

## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

#### กลยุทธ์การลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แต่ละกองทุน

จากผลการวิจัยสมการพยากรณ์ผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์รายกองทุนทั้ง 15 กองทุนสามารถสรุปกลยุทธ์ในการลงทุนในกองทุนอสังหาริมทรัพย์แต่ละกองทุนภายใต้ทิศทางภาวะเปลี่ยนแปลงของปัจจัยทางเศรษฐกิจขนาดต่างๆที่ผู้วิจัยเลือกทำการศึกษาได้ดังตารางที่ 5.1 ดังนี้

1. เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี (1) มีแนวโน้มลดต่ำลง ผู้ลงทุนควรเน้นลงทุนในกองทุนประเภทที่พักอาศัย ได้แก่ กองทุน GOLDPF และกองทุนประเภทห้างสรรพสินค้า ได้แก่ กองทุน CPNRF
2. เมื่ออัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (2) มีแนวโน้มลดต่ำลง ผู้ลงทุนควรเน้นลงทุนในกองทุนประเภทที่พักอาศัย ได้แก่ กองทุน GOLDPF UOBPF และ TUPF และกองทุนประเภทห้างสรรพสินค้า ได้แก่ กองทุน FUTUREPF และ MJLF

ในทางกลับกัน ถ้าหากอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (2) มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น นักลงทุนควรเน้นลงทุนในกองทุนประเภทอาคารสำนักงาน ได้แก่ กองทุน QHPF และ MIPF และกองทุนประเภทโรงงาน คือ กองทุน TIF1

3. เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (MLR) มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ผู้ลงทุนควรเน้นลงทุนในกองทุนประเภทที่พักอาศัย ได้แก่ กองทุน GOLDPF UOBPF และ MNIT

ในทางกลับกัน หากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (MLR) มีแนวโน้มลดต่ำลง ผู้ลงทุนควรเน้นลงทุนในกองทุนประเภทอาคารสำนักงาน คือ กองทุน BKKCP กองทุนประเภทห้างสรรพสินค้า คือ กองทุน FUTUREPF และกองทุนประเภทโรงงาน คือ กองทุน TIF1

4. เมื่อดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (MPI) มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ผู้ลงทุนควรเน้นลงทุนในกองทุนประเภทอาคารสำนักงาน ได้แก่ กองทุน QHPF และ BKKCP และกองทุนที่ลงทุนในห้างสรรพสินค้า ได้แก่ กองทุน FUTUREPF และ MJLF

5. เมื่อระดับราคาน้ำมันในตลาดโลก (OIL) มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ผู้ลงทุนควรเน้นลงทุนในกองทุนประเภทที่พักอาศัย ได้แก่ กองทุน GOLDPF UOBPF และ SIRPF และกองทุนประเภทอาคารสำนักงาน ได้แก่ กองทุน QHPF JCP และ BKKCP

ในทางกลับกัน หากระดับราคาน้ำมันในตลาดโลก (OIL) มีแนวโน้มลดต่ำลง ผู้ลงทุนควรเน้นลงทุนในกองทุนประเภทที่พักอาศัย คือ กองทุน MNIT กองทุนห้างสรรพสินค้า ได้แก่ กองทุน CPNRF และ MULF และกองทุนประเภทสนามบิน ซึ่งปัจจุบันมีเพียงกองทุนเดียว คือ กองทุน SPF

6. เมื่อดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง (CON) มีแนวโน้มลดต่ำลง ผู้ลงทุนควรเน้นลงทุนในกองทุนประเภทอาคารสำนักงาน ได้แก่ กองทุน QHPF และ BKKCP

7. เมื่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีแนวโน้มลดต่ำลง ผู้ลงทุนควรเน้นลงทุนในกองทุนประเภทอาคารสำนักงาน ได้แก่ กองทุน JCP และ MIPF

ในทางกลับกัน หากดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ผู้ลงทุนควรเน้นลงทุนในกองทุนประเภทโรงงาน คือ กองทุน TFUND

8. เมื่อดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (INV) มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ผู้ลงทุนควรหันมาเน้นลงทุนในกองทุนประเภทห้างสรรพสินค้า ได้แก่ กองทุน FUTUREPF และ MULF

9. เมื่อจำนวนนักท่องเที่ยวจากต่างประเทศที่เข้ามาในประเทศไทย (FOR) มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ผู้ลงทุนควรเน้นลงทุนในกองทุนประเภทสนามบิน ซึ่งปัจจุบันมีเพียงกองทุนเดียว คือ กองทุน SPF

10. เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ (EX) มีแนวโน้มเพิ่มค่าขึ้นหรืออ่อนตัวลง ผู้ลงทุนควรเน้นลงทุนในกองทุนประเภทกองทุนห้างสรรพสินค้า คือ กองทุน FUTUREPF

11. เมื่อราคาทองคำแท่งในตลาดโลก (GOLD) มีแนวโน้มลดต่ำลง ผู้ลงทุนควรเน้นลงทุนในกองทุนประเภทอาคารสำนักงาน คือ กองทุน JCP

ในทางกลับกัน หากราคาทองคำแท่งในตลาดโลก (GOLD) มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ผู้ลงทุนควรเน้นลงทุนใน กองทุนประเภทห้างสรรพสินค้า คือ กองทุน MULF และกองทุนประเภทโรงงาน คือ กองทุน TFUND

สำนักหอสมุด

ตารางที่ 5.1

กลยุทธ์การลงทุนในกองทุนอสังหาริมทรัพย์แต่ละกองทุน

ตัวแปร	กองทุนที่นำลงทุนภายใต้สถานการณ์ต่างๆ เพื่อให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่														
	กองทุนที่ลงทุนในที่พักอาศัย					กองทุนอาคารสำนักงาน				กองทุนห้างสรรพสินค้า			กองทุนโรงงาน		กองทุน สนามบิน
	GOLDPF	UOBPF	MNIT	SIRPF	TUPF	QHPF	JCP	BKKCP	MIPF	CPNRF	FUTUREPF	MJLF	TFUND	TIF1	SPF
I1 ๐	๖									๖			๖		
I2 ๐	๖๖	๖๖			๖๖			๖			๖๖	๖๖			
I2 ๑						๖			๖					๖	
INF ๐	๖				๖						๖				
MLR ๑	๖๖	๖๖	๖๖									๖			
MLR ๐								๖			๖			๖	
MPI ๑			๖			๖๖		๖๖			๖๖	๖๖			
OIL ๑	๖๖	๖๖		๖๖		๖๖	๖๖	๖๖			๖				
OIL ๐			๖							๖		๖			๖๖
CON ๐						๖๖		๖๖			๖				
GOLD ๐								๖							
GOLD ๑												๖	๖		
SET ๐								๖๖		๖๖					
SET ๑													๖๖		
INV ๑									๖		๖๖	๖๖		๖๖	
EX ๑											๖				
FOR ๑															๖

หมายเหตุ: ๖๖ หมายถึง ตัวแปรที่มีนัยสำคัญมากที่สุดสำหรับกองทุนนั้น ๆ ควรพิจารณาประกอบการลงทุนเป็นพิเศษ

**กลยุทธ์การลงทุนในกองทุนอสังหาริมทรัพย์  
แต่ละกลุ่มการลงทุน**

จากผลการวิจัยสมการพยากรณ์ผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ทั้ง 15 กองทุน สามารถสรุปกลยุทธ์ในการลงทุนในกองทุนอสังหาริมทรัพย์แต่ละกลุ่มการลงทุนภายใต้ทิศทาง การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคต่าง ๆ ออกเป็น 5 กลุ่มการลงทุนดังตารางที่ 5.2 โดยผู้วิจัยแบ่งวิเคราะห์เป็นกรณีนี้ลงทุนรายย่อย และนักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

**ตารางที่ 5.2  
กลยุทธ์การลงทุนในกองทุนอสังหาริมทรัพย์  
แต่ละกลุ่มการลงทุน**

ตัวแปร	อัตราการเปลี่ยนแปลง (ก/ข)	กองทุนที่พักอาศัย	กองทุนอาคารสำนักงาน	กองทุนห้างสรรพสินค้า	กองทุนโรงงาน	กองทุนสนามบิน
I1	ข	✓		✓	✓	
I2	ข	✓		✓		
I2	ก				✓	
INF	ข	✓		✓		
MLR	ก	✓				
MLR	ข		✓		✓	
MPI	ก	✓	✓	✓		
OIL	ก	✓	✓			
OIL	ข					✓
CON	ข		✓			
GOLD	ข		✓			
GOLD	ก			✓	✓	
SET	ข		✓			
SET	ก				✓	
INV	ก		✓	✓	✓	
EX	ก			✓		
FOR	ก					✓

## 1. กรณีนักลงทุนรายย่อย

ในแก่นักลงทุนรายย่อย การลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี เงินฝากประจำ 3 เดือน เงินฝากออมทรัพย์ แต่ยังคงให้ผลตอบแทนน้อยกว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยตรงอยู่ในบางช่วงปี และทองคำยังคงเป็นหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ แต่การลงทุนในทองคำต้องลงทุนในระยะยาวและต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก ซึ่งต่างจากการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่สามารถเปิดโอกาสให้นักลงทุนรายย่อยสามารถลงทุนได้ง่าย เพราะใช้เงินลงทุนไม่มาก อย่างไรก็ตาม การลงทุนที่ถูกต้องไม่ควรดูเฉพาะผลตอบแทนจากการลงทุนเพียงอย่างเดียว ควรดูปัจจัยทางด้าน ความเสี่ยง สภาพคล่อง และอุปนิสัยในการลงทุน ประกอบด้วย เพื่อจะได้ลงทุนได้อย่างเหมาะสมและไม่ขาดทุนอย่างรู้เท่าไม่ถึงการณ์ ส่วนสมการพยากรณ์ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ การจะนำไปใช้ในการพยากรณ์เพื่อลงทุนนั้นจะต้องดูว่า ในช่วงเศรษฐกิจของประเทศช่วงใดที่เอื้ออำนวยหรือส่งผลดีต่อภาคธุรกิจใดบ้าง เพราะกองทุนแต่ละกองนั้นจะลงทุนในธุรกิจคนละประเภทกัน เมื่อทราบประเภทธุรกิจที่จะลงทุนแล้ว ก็สามารถวิเคราะห์ตัวแปรที่จะเป็นตัวชี้นำทิศทางของผลตอบแทนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้ โดยจากตารางที่ 5.2 สามารถเสนอแนะยุทธศาสตร์การลงทุนสำหรับนักลงทุนทั่วไป หรือนักลงทุนรายย่อยได้ดังนี้

1) กองทุนที่ลงทุนในที่พักอาศัย (residential) ควรใช้ตัวแปรพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (I2) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (MLR) ราคาน้ำมันในตลาดโลก (OIL) และผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุนนั้น ๆ ย้อนหลังไป 2 เดือนในการพยากรณ์ เนื่องจากจะสังเกตได้ว่า ตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่อผลตอบแทนของกองทุนในกลุ่มนี้มากที่สุด คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ชั้นต่ำรายใหญ่ชั้นดี เพราะว่ากองทุนกลุ่มนี้เน้นลงทุนในโรงแรม และอพาร์ทเมนต์ ลูกค้าของโรงแรมส่วนใหญ่เป็นนักท่องเที่ยวทั้งไทยและต่างชาติ ส่วนลูกค้าหลักของอพาร์ทเมนต์ก็เป็นชาวต่างชาติที่อยู่อาศัยระยะยาวในเมืองไทย หรือกลุ่มคนไทยที่เช่าอยู่เพื่อให้ใกล้ที่ทำงานในเมือง เมื่อพิจารณาได้เช่นนี้ย่อมเกี่ยวข้องกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ชั้นต่ำลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีแน่นอน เพราะอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวถือเป็นต้นทุนทางการเงินในการกู้ยืมเงินกับสถาบันการเงิน ถ้าอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวเพิ่มขึ้นย่อมส่งผลให้ประชาชนมีต้นทุนการกู้ยืมเงินทำให้กู้เงินซื้อที่อยู่อาศัยลดลง ดังนั้น อัตราการเช่าอพาร์ทเมนต์หรือโรงแรมจะสูงขึ้น เนื่องจากผู้เช่ายังไม่ต้องการซื้อที่อยู่อาศัยในขณะนั้น เมื่ออัตราการเช่าสูงขึ้น ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในกลุ่มที่อยู่อาศัยนี้

มีค่าสูงขึ้น ดังนั้น ตัวแปรอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมที่ต่ำลงค่าขึ้นดีจึงแปรผันไปทิศทางเดียวกับผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในกลุ่มที่อยู่อาศัย

ส่วนตัวแปรอีก 2 ตัวที่ค่อนข้างมีผลต่อผลตอบแทนของกองทุนในกลุ่มที่อยู่อาศัยคืออัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และราคาน้ำมันดิบตลาดโลก ซึ่งถ้ามองจากสภาพการถือทรัพย์สินของกองทุน จะพบว่ากองทุนจะไม่นำเงินของกองทุนไปลงในอสังหาริมทรัพย์ 100% เพราะเนื่องจากจะต้องกันเงินบางส่วนไว้เพื่อสภาพคล่องถึงแม้จะเป็นเงินส่วนน้อยก็ตาม แต่ทรัพย์สินที่กองทุนเหล่านี้ใช้เป็นตัวเลือกในการรักษาสภาพคล่องนอกจากตัวของอสังหาริมทรัพย์เองก็คือ พันธบัตรรัฐบาลนั่นเอง เพราะพันธบัตรรัฐบาลสามารถนำมาขายในตลาดรองได้หากต้องการเงินสดไปใช้แบบเร่งด่วน ดังนั้นถ้าอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีสูงขึ้น ก็จะส่งผลให้ราคาพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่ออกมาก่อนหน้านี้มีราคาหน้าตัวลดลง ดังนั้นก็จะทำให้มูลค่าทรัพย์สินโดยรวมของกองทุนมีมูลค่าลดลง จึงทำให้ผลตอบแทนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีแนวโน้มลดลงด้วย ดังนั้นตัวแปรนี้จึงส่งผลในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนกองทุนในกลุ่มนี้ ส่วนราคาน้ำมันดิบตลาดโลก มีลักษณะเป็นต้นทุนเช่นเดียวกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมที่ต่ำรายใหญ่ขึ้นดี เพราะถ้าราคาน้ำมันสูงขึ้นย่อมส่งผลให้คนอยากขับรถน้อยลง เพราะต้องการประหยัด ดังนั้นอัตราการเช่าที่พักรถในเมืองหรือใกล้ที่ทำงานจะสูงขึ้นด้วย ซึ่งก็จะส่งผลดีต่อผลตอบแทนของกองทุนในกลุ่มนี้ด้วย จึงสรุปได้ว่าราคาน้ำมันดิบตลาดโลกจะแปรผันทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของกองทุนในกลุ่มนี้

2) กองทุนที่ลงทุนในอาคารสำนักงาน (office buildings) ควรใช้ตัวแปรดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง (CON) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (MPI) ราคาน้ำมันในตลาดโลก (OIL) และผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุนนั้นย้อนหลังไป 2 เดือน เนื่องจากจะเห็นได้ว่าตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของกลุ่มนี้มากที่สุด คือ ราคาน้ำมันดิบตลาดโลก เพราะเนื่องจากธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับออฟฟิศสำนักงานใจกลางเมือง หรือในเขตธุรกิจนั้นจะเกี่ยวข้องเกี่ยวกับราคาน้ำมันด้วย ถ้าราคาน้ำมันสูงมาก ๆ จนพนักงานออฟฟิศ เริ่มคิดถึงค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น ส่งผลต่ออาชีพการทำงาน และค่าใช้จ่ายในการดำรงชีวิต บริษัทต่าง ๆ จึงคำนึงถึงต้นทุนด้านนี้ค่อนข้างมาก ดังนั้น การเลือกทำเลที่ตั้งออฟฟิศ สำนักงานก็มักเลือกทำเลที่มีการคมนาคมสะดวก ใกล้สถานีรถไฟ หรือการขนส่งมวลชนสะดวก ซึ่งทำให้พนักงานสามารถมาทำงานโดยไม่ต้องใช้รถยนต์ เป็นการช่วยลดค่าใช้จ่ายในชีวิตประจำวันได้มาก ส่งผลให้พนักงานไม่คิดลาออกหรือหาที่ทำงานใหม่ที่ได้เงินเดือนสูงขึ้น เพราะค่าใช้จ่ายสูงขึ้นด้วย

ดังนั้น จากงานวิจัยนี้ทำให้เห็นได้ว่า กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ไปลงทุนในธุรกิจประเภทสำนักงานนั้น ผลตอบแทนถูกกำหนดหรือมีอิทธิพลโดยตัวแปรราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกมากที่สุด และมีทิศทางเดียวกัน ส่วนตัวแปรรองลงมา คือ ดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง และดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม ตามลำดับ เพราะดัชนีราคาวัสดุก่อสร้างนั้นมีลักษณะของต้นทุนถ้าราคาวัสดุก่อสร้างราคาสูงขึ้นย่อมส่งผลให้ต้นทุนการก่อสร้างสูงขึ้น ดังนั้น ย่อมต้องเพิ่มค่าเช่าให้สูงขึ้น ซึ่งส่งผลให้ผู้เช่าบางส่วนทนต่อราคาค่าเช่าที่สูงขึ้นไม่ไหวก็จะเลิกเช่า ส่งผลให้ผลตอบแทนลดลงด้วยเช่นกัน ส่วนดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมก็เหมือนกับกองทุนที่ลงทุนในห้างสรรพสินค้า เนื่องจากถ้าเศรษฐกิจดี ภาคการผลิตดี ย่อมส่งผลให้เกิดการเช่าออฟฟิศสำนักงานสูงขึ้นด้วย จึงพอสรุปได้ว่า ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมจะส่งผลต่อผลตอบแทนในทิศทางเดียวกัน ไม่ว่าจะกองทุนอยู่ในกลุ่มธุรกิจไหนก็ตาม

3) กองทุนที่ลงทุนในศูนย์การค้า (plazas) ควรจะใช้ตัวแปรพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (I2) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (INV) ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (MPI) และผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุนนั้นๆ ย้อนหลังไป 2 เดือน เนื่องตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในกลุ่มนี้มากที่สุดคือ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนเพราะเนื่องจากธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับศูนย์การค้านั้นค่อนข้างเกี่ยวข้องกับอำนาจซื้อของประชาชน ดังนั้น ถ้าดัชนีการลงทุนภาคเอกชนสูงขึ้น ส่งผลให้การจ้างงานมีมากขึ้น ประชาชนจะมีรายได้มากขึ้น เกิดการว่างงานลดลง ส่งผลให้การจับจ่ายใช้สอยของประชาชนสูงขึ้น ซึ่งทำให้รายได้ของศูนย์การค้าเหล่านั้นสูงขึ้นด้วย ดังนั้น ผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในกลุ่มนี้ก็จะสูงขึ้นด้วย จึงสามารถกล่าวได้ว่า ตัวแปรดัชนีการลงทุนภาคเอกชนแปรผันทางเดียวกับผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในกลุ่มนี้

ตัวแปรรองลงมาคือ ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม เช่นเดียวกับดัชนีการลงทุนภาคเอกชน เพราะเนื่องจากธุรกิจศูนย์การค้า มักจะผันผวนตามสภาวะเศรษฐกิจค่อนข้างสูง ดังนั้นถ้าเศรษฐกิจดีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมมีอัตราสูง ย่อมเกิดการใช้จ่ายมากขึ้น เพราะประชาชนมีความเชื่อมั่นในรายได้ตนเองมากขึ้น จึงกล้าที่จะจับจ่ายใช้สอย ก็จะส่งผลให้ตัวแปรนี้ส่งผลในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของกองทุนในกลุ่มนี้ อันดับสุดท้ายคืออัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี เช่นเดียวกับที่กล่าวไปแล้วในกลุ่มของที่อยู่อาศัย เพราะกองทุนจะรักษาสภาพคล่องโดยเก็บทรัพย์สินส่วนน้อยบางส่วนในรูปของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี

4) กองทุนที่ลงทุนในโรงงานอุตสาหกรรม (industrial warehouses) ควรใช้ตัวแปรผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุนย้อนหลังไป 2 เดือนเป็นหลัก แต่ถ้าต้องการลงทุนเจาะจงในกองทุน TFUND ควรดูตัวแปรราคาทองคำในตลาดโลกย้อนหลังไป 2 เดือน (GOLD(-2)) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ย้อนหลัง 2 เดือน (SET(-2))

และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ (I1) ประกอบกับการลงทุน และถ้าต้องการลงทุนเจาะจงในกองทุน TIF1 ควรดูตัวแปรอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (I2) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (INV) และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ขั้นต่ำลูกค้ายี่ห้อ (MLR) ประกอบการลงทุน เนื่องจากไม่มีตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคใดที่เป็นตัวแทนของกลุ่มในการกำหนดผลตอบแทนของกองทุนในกลุ่มนี้ ดังนั้นควรวิเคราะห์แยกเป็นรายกองทุน เพื่อวิเคราะห์ว่าควรลงทุนในกองทุนใด ก็ให้ใช้ตัวแปรที่กำหนดผลตอบแทนในกองทุนนั้น ๆ เพื่อช่วยในการวิเคราะห์

ในที่นี้ถ้าต้องการคาดการณ์ผลตอบแทนของกองทุน TFUND ก็ให้ดูตัวแปรดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยย้อนหลัง 2 เดือน ราคาทองคำในตลาดโลกย้อนหลัง 2 เดือนและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนเป็นหลัก เพราะธุรกิจโรงงานหรือโกดังให้เข้ามานั้น รายรับต้องขึ้นอยู่กับผู้ลงทุนเป็นหลักว่าโรงงานในพอร์ตของกองทุนนั้นเหมาะสมกับประเภทธุรกิจของลูกค้าหรือไม่ ดังนั้นธุรกิจประเภทนี้จะสามารถคาดการณ์ได้ค่อนข้างยาก ดังนั้น ปัจจัยที่จะกำหนดผลตอบแทนของกองทุนในกลุ่มนี้จึงค่อนข้างมีหลากหลายจึงต้องวิเคราะห์แยกเป็นแต่ละกองทุนจะดีที่สุด โดยดูผลการดำเนินงานในอดีตย้อนหลังของแต่ละกองทุนเพื่อประกอบการลงทุนในแต่ละกองทุนด้วย

5) กองทุนที่ลงทุนในสนามบิน (airport) ควรจะใช้ตัวแปรราคาน้ำมันในตลาดโลก (OIL) จำนวนนักท่องเที่ยวจากต่างประเทศที่เข้ามาท่องเที่ยวในประเทศไทย (FOR) และผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุนนั้นๆ ย้อนหลังไป 2 เดือน เนื่องจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์สนามบินสมุย (SPF) มีตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของกองทุนทั้งหมด 4 ตัว คือ ผลการดำเนินงานย้อนหลัง 1 และ 2 เดือน ส่วนตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคเรียงตามการมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนกองทุนมากไปน้อย คือ ราคาน้ำมันดิบตลาดโลก และจำนวนนักท่องเที่ยวที่เข้ามาเที่ยวในประเทศไทย

จากผลการวิจัยนี้ทำให้เห็นว่า ธุรกิจด้านสนามบินนั้นจะมีรายได้มากน้อยแค่ว่าจะขึ้นกับราคาน้ำมัน และจำนวนเที่ยวบินที่มาลงสนามบิน ซึ่งเกี่ยวข้องกับจำนวนนักท่องเที่ยวที่เข้ามาเที่ยวในเมืองไทยนั่นเอง ดังนั้น ถ้ามองว่าปีนี้มีแนวโน้มไม่แน่นอนทางการเมือง ส่งผลให้เกิดความวุ่นวายภายในประเทศ ทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวที่จะมาเที่ยวลดลงแน่นอนแล้ว ก็ไม่ควรเลือกลงทุนในกองทุนในกลุ่มที่ไปลงทุนในสนามบิน

## 2. กรณีนักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ในแง่มุมมองของนักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ สามารถวิเคราะห์ทิศทางของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคต่าง ๆ ก่อนตัดสินใจระดมทุนจากตารางที่ 5.2 ดังต่อไปนี้



1) กองทุนที่ลงทุนในที่พักอาศัย (residential) นักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ควรใช้ตัวแปรพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (I2) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) และราคาน้ำมันในตลาดโลก (OIL) ในการตัดสินใจว่าจะเสนอสินทรัพย์ในกลุ่มที่พักอาศัยในช่วงเวลาใดจึงจะสามารถสร้างแรงดึงดูดให้กองทุนและนักลงทุนรายย่อยสนใจเข้ามาลงทุนในสินทรัพย์นั้นๆ โดยตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนในกลุ่มนี้มากที่สุดคือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) ดังนั้นถ้านักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์สังเกตเห็นว่า อัตราดอกเบี้ยดังกล่าวจะสูงขึ้นในอนาคตอันใกล้นี้ ย่อมสามารถเตรียมออกกองทุนในกลุ่มที่อยู่อาศัยได้ เนื่องจากว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยดังกล่าวสูงขึ้น ย่อมส่งผลกระทบต่ออำนาจการซื้อที่อยู่อาศัยของประชาชนจะลดลง และหันมาเช่ามากขึ้น ดังนั้นจึงส่งผลให้แนวโน้มผลตอบแทนออกมาดี จึงดึงดูดนักลงทุนได้มาก

2) กองทุนที่ลงทุนในอาคารสำนักงาน (office buildings) นักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ควรใช้ตัวแปรดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง (CON) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (MPI) และราคาน้ำมันในตลาดโลก (OIL) ในการตัดสินใจก่อนเสนอสินทรัพย์ในกลุ่มนี้ โดยตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนในกลุ่มนี้มากที่สุดคือ ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก (OIL) ดังนั้น ถ้าราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกมีแนวโน้มสูงขึ้น ย่อมส่งผลให้อาคารสำนักงานที่อยู่ใจกลางเมืองมีอัตราเช่าที่สูงขึ้น เพราะราคาน้ำมันถือว่าเป็นต้นทุนการเดินทาง ดังนั้น นักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่กำลังออกกองทุนเสนอขายหน่วยลงทุนในกลุ่มนี้ก็สามารถใช้ช่วงเวลาดังกล่าวออกขายหน่วยลงทุนมากที่สุด

3) กองทุนที่ลงทุนในศูนย์การค้า (plazas) นักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ควรใช้ตัวแปรพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (I2) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (INV) และดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (MPI) ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของกองทุนในกลุ่มนี้คือ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (INV) ดังนั้น ถ้าผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์สังเกตเห็นว่า ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนจะสูงขึ้น ก็ควรจะออกขายหน่วยลงทุนของกองทุนในกลุ่มศูนย์การค้า เนื่องจากเมื่อการลงทุนของเอกชนเพิ่มมากขึ้น ย่อมส่งผลให้เกิดการจ้างงานเพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้การว่างงานลดลง และทำให้เกิดความเชื่อมั่นในการจับจ่ายใช้สอยมากขึ้น ดังนั้น คนก็จะซื้อของมากขึ้น ผลตอบแทนของศูนย์การค้าต่างๆ ก็จะสูงขึ้นตามด้วย

4) กองทุนที่ลงทุนในโรงงานอุตสาหกรรม (industrial warehouses) นักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ไม่สามารถดูแนวโน้มได้จากตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคของกลุ่มได้ เนื่องจากไม่มีตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคของกลุ่ม ดังนั้น การจะดูว่าเมื่อใดควรจะออกขายหน่วยลงทุนให้กับนักลงทุนรายย่อย ควรดูเจาะจงเป็นรายกองทุนไปว่ากองทุนที่จะออกมาใหม่ มีลักษณะเหมือนหรือคล้ายกับกองทุนที่มีอยู่เดิมมากน้อยแค่ไหนที่สุด ซึ่งจะทำให้เราต้องมีความระมัดระวังกับกองทุนในกลุ่มนี้เป็นพิเศษ

5) กองทุนที่ลงทุนในสนามบิน (airport) นักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ควรใช้ตัวแปรราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก (OIL) และจำนวนนักท่องเที่ยวที่เข้ามาในประเทศไทย (FOR) พิจารณาประกอบการลงทุน โดยตัวแปรที่มี

อิทธิพลต่อผลตอบแทนในกลุ่มนี้มากที่สุดคือราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก (OIL) ดังนั้นนักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จึงเห็นว่าราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกมีแนวโน้มลดลง ก็สามารถเตรียมออกกองทุนในกลุ่มสนาบบินขายแก่นักลงทุนรายย่อยเพื่อระดมทุนได้ เนื่องจากน้ำมันถือเป็นต้นทุนหลักของธุรกิจสายการบิน ดังนั้นการที่ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกลดลงย่อมส่งผลให้ธุรกิจสายการบินคึกคักแล้วนำมาซึ่งผลตอบแทนของสนาบบินนั่นเอง

### สรุปความแตกต่างของผลลัพธ์ที่ได้จากงานวิจัยชิ้นนี้และงานวิจัยชิ้นอื่น ๆ ที่ใกล้เคียงกัน

จากงานวิจัยชิ้นนี้ทำให้สามารถสรุปความแตกต่างของผลลัพธ์ที่ได้จากงานวิจัยชิ้นนี้และงานวิจัยชิ้นอื่น ๆ ที่ใกล้เคียงกันดังนี้

1. คุณศิริลักษณ์ อารงรักษ์กุล (2551) ได้ทำการศึกษาเรื่อง “การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานและปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย (property fund)” โดยใช้ข้อมูลของกองทุนทั้งหมด 13 กองทุน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2549 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2550 ซึ่งสถิติที่ใช้คือวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square: OLS) ได้ผลการวิจัยว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงของ GDP อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนค่าเงินบาทเทียบกับเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (private investment index) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ส่วนอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำเฉลี่ย 1 ปี อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันดิบโลก อัตราเงินเฟ้อ อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาทองคำแท่งในตลาดโลก มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

2. พิชญญา แซ่ฮึ้ง (2550) ศึกษาเรื่อง “ปัจจัยกำหนดมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง1)” โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิรายเดือน ตั้งแต่เดือนกันยายน พ.ศ. 2546 ถึงเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2548 จากหน่วยงานต่าง ๆ มาหาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์กับปัจจัยต่าง ๆ และทำการวิเคราะห์โดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติสร้างสมการถดถอยเชิงซ้อน (multiple linear regressions) ในรูปแบบลอการิทึม (double-log function) ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) มูลค่าทรัพย์สินของกองทุนรวมตราสารทุน (NAVEPF) และอัตรา

ดอกเบียเงินฝากประจำ (R) มีความสัมพันธ์กับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99.97 และ 99 ตามลำดับ

3. งานวิจัยชิ้นนี้ได้ทำการศึกษาเรื่อง “สมการพยากรณ์ผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย” โดยใช้ข้อมูลต่าง ๆ ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์กอง 1 ที่เริ่มก่อตั้งไม่เกิน 30 มิถุนายน 2550 ทำให้มีกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมด 15 กองทุน ได้มีการศึกษาตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เช่นเดียวกับทั้ง 2 ท่านข้างต้น แต่ผลที่ได้มีบางตัวแปรที่ได้ผลต่างกันคือบางตัวแปรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้ทั้งทิศทางเดียวกันและทิศทางตรงกันข้าม นั่นคือราคาน้ำมันดิบตลาดโลก อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาทองคำแท่งในตลาดโลก เนื่องจากผู้วิจัยพบว่า ตัวแปรเหล่านี้สามารถส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนได้ทั้งด้านบวกและลบ เช่น ราคาน้ำมันดิบตลาดโลก ถือเป็นต้นทุนของการเดินทาง แต่ก็เป็นเกิดการเกิดประโยชน์ให้แก่บางกองทุนเนื่องจากกองทุนนั้นเป็นกองทุนที่ลงทุนอาคารสำนักงานใจกลางเมือง เนื่องจากจะมีกำไรมากขึ้นเพื่อเป็นการลดค่าใช้จ่ายการเดินทางของพนักงาน จึงเช่าสำนักงานที่อยู่ใจกลางเมืองมากขึ้น เป็นต้น แต่เนื่องจากผู้วิจัยแต่ละท่านได้ใช้กรอบเวลาการวิจัยที่ต่างกัน รวมทั้งจำนวนกองทุนที่ใช้ศึกษาก็ไม่เท่ากัน อีกทั้งขอบเขตการวิจัยอาจมีบางส่วนที่แตกต่างกันส่งผลให้ผลการวิจัยที่ได้ออกมาต่างกันบ้างในบางตัวแปร ดังนั้นผู้ที่นำไปใช้เป็นข้อมูลในงานวิจัยครั้งต่อไปควรทำการศึกษาให้ถี่ถ้วนด้วยว่าช่วงเวลาต่าง ๆ จะมีผลต่อผลลัพธ์งานวิจัยของแต่ละท่านหรือไม่

### ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

#### 1. ข้อเสนอแนะสำหรับผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์

1.1 ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ควรพิจารณาเพิ่มเติมในด้านทำเลที่ตั้งให้มาก เพราะเนื่องจากทำเลถือเป็นปัจจัยสำคัญต่อความสำเร็จของโครงการมากที่สุด บางครั้งโครงการของกองทุนที่มีอยู่เดิมประสบความสำเร็จ แต่โครงการลักษณะเดียวกันแต่ต่างทำเลอาจทำให้ไม่ประสบความสำเร็จก็ได้

1.2 การที่ผู้ประกอบการจะเสนอขายหรือเสนอเช่าต่อกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เพื่อระดมทุนนั้น ควรให้มีอาชีพแนะนำตั้งแต่เริ่มแรกจะดีที่สุด เพราะเป็นเรื่องของการลงทุนของคนจำนวนมากต้องใช้ความรู้เฉพาะทาง

1.3 สมการพยากรณ์ผลตอบแทนของทั้ง 15 กองนี้ไม่ได้รับประกันความแม่นยำในอนาคต เพราะต้องคำนึงถึงปัจจัยแวดล้อมภายนอกที่อาจจะเปลี่ยนแปลงด้วย ซึ่งในสภาพความเป็นจริง ปัจจัยต่าง ๆ เปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา จึงต้องใช้สมการพยากรณ์ให้เหมาะสมและตรงกับสถานการณ์ที่กำหนดไว้

1.4 ประเภทธุรกิจที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีมากที่สุด คือ กองทุนอสังหาริมทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับที่อยู่อาศัย ถ้าผู้ประกอบการรายใดที่มีอสังหาริมทรัพย์อยู่ในธุรกิจประเภทอื่นที่มีผลตอบแทนที่สูง ก็สามารถเสนอขายต่อนักลงทุนได้ แต่ต้องศึกษาตลาดให้มาก เพราะการที่จะเข้าไปเปิดตลาดใหม่ ไม่ได้รับประกันความสำเร็จ

## 2. ข้อเสนอแนะต่อนักลงทุนรายย่อย

2.1 การนำสมการพยากรณ์ผลตอบแทนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ทั้ง 15 กองทุนไปใช้ต้องอยู่บนสมมติฐานที่ว่า ปัจจัยภายนอกอื่น ๆ ที่ไม่เกี่ยวข้องไม่มีการเปลี่ยนแปลง เช่น ปัจจัยทางการเมือง ปัจจัยทางเศรษฐกิจโลก ฯลฯ

2.2 ผู้ลงทุนจะต้องมีความเข้าใจและมีความรู้ด้านการลงทุนประกอบด้วย เพราะการใช้สมการพยากรณ์ผลตอบแทนเพียงอย่างเดียวไม่ได้เป็นการรับประกันว่าจะประสบความสำเร็จในการลงทุน

## 3. ข้อเสนอแนะต่อผู้วิจัยครั้งต่อไป

3.1 การวิจัยครั้งนี้มีข้อจำกัดทางด้านข้อมูล เนื่องจากข้อมูลทุติยภูมิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีจำกัด ด้วยเหตุที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เพิ่งมีในเมืองไทยเมื่อปี พ.ศ.2546 ดังนั้น เมื่อเวลาผ่านไปมากขึ้น ในการวิจัยครั้งต่อไป ไปสามารถมีข้อมูลของกองทุนอื่น ๆ ที่มากเพียงพอต่อการทำงานวิจัย จึงควรทำกลุ่มตัวอย่างของการจัดกลุ่มตามธุรกิจของกองทุนให้มีจำนวนเท่ากันในแต่ละกลุ่ม เพื่อจะได้สามารถเปรียบเทียบความแตกต่างของแต่ละกลุ่มได้ชัดเจนและแม่นยำขึ้น

3.2 ในการทดสอบความแม่นยำของข้อมูล ผู้วิจัยใช้ข้อมูลในอดีตที่อยู่ในช่วงระยะเวลาของการทำวิจัยมาแทนค่า เนื่องจากจำนวนข้อมูลและระยะเวลาในการทำวิจัยมีจำกัด แต่ในการวิจัยครั้งต่อไปควรใช้ข้อมูลนอกระยะเวลาการศึกษา มาแทนค่า เพื่อทดสอบความแม่นยำ เพื่อให้ผลที่ได้มีความน่าเชื่อถือยิ่งขึ้น

3.3 ควรหาตัวแปรอื่นๆ ที่ผู้วิจัยรุ่นหลังคิดว่าน่าจะมีผลต่อการพยากรณ์มาเปรียบเทียบกับตัวแปรเดิม และตรวจสอบสมการพยากรณ์ว่ายังมีความแม่นยำอยู่หรือไม่เมื่อกาลเวลาผ่านไป

3.4 การศึกษาครั้งต่อไปอาจใช้การศึกษาโดยการสำรวจความคิดเห็นจากผู้จัดการกองทุนรวม แต่ละกองว่า แท้จริงแล้วยังมีปัจจัยเฉพาะเจาะจง หรือเคล็ดลับอะไรที่ทำให้ผลตอบแทนกองทุนออกมาน่าพอใจ

3.5 การวิจัยครั้งนี้พบว่า ข้อมูลของกองทุนอสังหาริมทรัพย์ในกลุ่มที่อยู่อาศัยมีมากที่สุด ส่วนข้อมูลของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในกลุ่มสนามบินมีน้อยที่สุด ดังนั้น การวิจัยครั้งต่อไปสำหรับบุคคลที่ต้องการศึกษาเจาะลึกรายกลุ่มธุรกิจ ควรศึกษาในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์กลุ่มที่อยู่อาศัย

สำนักหอสมุด