



บทบาทของนักลงทุนสถาบันต่อการลดต้นทุนตัวแทนของ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

The Roles of Institutional Investors on Reducing Agency Costs of Property Funds

ผศ.ดร.ภัทรกิตต์ เนตินิยม*

บทคัดย่อ

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นสินทรัพย์การเงินประเภทหนึ่ง ซึ่งได้รับการอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ให้สามารถออกจำหน่ายแก่นักลงทุนเป็นการทั่วไปนับจากปี 2548 จนถึงปัจจุบันการเติบโตของมูลค่าตลาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เป็นไปในอัตราเฉลี่ยเกินปีละร้อยละ 20 การกำหนดระเบียบกฎเกณฑ์การควบคุม และกำกับดูแลอย่างเข้มงวด จึงน่าจะทำให้มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เป็นระดับราคาขั้นต่ำ ดังนั้นหากเกิดปรากฏการณ์ที่ระดับราคาตลาดมีค่าน้อยกว่ามูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ย่อมบ่งชี้ถึงการเกิดต้นทุนตัวแทน โดยต้นทุนตัวแทนเป็นปรากฏการณ์ที่ทำให้มูลค่าสินทรัพย์หรือรายได้ต่ำกว่าที่เป็นจริง หรือค่าใช้จ่ายสูงกว่าที่เป็นจริง การศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลรายวันของกลุ่มตัวอย่างกองทุนอสังหาริมทรัพย์ทั้งประเภทกองทุนกรรมสิทธิ์ และกองทุนสิทธิเช่า ตั้งแต่ปี 2551 โดยการเก็บข้อมูลตัวแปรต่างๆ ดำเนินการผ่านระบบฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย กระทรวงพาณิชย์ บริษัท ปีโตรเลียมไทย จำกัด (มหาชน) และฐานข้อมูลระบบอภิรักษ์สมาชิกของบลูมเบิร์ก ผลการทดสอบฐานคติของแบบจำลองถดถอยพหุคูณแบบอนุกรมเวลา ทำให้ตัวแปรอัตราผลตอบแทนจนครบกำหนดระยะเวลาหนึ่งปี (YTM) ต้องถูกปรับออก สอดคล้องกับสมมติฐานการถือครองกองทุนอสังหาริมทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับดอกเบียในระยะสั้น อย่างไรก็ตามจำนวนตัวแปรควบคุมยังมีสัดส่วนที่มากกว่าตัวแปรสังเกตการณ์ การทดสอบสมมติฐานโดยใช้ตัวแปรที่ผ่านการทดสอบว่าสนับสนุนให้แบบจำลองสามารถรักษาคูณสมบัติตามฐานคติได้ โดยตัวแปรควบคุมมีผลการประมวลเป็นไปตามสมมติฐานและมีนัยสำคัญเกือบทั้งหมด ในส่วนของตัวแปรสังเกตการณ์พบว่าการมีอยู่ของนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investors) ได้แก่ สถาบันการเงิน กองทุนเพื่อการลงทุน หรือสถาบันการเงินซึ่งมีกฎหมายเฉพาะมีผลในเชิงบวกต่อระดับราคาตลาดเมื่อเปรียบเทียบกับมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (NAV) อย่างไรก็ตามปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (AVG Vol) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติเพียงพอต่อการสรุปผล ผลการทดสอบโดยการแยกกลุ่มตามประเภทกรรมสิทธิ์ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์พบว่า ผลการทดสอบกลุ่มย่อยให้ผลในทิศทางเดิม ยกเว้นตัวแปรปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน ซึ่งตัวแปรปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน

* ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

ผู้เขียนขอขอบคุณ นายชวลิต อริยะพัฒน์พาณิชย์ และนางสาวปิยภรณ์ เกียรติขจรพันธุ์ นิสิตปริญญาโทที่ช่วยสนับสนุนการจัดทำข้อมูล



ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทสิทธิเช่ามีผลเชิงบวกต่อระดับราคาคาดตลาดเมื่อเปรียบเทียบกับมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ การศึกษาครั้งนี้มีข้อจำกัดจากปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่ของกลุ่มตัวอย่าง การเพิ่มตัวแปรเศรษฐกิจ AR (1) มีผลต่อความสามารถในการพยากรณ์ของแบบจำลอง ผลการศึกษาครั้งนี้สามารถใช้เป็นข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย ดังนี้ (1) ความจำเป็นในการกำหนดมาตรการที่โปร่งใสสำหรับการคำนวณมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และ (2) การสนับสนุนตราสารทางการเงินใหม่ๆ ที่เป็นไปในทิศทางเดียวกับสากล คือทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือ REITs เนื่องจากความสามารถในการกักเก็บของตราสารประเภทนี้จะช่วยสนับสนุนสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ลดต้นทุนตัวแทนที่ผู้ถือหลักทรัพย์ต้องสูญเสียไปจากลักษณะพื้นฐานของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ต้องใช้ระยะเวลายาวนานในการคืนทุน

คำสำคัญ : กองทุนอสังหาริมทรัพย์ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ นักลงทุนสถาบัน ต้นทุนตัวแทน



Abstract

Property fund is one kind of financial assets for retail investors since 2009, authorized by the Securities Exchange Commission. The growth of property fund market capitalization is more than 20% a year by average. Under the strict regulation on property fund, the Net Asset Value (NAV) should be the minimum price. If the market price compares to NAV less than 1, the agency costs assume to be exist. The agency cost implies to the phenomena there the undervalued assets, lower income or higher expense. This study applies the daily observations for both freehold type and leasehold type property fund. Data are collected through the database of the Stock Exchange of Thailand, Bank of Thailand, Ministry of Commerce, Petroleum Plc. and Bloomberg Professional Service. The test of time series multiple regression asymptotics leads to the drop out of Yield to Maturity (YTM) variable, which demonstrates there is no significant relationship between short term interest rate and the holding of property funds. However, the number of control variables still far over the observable variables. The results show the support of control variables on the model. The existence of institutional investor (linv) i.e. the financial institutions, investment funds and special financial institutions guides to the increase of market price to NAV, while the average trading volume of mutual fund (AVG Vol) is not significant. The sensitivity analysis by separate between the freehold type and leasehold type finds the same conclusion except the variable of AVG Vol is significant at 99% confident level for leasehold type. The limitation of this study comes from the heteroscedasticity problem leading to the addition of AR(1) variable, distorting the prediction power of the model. The suggestions of the study are (1) the increase transparency through the declared information of NAV computation (2) the support of new types of financial assets as REITs, which increase the leverage ability and liquidity of financial instruments as the real estate industry needs longterm of investment.

Keywords: Property Fund, Real Estate Investment Trust (REIT), Institutional Investor, Agency Costs