวม ในช่วงปี พ.ศ. 2546 - 2548 โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินในการวัด ได้แก่ อัตราส่วนทางการเงินด้านสภาพคล่อง ด้านประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ด้านความสามารถในการทำกำไร และด้านความเสี่ยงทางการเงิน ส่วนการพิจารณาอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมคำนวณโดยใช้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม รวมทั้งวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) เพื่อดูความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมกับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศและอัตราดอกเบี้ยฝากประจำ

ผลการศึกษาพบว่าการวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ มีอัตราส่วนทางการเงินโดยรวมเพิ่มขึ้น แต่ด้านความสามารถในการทำกำไรกลับลดลง เนื่องจากไม่สามารถควบคุมต้นทุนและค่าใช้จ่ายได้ ส่วนการพิจารณาอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม พบว่ากองทุนรวมที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทยอินดัสเตรียล 1 รองลงมาคือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ซีพีเอ็น รีเทล โกรท ส่วนกองทุนรวมที่ให้อัตราผลตอบแทนต่ำสุดคือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทคอน ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่า

ทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมกับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศและอัตราดอกเบี้ยฝากประจำ มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน

พิชญา แซ่อึ้ง (2550) ศึกษาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย โดยใช้ตัวแปรดัชนีราคาผู้บริโภค มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ตราสารแห่งทุน และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน เป็นปัจจัยกำหนดมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ใช้ข้อมูลทศวรรษรายเดือน เริ่มตั้งแต่เดือนกันยายน พ.ศ. 2546 ถึงเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2548 และวิเคราะห์โดยใช้สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Linear Regression) ในรูปแบบลอการิทึม (Double-log Function) และทำการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS)

ผลการศึกษาพบว่าดัชนีราคาผู้บริโภค มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารแห่งทุน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และ 97 ซึ่งเป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้

ปิยะนุช ไชยวุฒิ (2552) ศึกษาการลงทุนในกองทุนอสังหาริมทรัพย์ เพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทย จำนวน 10 กองทุน โดยทำการศึกษาในช่วงเดือนมีนาคม พ.ศ. 2550 ถึงเดือนมีนาคม พ.ศ. 2552 ศึกษาโดยวิธีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM) เพื่อหาผลตอบแทน ความเสี่ยง และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และใช้การทดสอบสมการถดถอยอย่างง่าย (Simple Regression Analysis) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดในการประเมินผล และใช้อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk Adjusted Return) เพื่อประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมโดยอาศัยแบบจำลองของ Jensen, Treynor และ Sharpe

ผลการศึกษาพบว่ากองทุนที่บริหารการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพสูงสุดตามแบบของ Jensen คือกองทุน MIPF ส่วนของ Treynor และ Sharpe คือ กองทุน TFUND และ MNIT ส่วนกองทุนที่บริหารรองลงมาตามแบบของ Jensen คือ กองทุน MNIT และตามแบบของ Treynor และ Sharpe คือ กองทุน MIPF และ SIRPF ตามลำดับ ส่วนกองทุนที่บริหารการลงทุนต่ำตามแบบของ Jensen คือ กองทุน MNIT และตามแบบของ Treynor และ Sharpe คือ กองทุน CPNRF เช่นกัน

สุรีย์พรรณ โกลมศิริ (2552) ศึกษาแบบจำลอง วิธีกรลงทุน และความแตกต่างในการลงทุน ระหว่างการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กับการลงทุนในหุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ วิเคราะห์เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงระหว่างการลงทุนในกองทุน

รวมอสังหาริมทรัพย์ กับการลงทุนในหุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลเป็นรายเดือนตั้งแต่เดือนกันยายน พ.ศ. 2548 ถึงเดือนกันยายน พ.ศ. 2551

ผลการศึกษาพบว่า กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นกองทุนแบบปิด ซึ่งไม่รับซื้อคืนหน่วยลงทุน ดังนั้นเพื่อเป็นการเพิ่มสภาพคล่อง จึงได้มีการนำกองทุนรวมเข้าจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ ทำให้วิธีการซื้อขายกองทุนรวมภายหลังจากที่ออกหน่วยลงทุนครั้งแรกจะเหมือนกับวิธีการซื้อขายหุ้นสามัญทั่วไป แต่ผู้ลงทุนในกองทุนรวมจะไม่มีสิทธิในฐานะเจ้าของกิจการเหมือนการลงทุนในหุ้นสามัญ การลงทุนในหลักทรัพย์ทั้ง 6 หลักทรัพย์ พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์และดอกเบี้ยเงินฝาก ซึ่งอัตราผลตอบแทนและค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานโดยเฉลี่ยของหุ้นสามัญสูงกว่ากองทุนรวม ค่าสัมประสิทธิ์การแปรผันของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์มีค่าต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์เกือบทั้งหมด ยกเว้นกองทุนรวม CPNRF เท่านั้นที่มีค่าสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ของหลักทรัพย์ทุกตัวมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับตลาด

ศุภลักษณ์ บุญเฉลิม (2553) ศึกษาอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง และเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2550 ถึงเดือนกันยายน พ.ศ. 2552 การประเมินผลการดำเนินงานจะใช้มาตรวัดตามแบบของ Jensen, Treynor และ Sharpe

ผลการศึกษาพบว่า การวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์โดยส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ การใช้มาตรวัด Jensen กองทุนรวมที่ผลการดำเนินงานดีที่สุด คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ฟิวเจอร์พาร์ค เมื่อใช้มาตรวัด Treynor กองทุนรวมที่ผลการดำเนินงานดีที่สุด คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์บางกอก และเมื่อใช้มาตรวัด Sharpe กองทุนรวมที่ผลการดำเนินงานดีที่สุด คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ฟิวเจอร์พาร์ค

การเลือกใช้มาตรวัดในการวัดผลการดำเนินงานนั้นขึ้นอยู่กับผู้ลงทุน หากผู้ลงทุนลงทุนในกองทุนรวมประเภทเดียวกัน ควรใช้มาตรวัดของ Sharpe เนื่องจากมีการใช้ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) วัดค่าความผันผวนของผลตอบแทนของกองทุนเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของกองทุนในประเภทเดียวกัน สำหรับผู้ลงทุนที่ลงทุนในกองทุนรวมหลายประเภท ควรใช้มาตรวัดของ Treynor เนื่องจากมีการใช้ ค่าเบต้า (Beta) วัดความเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปรียบเทียบกับความเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของตลาด

ณัฐวรรณ ทนงคงสวัสดิ์ (2556) ศึกษาอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 37 กองทุน โดยเก็บข้อมูลเป็นรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2553 จนถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2555 ใช้แบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM) วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยงที่เป็นระบบ และ

วิเคราะห์ประสิทธิภาพการบริหารจัดการเงินลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วยวิธี Risk-Adjusted Return วัดผลการดำเนินงานตามมาตรวัด Jensen, Treynor และ Sharpe

ผลการศึกษาพบว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่มีค่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยงอยู่ในระดับใกล้เคียงกัน กองทุนรวมที่ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงที่สุดคือ กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ควอลิตี้ ฮอสพิทอลลิตี (QHOP) ส่วนกองทุนรวมที่ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุดคือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ยูโอบี ตรีโพลด์ เอท ทองหล่อ (UOB8TF)

ดวงกมล วงศ์สายตา (2557) ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 53 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2555-2557 รวมทั้งสิ้น 1,354 ตัวอย่าง ซึ่งปัจจัยที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (Price/Earnings Ratio: P/E) มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) อัตราดอกเบี้ยลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีประเภทเงินกู้แบบมีระยะเวลา (Minimum Loan Rate) ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) และดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจใน 3 เดือน (3-Month Expected BSI) โดยใช้การวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ผลการศึกษาพบว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี ประเภทเงินกู้แบบมีระยะเวลา (Minimum Loan Rate) และดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจใน 3 เดือน (3-Month Expected BSI) ส่วนอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นันทนันท์ หลีกภัย (2557) ศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยระหว่างกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และหุ้นสามัญ รวมทั้งวัดผลการดำเนินงานระหว่างกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบมีกรรมสิทธิ์และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบสิทธิการเช่า โดยใช้มาตรวัดต่าง ๆ เก็บข้อมูลเป็นรายเดือนในช่วงปี พ.ศ. 2550-2555 นอกจากนี้ยังเปรียบเทียบปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยระหว่างกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบมีกรรมสิทธิ์และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบสิทธิการเช่า โดยการวิเคราะห์สมการถดถอย

ผลการศึกษาพบว่า กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีอัตราผลตอบแทนเงินปันผลสูงกว่าหุ้นปันผล นอกจากนี้ยังพบว่า กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบสิทธิการเช่ามีอัตราผลตอบแทนและค่าความเสี่ยงสูงกว่ารวมทั้งมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าอสังหาริมทรัพย์แบบมีกรรมสิทธิ์ ซึ่งเป็นผลมาจากกองทุนรวมประเภทสิทธิการเช่าเมื่อหมดสัญญาเช่าอสังหาริมทรัพย์มูลค่าหน่วยลงทุนจะเป็นศูนย์ ดังนั้น นักลงทุนจึงคาดหวังผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เกิดขึ้น ซึ่งต่างจากกองทุนรวมแบบมี

กรรมสิทธิ์ที่นักลงทุนสามารถถือครองกองทุนได้โดยไม่ต้องกำหนดระยะเวลา สำหรับปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมแบบมีกรรมสิทธิ์ ได้แก่ ผลกระทบของมวลรวมภายในประเทศ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ส่วนปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมแบบสิทธิการเช่า ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์

เกรียงไกร ลิ้มปะสนุคนธ์ (2558) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจต่าง ๆ กับดัชนีราคาอสังหาริมทรัพย์ 3 ประเภท ได้แก่ ดัชนีราคาอสังหาริมทรัพย์ ดัชนีราคาบ้านทาวน์เฮ้าส์ และดัชนีราคาคอนโดมิเนียม โดยรวบรวมข้อมูลเป็นรายเดือน ระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2553 จนถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2557

ผลจากการศึกษาด้วยการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 พบว่า ดัชนีราคาผู้บริโภค และปริมาณเงินหมุนเวียน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีราคาอสังหาริมทรัพย์ทั้ง 3 ประเภท คือดัชนีราคาอสังหาริมทรัพย์ ดัชนีราคาบ้านทาวน์เฮ้าส์ และดัชนีราคาคอนโดมิเนียม ส่วนดัชนีราคาวัสดุก่อสร้างมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีราคาอสังหาริมทรัพย์ และดัชนีราคาบ้านทาวน์เฮ้าส์ ตัวแปรอิสระที่พบว่าไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับดัชนีราคาอสังหาริมทรัพย์ คือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอัตราดอกเบี้ย

Hartzell, Muhlhofer & Titman (2008) ศึกษาตัวชี้วัดที่จะใช้เป็นเกณฑ์ในการประเมินประสิทธิภาพของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งโดยส่วนใหญ่มักจะใช้ดัชนี REIT ถ่วงน้ำหนักเป็นตัวชี้วัด Hartzell, et al. (2008) จึงได้ศึกษาตัวชี้วัดอื่น ๆ เพื่อจะใช้เป็นเกณฑ์ในการประเมินประสิทธิภาพของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 3 ตัวชี้วัด คือ ดัชนี Non-REIT ดัชนีราคาบ้าน และผลการดำเนินงานของบริษัทอสังหาริมทรัพย์

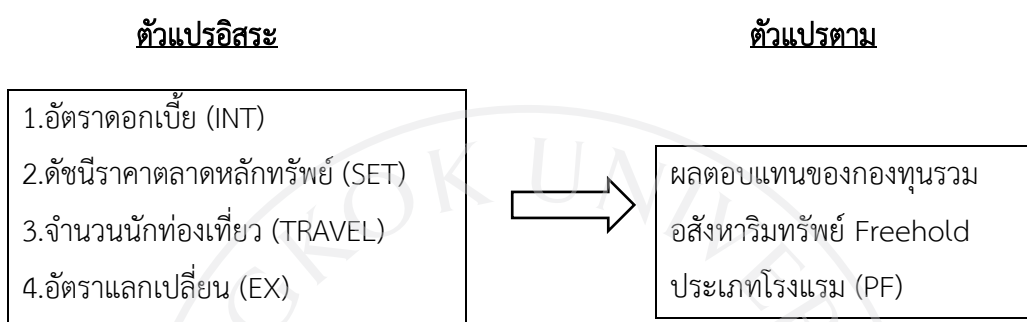
ผลการศึกษาพบว่า การใช้ดัชนี REIT ถ่วงน้ำหนักเป็นตัวชี้วัด ประมาณร้อยละ 6 ของกองทุนรวม REIT แสดงระดับนัยสำคัญทางสถิติเป็นบวก คือ ถ้าดัชนี REIT ถ่วงน้ำหนักเพิ่มขึ้น ประสิทธิภาพของกองทุนรวม REIT ก็จะเพิ่มขึ้นด้วย ในขณะที่การใช้ดัชนีตัวชี้วัดอื่น ๆ พบว่ามีเพียงประมาณร้อยละ 0.7 ของกองทุนรวม REIT ที่แสดงระดับนัยสำคัญทางสถิติ

Pavlov & Wachter (2011) อ้างอิงงานวิจัยของ Carlson, Titman & Tiu (2010) ที่ศึกษาผลตอบแทนของ REIT จะแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง REIT กับผลตอบแทนของอสังหาริมทรัพย์ อ้างอิง Pavlov & Wachter (2011) จึงได้ศึกษาวิธีการใหม่สำหรับการคำนวณผลตอบแทนของอสังหาริมทรัพย์แต่ละ REIT โดยใช้ดัชนีราคาอสังหาริมทรัพย์ตามภูมิภาคและประเภทของอสังหาริมทรัพย์ จากการศึกษาพบว่าดัชนีราคาอสังหาริมทรัพย์ตามภูมิภาคมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 กับผลตอบแทนของอสังหาริมทรัพย์ ส่วนประเภทของอสังหาริมทรัพย์ ไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ

## 2.3 กรอบแนวคิดตามทฤษฎี

จากทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องสามารถกำหนดกรอบแนวคิดการทำวิจัยเรื่องปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ Freehold ประเภทโรงแรม ดังภาพที่ 2.1

ภาพที่ 2.1: กรอบแนวคิดในการวิจัย



### ตัวแปรตาม

คือ ผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ Freehold ประเภทโรงแรม (PF)

### ตัวแปรอิสระ

แบ่งออกเป็น 2 กลุ่มปัจจัย คือ กลุ่มปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจ และกลุ่มปัจจัยเฉพาะที่มีผลกระทบต่อกระแสเงินสดที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ที่อ้างอิงของกองทุน

ปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจ

- อัตราดอกเบี้ย (INTEREST RATE)
- ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ (SET INDEX)

ปัจจัยเฉพาะที่มีผลต่อกระแสเงินสดที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ที่อ้างอิงของกองทุน

- จำนวนนักท่องเที่ยว (TRAVEL)
- อัตราแลกเปลี่ยน (EXCHANGE)



### บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย

#### 3.1 ข้อมูลและแหล่งที่มาของข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยครั้งนี้เป็นการเก็บข้อมูลในรูปแบบ Panel Data คือ เก็บข้อมูลจากหลายแหล่งสำรวจ (Cross Section) และเป็นข้อมูลที่เรียงตามเวลา (Time-series) โดยเก็บข้อมูลเป็นรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2553 ถึงเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2558 ซึ่งข้อมูลที่ได้มาจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีดังนี้ คือ ข้อมูลรายละเอียดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ราคาของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และข้อมูลปัจจัยเฉพาะที่อาจมีผลกระทบต่ออสังหาริมทรัพย์กลุ่มโรงแรม ได้แก่ ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยน จำนวนนักท่องเที่ยว อัตราดอกเบี้ย และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยสืบค้นข้อมูลจากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานตรวจคนเข้าเมือง และกรมการท่องเที่ยว และฐานข้อมูล SETSMART (SET MARKET ANALYSIS AND REPORTING TOOL) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รายละเอียดแสดงดังตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1: ข้อมูลและแหล่งที่มาของข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

ลำดับ	ข้อมูล	แหล่งที่มา
1	ข้อมูลกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2	ราคากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	ฐานข้อมูล SETSMART ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3	อัตราดอกเบี้ย	ธนาคารแห่งประเทศไทย
4	ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์	ฐานข้อมูล SETSMART ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
5	อัตราแลกเปลี่ยน	ธนาคารแห่งประเทศไทย
6	จำนวนนักท่องเที่ยว	สำนักงานตรวจคนเข้าเมือง และกรมการท่องเที่ยว

ปัจจุบันกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund) และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust: REIT) ในตลาดฯ มีทั้งหมด 60 กองทุน แบ่งเป็น

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold จำนวน 24 กองทุน Leasehold จำนวน 17 กองทุน  
กองทุนรวมผสม Freehold และ Leasehold จำนวน 10 กองทุน และเป็นกองทรัสต์เพื่อการลงทุน  
ในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) จำนวน 9 กองทุน

งานวิจัยครั้งนี้ นำข้อมูลเฉพาะกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold ซึ่งมีจำนวน  
ทั้งหมด 24 กองทุน มาแบ่งออกตามประเภทการลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งแบ่งออกได้เป็น 6 ประเภท  
หลักทรัพย์ คือ

1. โรงแรม จำนวน 6 กองทุน
2. คอนโดมิเนียมและอพาร์ทเมนต์ จำนวน 3 กองทุน
3. ศูนย์การค้า จำนวน 1 กองทุน
4. อาคารสำนักงาน จำนวน 5 กองทุน
5. หมู่บ้านจัดสรร จำนวน 1 กองทุน
6. โรงงาน/คลังสินค้าและนิคมอุตสาหกรรม จำนวน 8 กองทุน

ทั้งนี้ ได้เลือกศึกษากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold เฉพาะกลุ่มประเภทการลงทุนใน  
หลักทรัพย์โรงแรม ซึ่งมีจำนวนกองทุนมากที่สุด 6 กองทุน โดยเก็บข้อมูลเป็นรายเดือน ตั้งแต่เดือน  
มกราคม พ.ศ. 2553 ถึงเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2558 รายละเอียดแสดงดังตารางที่ 3.2

ตารางที่ 3.2: รายชื่อกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ทำการศึกษา

ลำดับ	ชื่อกองทุน	ชื่อย่อ
1	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เอราวิณไฮเทลโกรท	ERWPF
2	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ลักซ์ชัวร์	LUXF
3	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เอ็มเอฟซีป่าตองเฮอริเทจ	M-PAT
4	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์สมุยบุรี	SBPF
5	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์โรงแรมศรีพันวา	SPWPF
6	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทยแลนด์ไฮสปีทาลีตี้	TLHPF

### 3.2 กระบวนการวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยครั้งนี้ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลทั้งเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis) และการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis)

#### 3.2.1 การวิเคราะห์ข้อมูลกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วยวิธีเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์ข้อมูลกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold ประเภทโรงแรม จำนวน 6 กองทุน โดยอาศัยสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean Value) ค่าสูงสุด (Maximum Value) ค่าต่ำสุด (Minimum Value) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

#### 3.2.2 การวิเคราะห์ข้อมูลกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วยวิธีเชิงปริมาณ

การวิเคราะห์ถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold ประเภทโรงแรม โดยทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยรูปแบบสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Equation) ที่ใช้เป็นดังนี้

$$PF = \beta_0 + \beta_1 EX + \beta_2 TRAVEL + \beta_3 INTEREST + \beta_4 SET + \mu$$

กำหนดให้

PF = ผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ Freehold ประเภทโรงแรม (ร้อยละ)

EX = อัตราแลกเปลี่ยน (USD/THB)

TRAVEL = จำนวนนักท่องเที่ยว (ล้านคน)

INTEREST = อัตราดอกเบี้ย (ร้อยละ)

SET = ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์

$\beta$  = ค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอย (Regression Coefficient) แสดงการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระแต่ละตัวที่มีผลต่อตัวแปรตาม

ตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษา คือ ผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ Freehold ประเภทโรงแรม (PF) ส่วนตัวแปรอิสระที่ใช้ในการอธิบายตัวแปรตามและค่าสัมประสิทธิ์ที่คาดหวังแสดงดังตารางที่ 3.3

ตารางที่ 3.3: ข้อมูลตัวแปรอิสระและค่าสัมประสิทธิ์ที่คาดหวัง

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์ที่คาดหวัง
อัตราดอกเบี้ย (INTEREST)	-
ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ (SET)	+
อัตราแลกเปลี่ยน USD/THB (EX)	+
จำนวนนักท่องเที่ยว (TRAVEL)	+

ค่าสัมประสิทธิ์ที่คาดหวังของอัตราดอกเบี้ย (INTEREST) เป็นลบ เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยนั้น จะทำให้ความน่าสนใจในสินทรัพย์เสี่ยง (หลักทรัพย์) มีน้อยลง ดังนั้น เมื่ออัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นอาจจะส่งผลให้ผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อาจจะลดลง (นัชชนันท์ หลีกภัย, 2557)

ค่าสัมประสิทธิ์ที่คาดหวังของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ (SET) เป็นบวก เนื่องจากเมื่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์หนึ่งที่มีการซื้อขายในตลาด ดังนั้นผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ก็น่าจะเพิ่มขึ้นตามตลาดด้วย (นัชชนันท์ หลีกภัย, 2557)

ค่าสัมประสิทธิ์ที่คาดหวังของอัตราแลกเปลี่ยน USD/THB (EX) เป็นบวก เนื่องจากเมื่ออัตราแลกเปลี่ยน USD/THB เพิ่มสูงขึ้น แสดงว่าค่าเงินบาทอ่อนค่าลง จะส่งผลกระทบต่อทำให้มีชาวต่างชาติมาท่องเที่ยวในประเทศไทยเพิ่มขึ้น ส่งผลให้กิจการโรงแรมมีรายได้เพิ่มขึ้น ซึ่งอาจส่งผลให้ผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นด้วย

ค่าสัมประสิทธิ์ที่คาดหวังของจำนวนนักท่องเที่ยว (TRAVEL) เป็นบวก เนื่องจากหากมีจำนวนนักท่องเที่ยวเข้ามาในประเทศมากขึ้นแสดงว่าโรงแรมจะมีรายได้เพิ่มขึ้นอาจจะส่งผลให้ผลตอบแทนของกองทุนรวมที่ลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทโรงแรมเพิ่มสูงขึ้นด้วย

### 3.3 วิธีการทางสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

#### 3.3.1 การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรอิสระ

(Multicollinearity)

การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เริ่มจากการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละคู่ ปัญหา Multicollinearity เกิดจากการที่ตัวแปรอิสระในสมการมีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างกันในระดับสูง

การบอกระดับหรือขนาดของความสัมพันธ์จะใช้ตัวเลขของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ หากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเข้าใกล้ -1 หรือ 1 แสดงถึงการที่ตัวแปรมีความสัมพันธ์กันในระดับสูง แต่หากมีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงถึงการมีความสัมพันธ์กันในระดับน้อย หรือไม่มีเลย สำหรับการพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ โดยทั่วไปอาจใช้เกณฑ์ดังนี้ (Hinkle, 1998, p.118)

ค่า r	ระดับของความสัมพันธ์
.90 - 1.00	มีความสัมพันธ์กันสูงมาก
.70 - .90	มีความสัมพันธ์กันในระดับสูง
.50 - .70	มีความสัมพันธ์กันในระดับปานกลาง
.30 - .50	มีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำ
.00 - .30	มีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำมาก

เครื่องหมาย +,- หนาตัวเลขสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ จะบอกถึงทิศทางของความสัมพันธ์ โดยที่หาก

r มีเครื่องหมาย + หมายถึง การมีความสัมพันธ์กันไปในทิศทางเดียวกัน (ตัวแปรหนึ่งมีค่าสูง อีกตัวหนึ่งจะมีค่าสูงไปด้วย)

r มีเครื่องหมาย - หมายถึง การมีความสัมพันธ์กันไปในทิศทางตรงกันข้าม (ตัวแปรหนึ่งมีค่าสูง ตัวแปรอีกตัวหนึ่งจะมีค่าต่ำ)

#### 3.3.2 การวิเคราะห์ถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

แบบ Freehold ประเภทโรงแรมด้วย Fixed and Random Effects Regression Analysis

ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ครั้งนี้เป็นข้อมูลที่เก็บมาจากหลายหน่วยสำรวจ (Cross Section) โดยที่แต่ละหน่วยสำรวจมีข้อมูลเรียงตามเวลา (Time Series) ดังนั้นข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้จึงเป็นข้อมูล Panel Data ทำให้การวิเคราะห์โดยวิธี Pooled OLS Regression อาจจะไม่ให้ผลดีเท่าที่ควร เนื่องจากเป็นการวิเคราะห์ที่ไม่สนใจว่าแต่ละหน่วยสำรวจจะได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอก

เฉพาะตัวที่แตกต่างกัน ดังนั้นจึงจำเป็นต้องใช้เทคนิคการวิเคราะห์ที่แตกต่างจาก OLS คือ ต้องมีการควบคุมปัจจัยภายนอก หากตัวแปรภายนอกไม่ผันแปรตามเวลาและสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระให้ใช้วิธีวิเคราะห์แบบ Fixed Effects Regression Model (FEM) หากตัวแปรภายนอกไม่สัมพันธ์กับตัวแปรอิสระให้ใช้วิธีวิเคราะห์แบบ Random Effects Regression Model (REM) สำหรับการตัดสินใจเลือกใช้แบบจำลองแบบใดในการวิเคราะห์ จะใช้วิธีการทดสอบทางสถิติ คือ Hausman Test เพื่อช่วยในการตัดสินใจ

### 3.3.3 The Hausman Test

การทดสอบสถิติด้วยวิธี Hausman Test เป็นการทดสอบเกี่ยวกับข้อมูลที่ไม่ได้นำมาวิเคราะห์ ( $\alpha_i$ ) และความสัมพันธ์ของช่วงเวลาต่าง ๆ ว่าสามารถอธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ส่งผลต่อตัวแปรตามได้อย่างไร (Wooldridge, 2003) หากข้อมูลที่ไม่ได้นำมาวิเคราะห์นั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งหรือมากกว่านั้นในสมการ การวิเคราะห์แบบ Fixed Effects Regression Model (FEM) จึงเป็นรูปแบบที่เหมาะสม ในทางตรงกันข้ามหากข้อมูลที่ไม่ได้นำมาวิเคราะห์นั้นไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระใด ๆ ในทุกช่วงเวลา การวิเคราะห์แบบ Random Effects Regression Model (REM) จะเป็นรูปแบบที่เหมาะสมมากกว่า

The Hausman test statistic สามารถคำนวณได้จากสูตรดังต่อไปนี้

$$H = (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE})' V^{-1} (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE})$$

ซึ่ง  $V = \text{Var}(\hat{\beta}_{FE}) - \text{Var}(\hat{\beta}_{RE})$

ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ถ้าค่าที่ได้จากการคำนวณ The Hausman test statistic มีค่าน้อยกว่า 0.05 ให้เลือกใช้วิธีวิเคราะห์แบบ Fixed Effects Regression Model (FEM)

ถ้าค่าที่ได้จากการคำนวณ The Hausman test statistic มีค่ามากกว่า 0.05 ให้เลือกใช้วิธีวิเคราะห์แบบ Random Effects Regression Model (REM)

## บทที่ 4

### ผลการวิจัย

ผลการวิจัยในครั้งนี้แบ่งออกเป็น 2 ส่วนคือ ผลการวิเคราะห์ข้อมูลกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วยวิธีเชิงพรรณนา และผลการวิเคราะห์ข้อมูลกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วยวิธีเชิงปริมาณ

#### 4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วยวิธีเชิงพรรณนา

งานวิจัยครั้งนี้ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold เฉพาะกลุ่มประเภทการลงทุนในหลักทรัพย์โรงแรม ซึ่งมีจำนวนกองทุนมากที่สุด 6 กองทุน โดยเก็บข้อมูลเป็นรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2553 ถึงเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2558 ปัจจัยที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ ราคากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ อัตราแลกเปลี่ยน และ จำนวนนักท่องเที่ยว

สำหรับการศึกษาในส่วนนี้เป็นสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ยของข้อมูลทั้งหมด (Mean Value) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum Value) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum Value) และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

ตารางที่ 4.1: สรุปค่าสถิติของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

	Mean	Maximum	Minimum	Std.Dev
P (บาท)	8.32	10.50	4.16	1.86
INT (ร้อยละ)	2.22	3.50	1.25	0.56
SET (ดัชนี)	1,342.77	1,597.86	721.37	217.76
EX (USD/THB)	31.87	35.43	29.08	1.29
TRAVEL (ล้านคน)	2.04	2.85	0.83	0.43

หมายเหตุ: P = ราคาของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ Freehold ประเภทโรงแรม (บาท)

INT = อัตราดอกเบี้ย (ร้อยละ)

SET = ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์

EX = อัตราแลกเปลี่ยน (USD/THB)

TRAVEL = จำนวนนักท่องเที่ยว (ล้านคน)

ตารางที่ 4.1 สามารถสรุปเป็นภาพรวมได้ดังนี้ ราคาของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold เฉพาะกลุ่มประเภทการลงทุนในหลักทรัพย์โรงแรม มีราคาเฉลี่ยอยู่ที่ 8.32 บาท มีราคาสูงสุดอยู่ที่ 10.50 บาท และมีราคาต่ำสุดอยู่ที่ 4.16 บาท ในช่วงที่ทำการศึกษาพบว่ามီอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 2.22 มီอัตราดอกเบี้ยสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 3.50 และมีอัตราดอกเบี้ยต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 1.25 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์มีดัชนีเฉลี่ยอยู่ที่ 1,342.77 มีดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์สูงสุดอยู่ที่ 1,597.86 และมีดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ต่ำสุดอยู่ที่ 721.37 ด้านอัตราแลกเปลี่ยนเงินมีอัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย (USD/THB) อยู่ที่ 31.87 บาทต่อดอลลาร์ โดยมีอัตราแลกเปลี่ยนสูงสุดอยู่ที่ 35.43 บาทต่อดอลลาร์ และมีอัตราแลกเปลี่ยนต่ำสุดอยู่ที่ 29.08 บาทต่อดอลลาร์ ส่วนจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางมาท่องเที่ยวประเทศไทยในช่วงที่ศึกษามีจำนวนเฉลี่ยอยู่ที่ 2.04 ล้านคน โดยมีจำนวนนักท่องเที่ยวสูงสุดอยู่ที่ 2.85 ล้านคน และมีจำนวนนักท่องเที่ยวอยู่ที่ต่ำสุดอยู่ที่ 0.83 ล้านคน

ตารางที่ 4.2: ผลการวิเคราะห์ราคากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 6 กองทุน

	Mean	Maximum	Minimum	Std.Dev
ERWPF	9.71	10.50	9.40	0.24
LUXF	6.63	10.00	4.16	1.53
M-PAT	9.55	11.00	9.40	0.37
SBPF	8.84	10.10	5.65	1.28
SPWPF	9.98	11.30	9.25	0.62
TLHPF	10.56	10.90	10.20	0.21

ค่าสถิติที่ได้จากตารางที่ 4.2 พบว่าราคาเฉลี่ยของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่มีราคาเฉลี่ยที่ใกล้เคียงกัน ยกเว้นกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ลักซ์ซัวร์ (LUXF) ที่มีราคาเฉลี่ยต่ำที่สุดอยู่ที่ 6.63 บาท ส่วนกองทุนรวมที่มีราคาเฉลี่ยสูงสุดคือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไทยแลนด์ไฮสปีทาลิตี้ (TLHPF) โดยที่ราคาเฉลี่ยสูงสุดอยู่ที่ 10.56 บาท ในช่วงที่ทำการศึกษาพบว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีราคาสูงสุดคือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์โรงแรมศรีพันวา (SPWPF) มีราคาสูงสุดอยู่ที่ 11.30 บาท และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีราคาต่ำสุดคือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ลักซ์ซัวร์ (LUXF) ซึ่งมีราคาต่ำสุดอยู่ที่ 4.16 บาท



ตารางที่ 4.3: ผลการวิเคราะห์ผลตอบแทนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 6 กองทุน

	Mean	Maximum	Minimum	Std.Dev
ERWPF	0.77	6.38	-5.05	2.17
LUXF	1.54	15.56	-14.60	5.87
M-PAT	1.01	10.32	-3.67	3.26
SBPF	1.01	18.57	-20	4.61
SPWPF	0.49	3.24	-5.10	1.92
TLHPF	0.52	4.63	-2.86	2.12

ค่าสถิติที่ได้จากตารางที่ 4.3 พบว่าผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่มีผลตอบแทนเฉลี่ยที่ใกล้เคียงกัน ซึ่งกองทุนรวมที่ได้รับผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุดคือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ลักซ์ซัวร์ (LUXF) โดยมีผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 1.54 ส่วนกองทุนรวมที่มีผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุดคือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์โรงแรมศรีพินา (SPWPF) โดยมีผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุดอยู่ที่ร้อยละ 0.49 ในช่วงที่ทำการศึกษาพบว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงสุดและต่ำสุดเป็นกองทุนเดียวกันคือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์สมุยบุรี (SBPF) มีผลตอบแทนสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 18.57 และมีผลตอบแทนต่ำสุดอยู่ที่ติดลบร้อยละ 20

#### 4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วยวิธีเชิงปริมาณ

4.2.1 การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)

ตารางที่ 4.4: ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

	PF	EX	TRAVEL	INT	SET
PF	1.0000				
EX	-0.0360	1.0000			
TRAVEL	-0.0084	0.0399	1.0000		
INT	-0.0647	0.1189	0.1959	1.0000	
SET	0.0002	-0.1286	0.0166	0.1363	1.0000

ตารางที่ 4.4 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระในแบบจำลองปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold ประเภทโรงแรม เพื่อทำการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) พบว่าตัวแปรอิสระแต่ละคู่มีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำมาก เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเข้าใกล้ 0 ซึ่งแสดงว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรอิสระเกิดขึ้นในการวิเคราะห์สมการถดถอย

4.2.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ด้วยวิธีวิเคราะห์ Fixed and Random Effects Regression Analysis โดยตัวแปรอิสระที่นำมาวิเคราะห์ ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน (USD/THB) จำนวนนักท่องเที่ยว อัตราดอกเบี้ย และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยมีตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ Freehold ประเภทโรงแรม ซึ่งผลการวิเคราะห์แสดงดังตารางที่ 4.5 และ 4.6

ตารางที่ 4.5: ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณด้วยวิธี Fixed Effects Regression Model (FEM)

Variable	Coefficient	Std.Error	P-Value
EX	***0.0151	0.0039	0.0000
TRAVEL	-0.0107	0.0109	0.3240
INTEREST	***0.0245	0.0083	0.0040
SET	6.33	0.0000	0.7600
Constant	***-0.5256	0.1347	0.0000
Observation	193		
R <sup>2</sup>	0.0781		

หมายเหตุ: \*\*\* หมายถึงมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ตารางที่ 4.6: ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณด้วยวิธี Random Effects Regression Model (REM)

Variable	Coefficient	Std.Error	P-Value
EX	***0.0150	0.0038	0.0000
TRAVEL	-0.0108	0.0107	0.3140
INTEREST	***0.2464	0.0081	0.0020
SET	5.89	0.0000	0.7670
Constant	***-0.5236	0.1306	0.0000
Observation	193		
R <sup>2</sup>	0.0793		

หมายเหตุ: \*\*\* หมายถึงมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ผลการทดสอบด้วย Hausman Test พบว่ามีค่า P-Value เท่ากับ 1 ซึ่งจากผลการทดสอบ P-Value มีค่ามากกว่า 0.01 แสดงว่าไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ทำให้ตัดสินใจเลือกใช้แบบจำลอง Random Effects Regression Model (REM) เนื่องจาก Random Effects มีคุณสมบัติ Consistent ผลการทดสอบแสดงดังตารางที่ 4.6

จากผลการทดสอบสามารถสรุปเป็นสมการได้ดังนี้

$$PF = -0.5236 + 0.0150EX - 0.0108TRAVEL + 0.2464INTEREST + 5.89SET + \mu_i$$

ผลการศึกษาพบว่า อัตราแลกเปลี่ยน (USD/THB) มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 จึงถือได้ว่าอัตราแลกเปลี่ยนเป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ แบบ Freehold ประเภทโรงแรม โดยมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของอัตราแลกเปลี่ยน มีค่าเป็นบวกเท่ากับ 0.0150 แสดงว่า หากอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ แบบ Freehold ประเภทโรงแรม เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.0150 ผลการศึกษาเป็นไปตามที่คาดหวังเนื่องจากเมื่ออัตราแลกเปลี่ยน (USD/THB) เพิ่มสูงขึ้น แสดงว่าค่าเงินบาทอ่อนค่าลง จะส่งผลกระทบต่อทำให้มีชาวต่างชาติมาท่องเที่ยวในประเทศไทยเพิ่มขึ้น ทำให้กิจการโรงแรมมีรายได้เพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลให้ผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นด้วย

จำนวนนักท่องเที่ยวไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 เนื่องจากค่า P-Value ของจำนวนนักท่องเที่ยว มีค่าเท่ากับ 0.3140 ซึ่งมีความมากกว่าระดับนัยสำคัญ 0.01 จึงถือได้ว่าจำนวนนักท่องเที่ยว ไม่เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold ประเภทโรงแรม ผลการศึกษาไม่เป็นไปตามที่คาดหวัง เนื่องจากรายได้ของโรงแรมอาจเกิดจากการท่องเที่ยวภายในประเทศหรือรายได้จากการบริหารจัดการกิจกรรมและงานสัมมนาของโรงแรม ดังนั้นจึงทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวไม่ได้เป็นปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

อัตราดอกเบี้ย มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 จึงถือได้ว่าอัตราดอกเบี้ยเป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold ประเภทโรงแรม โดยมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของอัตราดอกเบี้ย มีค่าเป็นบวกเท่ากับ 0.2464 แสดงว่า หากอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold ประเภทโรงแรม เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.2464 ผลการศึกษาไม่เป็นไปตามที่คาดหวัง (ค่าสัมประสิทธิ์มีค่าเป็นบวก) เนื่องจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยไม่ได้หมายความว่าส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาด เพราะกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทโรงแรมเมื่อมีรายได้เข้ามา ก็จะนำเงินไปลงทุนต่อ ดังนั้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นก็อาจส่งผลให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนมากขึ้น กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จึงมีการจ่ายปันผลเพิ่มขึ้น ผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จึงปรับเพิ่มขึ้นด้วย

ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 จึงถือได้ว่าดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ไม่เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold ประเภทโรงแรม ผลไม่เป็นไปตามที่คาดหวัง เนื่องจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นกองทุนที่มีการจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอ ดังนั้นนักลงทุนจึงมักจะลงทุนในระยะยาว การขึ้นลงของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์จึงไม่ได้เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปและอภิปรายผลการศึกษา

งานวิจัยครั้งนี้มีแนวคิดในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold ตามประเภทการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มโรงแรม มีจำนวนทั้งหมด 6 กองทุน โดยทำการศึกษาทั้งความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) คือ ปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) ซึ่งเป็นความเสี่ยงเฉพาะที่มีผลกระทบต่อผลประกอบการของโรงแรม โดยเก็บข้อมูลเป็นรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2553 ถึงเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2558

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) แบบ Random Effects Regression Model (REM) พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold ตามประเภทการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มโรงแรม มีตัวแปรอิสระจำนวน 2 ตัวแปร ที่สามารถอธิบายผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน คือ ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีการปรับเพิ่มขึ้น ผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold ตามประเภทการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มโรงแรมก็จะปรับเพิ่มขึ้นด้วย ส่วนปัจจัยที่ไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญ มีจำนวน 2 ตัวแปร ได้แก่ จำนวนนักท่องเที่ยว และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์

เมื่อพิจารณาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบ Freehold ตามประเภทการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มโรงแรม สามารถสรุปผลได้ ดังนี้

##### 1. ปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจ

ผลการวิเคราะห์ปัจจัยด้านอัตราดอกเบี้ย พบว่าไม่ตรงตามสมมติฐาน และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ พิชญา แซ่อึ้ง (2550) และกนกวรรณ เกษมสุข (2550) ทั้งนี้ เนื่องจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทโรงแรมเมื่อมีรายได้เข้ามาก็จะนำเงินไปลงทุนต่อ ดังนั้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นก็จะส่งผลให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีผลตอบแทนเพิ่มขึ้นจากการลงทุน ผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จึงปรับเพิ่มขึ้นด้วย

## 2. ปัจจัยเฉพาะของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

ผลการวิเคราะห์ปัจจัยด้านอัตราแลกเปลี่ยน USD/THB ซึ่งเป็นปัจจัยเฉพาะที่นำมาศึกษาพบว่าตรงตามสมมติฐาน เนื่องจากเมื่ออัตราแลกเปลี่ยน (USD/THB) เพิ่มขึ้น แสดงว่าค่าเงินบาทอ่อนค่าลง จะส่งผลกระทบต่อทำให้มีชาวต่างชาติมาท่องเที่ยวในประเทศไทยเพิ่มขึ้น ทำให้กิจการโรงแรมมีรายได้เพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลให้ผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นด้วย

## 5.2 ข้อเสนอแนะเพื่อการนำไปใช้

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund) คือ กองทุนรวมซึ่งนำเงินที่ระดมได้จากการขายหน่วยลงทุนไปลงทุนซื้อหรือเช่าอสังหาริมทรัพย์ เช่น อาคารสำนักงาน โรงงาน โรงแรม ห้างสรรพสินค้า สนามบิน และอพาร์ทเมนต์ โดยมีจุดมุ่งหมายหลักก็เพื่อบริหารอสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุนนั้นให้ได้รับผลตอบแทนที่สม่ำเสมอในรูปแบบของค่าเช่าหรือกำไรสุทธิ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จึงเหมาะกับนักลงทุนที่ต้องการลงทุนระยะยาวเพื่อรับผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง

ผลการศึกษาในการทำวิจัยครั้งนี้ทำให้ทราบว่าไม่ได้มีเพียงปัจจัยทางเศรษฐกิจเท่านั้น ปัจจัยที่เป็นปัจจัยเฉพาะของกลุ่มหลักทรัพย์ก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ดังนั้นในการตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จึงควรนำปัจจัยเฉพาะมาร่วมพิจารณาการลงทุนด้วย

## 5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ แบ่งตามประเภทการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ 7 ประเภทหลักๆ คือ สนามบิน โรงแรม คอนโดมิเนียมและอพาร์ทเมนต์ ศูนย์การค้า อาคารสำนักงาน หมู่บ้านจัดสรร และโรงงาน/คลังสินค้าและนิคมอุตสาหกรรม งานวิจัยในครั้งนี้เลือกศึกษาเฉพาะกลุ่มหลักทรัพย์ประเภทโรงแรม ดังนั้นสำหรับงานวิจัยในอนาคต ผู้วิจัยสามารถทำการศึกษาปัจจัยเฉพาะที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทอื่นๆได้

## บรรณานุกรม

- กนกวรรณ เกษมสุข. (2550). *ศึกษาผลการดำเนินงานและอัตราการใช้ประโยชน์ของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์*. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- เกรียงไกร ลิ้มปะสน์. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทย*. การค้นคว้าแบบอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- จิรัตน์ สังข์แก้ว. (2547). *การลงทุน*. กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ณัฐวรรณ ทนงคงสวัสดิ์. (2556). *ศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์*. สารนิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- ดวงกมล วงศ์สายดา. (2557). *ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์*. การค้นคว้าแบบอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2559ก). *ข้อมูลกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์*. สืบค้นจาก <http://marketdata.set.or.th/mkt/sectorquotation.do?language=th&country=TH&market=SET&sector=PF%26REIT>.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2559ข). *ข้อมูลกองทุนรวม*. สืบค้นจาก <http://www.set.or.th/education/th/begin/mutualfund.html>.
- นันทน์ หลีกภัย. (2557). *เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยงระหว่างกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และหุ้นสามัญ*. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- ปิยะนุช ไชยวุฒิ. (2552). *เปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- พิชญา แซ่อึ้ง. (2550). *ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย*. สารนิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- วรุณาทิพย์ สีสพิพัฒน์. (2549). *เปรียบเทียบความเสี่ยง อัตราผลตอบแทน และผลการดำเนินงานของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

- ศุภลักษณ์ บุญเฉลิม. (2553). *ศึกษาอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง และเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- สุรีย์พรรณ โกมลศิริ. (2552). *ศึกษารูปแบบลักษณะ วิธีการลงทุน และความแตกต่างในการลงทุน ระหว่างการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์กับการลงทุนในหุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์*. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- Hartzell, Muhlhofer & Titman. (2008). *Alternative Benchmarks for Evaluating REIT Mutual Fund Performance*. Unpublished master's thesis, Department of Finance, The University of Texas at Austin, Texas.
- Pavlov & Wachter. (2011). *REITs and Underlying Real Estate Markets: Is There a Link*. INSTITUTE FOR LAW AND ECONOMICS. Unpublished master's thesis, University of Pennsylvania Law School, Pennsylvania.



**ประวัติผู้เขียน**

ชื่อ-นามสกุล  
อีเมล

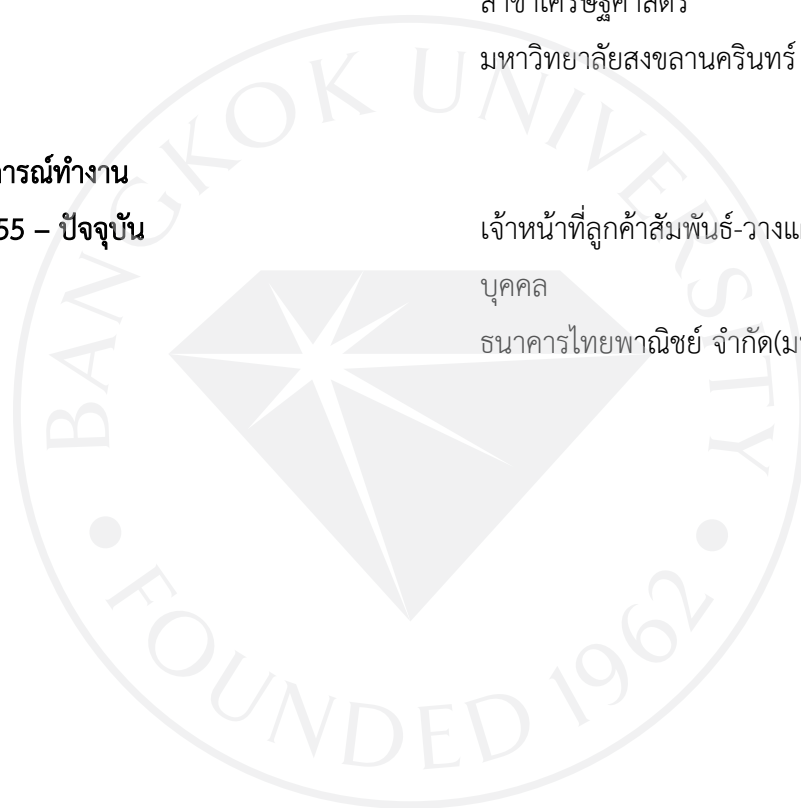
นางสาวประภาพรณ แก้วพิทักษ์  
prapapan\_kk@hotmail.com

ประวัติการศึกษา  
พ.ศ. 2553

ปริญญาตรี เศรษฐศาสตรบัณฑิต  
สาขาเศรษฐศาสตร์  
มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์

ประสบการณ์ทำงาน  
พ.ศ. 2555 – ปัจจุบัน

เจ้าหน้าที่ลูกค้าสัมพันธ์-วางแผนการเงินลูกค้า  
บุคคล  
ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด(มหาชน)



มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

ข้อตกลงว่าด้วยการอนุญาตให้ใช้สิทธิในวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

วันที่ 22 เดือน ธันวาคม พ.ศ. 2559

ข้าพเจ้า (นาย/นาง/นางสาว) ประภาภรณ์ แก้วศรีหทัย อยู่บ้านเลขที่ 758/105

ซอย พัฒนาการ 38 ถนน พัฒนาการ ตำบล/แขวง ถนนหลวง

อำเภอ/เขต ถนนหลวง จังหวัด กทม. รหัสไปรษณีย์ 10250

เป็นนักศึกษาของมหาวิทยาลัยกรุงเทพ รหัสประจำตัว 7580600174

ระดับปริญญา  ตรี  โท  เอก

หลักสูตร วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชา การเงิน

คณะ เศรษฐศาสตร์ ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า "ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ" ฝ่ายหนึ่ง และ

มหาวิทยาลัยกรุงเทพ ตั้งอยู่เลขที่ 119 ถนนพระราม 4 แขวงพระโขนง เขตคลองเตย กรุงเทพมหานคร

10110 ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า "ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ" อีกฝ่ายหนึ่ง ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ และผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้

สิทธิ ตกลงทำสัญญากันโดยมีข้อความดังต่อไปนี้

ข้อ 1. ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิขอรับรองว่าเป็นผู้สร้างสรรค์และเป็นผู้มีสิทธิแต่เพียงผู้เดียวในงานวิทยานิพนธ์ / สารนิพนธ์หัวข้อ

ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทโรงแรม

ซึ่งถือเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต ของมหาวิทยาลัยกรุงเทพ (ต่อไปนี้จะเรียกว่า "วิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์")

ข้อ 2. ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิตกลงยินยอมให้ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิโดยปราศจากค่าตอบแทนและไม่มีกำหนดระยะเวลาในการนำวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์ ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ต่อสาธารณชน ให้เข้าต้นฉบับหรือสำเนา งาน ให้ประโยชน์อันเกิดจากลิขสิทธิ์แก่ผู้อื่น อนุญาตให้ผู้อื่นใช้สิทธิโดยจะกำหนดเงื่อนไขอย่างหนึ่งอย่างใดด้วยหรือไม่ก็ได้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน หรือการกระทำอื่นใดในลักษณะทำนองเดียวกัน

ข้อ 3. หากกรณีมีข้อขัดแย้งในปัญหาลิขสิทธิ์ในวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์ ระหว่างผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิกับ บุคคลภายนอกก็ดี หรือระหว่างผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิกับบุคคลภายนอกก็ดี หรือมีเหตุขัดข้องอื่นๆ เกี่ยวกับ ลิขสิทธิ์ อันเป็นเหตุให้ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิไม่สามารถนำงานนั้นออกทำซ้ำ เผยแพร่ หรือโฆษณาได้ ผู้อนุญาตให้ ใช้สิทธิยินยอมรับผิดชอบและชดใช้ค่าเสียหายแก่ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิในความเสียหายต่างๆ ที่เกิดขึ้นแก่ผู้ได้รับ อนุญาตให้ใช้สิทธิทั้งสิ้น

สัญญาฉบับนี้ทำขึ้นสองฉบับ มีข้อความเป็นอย่างเดียวกัน คู่สัญญาได้อ่านและเข้าใจข้อความในสัญญาโดยละเอียดแล้ว จึงได้ลงลายมือชื่อให้ไว้เป็นสำคัญต่อหน้าพยาน และเก็บรักษาไว้ฝ่ายละฉบับ

ลงชื่อ.....ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ  
(น.ส.ประภทวรรณ แก้วศรีทักษ์)

ลงชื่อ.....ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ  
(อาจารย์ อัญญา จุลพิสิฐ)  
ผู้อำนวยการสำนักหอสมุดและศูนย์การเรียนรู้

ลงชื่อ.....พยาน  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ กฤติกา ลิ่มลาวัลย์)  
รองคณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

ลงชื่อ.....พยาน  
(ดร.สมณีย์ ศุภกรโกศล)  
ผู้อำนวยการหลักสูตร/ ผู้รับผิดชอบหลักสูตร