การเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียมและการสร้างดัชนีชี้วัดการลงทุน
The Growth of Condominium Business and the Establishment of Investment Index

ดิษฐวัฒน์ โสภิตอาภาพงศ์[1] และ วิชญานัน รัตนวิบูลย์สม[2]
[1, 2] คณะบริหารธุรกิจ เศรษฐศาสตร์และการสื่อสาร มหาวิทยาลัยนเรศวร
Ditthawat Sopitarpapong[1] and Vichayanan Rattanawiboonsom[2]
[1, 2] Faculty of Business, Economics and Communications, Naresuan University
(Received: April 27, 2018; Revised: September 9, 2018; Accepted: September 28, 2018)

บทคัดย่อ

ภาคอสังหาริมทรัพย์มีความสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศ ซึ่งมีผลต่อหน่วยธุรกิจอื่น ๆ ได้แก่ การจ้างงาน การผลิตและการบริโภค ตลอดจนการพัฒนาชุมชน สังคม การลงทุนในประเทศ วัตถุประสงค์การวิจัยนี้เพื่อสร้างเครื่องมือชี้วัดทางด้านการลงทุนในธุรกิจคอนโดมิเนียมให้กับนักลงทุน บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และภาครัฐ โดยใช้เป็นสัญญาณเตือนภัยล่วงหน้าสำหรับภาครัฐและเอกชน โดยได้ทำการศึกษาและสร้างดัชนีชี้วัดความสามารถในการลงทุนคอนโดมิเนียมและดัชนีชี้วัดการเก็งกำไรของนักลงทุนในธุรกิจคอนโดมิเนียม โดยทำการศึกษาข้อมูลตั้งแต่ช่วงไตรมาสที่ 1 ของปี 2544 ถึงไตรมาสที่ 3 ของปี 2560 รวม 67 ช่วงเวลา ข้อที่ค้นพบจากงานวิจัยคือ 1) ดัชนีชี้วัดความสามารถในการลงทุน (CIC) มีค่ามาตรฐานของดัชนีอยู่ในระดับมากกว่าปกติ ($Z \leq 1$) และเมื่อทดสอบคุณภาพของดัชนีจากผลของแบบสอบถามความเชื่อมั่นผู้บริโภคพบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไขว้ มีความสัมพันธ์กันทางสถิติที่ระดับ 0.05 แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียม 2) ดัชนีวัดการเก็งกำไรของนักลงทุน (CSI) มีค่ามาตรฐานของดัชนีอยู่ในระดับความเสี่ยงสูง ($Z \leq 2$) และเมื่อทดสอบคุณภาพของดัชนีจากผลของแบบสอบถามความเชื่อมั่นผู้บริโภคพบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไขว้ ไม่มีความสัมพันธ์กันทางสถิติ แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันทั้งระยะสั้นและระยะยาวกับการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียม
คำสำคัญ: 1) ดัชนีคอนโดมิเนียม 2) การลงทุนคอนโดมิเนียม 3) ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

Abstract

The real estate sector is important in driving Thailand's economy. The purpose of this research was to create a measure of condominium investment for Investors, Real estate company and Government to develop and generates indicators of investment for Condominium Investor Capability (CIC) and Condominium Speculative Index (CSI). The study was conducted from the first quarter of 2001 until the third quarter of 2017, a total 67 time periods and revealed the following research finding: 1) The CIC was higher than normal ($Z \leq 1$). When the quality of index was tested on the basis of the Consumer confidence questionnaire, the correlation coefficient had a statistically significant relationship at the 0.05 level but in the opposite direction to the growth of the condominium business. 2) The CSI result for the index was at a high level of risk ($Z \leq 2$) and the quality of the index was tested on the results of the consumer confidence survey and the correlation coefficient. However, there was a short-term and long-term relationship with the growth of the condominium business.
Keywords: 1) Condominium Index 2) Condominium Investment 3) Bubble Index

[1] นิสิตปริญญาเอก สาขาวิชาการบริหารธุรกิจ (Ph.D. Student, Department of Business Administration)
Email: ditthawat.sop@gmail.com
[2] คณบดีและผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำหลักสูตรบริหารธุรกิจ (Dean and Assistant Professor, Department of Business Administration)

บทนำ (Introduction)

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีความสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศ ซึ่งมีผลต่อหน่วยธุรกิจอื่น ๆ ได้แก่ การจ้างงาน การผลิตและการบริโภค ตลอดจนการพัฒนาชุมชน สังคม การลงทุนในประเทศ (Chuenchoksan, 2014, p. 14) จากข้อมูลสถิติการจ้างงานจำแนกตามประเภทอุตสาหกรรมของภาคการก่อสร้างมีปริมาณการจ้างงานเพิ่มขึ้นทุกปี ซึ่งในปี พ.ศ. 2556 มีการจ้างงานรวม 2,542,590 คน มีปริมาณการจ้างงานสูงเป็นอันดับที่ 3 ของทั้งประเทศ ภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จึงมีบทบาทอย่างมากต่อเสถียรภาพของเศรษฐกิจไทยและสถาบันการเงิน (Government Housing Bank, 2014, p. 10) จากการศึกษาข้อมูลสินเชื่อที่อยู่อาศัย ปี พ.ศ. 2537 - 2556 พบว่าสินเชื่อที่อยู่อาศัยมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยสินเชื่อที่อยู่อาศัยทั่วไปคงเหลือของสถาบันการเงินทั้งระบบมีการขยายตัวเพิ่มขึ้นมาก โดยในปี พ.ศ. 2537 มีจำนวน 4.4 แสนล้านบาท ในปี 2547 เพิ่มขึ้นเป็น 1 ล้านล้านบาท โดยยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่องทุกปี จนถึงในปี 2554 ได้เพิ่มขึ้นเป็น 2 ล้านล้านบาทและในปี 2556 มีจำนวน 2.5 ล้านล้านบาท จะเห็นได้ว่าภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีความสำคัญอย่างยิ่งต่อระบบการเงินและความมั่นคงต่อเศรษฐกิจของประเทศไทย สำหรับการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนประเภทที่อยู่อาศัยเริ่มขึ้นอย่างชัดเจนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549 - 2559 ทั้งจำนวนโครงการเปิดขายใหม่และจำนวนยูนิตที่ขายได้มากที่สุดคือประเภทห้องชุดหรือคอนโดมิเนียมโดยมีปัจจัยมาจาก 1) การขยายเส้นทางรถไฟฟ้า 2) เหตุการณ์อุทกภัย 3) ที่ดินที่มีศักยภาพราคาปรับตัวสูงขึ้น ทำให้โครงการคอนโดมิเนียมมีสัดส่วนแบ่งตลาดมากกว่า 60% ของจำนวนยูนิตทั้งหมดในช่วงเวลาดังกล่าว

จะเห็นได้ว่าจากงานวิจัยและข้อมูลการวิเคราะห์ที่กล่าวมาข้างต้นเพื่อช่วยให้นักลงทุนสามารถวิเคราะห์และช่วยตัดสินใจในการลงทุนได้อย่างชัดเจน (Thongsom, 2013, p. 12) ซึ่งข้อมูลเตือนภัยเศรษฐกิจที่ได้รับการยอมรับกันอย่างกว้างขวางคือดัชนีเศรษฐกิจ (Economic Index) เพราะสามารถนำมาใช้พยากรณ์ทิศทางของเศรษฐกิจที่จะเกิดขึ้นได้ โดยมีประเด็นที่สำคัญในการวิจัยครั้งนี้ คือการสร้างรูปแบบตัวบ่งชี้ทางด้านการลงทุนที่สามารถบ่งชี้ถึงความสัมพันธ์ของการลงทุนในธุรกิจคอนโดมิเนียม จึงมีความสำคัญอย่างยิ่งในการวิจัย เพื่อนำผลของดัชนีที่ได้มาวิเคราะห์การลงทุนและเผยแพร่แก่ประชาชนผู้ที่สนใจ หน่วยงานทางด้านเศรษฐกิจ หน่วยงานทางด้านพัฒนาภาคอสังหาริมทรัพย์ บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง รวมถึงข้อเสนอแนะสำหรับผู้สนใจเพื่อการศึกษาวิจัยในอนาคต

วัตถุประสงค์ของการวิจัย (Objective)

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างเครื่องมือชี้วัดทางด้านการลงทุนในธุรกิจคอนโดมิเนียมให้กับนักลงทุน บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และผู้บริโภค เพื่อที่จะสามารถเข้าใจถึงสภาพการเปลี่ยนแปลงของธุรกิจคอนโดมิเนียมรวมถึงความสำคัญของดัชนีชี้ทางด้านเศรษฐกิจที่มีผลต่อการลงทุนและการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ

ขอบเขตของงานวิจัย (Scope of Study)

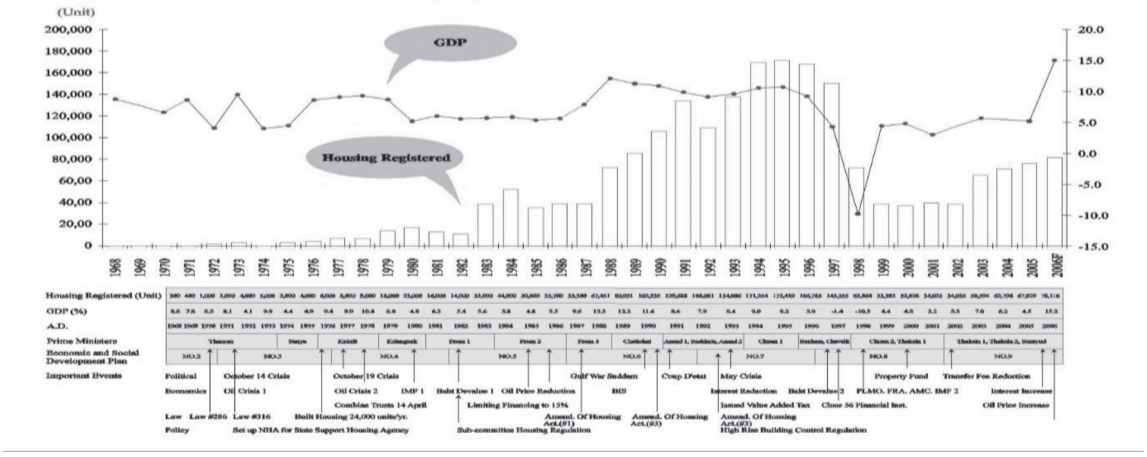
การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาข้อมูลทุติยภูมิ โดยการสร้างและพัฒนาดัชนีชี้วัดทางด้านการลงทุนด้วยวิธีการวิจัยเชิงปริมาณ สังเคราะห์ปัจจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อสร้างรูปแบบดัชนีตามหลักการทางด้านสถิติในการวิเคราะห์ที่ส่งผลต่อปริมาณการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียมรวมถึงทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไขว้ระหว่างผลลัพธ์ของดัชนีที่ได้กับผลลัพธ์ของแบบสอบถามจากผู้ประกอบการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่จัดทำข้อมูลในรูปแบบดัชนีความเชื่อมั่นของผู้ประกอบการธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยของศูนย์ข้อมูลธุรกิจอสังหาริมทรัพย์แห่งประเทศไทย และนำดัชนีที่ได้จากการทดสอบมาวิเคราะห์ทางสถิติเพื่อหาความสัมพันธ์ของการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียมในอนาคต

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Related Literature)

1. ธุรกิจคอนโดมิเนียมในประเทศไทย

ธุรกิจคอนโดมิเนียมเป็นธุรกิจที่มีอัตราการขยายตัวเพิ่มสูงขึ้น (Government Housing Bank, 2014, pp. 11-12) โดยในปี พ.ศ.2556 มีการโอนกรรมสิทธิ์คอนโดมิเนียมจำนวน 53.5% ของปริมาณที่อยู่อาศัยทุกประเภท จึงเป็นธุรกิจที่มีบทบาทสำคัญ

ต่อการเติบโตของภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ถ้าวิเคราะห์ภาพรวมของภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์นั้นถือว่าเป็นภาคเศรษฐกิจจริงที่มีความสำคัญต่อเศรษฐกิจของประเทศ (Chantapong and Tunsri, 2013, p. 25) โดยเกี่ยวข้องกับการผลิตสินค้าและการบริการ ซึ่งมีผลต่อหน่วยธุรกิจอื่น ๆ ได้แก่ การจ้างแรงงาน การผลิต การบริโภค การลงทุนในประเทศ วัสดุก่อสร้าง เครื่องใช้ไฟฟ้า และเฟอร์นิเจอร์ ฯลฯ และเป็นภาคธุรกิจที่ใช้วัตถุดิบจากภายในประเทศเป็นจำนวนมาก นอกจากนี้ยังเกี่ยวข้องกับภาคการเงิน (Money Sector) เพราะส่งผลต่อการจัดสรรเงินทุนระหว่างเงินออมและเงินกู้ โดยมีความเชื่อมโยงต่อภาคเศรษฐกิจในระดับมหภาค สำหรับความเกี่ยวข้องกับสถาบันการเงิน ภาคอสังหาริมทรัพย์มีความเชื่อมโยงต่อฐานะของสถาบันการเงินอย่างมาก (Bank of Thailand, 2014, p. 27) ปริมาณสินเชื่ออุปโภคบริโภคส่วนบุคคลของธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบในปี พ.ศ. 2555 มีสินเชื่อที่เกี่ยวกับภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีปริมาณรวมกันถึงร้อยละ 48 และเมื่อศึกษาจากการทบทวนเอกสารและข้อมูลพัฒนาการและการเติบโตของธุรกิจของคอนโดมิเนียม พบว่าในแต่ละช่วงเวลามีการเติบโตและมีปัจจัยที่เกี่ยวข้องที่แตกต่างกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของสมาคมอสังหาริมทรัพย์ที่วิเคราะห์โดยเปรียบเทียบปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจกับปริมาณการจดทะเบียนอสังหาริมทรัพย์ในช่วงเวลา 38 ปีที่ผ่านมา ตามภาพ 1 ซึ่งพบข้อสังเกตว่าปริมาณผลผลิตมวลรวมภายในประเทศจะเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงล่วงหน้าก่อนปริมาณการจดทะเบียนอสังหาริมทรัพย์ประมาณ 1 ปี รวมถึงปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจอื่น ๆ ที่เข้ามาเกี่ยวข้องกับปริมาณการเติบโตของธุรกิจ



ภาพ 1 แสดงปริมาณผลผลิตมวลรวมภายในประเทศเปรียบเทียบกับปริมาณการจดทะเบียนที่อยู่อาศัยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2511 - 2549
ที่มา: สมาคมอสังหาริมทรัพย์

ซึ่งแสดงให้เห็นว่าแต่ละช่วงเวลาวัฏจักรของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจเกี่ยวข้องกับการเติบโตของธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญ เพื่อให้เกิดความเข้าใจอย่างลึกซึ้งในการลงทุนของธุรกิจคอนโดมิเนียม ผู้วิจัยจึงได้ศึกษาค้นคว้าทบทวนถึงเครื่องมือชี้วัดทางเศรษฐกิจเพื่อสร้างความเข้าใจและสามารถสังเคราะห์ตัวแปรที่เป็นปัจจัยสำคัญต่อการลงทุนในธุรกิจ

2. ดัชนีชี้วัดทางด้านเศรษฐกิจ

ดัชนีทางด้านเศรษฐกิจเป็นเครื่องมือสำหรับวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจในสาขาต่าง ๆ ประกอบด้วยดัชนีพ้องเศรษฐกิจและดัชนีชี้นำเศรษฐกิจ ดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมอัตราการใช้กำลังการผลิตของภาคอุตสาหกรรม ดัชนีราคาที่อยู่อาศัย ดัชนีค่าเงินบาท และดัชนีความเชื่อมั่นภาคธุรกิจ (Kirdpibul and Kirdpibul, 1992, p. 22) กล่าวว่า

ตัวเลขบ่งชี้ภาวะเศรษฐกิจระดับมหภาคของประเทศ ช่วยให้รู้ถึงสภาพเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศในปัจจุบันและแนวโน้มในอนาคตใช้เป็นสัญญาณเตือนภัยล่วงหน้าทางเศรษฐกิจ สำหรับเป็นแนวทางในการวางแผนและนโยบายเศรษฐกิจของภาครัฐและเอกชนแบ่งเป็น 2 ประเภทคือ 1) ดัชนีวัฏจักรธุรกิจ (Business Cycle Index) เป็นดัชนีที่จัดทำขึ้นจากตัวแปรที่สำคัญ ๆ ทางเศรษฐกิจเพื่อใช้แสดงทิศทางของภาวะเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ เป็นดัชนีที่แสดงคลื่นความถี่ภาวะเศรษฐกิจโดยรวมที่มีการผกผันขึ้นลงในลักษณะเป็นวัฏจักร ทั้งนี้คลื่นภาวะเศรษฐกิจในวงจรหนึ่งประกอบด้วย จุดต่ำสุด ช่วงขยายตัว จุดสูงสุด และช่วงหดตัว เป็นสัญญาณเตือนล่วงหน้าสำหรับใช้พยากรณ์แนวโน้มทิศทางการขยายตัวและการหดตัวของเศรษฐกิจเพื่อการวางแผนและนโยบายเศรษฐกิจของภาครัฐและเอกชน 2) ดัชนีคาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจ (Expectation Index) เป็นดัชนีที่แสดงทิศทางภาวะเศรษฐกิจในรูปของดัชนีการกระจาย (Diffusion Index) ได้จากการสอบถามความคิดเห็นของผู้ประกอบธุรกิจ ผู้ส่งออก และผู้บริโภค โดยแสดงถึงความเชื่อมั่นต่อภาวะเศรษฐกิจในแต่ละช่วงเวลา (ดี/เพิ่มขึ้น ไม่เปลี่ยนแปลงหรือแย่/ลดลง) แบ่งเป็น 4 ดัชนี คือ 1) ดัชนีคาดการณ์ภาวะธุรกิจ (Business Expectation Index) 2) ดัชนีคาดการณ์ภาวะธุรกิจการส่งออก (Export Expectation Index) 3) ดัชนีภาวะธุรกิจส่งออก (Export Business Expectation Index) 4) ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence Index)

3. การสร้างดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจ

Thongsom (2013, p. 2) กล่าวว่า หนึ่งในข้อมูลเตือนภัยเศรษฐกิจที่ได้รับการยอมรับและมีการใช้กันอย่างกว้างขวางคือ ดัชนีเศรษฐกิจ (Economic Index) เพราะสามารถนำมาใช้ชี้วัดหรือพยากรณ์ทิศทางของเศรษฐกิจที่จะเกิดขึ้นเป็นการล่วงหน้าได้ดีพอสมควร สามารถบอกสถานภาพเศรษฐกิจได้ว่าอยู่ในช่วงขาขึ้น ขาลง กำลังเคลื่อนไหวผ่านจุดต่ำสุดหรือสูงสุดมากน้อยเพียงไร นอกจากนี้ การสร้างดัชนีชี้นำก็เป็นเรื่องที่ไม่ยุ่งยากมากนักเมื่อเทียบกับการใช้แบบจำลองเศรษฐกิจ เพราะใช้ข้อมูลที่ซับซ้อนน้อยกว่ารวมทั้งใช้เวลาและงบประมาณที่ไม่มากนักเมื่อเทียบกับแบบจำลองทางเศรษฐกิจ Hiratsuka (1991, p. 104) กล่าวว่า วัฏจักรธุรกิจ (Business Cycle) คือปรากฏการณ์เปลี่ยนแปลงเคลื่อนไหวขึ้นลงของระบบเศรษฐกิจอุตสาหกรรม (Industrialized Market Economies) ตามกาลเวลาซึ่งเป็นคุณลักษณะทั่วไปที่เกิดขึ้นกับประเทศอุตสาหกรรม การเคลื่อนไหวดังกล่าวเป็นองค์ประกอบที่มาจากวัฏจักรระยะสั้น (Short-Term Cycle) และวัฏจักรระยะปานกลาง (Medium-Term Cycle) โดยที่วัฏจักรระยะสั้นจะมีบทบาทมากกว่า วัฏจักรระยะสั้นนี้มีรอบระยะเวลาประมาณ 3 ปี ซึ่งปัจจัยที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงดังกล่าวเกิดขึ้นจากการปรับตัวของสินค้าคงคลัง (Inventory Adjustment) ส่วนวัฏจักรระยะปานกลางมีรอบระยะเวลาประมาณ 8 ปี เกิดจากปัจจัยการเปลี่ยนแปลงในเรื่องของการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Movement of Fixed Capital) การศึกษาวัฏจักรธุรกิจจะใช้วิธีการวัดค่าของวัฏจักรซึ่งมีด้วยกัน 2 แนวทาง (Approaches) คือ วิธีการสำรวจ (Survey Approach) และวิธีการสร้างดัชนี (Indicator Approach) ในอดีตประเทศทางยุโรปส่วนใหญ่ใช้วิธีการสำรวจในขณะที่ประเทศอเมริกาใช้การสร้างดัชนี ปัจจุบันการวัดด้วยวิธีการสร้างดัชนีเป็นวิธีที่ได้รับการยอมรับกันอย่างแพร่หลายทั่วไป ซึ่งการสร้างดัชนีเพื่อชี้วัดวัฏจักรเศรษฐกิจนั้นมีอยู่ด้วยกัน 2 วิธี คือ 1) การสร้างดัชนีการกระจาย (Diffusion Indices: DI) และ 2) การสร้างดัชนีผสม (Composite Indices: CI) ประเทศญี่ปุ่นเป็นประเทศแรก ๆ ในเอเชียที่มีการศึกษาเรื่องวัฏจักรเศรษฐกิจมาค่อนข้างยาวนานก่อนหน้าประเทศอื่น ๆ โดยได้จัดทำทั้งวิธีสำรวจ ซึ่งดำเนินงานโดยธนาคารกลางแห่งประเทศญี่ปุ่น (Bank of Japan) และวิธีการสร้างดัชนีซึ่งจัดทำโดย Economic Planning Agency หรือ EPA โดยสร้างขึ้นทั้ง DI ในประเทศไทยการศึกษาเรื่องวัฏจักรธุรกิจในอดีตเริ่มขึ้นประมาณปี ค.ศ. 1988 โดย Hiratsuka และต่อมาได้มีการศึกษาที่ลงลึกในรายละเอียดมากขึ้นในปี ค.ศ. 1991 โดยสถาบันวิจัยสังคม จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัยภายใต้ความร่วมมือกับ EPA โดยการจัดทำในครั้งนั้นได้ดำเนินการรวบรวมข้อมูลทั้งวิธีการสำรวจควบคู่ไปกับการเก็บข้อมูลจากเครื่องชี้ต่าง ๆ ซึ่งเหตุผลที่จำเป็นต้องดำเนินการสำรวจด้วยนั้นเป็นเพราะในช่วงเวลาดังกล่าวประเทศไทยยังขาดการรวบรวม

ข้อมูลเครื่องชี้เพื่อใช้จัดทำวัฏจักรธุรกิจอยู่มาก ข้อมูลที่มีจึงค่อนข้างจำกัดไม่เพียงพอต่อการใช้สร้างดัชนี

การศึกษาการสร้างตัวชี้วัดในลักษณะของดัชนีผสม (Composite Index) ของดัชนีชี้นำเศรษฐกิจและดัชนีพ้องเศรษฐกิจได้เริ่มมีความสำคัญและมีการดำเนินการอย่างจริงจังอีกครั้งภายหลังจากประเทศไทยได้ประสบปัญหาวิกฤตการณ์ทางการเงินอย่างรุนแรงเมื่อปี พ.ศ. 2540 ปัญหาที่สร้างความยุ่งยากให้กับนักวางแผนและกำหนดนโยบายเศรษฐกิจในขณะนั้น ที่สำคัญประการหนึ่งคือประเทศไทยขาดแคลนการรวบรวมข้อมูลและการจัดทำตัวชี้วัดภาวะเศรษฐกิจระยะสั้น ซึ่งจำเป็นอย่างยิ่งในการใช้เพื่อกำกับและติดตาม (Monitor) การดำเนินงานแก้ไขปัญหาต่าง ๆ รวมทั้งใช้เป็นเครื่องมือส่งสัญญาณในการเฝ้าระวังเตือนภัย หน่วยงานหลักทางเศรษฐกิจในขณะนั้น 3 หน่วยงาน คือ ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ และกระทรวงพาณิชย์ จึงได้ริเริ่มจัดทำดัชนีผสมขึ้นมาในลักษณะคล้ายคลึงกันเพื่อใช้ชี้วัดวัฏจักรของเศรษฐกิจทั้งในด้านภาคเศรษฐกิจการผลิตและภาวะเงินเฟ้อ ได้จัดทำทั้งดัชนีชี้นำ ดัชนีพ้องและดัชนีตามการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจในระยะยาว โดยดัชนีที่จัดทำนั้นประกอบขึ้นจากปัจจัย 4 ประการ คือ ปัจจัยของฤดูกาล ปัจจัยของแนวโน้ม ปัจจัยของวัฏจักร และปัจจัยอันเนื่องมาจากเหตุการณ์ไม่ปกติในการคาดการณ์ (Siksamat and Buranathanung, 2000, p.10) สำหรับหลักเกณฑ์การเลือกตัวแปรเพื่อใช้เป็นองค์ประกอบของดัชนีเศรษฐกิจทั้งดัชนีชี้นำและดัชนีพ้อง มีแนวทางพิจารณาดังนี้ 1) เป็นตัวแปรที่มีความสำคัญในเชิงเศรษฐกิจ 2) เป็นตัวแปรที่มีลักษณะเปลี่ยนแปลงได้รวดเร็ว ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ 3) เป็นข้อมูลที่มีความชัดเจนของการเกิดคลื่นวัฏจักร กล่าวคือ จะต้องมีค่าเคลื่อนไหวขึ้นลง ไม่มีค่าราบเรียบจนเกินไปจนทำให้ไม่สามารถสังเกตเห็นความเคลื่อนไหวในลักษณะของวัฏจักรได้ Leeuw (1991, p. 50) สรุปคุณสมบัติในการนำข้อมูลมาใช้สร้างตัวแปรทั้งตัวแปรวัฏจักรเศรษฐกิจและดัชนีชี้นำเศรษฐกิจ (Leading Economic Indicator) ไว้ว่า 1) เป็นข้อมูลอนุกรมเวลาที่มีช่วงระยะเวลาความยาวอย่างต่อเนื่องยาวนานพอสมควร ตามข้อเสนอแนะของงานวิจัยโดยทั่วไปที่เกี่ยวกับวัฏจักรธุรกิจเสนอว่าข้อมูลอนุกรมเวลาที่สมควรนำมาใช้นั้นควรมีระยะเวลายาวนานติดต่อกันไม่น้อยกว่า 15 ปี และควรเป็นข้อมูลรายเดือน สำหรับอนุกรมข้อมูลเพื่อใช้ทำดัชนีชี้นำเศรษฐกิจ ควรครอบคลุมวงรอบวัฏจักรธุรกิจของประเทศไทยซึ่งมีระยะจากจุดต่ำสุดไปถึงสูงสุดและกลับมาจุดต่ำสุด เดิมใช้เวลาประมาณ 5 ปี ดังนั้นข้อมูลอนุกรมเวลาที่ใช้สร้างดัชนีชี้นำเศรษฐกิจจึงควรยาวมากกว่า 5 ปีขึ้นไป หรือควรไม่ต่ำกว่า 6 ปี หรือ 72 เดือน ติดต่อกัน 2) เป็นข้อมูลที่มีความถูกต้องอย่างต่อเนื่องพอสมควร ไม่ควรมีการปรับปรุงบ่อยครั้ง หรือกรณีข้อมูลที่มีการปรับแก้แต่ละครั้งก็ไม่ควรมีการเปลี่ยนแปลงไปจากเดิมมากนัก 3) การเลือกตัวแปรต่าง ๆ เพื่อนำมาใช้สร้างดัชนี ควรให้มีความหลากหลาย เป็นตัวแปรที่ครอบคลุมกิจกรรมทางเศรษฐกิจต่าง ๆ ได้อย่างกว้างขวางและทั่วถึง (Thongsom, 2013, p. 10) สำหรับเครื่องมือและวิธีการที่เหมาะสมในการนำมาวิเคราะห์ข้อมูลในรูปแบบอนุกรมเวลานั้นมีข้อพิจารณาคือ ข้อมูลอนุกรมเวลาที่จะนำไปใช้พยากรณ์จะต้องเป็นข้อมูลอนุกรมเวลาที่มีลักษณะนิ่ง ไม่เช่นนั้นอาจจะทำให้เกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของสมการเป็นความสัมพันธ์ไม่แท้จริง Dickey-Fuller ได้พัฒนาวิธีการตรวจสอบความนิ่งของข้อมูลหรือยูนิทรูท (Unit Root) หากข้อมูลที่ใช้มีความนิ่งจะทำการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-Integration) เป็นการวิเคราะห์เพื่อพิจารณาว่าตัวแปรต้นและตัวแปรตามมีเสถียรภาพในระยะยาวหรือไม่ ถ้าผลการทดสอบ Augmented Dicky-Fuller (ADF) Test มีความนิ่ง จะสามารถสรุปได้ว่ามีความสัมพันธ์ระยะยาวระหว่างตัวแปร หลังจากที่ตัวแปรมีความสัมพันธ์กันในระยะยาวจะทำการทดสอบเพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์การปรับตัวในระยะสั้นของตัวแปรอิสระต่อตัวแปรตาม หรือเรียกว่าการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะสั้น (Error Correction Model) ถ้าผลทดสอบปฏิเสธสมมติฐานหลักจะสรุปได้ว่าตัวแปรดังกล่าวจะมีความสัมพันธ์กันในระยะสั้นและสามารถปรับสู่ดุลยภาพในระยะยาวได้ (Kantamoon, 2005, p. 12) สำหรับการใช้เครื่องมือการวิจัยด้วยอนุกรมเวลานั้นจะช่วยให้สามารถวิเคราะห์ข้อมูลแต่ละช่วงเวลา

ได้อย่างชัดเจน อีกทั้งยังสามารถพยากรณ์การเชื่อมโยงที่จะเกิดขึ้นได้ในอนาคต สำหรับข้อเสียนั้น อนุกรมเวลา (Time Series Data) จะไม่เหมาะกับข้อมูลที่มีปริมาณมาก ๆ เหมาะกับข้อมูลที่เป็นรายเดือน, ครึ่งเดือน, 3 เดือน หรือรายปี ถ้าจะเป็นรายวันต้องหาเทคนิคอื่น จะต้องไม่มีช่วงเวลาใดที่เป็น 0 หรือขาดหายไป และควรจะเก็บข้อมูลทุติยภูมิเพราะต้องเก็บข้อมูลย้อนหลังในอดีต (Ungpansattawong, 2012, p. 22)

4. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ดัชนีชี้นำเศรษฐกิจมีความสำคัญมากนับตั้งแต่ประเทศไทยประสบปัญหาทางด้านเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 การจัดทำดัชนีชี้วัดภาวะเศรษฐกิจมีความจำเป็นอย่างยิ่งในการกำกับและติดตามการดำเนินงานแก้ไขปัญหาต่าง ๆ รวมทั้งใช้เป็นเครื่องมือส่งสัญญาณในการเฝ้าระวังเตือนภัย (Siksamat and Buranathanung, 2000, p. 10) สำหรับผลการวิจัยการสร้างดัชนีชี้วัดฟองสบู่ของภาคอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยในยุคเศรษฐกิจต้มยำกุ้ง ช่วงปี พ.ศ. 2540 - 2543 ธนาคารมีการเข้มงวดกับการปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัยส่งผลให้โครงการที่อยู่อาศัยเปิดใหม่ลดน้อยลงโดยผลสรุประดับค่าของดัชนีอยู่ในระดับค่า -1.98 และ -1.24 ตามลำดับ จนมาถึงช่วงปี พ.ศ. 2554 - 2556 สินเชื่อที่อยู่อาศัยต่อครัวเรือนเพิ่มขึ้นในระดับค่าดังกล่าวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 1.9 และมีการเติบโตมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับปริมาณโครงการที่อยู่อาศัยใหม่ที่เพิ่มขึ้นอยู่ในระดับค่า 2.0 นอกจากนี้ยังมีการศึกษาถึงและสร้างตัวชี้วัดระดับความสามารถของผู้ซื้อที่อยู่อาศัยในการขอพึ่งพาสินเชื่อจากธนาคาร (Kittiwatcharapong, 2014, p. 8) Loan to Value Ratio (LTV) เป็นอัตราส่วนที่กำหนดว่าผู้ซื้อที่อยู่อาศัยสามารถพึ่งพาสินเชื่อจากธนาคารได้มากน้อยเท่าใด เช่น ถ้า LTV 85% ธนาคารจะให้สินเชื่อ 85% ของมูลค่าที่อยู่อาศัย และผู้ซื้อจะต้องจ่ายส่วนที่เหลืออีก 15% จากเงินออมหรือจากแหล่งทุนอื่นที่เรียกว่าเงินดาวน์ ดังนั้น ถ้า LTV สูงขึ้นจะส่งผลให้ความสามารถในการซื้อที่อยู่อาศัยเพิ่มสูงขึ้นจากการใช้เงินดาวน์ที่น้อยลง นอกจากนี้การวิเคราะห์ตลาดที่ดินและอสังหาริมทรัพย์ก็เป็นปัจจัยที่สำคัญต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในรูปแบบดัชนีธุรกรรมที่ดิน ผลการศึกษาพบว่า มีผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจในแต่ละจังหวัดเป็นอย่างมากและมีผลกระทบเป็นตัวทวีคูณเริ่มจากธุรกรรมที่ดิน การคลังของรัฐบาลและองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นรวมถึงการเจริญเติบโตระดับจังหวัด (Pattamasiriwat, 2018, p. 1) นอกจากการจัดทำดัชนีจากข้อมูลปฐมภูมิแล้วยังมีการจัดทำดัชนีในรูปแบบการสำรวจความคิดเห็นหรือข้อมูลทุติยภูมิจากผลการสำรวจดัชนีความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2555 ผู้ประกอบการภาคธุรกิจมีค่าดัชนีความเชื่อมั่นในภาวะปัจจุบันเท่ากับ 51.3 ซึ่งสูงจากค่ากลาง 50.0 (Bank of Thailand, 2012, p. 15) โดยแสดงให้เห็นว่าผู้ประกอบการภาคธุรกิจมีความเชื่อมั่นในเชิงบวกต่อการเติบโตธุรกิจของคอนโดมิเนียมและยังมีการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีโดยสรุปผลการทดสอบความสัมพันธ์พบว่า ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) มีความสัมพันธ์ต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 (Chamornsawat and Khongsawatkiat, 2013, pp. 303-319)

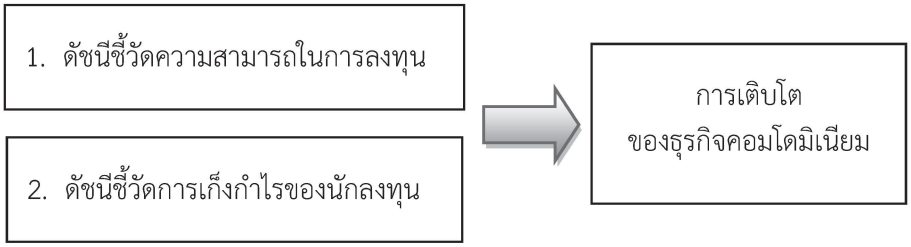
นอกจากนี้ การเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียมอย่างรวดเร็วส่งผลให้พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนอสังหาริมทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งพฤติกรรมการลงทุนในธุรกิจคอนโดมิเนียมสามารถแบ่งออกเป็น 3 ด้าน 1) ซื้อเพื่ออยู่อาศัย 2) ซื้อเพื่อการลงทุน 3) ซื้อเพื่อการเก็งกำไร พฤติกรรมการซื้อคอนโดมิเนียมมีการเปลี่ยนแปลงอย่างชัดเจน พฤติกรรมการลงทุนระยะสั้นในการซื้อคอนโดมิเนียมมีปริมาณเพิ่มขึ้นอย่างมากโดยมีพฤติกรรมซื้อในช่วงก่อนโครงการขายอย่างเป็นทางการและขายในระหว่างก่อสร้างเป็นจำนวนมาก (Chanchoo, et al., 2011, p. 5)

จากการศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องดังกล่าวมาทั้งหมด ผู้วิจัยได้สร้างตัวแปรของดัชนีเพื่ออธิบายความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีที่สร้างขึ้นกับปริมาณการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียมซึ่งในอดีตยังไม่มีการคิดค้นและนำมาเชื่อมโยงให้เกิดความชัดเจนและสามารถวิเคราะห์อิทธิพลของดัชนีกับการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียมได้ในอนาคต โดยมีประเด็นที่สำคัญในการวิจัยครั้งนี้ คือ การสร้างและพัฒนาดัชนีชี้วัดสำหรับนักลงทุนในธุรกิจคอนโดมิเนียมของประเทศไทย รวมถึงสามารถนำดัชนีที่ได้มาวิเคราะห์คาดการณ์ความสัมพันธ์ที่จะเกิดขึ้นใน

อนาคต สร้างองค์ความรู้ทางวิชาการที่เกี่ยวข้องกับพฤติกรรมการลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ โดยเฉพาะการลงทุนในธุรกิจคอนโดมิเนียมเพื่อเป็นข้อมูลสำหรับภาครัฐและภาคเอกชนในการพัฒนาประเทศ จากแนวคิดข้างต้นจึงนำไปสู่กรอบแนวความคิดในการวิจัยดังภาพ 2 และตั้งสมมติฐานของการวิจัย ดังต่อไปนี้

1) ดัชนีชี้วัดความสามารถในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียม (H1)

2) ดัชนีชี้วัดการเก็งกำไรของนักลงทุนในธุรกิจคอนโดมเนียมมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียม (H2)



ภาพ 2 กรอบแนวคิดในการวิจัย

วิธีดำเนินการ (Methods)

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาข้อมูลทุติยภูมิ หาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีชี้วัดการลงทุนกับปริมาณการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียมในประเทศไทย โดยมีการสร้างและพัฒนาดัชนีชี้วัดทางด้านการลงทุนด้วยวิธีการวิจัยเชิงปริมาณในระยะเวลาช่วงไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ. 2544 ถึงไตรมาสที่ 3 ของปี พ.ศ. 2560 รวม 67 ช่วงเวลา ได้ทำการวิเคราะห์และออกแบบดัชนีเพื่อการลงทุนในธุรกิจคอนโดมิเนียม โดยทำเป็นค่ามาตรฐานและวิเคราะห์ความแปรปรวนของตัวแปรเพื่อหาความสัมพันธ์ของตัวแปร หรือเรียกวิธีนี้ว่าการวิเคราะห์องค์ประกอบหลัก (Principal Component Analysis: PCA) การวิเคราะห์ส่วนประกอบสำคัญเป็นการย่อเมตริกซ์สหสัมพันธ์ที่มีความซับซ้อนให้ง่ายต่อการอธิบายและเป็นวิธีหนึ่งของการวิเคราะห์องค์ประกอบเพราะส่วนประกอบ (Component) นั้นเป็นองค์ประกอบที่แท้จริง (Real Factor) ซึ่งได้จากการคำนวณเมตริกซ์สหสัมพันธ์ โดยตรงจุดมุ่งหมายของการวิเคราะห์ส่วนประกอบสำคัญ คือการที่สามารถกะประมาณเมตริกซ์สหสัมพันธ์ โดยการหาค่าไอเกนเวคเตอร์ และค่าไอเกนทั้งสองค่านี้ได้มาจากการคำนวณซ้ำ ๆ เวคเตอร์จะถูกลองใช้และทดสอบเปรียบเทียบกันตามเกณฑ์ เวคเตอร์แรกจะคำนวณปรับเป็นเวคเตอร์ที่สองเพื่อเปรียบเทียบกัน กระทำเช่นนี้ไปเรื่อย ๆ จนกระทั่งพบความสอดคล้องกันระหว่างเวคเตอร์ และเวคเตอร์สุดท้ายจะเป็นไอเกนเวคเตอร์แรกของเมตริกซ์โดยทำการกำหนดตัวบ่งชี้ของทั้ง 2 ดัชนี ดังนี้

1) ดัชนีชี้วัดความสามารถในการลงทุน (CIC)

ปริมาณสินเชื่อคอนโดมิเนียม : การเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาห้องชุด

2) ดัชนีชี้วัดการเก็งกำไรของนักลงทุน (CSI)

ปริมาณโอนกรรมสิทธิ์คอนโดมิเนียม : ปริมาณการจดทะเบียนก่อสร้างคอนโดมิเนียม

โดยค่ามาตรฐานของดัชนีแต่ละตัวสามารถบอกระดับพฤติกรรมการลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ได้ โดยปกติแล้วถ้าธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีเสถียรภาพ ค่ามาตรฐานไม่ควรเบี่ยงเบนออกจากค่าเฉลี่ยในระยะยาว (Z=0)

ตาราง 1 ค่ามาตรฐานของดัชนีกับระดับการลงทุน

ค่ามาตรฐาน	ระดับ
Z > 2	มีความสามารถสูงสุด/เสี่ยงสูงสุด (Highest Level)
1 < Z ≤ 2	มีความสามารถสูง/เสี่ยงสูง (High Level)
0 < Z ≤ 1	มีความสามารถมากกว่าปกติ/ภาวะเริ่มเสี่ยง (Growth Level)
-1 < Z ≤ 0	มีความสามารถ/ธุรกิจภาวะสมดุล (Balance Level)
Z < -1	ไม่มีความสามารถ/ภาวะถดถอย (Slump Level)

ที่มา: UBS BUBLLE INDEX

หลังจากคำนวณและสร้างดัชนีชี้วัดตามที่กล่าวข้างต้น ผู้วิจัยจะทำการทดสอบคุณภาพของดัชนีกับผลของแบบสอบถามเพื่อทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไขว้ระหว่างผลลัพธ์ของดัชนีกับระดับความเชื่อมั่นของผู้ประกอบการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ ได้จัดทำขึ้นโดยส่งแบบสอบถามไปยังผู้ประกอบการธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล ทั้งที่เป็นสมาชิกของสมาคมอสังหาริมทรัพย์ไทย สมาชิกของสมาคมธุรกิจบ้านจัดสรรและสมาชิกของสมาคมอาคารชุดไทย รวมทั้งผู้ประกอบการที่ไม่ได้เป็นสมาชิกของสมาคมใด หลังจากทำการทดสอบคุณภาพของดัชนีเป็นที่เรียบร้อยแล้วผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของดัชนีกับการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียม โดยทดสอบความนิ่งของข้อมูล ถ้าข้อมูลที่ใช้มีความนิ่งจะทำการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Cointegration) เป็นการวิเคราะห์เพื่อพิจารณาว่าตัวแปรต้นและตัวแปรตามมีเสถียรภาพในระยะยาวหรือไม่ ถ้าผลการทดสอบ ADF-Test มีความนิ่งจะสามารถสรุปได้ว่ามีความสัมพันธ์ระยะยาวระหว่างตัวแปร หลังจากที่ตัวแปรมีความสัมพันธ์กันในระยะยาวจะทำการทดสอบเพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์การปรับตัวในระยะสั้นของตัวแปรอิสระต่อตัวแปรตามหรือเรียกว่าการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะสั้น (Error Correction Model) ถ้าผลทดสอบปฏิเสธสมมติฐานหลักจะสรุปได้ว่าตัวแปรดังกล่าวจะมีความสัมพันธ์กันในระยะสั้นและสามารถปรับสู่ดุลยภาพในระยะยาวได้

ผลการศึกษา (Results)

จากผลการทดสอบความนิ่ง (Unit Root) พบว่า แบบจำลองทั้ง 3 มี P-lag [P] เท่ากับ 0 สำหรับข้อมูลของปัจจัยทางด้านดัชนีชี้วัดความสามารถในการลงทุนในระดับ Level ที่ประมาณการขึ้นมา พบว่า แบบจำลองแนวเดินเชิงสุ่มและจุดตัดแกน และแบบจำลองแนวเดินเชิงสุ่มที่มีจุดตัดแกนและแนวโน้ม มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แสดงว่าข้อมูลปัจจัยทางด้านดัชนีชี้วัดความสามารถในการลงทุนมีลักษณะนิ่ง และมีความสัมพันธ์อันดับ 0 หรือ I(0) ส่วนแบบจำลองแนวเดินเชิงสุ่ม พบว่า มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในระดับผลต่างลำดับที่ 1 (First Difference) แสดงว่าข้อมูลปัจจัยภายในทางด้านดัชนีชี้วัดความสามารถในการลงทุน มีลักษณะไม่นิ่งและมีความสัมพันธ์ในอันดับที่ 1 หรือ I(1) จากผลการทดสอบความนิ่ง พบว่า ในแบบจำลองแนวเดินเชิงสุ่ม แบบจำลองแนวเดินเชิงสุ่มและจุดตัดแกน และแบบจำลองแนวเดินเชิงสุ่มที่มีจุดตัดแกนและแนวโน้ม มี P-lag [P] เท่ากับ 0 ทุกแบบจำลอง สำหรับข้อมูลของปัจจัยทางด้านดัชนีชี้วัดการเก็งกำไรของนักลงทุนในระดับ Level ที่ประมาณการขึ้นมา พบว่า มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แสดงว่าข้อมูลปัจจัยภายนอกทางด้านดัชนีชี้วัดการเก็งกำไรของนักลงทุนมีลักษณะนิ่งและมีความสัมพันธ์ในอันดับที่ 0 หรือ I(0)

ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของดัชนีชี้วัดความสามารถในการลงทุน (CIC) และดัชนีชี้วัดการเก็งกำไรของนักลงทุน(CSI) มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับปริมาณการเติบโตของ

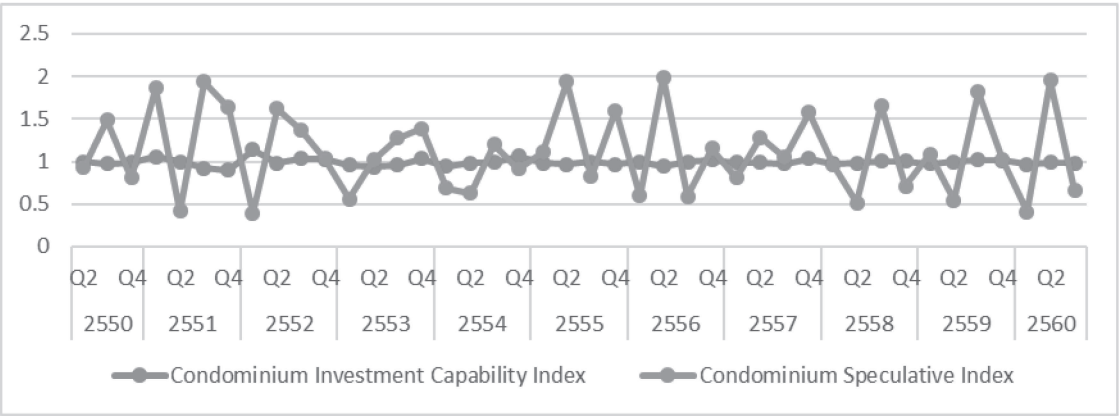
ธุรกิจคอนโดมิเนียม สำหรับผลการศึกษาค่าความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะสั้น (Error Correction Model: ECM) โดยให้ดัชนีทั้งสองเป็นตัวแปรอิสระและปริมาณการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียมเป็นตัวแปรตาม ผลการศึกษาพบว่าดัชนีชี้วัดการเก็งกำไรของนักลงทุน (CSI) มีผลต่อปริมาณการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียมในระยะสั้นในช่วงเวลาที่ t-1 ของปริมาณการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียมมีค่าอยู่ช่วง 0 ถึง -1 ตามทฤษฎีของ Engle and Granger และมีค่าอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นค่าความคาดเคลื่อนมีการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวจะลดลงเรื่อย ๆ และสำหรับดัชนีชี้วัดความสามารถในการลงทุน (CIC) ไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ซึ่งแสดงในตาราง 2

ตาราง 2 ค่าความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-integration) ค่าความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะสั้น (Error Correction Model) ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไขว้ (Cross Correlation) ของดัชนี

Index	Co-integration **(t-statistic)**	Error Correction Model **Δ(P-value)**	Cross Correlation (HDSI6M)
CIC	-0.597 (-0.172)	-0.136 (0.678)	0.399** (0.011)
CSI	1.682 (0.136)	0.186** (0.000)	0.051 (0.757)

หมายเหตุ: ** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 5 ($p<0.05$)

จากผลการทดสอบดัชนีการลงทุนในธุรกิจคอนโดมิเนียม และทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไขว้ (Cross Correlation) พบว่าตั้งแต่ช่วงปี พ.ศ. 2551 เป็นต้นมา ค่ามาตรฐานของดัชนีชี้วัดความสามารถในการลงทุน (CIC) อยู่ในระดับมากกว่าปกติ ($Z\leq1$) อย่างต่อเนื่องแต่สำหรับค่ามาตรฐานของดัชนีวัดการเก็งกำไรของนักลงทุน (CSI) อยู่ในระดับเสี่ยงสูง ($Z\leq2$) แสดงให้เห็นถึงการลงทุนในการเก็งกำไรที่ผันผวนและรุนแรงในธุรกิจคอนโดมิเนียมเมื่อเปรียบเทียบกับความสามารถในการลงทุนของนักลงทุนซึ่งอยู่ในระดับปกติ



ภาพ 3 ผลค่ามาตรฐานของ 2 ดัชนีตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2551 ถึงไตรมาสที่ 3 พ.ศ. 2560

ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบคุณภาพดัชนี โดยทำการทดสอบสองวิธีควบคู่กันไประหว่างผลลัพธ์ของดัชนีวัดการเก็งกำไรของนักลงทุน (CSI) และดัชนีชี้วัดความสามารถในการลงทุน (CIC) กับดัชนีความเชื่อมั่นของผู้ประกอบการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (REIC Housing Developers Sentiment Index Expectation 6M หรือ HDSI6M) ที่วัดระดับความเชื่อมั่นของผู้ประกอบการธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยจากแบบสอบถาม ถ้าระดับความเชื่อมั่นเพิ่มขึ้นกำหนดค่าเป็น 1 คะแนน คงเดิมเป็น 0.5 คะแนนและลดลงเป็น 0 คะแนน

จะเห็นได้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีวัดการเก็งกำไรของนักลงทุน (CSI) กับดัชนีความเชื่อมั่นของผู้ประกอบการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (HDSI6M) เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงในตาราง 2

จากผลการทดสอบสรุปได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไขว้ (Cross Correlation) ระหว่างตัวแปรของดัชนีชี้วัดความสามารถในการลงทุน (CIC) กับดัชนีความเชื่อมั่นของผู้ประกอบการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (HDSI6M) โดยมีค่าอยู่ที่ 0.39 และมีนัยสำคัญทางสถิติอยู่ที่ระดับ 0.05 สำหรับดัชนีชี้วัดการเก็งกำไรของนักลงทุน (CSI) นั้น ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไขว้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับดัชนีความเชื่อมั่นของผู้ประกอบการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (HDSI6M)

ผลการทดสอบสมมติฐาน (Results from Hypothesis Testing)

เพื่อทดสอบสมมติฐานว่าดัชนีชี้วัดทางด้านการลงทุนในธุรกิจคอนโดมิเนียมมีผลกระทบกับการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียม มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Cointegration) และความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะสั้นหรือไม่ ผู้วิจัยทดสอบสมมติฐานด้วย T-test ซึ่งผลการทดสอบของ 2 ดัชนีเป็นดังนี้ ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวของ 2 ดัชนีที่มีต่อปริมาณการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียม พบว่า ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CIC) มีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามกับปริมาณการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียมโดยมีค่า T-statistic อยู่ที่ -0.59 ส่วนดัชนีชี้วัดการเก็งกำไรของนักลงทุน (CSI) มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันโดยมีค่า T-statistic อยู่ที่ 1.68 สำหรับผลการทดสอบความสัมพันธ์กันในระยะสั้นและเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวตามทฤษฎีของ Engle and Granger ถ้าตัวแปรสองตัวมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว (Long Term Equilibrium Relationship) แต่ในระยะสั้นอาจมีการออกนอกดุลยภาพได้ ซึ่งแบบจำลอง ECM คือกลไกการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะสั้น ซึ่งผลทดสอบดุลยภาพในระยะสั้นพบว่า

ดัชนีชี้วัดการเก็งกำไรของนักลงทุน (CSI) มีการปรับตัวในระยะสั้นได้รวดเร็วที่สุดต่อการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียมโดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของค่าความคลาดเคลื่อนอยู่ที่ 0.19 และมีค่าอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งสอดคล้องกับหลักทฤษฎีที่ว่าค่าความคลาดเคลื่อนในการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาวจะต้องลดลงเรื่อย ๆ และมีนัยสำคัญทางสถิติหมายความว่าเมื่อเกิดภาวะใด ๆ ที่ทำให้ดัชนีชี้วัดการเก็งกำไรของนักลงทุน (CSI) ในระยะยาวออกจากจุดดุลยภาพ การปรับตัวเข้าสู่ดุลภาพของดัชนีชี้วัดการเก็งกำไรของนักลงทุน (CSI) จะถูกปรับให้ลดลงในแต่ละช่วงเวลาด้วยขนาด 0.19 สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงว่ากรณีที่ดัชนีชี้วัดการเก็งกำไรของนักลงทุน (CSI) เป็นตัวแปรอิสระและการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียมเป็นตัวแปรตามแบบจำลองจะมีการปรับตัวในระยะสั้นสำหรับดัชนีชี้วัดความสามารถในการลงทุน (CIC) มีค่าสัมประสิทธิ์ของค่าความคลาดเคลื่อนที่ -0.20 และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลสรุป (Conclusion)

จากผลการวิจัยนี้สนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ว่าดัชนีชี้วัดความสามารถในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียม (H1) ซึ่งสอดคล้องกับข้อค้นพบของ Kittiwatcharapong (2014, p. 8) Suthichaimetee (2013, pp. 129-142) และ Borio and Lowe (2002, pp. 43-54) แสดงให้เห็นข้อบ่งชี้ที่ว่าข้อมูลเตือนภัยหรือดัชนีเศรษฐกิจ (Economic Index) สามารถนำมาใช้ชี้วัดหรือพยากรณ์ทิศทาง บ่งบอกสถานภาพว่าอยู่ในช่วงขาขึ้นขาลง กำลังเคลื่อนไหวผ่านจุดต่ำสุดหรือสูงสุดมากน้อยเพียงใด สำหรับดัชนีชี้วัดความสามารถในการลงทุนนั้นเป็นเครื่องสะท้อนถึงสภาวะฟองสบู่ของธุรกิจคอนโดมิเนียม จะเห็นได้ว่าตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 เป็นต้นมา ความสามารถของนักลงทุนอยู่ในระดับปกติ แสดงให้เห็นว่าคุณภาพนักลงทุนและมาตรการของธนาคารในการอนุมัติสินเชื่อที่เข้มงวดมากขึ้นช่วยคัดกรองนักลงทุนที่คุณภาพในการลงทุนโดยสอดคล้องกับปริมาณการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียมอย่างแท้จริงอีกทั้งเมื่อวิเคราะห์คุณภาพของดัชนียังสอดคล้องกับความเชื่อมั่นผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 แสดงว่าความสามารถของนักลงทุนมีทิศทางเดียวกันกับความเชื่อมั่นของผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์

โดยในอดีตเราพบว่าปัญหาของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จะไม่มีการทราบล่วงหน้าและค้นพบเมื่อความเสียหายเกิดขึ้นแล้วเท่านั้น ดัชนีนี้จึงเป็นเครื่องมือในการเฝ้าระวังและป้องกันสภาวะฟองสบู่ได้

ผลการวิจัยนี้สนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ว่าดัชนีชี้วัดการเก็งกำไรของนักลงทุนในธุรกิจคอนโดมิเนียม (H2) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียมเนื่องจากยังไม่มีการจัดทำดัชนีนี้ขึ้นมาก่อนแต่เทียบเคียงกับข้อค้นพบของ Chamornsawat and Khongsawatkiat (2013, p. 303-319) Chanchoo and Tochaiwat (2011, p. 5) และ Kittiwatcharapong (2014, p. 8) แสดงให้เห็นข้อบ่งชี้ที่ว่าดัชนีชี้วัดการเก็งกำไรของนักลงทุนในธุรกิจคอนโดมิเนียมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเติบโตของธุรกิจคอนโดมิเนียม ซึ่งเหตุผลสำคัญคือพฤติกรรมนักลงทุนที่เปลี่ยนไปโดยคิดว่าการลงทุนในคอนโดมิเนียมให้ผลตอบแทนที่คุ้มค่าโดยเฉพาะในขณะที่อัตราดอกเบี้ยลดต่ำลงและมูลค่าของราคาคอนโดมิเนียมเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง รวมถึงการลงทุนในระยะยาวด้วยการซื้อเพื่อปล่อยเช่า ดังนั้นดัชนีนี้สามารถสะท้อนให้เห็นถึงสภาวะความเป็นจริงของธุรกิจจากความสามารถของนักลงทุนที่แท้จริงและความสามารถของผู้ประกอบการธุรกิจในการตอบสนองด้วยปริมาณคอนโดมิเนียม จะเห็นได้ว่าตั้งแต่ช่วงปี พ.ศ. 2552 ระดับค่าของดัชนีอยู่ในเกณฑ์ระดับความเสี่ยงสูงแสดงให้เห็นว่ามีการเก็งกำไรเกิดขึ้นอย่างผันผวนเมื่อวิเคราะห์เป็นรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2560 มีอย่างน้อย 1 ไตรมาสที่ระดับความเสี่ยงอยู่ในระดับสูงและยังสอดคล้องกับอุปทานคงค้างหรือจำนวนคอนโดมิเนียมคงค้างที่มีปริมาณสะสมเพิ่มขึ้นทุกปี โดยในปี พ.ศ. 2559 มีจำนวน 55,923 ห้องชุด พ.ศ. 2560 มีจำนวน 62,000 ห้องชุด และคาดการณ์ว่า ปี พ.ศ. 2561 จะมีจำนวน 64,000-69,000 ห้องชุด นอกจากนี้พบว่าดัชนีไม่มีความสัมพันธ์กับระดับความเชื่อมั่นของผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเป็นการพยากรณ์ล่วงหน้า 6 เดือนของผู้ประกอบการแต่ดัชนีที่จัดทำขึ้นเป็นการสะท้อนสภาวะในช่วงเวลานั้นจึงเป็นสาเหตุของความไม่สัมพันธ์ดังกล่าว

ข้อเสนอแนะการวิจัย (Research Suggestions)

จากการศึกษาและวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้สรุปข้อเสนอแนะออกเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนแรกเป็นข้อเสนอแนะเกี่ยวข้องกับการนำผลการศึกษาวิจัยนี้ไปใช้ ดัชนีชี้วัดความสามารถในการลงทุนในธุรกิจคอนโดมิเนียม การที่ครัวเรือนสามารถจ่ายค่าที่อยู่อาศัยได้โดยยังมีรายได้เหลือพอสำหรับรายจ่ายอื่น ๆ ตามมาตรฐานการดำรงชีวิตที่ดี ซึ่งนิยามนี้ครอบคลุมทั้งผู้ที่กำลังผ่อนบ้านและผู้ที่คิดจะซื้อบ้าน ที่อยู่อาศัยเกือบทั้งหมดต้องอาศัยการขอสินเชื่อจากธนาคาร เงื่อนไขในการให้สินเชื่อจึงกระทบต่อความสามารถในการซื้อที่อยู่อาศัย เช่น วงเงินสินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (Loan to Value Ratio or LTV) โดยดัชนีนี้จะช่วยให้ผู้ประกอบการสามารถเฝ้าระวังและป้องกันมากขึ้นในกรณีที่ระดับดัชนีของนักลงทุนอยู่ในสภาวะที่ไม่มีความสามารถในการลงทุนห้องชุดที่จะหลุดดาวน์ในจำนวนที่เพิ่มสูงขึ้น สภาวะที่นักลงทุนในตลาดไม่มีความสามารถในการขอสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ซึ่งจะทำให้เกิดปัญหาคอนโดมิเนียมค้างสะสมและผู้ประกอบการไม่สามารถขายห้องชุดหรือโอนกรรมสิทธิ์ได้เป็นเหมือนตัวชี้วัดที่ทำหน้าที่เป็นสัญญาณเตือนภัยล่วงหน้าเพื่อสามารถวางแผนรองรับสภาวะที่จะเกิดขึ้นได้

ส่วนที่ 2 เป็นข้อเสนอแนะสำหรับผู้สนใจเพื่อการศึกษาวิจัยในครั้งต่อไป ดังนี้ 1) ควรทำการศึกษาเพิ่มเติมโดยนำดัชนีที่คิดค้นขึ้นพัฒนาต่อยอดให้สามารถติดตามและเป็นตัวชี้วัดในรายละเอียดได้มากยิ่งขึ้น สามารถระบุพื้นที่เป็นรายภาค รายจังหวัด หรือแบ่งเป็นเขตพื้นที่ในกรุงเทพมหานคร รวมถึงการพัฒนาดัชนีชี้วัดจนสามารถวัดภาวะฟองสบู่ของภาคอสังหาริมทรัพย์ได้ และอาจจะต้องทำการทดสอบคุณภาพของดัชนีแต่ละช่วงเวลากับผู้ประกอบการเพิ่มเติม 2) การศึกษาในครั้งต่อไปควรเพิ่มตัวแปรที่ส่งผลกระทบเชิงลบหรือวิกฤตทางด้านอสังหาริมทรัพย์ หรือปัจจัยทางด้านการเงินการธนาคาร ขั้นตอนหรือวิธีการอนุมัติสินเชื่อที่ปรับเปลี่ยนใหม่ ปริมาณหนี้สินที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้หรือหนี้เสียของธนาคาร การแข่งขันทางด้านอัตราดอกเบี้ยที่รุนแรงและอยู่ในอัตราที่ต่ำ การโอนกรรมสิทธิ์หรือการถือครองอสังหาริมทรัพย์ต่ำกว่า 3 ปี และปริมาณการเปลี่ยนโอนกรรมสิทธิ์ในระยะสั้นเป็นจำนวนมาก

บรรณานุกรม (Bibliography)

Bank of Thailand. (2012). **Thailand economic outlook 2012**. Bangkok: Fiscal Policy Office, Ministry of Finance.

Bank of Thailand. (2014). **Financial stability report for Thailand 2013**. Bangkok: Bank of Thailand.

Borio, C. and Lowe, P. (2002). Assessing the risk of banking crises. **BIS Quarterly Review**, 6(62), 43-54.

Chamornsawat, J. and Khongsawatkiat, K. (2013). Economic factors that affecting the stock index of property development groups in Stock Exchange of Thailand. **Journal of Finance, Investment, Marketing and Business Management**, 2(4), 303-319.

Chanchoo, W., Tochaiwat, K., Verapreyagura, P. and Satasook, K. (2011). **A study of investors' requirements in buying condominiums**. Mater thesis, M. Arch., Thammasat University, Bangkok.

Chantapong, S. and Tunsri, K. (2013). Shortage of Thai workers: Problems, causes and solutions. In **Thai labor market and its role in strengthening Thai economy** (pp. 88-111). Bangkok: Bank of Thailand.

Chuenchoksan, S. (2014). **Thai household debt on economic implications**. Bangkok: Bank of Thailand.

Government Housing Bank. (2014). Real estate situation. **Journal of the Government Housing Bank**, 78(30), 10-12.

Hiratsuka, D. (1991). The causes of business cycles in Thailand. In institute of developing economies (Eds.), **Business Cycles in Asia** (pp. 104-112). Tokyo: Japan External Trade Organization.

Kantamoon, Y. (2005). **An analysis of the relationship between stocks price and volume in the commercial bank sector in the Stock Exchange of Thailand by Cointegration Method**. Independent Study, M.Econ, Chiang Mai University, Chiang Mai.

Kirdpibul, J. and Kirdpibul, U. (1992). **Study on the pattern of continuous cycle between production and marketing of fruits and vegetables exported in the north of Thailand**. Bangkok: National Research Council of Thailand.

Kittiwatcharapong, A. (2014). **Bubble real estate index in Thailand**. Master Thesis M.S., National Institute of Development Administration, Bangkok.

Leeuw, D. F. (1991). Towards a theory of leading indicators. In Lahiri, K. and Moore, G. H. (ed.), **Leading economic indicators, new approaches and forecasting records**. (pp. 15-50). U.K.: Cambridge University Press.

Pattamasiriwat, D. (2018). Land transactions as a leading economic indicator. **Journal of Business Economics and Communication**, 13(1), 1-13.

Siksamat, S. and Buranathanung, N. (lecture). (January 20-21, 2000). Early warning systems in the economy. In **Thailand monetary policy in the 21st century bank of Thailand annual conference 2000** (p.10). Bangkok: Bank of Thailand.

Suthichaimetee, P. (2013). Indicator for the economic cycle of Thailand. **Humanities and Social Sciences Journal**, 30(1), 129-142.

Thongsom, P. (2013). **Leading economic index: LEI**. Bangkok: Office of Small and Medium Enterprises Promotion.

Ungpansattawong, S. (2012). **Statistical forecasting techniques**. Khon Kaen: Faculty of Science Khon Kaen University.