

ต้นทุนการทำธุรกรรมของอุตสาหกรรมกองทุนรวมใน AEC

ชวิน ชูสกุล

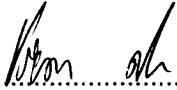
วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ)
คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

2558

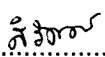
ต้นทุนการทำธุรกรรมของอุตสาหกรรมกองทุนรวมใน AEC

ชวิน ชุสกุล

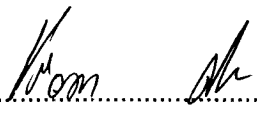
คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

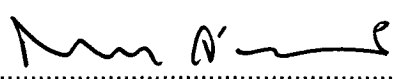
ผู้ช่วยศาสตราจารย์..........ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก
(ดร.ปริยดา สุขเจริญสิน)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ได้พิจารณาแล้วเห็นสมควรอนุมัติให้เป็นส่วนหนึ่งของ
การศึกษาตามหลักสูตรเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ)

..........ประธานกรรมการ
(ดร.สิริพร ศิวาลัย)

รองศาสตราจารย์..........กรรมการ
(ดร.สรศาสตร์ สุขเจริญสิน)

ผู้ช่วยศาสตราจารย์..........กรรมการ
(ดร.ปริยดา สุขเจริญสิน)

ผู้ช่วยศาสตราจารย์..........คณบดี
(ดร.ณดา จันท์สม)

กรกฎาคม 2558

บทคัดย่อ

ชื่อวิทยานิพนธ์	ต้นทุนการทำธุรกรรมของอุตสาหกรรมกองทุนรวมใน AEC
ชื่อผู้เขียน	นายชวิน ชุสกุล
ชื่อปริญญา	เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ)
ปีการศึกษา	2558

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาต้นทุนการทำธุรกรรมของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC) โดยได้แบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ การศึกษาปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมใน AEC และการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมกับผลการดำเนินงานและการลงทุนของกองทุนรวมใน AEC เพื่อใช้ในการกำหนดกลยุทธ์ในการพัฒนาอุตสาหกรรมกองทุนรวมของไทยเพื่อให้พร้อมรับมือกับการเปิดเสรีซื้อขายกองทุนรวม

งานศึกษาในส่วนแรก มุ่งหาปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมการจัดการและอัตราส่วนค่าใช้จ่าย เพื่อหาระดับการประหยัดจากขนาดและจากขอบเขตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมของแต่ละประเทศใน AEC ได้แก่ ไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ซึ่งทำการศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2552 – 2556 โดยใช้ข้อมูลประเภทภาคตัดขวาง (Cross-Section Data) และพาแนล (Panel Data) ด้วยวิธีการวิเคราะห์ทางสถิติและประมาณสมการถดถอย (Regression Analysis) ผลการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานส่งผลกระทบต่อค่าธรรมเนียม โดยกองทุนรวมประเทศมาเลเซียมีระดับการประหยัดจากขนาดและจากขอบเขตมากที่สุด ในขณะที่กองทุนรวมประเทศไทยมีระดับความประหยัดจากขนาดและจากขอบเขตน้อยที่สุด

งานศึกษาในส่วนที่สอง มุ่งหาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม ซึ่งมาตรวจวัดผลการดำเนินงานของกองทุนที่เลือกใช้แบ่งเป็นผลตอบแทนก่อนปรับความเสี่ยง และผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยง โดยงานศึกษานี้เลือกใช้ Sharpe Ratio, Sortino Ratio และ Information Ratio ผลการศึกษาพบว่า การเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการส่งผลให้กองทุนรวมมีผลการดำเนินงานที่ดี และยังพบว่ากองทุนที่อยู่ภายใต้ บลจ. ขนาดใหญ่จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากองทุนที่อยู่ภายใต้ บลจ. ขนาดเล็ก และกองทุนรวมประเทศไทยที่บริหารโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ไม่ได้มีผลการดำเนินงานดีกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครือ นอกจากนี้เมื่อทำการศึกษา

(4)

ปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุน พบว่ามีความยืดหยุ่นต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าธรรมเนียมในการลงทุนกองทุนรวมไทยที่ต่ำและมีค่าความยืดหยุ่นที่น้อยกว่าประเทศอื่นๆ ใน AEC ในกองทุนรวมตราสารหนี้และผสม ซึ่งแสดงได้ว่ากองทุนรวมประเทศไทยยังสามารถปรับเปลี่ยนค่าธรรมเนียมได้

ผลการศึกษาทั้งสองส่วนทำให้ทราบว่ากองทุนรวมประเทศไทยควรพัฒนาให้มีความประหยัดจากขนาดและจากขอบเขตมากขึ้น นอกจากนี้ กองทุนรวมไทยยังสามารถเพิ่มค่าธรรมเนียมของบางประเภทกองทุนได้ หากกองทุนนั้นมีผลการดำเนินงานที่ดี ดังนั้นการเพิ่มค่าธรรมเนียมนอกจากจะทำให้กองทุนรวมได้รายรับรวมที่มากขึ้นจากความยืดหยุ่นของนักลงทุนที่ต่ำแล้ว ยังอาจส่งผลให้กองทุนมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นได้ ซึ่งเมื่อเทียบกับกองทุนรวมประเทศอื่นๆ ใน AEC กองทุนรวมประเทศไทยได้เปรียบในส่วนนี้

ABSTRACT

Title of Thesis	The Transaction Costs of Mutual Fund Industry in AEC
Author	Mr.Chawin Chusakun
Degree	Master of Economics (Business Economics)
Year	2015

This study focuses on the transaction costs of mutual fund industry in the ASEAN Economic Community (AEC). There are two main parts included which are the study of the determinants of mutual fund fees in the AEC and the study of the relationships between fees, performance, and mutual fund investment in the AEC. The implication of the study will be guidelines in identifying strategies to develop the Thai mutual fund industry.

The first part of this study aims to find the determinants of management fees and expense ratios in order to determine the economies of scale and economies of scope of mutual fund industry in the AEC, including Thailand, Singapore, Malaysia, Indonesia, and Philippines. The cross-sectional and panel regression analyses are employed and the sample periods cover 2009 – 2013. The results reveal the positive relationship between fund performance and fees. Further, Malaysian mutual funds have the highest level of economies of scale and economies of scope while Thai mutual funds show the lowest levels.

In the second part, factors affecting fund performance and net assets of funds are investigated. In measuring fund performance, this study employs the raw return and some risk-adjusted returns, namely Sharpe ratio, Sortino ratio, and Information ratio. The empirical results indicate that the increases of expense ratios and management fees can enhance the fund performances. Further, mutual funds under large asset management companies perform worse than the ones under smaller companies. The results also reveal that mutual funds managed by bank-based asset management companies do not perform better than the others. Lastly, when exploring the elasticity of

fee change, Thai investors have the lowest elasticity in fixed-income and flexible mutual funds than other countries in the AEC.

In conclusion, the results from both parts of this study suggest that Thai mutual fund industry should focus the development on the economies of scale and economies of scope. Furthermore, there is the opportunity for the fee variation of Thai mutual funds with good performances. The rise in fees under low elasticity of Thai mutual fund investors will increase the fund revenues and may lead to performance improvement. This is the main competitive advantage of the Thai mutual fund industry in the AEC.

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ภายใต้หัวข้อ ต้นทุนการทำธุรกรรมของอุตสาหกรรมกองทุนรวมใน AEC สำเร็จลุล่วงได้เป็นอย่างดีเนื่องจากผู้เขียนได้รับคำปรึกษา คำชี้แนะ และองค์ความรู้ที่เป็นประโยชน์อย่างยิ่งในการทำวิจัยจากอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ผศ.ดร.ปริญดา สุขเจริญสิน พร้อมได้รับคำแนะนำที่ดีจาก รศ.ดร.สรศาสตร์ สุขเจริญสิน ที่ได้ช่วยเหลือในทุกๆ ด้านในการทำวิทยานิพนธ์ตั้งแต่ต้น จนทำให้วิทยานิพนธ์ในส่วนท้ายได้รับรางวัลระดับเกียรติคุณจากสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2557

ผู้เขียนขอขอบพระคุณ ดร.สิริพร ศิวาลัย ที่ให้เกียรติมาเป็นประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และได้ให้คำชี้แนะที่เป็นประโยชน์แก่ผู้เขียน เพื่อนำไปปรับปรุงพัฒนาและทำให้วิทยานิพนธ์มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

สุดท้ายนี้ ขอขอบพระคุณบิดา มารดา และพี่สาวของผู้เขียน ที่เป็นส่วนสำคัญทางจิตใจให้ผู้เขียนสามารถทำวิจัยได้สำเร็จลุล่วง ขอขอบคุณ นายณัฐพัชร์ จรูญชาติธนกิตติ์ ที่คอยช่วยเหลือผู้เขียนเรื่อยมา และขอขอบพระคุณคณาจารย์ทุกท่านของคณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ ที่ได้ประสาทความรู้ให้แก่ผู้เขียน หวังเป็นอย่างยิ่งว่าทุกท่านที่ได้กล่าวถึงจะประสบกับความสุขความเจริญยิ่งๆ ขึ้นไป

ชวิน ชุสกุล
กรกฎาคม 2558

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อ	(3)
ABSTRACT	(5)
กิตติกรรมประกาศ	(7)
สารบัญ	(8)
สารบัญตาราง	(10)
สารบัญภาพ	(18)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์การศึกษา	5
1.3 ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา	5
1.4 ขอบเขตของการศึกษา	5
1.4.1 ปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมใน AEC	6
1.4.2 ค่าธรรมเนียมกับผลการดำเนินงานและการลงทุนของกองทุนรวม ใน AEC	6
1.5 นิยามศัพท์	6
บทที่ 2 ปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมใน AEC	8
2.1 บทนำ	8
2.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	9
2.3 ระเบียบวิธีวิจัย	12
2.4 ผลการศึกษา	16
2.4.1 ภาพรวมของข้อมูล	17
2.4.2 ผลการวิจัยในภาพรวม	22
2.4.3 ผลการวิจัยแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม	25
2.5 สรุปผลการศึกษา	53

บทที่ 3	ค่าธรรมเนียมกับผลการดำเนินงานและการลงทุนของกองทุนรวม	56
	ใน AEC	
3.1	บทนำ	56
3.2	แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	57
3.2.1	งานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยกำหนดผลการดำเนินงาน	57
3.2.2	งานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยกำหนดการลงทุนในกองทุนรวม	58
3.3	ระเบียบวิธีวิจัย	59
3.3.1	วิธีการดำเนินการศึกษา	59
3.3.1.1	แบบจำลองศึกษาปัจจัยในการกำหนดผลการดำเนินงาน	59
3.3.1.2	แบบจำลองศึกษาปัจจัยในการกำหนดการลงทุน	62
3.3.2	สมมติฐานของการศึกษา	63
3.3.2.1	แบบจำลองศึกษาปัจจัยในการกำหนดผลการดำเนินงาน	63
3.3.2.2	แบบจำลองศึกษาปัจจัยในการกำหนดการลงทุน	64
3.4	ผลการศึกษา	66
3.4.1	ภาพรวมของข้อมูล	66
3.4.2	ผลการวิจัยแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลการดำเนินงาน	69
3.4.2.1	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทน	70
3.4.2.2	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio	94
3.4.2.3	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio	117
3.4.2.4	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio	140
3.4.2.5	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิ	163
	รวมของกองทุน	
3.5	สรุปผลการศึกษา	191
บทที่ 4	สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	195
4.1	สรุปผลการวิจัย	195
4.2	ข้อเสนอแนะที่ได้รับจากงานวิจัย	197
	บรรณานุกรม	199
	ประวัติผู้เขียน	203

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1	ตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษาปัจจัยกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายของงานศึกษา ในอดีต 12
2.2	การประมาณค่าแบบจุดของข้อมูลกองทุนรวมประเทศไทย 22
2.3	การประมาณค่าแบบจุดของข้อมูลกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ 22
2.4	การประมาณค่าแบบจุดของข้อมูลกองทุนรวมประเทศมาเลเซีย 23
2.5	การประมาณค่าแบบจุดของข้อมูลกองทุนรวมประเทศอินโดนีเซีย 23
2.6	การประมาณค่าแบบจุดของข้อมูลกองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์ 24
2.7	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายของ กองทุนรวม พ.ศ. 2556 26
2.8	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมการจัดการ ของกองทุนรวม พ.ศ. 2556 27
2.9	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนในประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556 30
2.10	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนในประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556 31
2.11	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนในประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556 32
2.12	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนในประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556 33
2.13	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม ตราสารทุนในประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556 36
2.14	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม ตราสารทุนในประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556 37
2.15	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม ตราสารทุนในประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556 38

2.16	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม ตราสารทุนในประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	39
2.17	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม กองทุนรวมตราสารหนี้ของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	42
2.18	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม ตราสารหนี้ของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	43
2.19	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม ตราสารหนี้ของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	44
2.20	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม ตราสารหนี้ของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	45
2.21	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม ผสมของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	48
2.22	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม ผสมของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	49
2.23	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม ผสมของประเทศไทย สิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	50
2.24	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม ผสมของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	51
3.1	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม โดยให้ตัวแปรอิสระหลักคืออัตราส่วนค่าใช้จ่าย พ.ศ. 2556	71
3.2	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม โดยให้ตัวแปรอิสระหลักคือค่าธรรมเนียมการจัดการ พ.ศ. 2556	72
3.3	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม ทุกนโยบายการลงทุนของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	74
3.4	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม ทุกนโยบายการลงทุนของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	75
3.5	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม ทุกนโยบายการลงทุนของประเทศไทย สิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	76
3.6	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม ทุกนโยบายการลงทุนของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	77

3.7	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม ตราสารทุนของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	79
3.8	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม ตราสารทุนของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	80
3.9	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม ตราสารทุนของประเทศไทย สิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	81
3.10	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม ตราสารทุนของประเทศไทย มาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	82
3.11	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม ตราสารหนี้ของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	84
3.12	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม ตราสารหนี้ของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	85
3.13	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม ตราสารหนี้ของประเทศไทย สิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	86
3.14	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม ตราสารหนี้ของประเทศไทย มาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	87
3.15	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม ผสมของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	89
3.16	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม ผสมของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	90
3.17	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม ผสมของประเทศไทย สิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	91
3.18	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม ผสมของประเทศไทย มาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	92
3.19	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวม โดยให้ตัวแปรอิสระหลักคืออัตราส่วนค่าใช้จ่าย พ.ศ. 2556	95
3.20	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวม โดยให้ตัวแปรอิสระหลักคือค่าธรรมเนียมการจัดการ พ.ศ. 2556	96
3.21	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวม ทุกนโยบายการลงทุนของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	98
3.22	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวม ทุกนโยบายการลงทุนของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	99

3.23	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนของประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	100
3.24	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนของประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	101
3.25	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	103
3.26	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	104
3.27	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	105
3.28	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	106
3.29	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	108
3.30	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	109
3.31	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	110
3.32	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	111
3.33	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของ กองทุนรวมผสมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	113
3.34	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของ กองทุนรวมผสมประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	114
3.35	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของ กองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	115
3.36	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของ กองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	116
3.37	ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมโดยให้ตัวแปรอิสระหลักคืออัตราส่วนค่าใช้จ่าย พ.ศ. 2556	118

3.38 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมโดยให้ตัวแปรอิสระหลักคือค่าธรรมเนียมการจัดการ พ.ศ. 2556	119
3.39 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนในประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	121
3.40 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนในประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	122
3.41 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	123
3.42 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	124
3.43 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	126
3.44 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	127
3.45 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	128
3.46 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	129
3.47 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	131
3.48 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	132
3.49 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	133
3.50 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	134
3.51 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมผสมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	136
3.52 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมผสมประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	137

3.53 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	138
3.54 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ กองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	139
3.55 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมโดยให้ตัวแปรอิสระหลักคืออัตราส่วนค่าใช้จ่าย พ.ศ. 2556	141
3.56 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมโดยให้ตัวแปรอิสระหลักคือค่าธรรมเนียมการจัดการ พ.ศ. 2556	142
3.57 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	144
3.58 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	145
3.59 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	146
3.60 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	147
3.61 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	149
3.62 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	150
3.63 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	151
3.64 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	152
3.65 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	154
3.66 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	155
3.67 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	156

3.68 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	157
3.69 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมผสมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	159
3.70 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมผสมประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	160
3.71 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	161
3.72 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ กองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	162
3.73 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมโดยให้ตัวแปรอิสระหลักคืออัตราส่วนค่าใช้จ่าย พ.ศ. 2556	164
3.74 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมโดยให้ตัวแปรอิสระหลักคือค่าธรรมเนียมการจัดการ พ.ศ. 2556	165
3.75 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	168
3.76 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	169
3.77 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	170
3.78 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	171
3.79 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	174
3.80 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	175
3.81 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	176
3.82 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	177

3.83 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	180
3.84 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	181
3.85 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	182
3.86 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	183
3.87 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมผสมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	186
3.88 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมผสมประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556	187
3.89 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556	188
3.90 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของ กองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556	189

สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
1.1	มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศตั้งแต่ พ.ศ. 2547 – 2556 ของแต่ละประเทศใน AEC	2
1.2	มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมต่อมูลค่าตามราคาตลาดตั้งแต่ พ.ศ. 2547 – 2556 ของแต่ละประเทศใน AEC	3
1.3	ข้อมูลต่างๆ ของกองทุนที่นักลงทุนไทยต้องการทราบ	4
2.1	อัตราส่วนค่าใช้จ่ายของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย โดยแบ่งออกเป็น นโยบายการลงทุนประเภทต่างๆ พ.ศ. 2556	17
2.2	ค่าธรรมเนียมการจัดการของประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ โดยแบ่งนโยบายการลงทุนประเภทต่างๆ พ.ศ. 2556	17
2.3	ส่วนแบ่งตลาดของกองทุนที่มีเก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุน และกองทุนที่มีเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนของประเทศต่างๆ ใน AEC พ.ศ. 2556	18
2.4	อัตราส่วนค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมทุกประเภท และกองทุนที่มีนโยบาย ลงทุนในต่างประเทศของกองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2556	18
2.5	ส่วนแบ่งตลาดกองทุนที่มีนโยบายลงทุนในประเทศ และกองทุนที่มีนโยบาย ลงทุนในต่างประเทศของประเทศต่างๆ ใน AEC พ.ศ. 2556	19
2.6	อัตราส่วนค่าใช้จ่ายของประเทศไทย แบ่งตามประเภทของกองทุน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552 – 2556	19
2.7	ค่าธรรมเนียมในการจัดการของประเทศไทย แบ่งตามประเภทของกองทุน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552 – 2556	20
2.8	สัดส่วนของค่าธรรมเนียมประเภทต่างๆ ที่เก็บจากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ต่ออัตราส่วนค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมทุกประเภทในประเทศไทย ตั้งแต่ พ.ศ. 2552 – 2556	20

2.9	สัดส่วนของค่าธรรมเนียมประเภทต่างๆที่เก็บจากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ต่ออัตราส่วนค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ตั้งแต่ พ.ศ. 2552 – 2556	21
2.10	สัดส่วนของค่าธรรมเนียมประเภทต่างๆที่เก็บจากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ต่ออัตราส่วนค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมตราสารหนี้ในประเทศไทย ตั้งแต่ พ.ศ. 2552 – 2556	21
3.1	มูลค่าทรัพย์สินสุทธิและอัตราการเติบโตของกองทุนรวมประเทศไทย	56
3.2	ค่ามัธยฐานของผลการดำเนินงานที่วัดโดยวิธีต่างๆ ของกองทุนรวม ตราสารทุนของแต่ละประเทศใน AEC พ.ศ. 2552 – 2556	67
3.3	ทรัพย์สินสุทธิต่อกองทุนแบ่งตามนโยบายของกองทุนรวมแต่ละประเทศ ใน AEC พ.ศ. 2556	67
3.4	สัดส่วนทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนแต่ละนโยบายแบ่งตามประเทศ ใน AEC พ.ศ. 2556	68
3.5	ส่วนแบ่งตลาดของกองทุนที่มีนโยบายบริหารเชิงรุก (Active Fund) และ นโยบายบริหารเชิงรับ (Passive Fund) ของกองทุนรวมประเทศต่างๆ พ.ศ. 2556	68
3.6	ส่วนแบ่งตลาดระหว่างบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่อยู่และไม่อยู่ใน เครือธนาคารพาณิชย์ของแต่ละประเทศใน AEC พ.ศ. 2556	68
4.1	จำนวนกองทุนและทรัพย์สินสุทธิรวมต่อจำนวนผู้จัดการกองทุน พ.ศ. 2557	196

บทที่ 1

บทนำ

ในบทนำนี้จะอธิบายเกี่ยวกับความสำคัญและที่มาของปัญหา วัตถุประสงค์ของการศึกษา ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา ขอบเขตของการศึกษา และนิยามศัพท์ โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

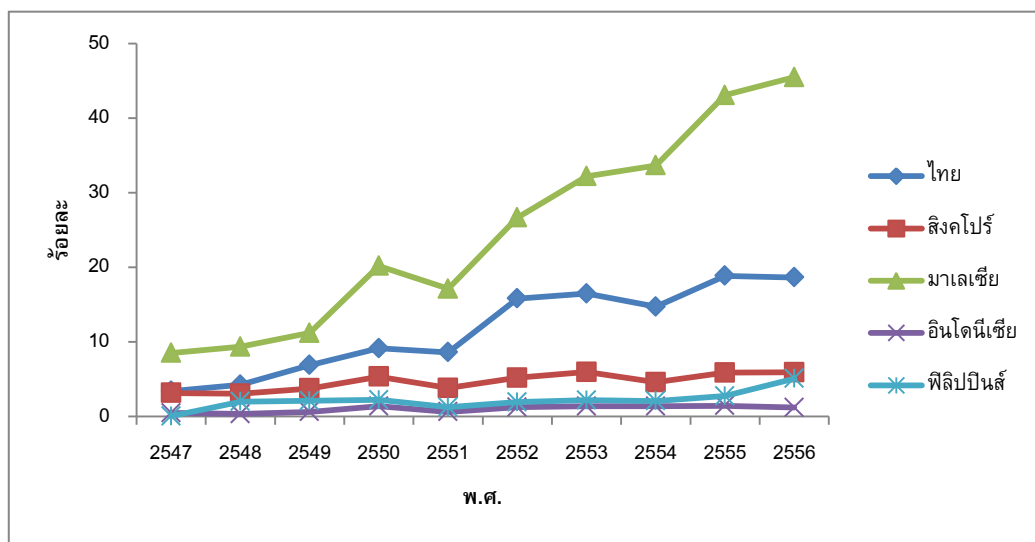
1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหา

สมาคมประชาชาติแห่งเอเชียตะวันออกเฉียงใต้หรืออาเซียน (Association of Southeast Asian Nations: ASEAN) ได้มีข้อตกลงรวมกลุ่มเป็นประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community: AEC) ภายใน พ.ศ. 2558 เพื่อเป็นการสร้างตลาดเดียวกัน และเป็นฐานการผลิตของภูมิภาค โดยการเปิดเสรีภาคการเงินนับเป็นหนึ่งในสาระสำคัญของการรวมกลุ่มดังกล่าวซึ่งมีการเปิดเสรีทั้งหมด 4 ด้านด้วยกัน ได้แก่ ระบบการชำระเงินระหว่างประเทศ เงินทุนเคลื่อนย้าย ภาคราชการ และตลาดทุน แต่ระบบการเงินของแต่ละประเทศใน AEC มีความแตกต่างกันมาก ทำให้การเปิดเสรีทางการเงินจึงมีการชะลอไปจนถึง พ.ศ. 2563

การเปิดเสรีในอุตสาหกรรมกองทุนรวมใน AEC เป็นส่วนหนึ่งของการเปิดเสรีทางด้านตลาดทุนภายใต้ข้อตกลงของโครงการจัดการลงทุนต่างประเทศในกลุ่มอาเซียน (ASEAN Collective Investment Scheme: ASEAN CIS) ซึ่งนำร่องใน 3 ประเทศ ได้แก่ ประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย โดยความร่วมมือของธนาคารกลางแห่งประเทศไทย (The Monetary Authority of Singapore) สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Securities Commission of Malaysia) และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Securities and Exchange Commission of Thailand) ทั้งนี้ การซื้อขายภายใต้โครงการ ASEAN CIS สำหรับนักลงทุนสถาบันได้ดำเนินการเรียบร้อยแล้ว ตั้งแต่ พ.ศ. 2555 และมีการเริ่มใช้กับนักลงทุนรายย่อยตั้งแต่ พ.ศ. 2557 โดยกองทุนรวมประเทศไทยที่ได้เข้าร่วมแล้ว คือกองทุน One Stoxx Asean Select Dividend Index ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมวรณ ซึ่งเริ่มเปิดขายในตลาดสิงคโปร์ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2558 ดังนั้นจึงเป็นโอกาสและความท้าทายที่สำคัญของอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทย ทั้งในแง่

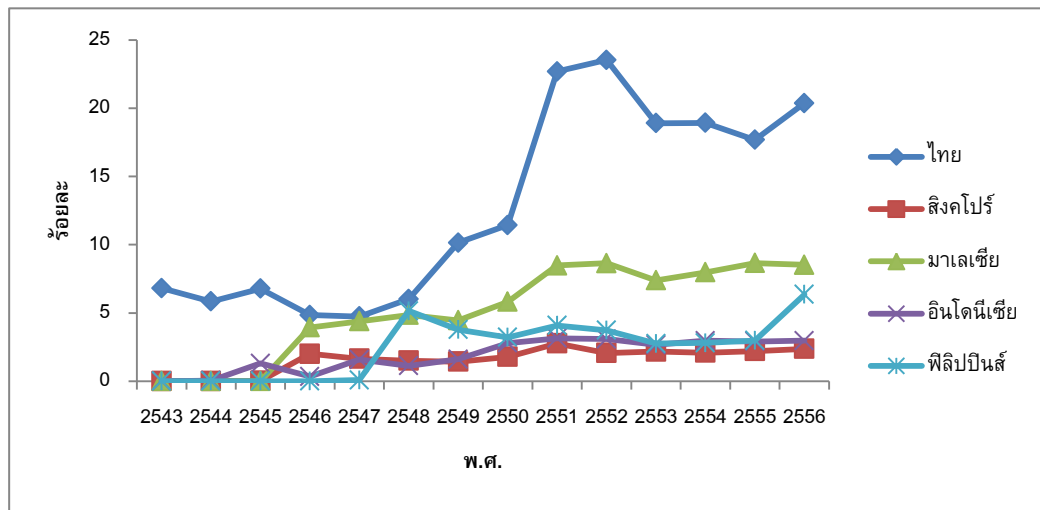
ของนักลงทุนที่จะได้รับประโยชน์จากทางเลือกในการลงทุนกองทุนรวมที่มีมากขึ้น แต่ในแง่ของ บริษัทจัดการกองทุน (บลจ.) ย่อมเผชิญกับการแข่งขันพร้อมกับต้องยกระดับมาตรฐานกองทุน ให้เป็นสากลมากขึ้น เพราะกองทุนที่เข้าร่วมต้องได้รับอนุญาตโดยหน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุน และต้องมีการเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปแล้ว นอกจากนี้คุณสมบัติของ บลจ. ผู้ดูแล ผลประโยชน์ การดำเนินงานกองทุน และข้อกำหนดในการลงทุนของกองทุนต้องเป็นไปตาม หลักเกณฑ์มาตรฐานกลาง (Standards of Qualifying CIS) ของกลุ่มประเทศอาเซียนด้วย

กองทุนรวมนับเป็นช่องทางที่ทวีความสำคัญต่อเศรษฐกิจของประเทศต่าง ๆ ใน AEC มากขึ้น จากภาพที่ 1.1 ที่แสดงถึงมูลค่าทรัพย์สินสุทธิรวม (Total Net Assets) ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Products: GDP) พบว่าประเทศไทยและมาเลเซียมี สัดส่วนที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่วนประเทศสิงคโปร์ อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์มีสัดส่วนเพิ่มขึ้น เล็กน้อย ในภาพที่ 1.2 แสดงทรัพย์สินสุทธิรวมต่อมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) พบแนวโน้มเช่นเดียวกับภาพที่ 1.1 แต่ประเทศไทยมีสัดส่วนที่สูงกว่าประเทศ มาเลเซียเนื่องจากมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยมีขนาดที่เล็กกว่าประเทศมาเลเซีย ดังนั้นจากแนวโน้มของการเติบโตพร้อมทั้งการเปิดเสรีซื้อขายกองทุนที่จะมีมากขึ้นในอนาคต ย่อมกล่าวได้ว่ากองทุนรวมจะมีความสำคัญต่อเศรษฐกิจของแต่ละประเทศใน AEC กว่าที่ เป็นอยู่อย่างแน่นอน



ภาพที่ 1.1 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิกองทุนรวมต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศตั้งแต่ พ.ศ. 2547 – 2556 ของแต่ละประเทศใน AEC

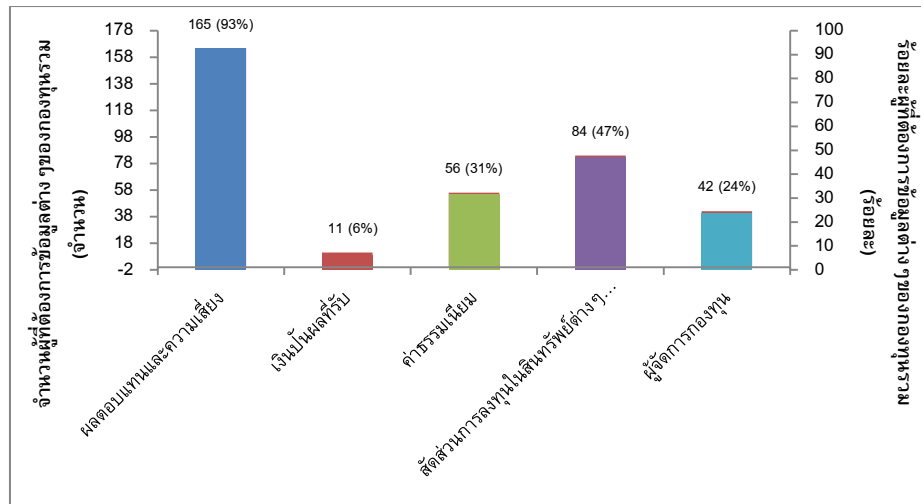
แหล่งที่มา: ปรีดา สุขเจริญสิน, 2558.



ภาพที่ 1.2 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิกองทุนรวมต่อมูลค่าตามราคาตลาดตั้งแต่ พ.ศ. 2547 – 2556 ของแต่ละประเทศใน AEC
แหล่งที่มา: ปรีดา สุขเจริญสิน, 2558.

ต้นทุนการทำธุรกรรมของกองทุนรวม คือ ค่าธรรมเนียมต่างๆ ที่เก็บจากผู้ลงทุนในกองทุนรวม แบ่งออกเป็นค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วย ได้แก่ ค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุน ค่าธรรมเนียมการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน และค่าธรรมเนียมการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุน รวมทั้งยังมีค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวมรายปี ได้แก่ ค่าธรรมเนียมการจัดการ ค่าธรรมเนียมผู้ดูแลผลประโยชน์ ค่าธรรมเนียมนายทะเบียนหน่วยลงทุน ค่าที่ปรึกษาการลงทุน ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี และค่าธรรมเนียมอื่นๆ ซึ่งค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวมนั้นเมื่อนำมาเปรียบเทียบกับทรัพย์สินสุทธิจะถูกเรียกว่า อัตราส่วนค่าใช้จ่าย (Expense Ratio) ซึ่งถือเป็นรายได้ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนได้เช่นกัน

ค่าธรรมเนียมของกองทุนเป็นปัจจัยที่สำคัญปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนสนใจ จากงานศึกษาของปรีดา สุขเจริญสิน (2558) ได้ศึกษาถึงการบริการของอุตสาหกรรมกองทุนรวมใน AEC จากภาพที่ 1.3 พบว่าข้อมูลต่างๆ ที่นักลงทุนไทยต้องการทราบจากกองทุนนั้น อันดับแรกคือผลตอบแทนและความเสี่ยง อันดับสองคือ สัดส่วนการลงทุนในทรัพย์สินประเภทต่างๆ ของกองทุน อันดับสามคือ ค่าธรรมเนียม อันดับสี่คือ ข้อมูลผู้จัดการกองทุน และอันดับห้าคือ เงินปันผลที่ได้รับ จะเห็นได้ว่านักลงทุนของไทยให้ความสำคัญกับค่าธรรมเนียมเป็นอันดับต้นๆ ของข้อมูลทั้งหมดของกองทุนรวม



ภาพที่ 1.3 ข้อมูลต่างๆ ของกองทุนที่นักลงทุนไทยต้องการทราบ
แหล่งที่มา: ปรีดา สุขเจริญสิน, 2558.

นอกจากนี้จากงานศึกษาของ Alpert, John and Sana (2013) ที่ได้ศึกษาถึงประสบการณ์ในการลงทุนของนักลงทุนที่มีต่อกองทุนรวมทั่วโลกทั้งหมด 24 ประเทศ ใน 4 ด้าน ได้แก่ กฎเกณฑ์การกำกับดูแลและภาษี การเปิดเผยข้อมูล ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่าย และการซื้อขายและบทบาทของสื่อ พบว่ากองทุนรวมของไทยได้เกรดในภาพรวมทุกด้านระดับ B ซึ่งมากกว่าประเทศส่วนใหญ่ที่อยู่ในระดับเกรด B- โดยกองทุนรวมของไทยได้รับเกรดที่ดีที่สุดในด้านค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่กองทุนรวมไทยได้เกรด A- เนื่องจากกองทุนส่วนใหญ่ไม่มีการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุนหรือเก็บในอัตราที่ต่ำมาก และยังไม่มีการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มในกรณีที่กองทุนมีผลการดำเนินงานดี (Performance Fees) ส่วนค่าใช้จ่ายในกองทุนตราสารหนี้อยู่ในระดับต่ำ ขณะที่กองทุนอื่นๆ อยู่ในระดับใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย จึงเห็นได้ว่าค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมเป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนให้ความสนใจในการเลือกลงทุน

จากโอกาสและความท้าทายของการเปิดเสรีซื้อขายกองทุนรวมภายใต้โครงการ ASEAN CIS การให้ความสำคัญในค่าธรรมเนียมกองทุนรวมของนักลงทุนไทย และความโดดเด่นของค่าธรรมเนียมในอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทย รวมทั้งยังไม่มีงานศึกษาใดศึกษาปัจจัยในการกำหนดค่าธรรมเนียมใน AEC ดังนั้นการศึกษาต้นทุนการทำธุรกรรมของกองทุนรวมใน AEC จึงมีความน่าสนใจอย่างมาก เพื่อให้ทราบว่าค่าธรรมเนียมนั้นมีความสำคัญในด้านต่างๆ อย่างไร และใช้เป็นแนวทางในการพัฒนาอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทยให้พร้อมกับการเปิดเสรีที่ย่อมมีมากขึ้นในอนาคตได้อย่างยั่งยืน

1.2 วัตถุประสงค์การศึกษา

งานวิจัยได้แบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมใน AEC และค่าธรรมเนียมกับผลการดำเนินงานและการลงทุนของกองทุนรวมใน AEC ซึ่งในส่วนแรกมีวัตถุประสงค์เพื่อหาปัจจัยในการกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการของกองทุนรวมแต่ละประเทศใน AEC เพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการเมื่อดำเนินการโครงการจัดการลงทุนต่างประเทศในกลุ่มอาเซียน ในส่วนที่ 2 มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากผลการดำเนินงานเป็นเรื่องที่นักลงทุนต้องการทราบมากที่สุด (ปริยดา สุขเจริญสิน, 2558) พร้อมทั้งมีการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมกับการลงทุนอีกด้วย เพราะการลงทุนเป็นเรื่องที่ บลจ. ต้องการทราบมากที่สุด เนื่องจากเป็นรายได้ที่กองทุนได้รับ ดังนั้นงานศึกษานี้จะทำให้ทราบถึงความสัมพันธ์ของค่าธรรมเนียมกับปัจจัยต่างๆ ได้อย่างครอบคลุมเพื่อใช้ในการกำหนดกลยุทธ์ในการพัฒนาอุตสาหกรรมกองทุนรวมของไทยได้ต่อไป

1.3 ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา

จากการศึกษาทั้งสอง ได้แก่ ต้นทุนการทำธุรกรรมของกองทุนรวมใน AEC และค่าธรรมเนียมกับผลการดำเนินงานและการลงทุนของกองทุนรวมใน AEC มีประโยชน์ในด้านต่างๆ ดังนี้

- 1) ทราบถึงโครงสร้างอุตสาหกรรมกองทุนรวมและปัจจัยในการกำหนดค่าธรรมเนียมในแต่ละประเทศใน AEC เพื่อใช้ในการกำหนดค่าธรรมเนียมให้มีความเหมาะสม โดยเฉพาะการกำหนดค่าธรรมเนียมให้มีความสอดคล้องกับผลการดำเนินงาน
- 2) สามารถกำหนดกลยุทธ์การแข่งขันของอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทยระดับภูมิภาค เพื่อให้เกิดการพัฒนาอุตสาหกรรมได้อย่างยั่งยืน

1.4 ขอบเขตของการศึกษา

ขอบเขตของงานศึกษาทั้ง 2 ส่วน ได้แก่ ปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมใน AEC และค่าธรรมเนียมกับผลการดำเนินงานและการลงทุนของกองทุนรวมใน AEC โดยมีรายละเอียดดังนี้

1.4.1 ปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมใน AEC

ศึกษาถึงปัจจัยต่างๆ ที่กำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการของกองทุน 5 ประเทศ ใน AEC ได้แก่ ประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย ประเทศอินโดนีเซีย และประเทศฟิลิปปินส์ เนื่องจากเป็นประเทศที่มีขนาดของอุตสาหกรรมกองทุนรวมมากที่สุดใน AEC โดยใช้ข้อมูลของกองทุนที่จัดตั้งและจดทะเบียนในแต่ละประเทศ (Domicile) เท่านั้น เพื่อให้สะท้อนถึงความสามารถในการจัดการกองทุนได้ดีกว่าใช้ข้อมูลของกองทุนที่จัดตั้งและจดทะเบียนในประเทศอื่นแต่มีสิทธิขายในประเทศ นอกจากนี้ยังใช้ข้อมูลของกองทุนเปิดเท่านั้น เพราะในบางประเทศไม่มีกองทุนปิด หรือประเทศที่มีกองทุนปิดก็มีจำนวนกองทุนไม่มาก โดยใช้ช่วงเวลาในการศึกษาตั้งแต่ พ.ศ. 2552 – 2556

1.4.2 ค่าธรรมเนียมกับผลการดำเนินงานและการลงทุนของกองทุนรวมใน AEC

ศึกษาถึงปัจจัยต่างๆ ที่กำหนดผลการดำเนินงานและการลงทุนของกองทุน ซึ่งใช้ขอบเขตเดียวกับปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมใน AEC แต่มีการกำหนดดัชนีมาตรฐาน (Benchmark Index) และอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) คือดัชนี MSCI Southeast Asia PR USD และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของประเทศสหรัฐอเมริกาอายุ 3 เดือน ตามลำดับ โดยใช้ในการคำนวณผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงของกองทุนรวมทุกประเทศ

1.5 นิยามศัพท์

กองทุนเปิด (Open-End Fund) หมายถึง กองทุนรวมที่สามารถเพิ่มหรือลดหน่วยลงทุนได้ ไม่มีกำหนดอายุโครงการและบริษัทจัดการรับซื้อคืนหน่วยลงทุนตามกำหนดเวลาที่ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวน กองทุนเปิดจึงเป็นที่นิยมมากกว่ากองทุนปิด เพราะมีสภาพคล่องมากกว่า

นโยบายการลงทุนของกองทุนรวมในงานวิจัยใช้นิยามของกลุ่มประเภทนโยบายการลงทุนของโลก (Global Broad Category Group) เพื่อใช้ในการศึกษาและเปรียบเทียบกองทุนรวมในแต่ละประเทศได้ นโยบายการลงทุนของแต่ละประเภทมีรายละเอียดดังนี้

- 1) กองทุนรวมตราสารทุน (Equity Fund) หมายถึง กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งตราสารทุนเป็นส่วนใหญ่ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม
- 2) กองทุนรวมตราสารหนี้ (Fixed Income Fund) หมายถึง กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหรือมีไว้เฉพาะเงินฝาก หรือตราสารหนี้เป็นส่วนใหญ่ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม

3) กองทุนรวมผสม (Balanced Fund) หมายถึง กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งตราสารทุน เงินฝาก หรือตราสารหนี้เป็นส่วนใหญ่ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม

4) กองทุนรวมตลาดเงิน (Money Market Fund) หมายถึง กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีคุณภาพและมีกำหนดชำระเงินต้นเมื่อทวงถามหรือมีอายุคงเหลือไม่เกิน 1 ปีเป็นส่วนใหญ่ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม

ค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุน (Front-End Fee) หมายถึง ค่าธรรมเนียมที่ถูกเรียกเก็บเมื่อลงทุน โดยจะบวกเข้าไปกับมูลค่าหน่วยลงทุน

ค่าธรรมเนียมการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน (Back-End Fee) หมายถึง ค่าธรรมเนียมที่ถูกเรียกเก็บเมื่อขายหน่วยลงทุนคืนให้ บลจ. โดยคุณจะถูกหักจากเงินที่ได้รับจากการขายคืนหน่วยลงทุน

อัตราส่วนค่าใช้จ่าย (Expense Ratio) หมายถึง ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นทุกปีเพื่อใช้ในการดำเนินการของกองทุนในด้านต่างๆ ประกอบด้วย

1) ค่าธรรมเนียมการจัดการ (Management Fee) คือ ค่าธรรมเนียมที่ผู้จัดการกองทุนได้รับจากการบริหารกองทุน

2) ค่าธรรมเนียมผู้ดูแลผลประโยชน์ (Trustee Fee)

3) ค่าธรรมเนียมนายทะเบียน (Registrar Fee)

4) ค่าที่ปรึกษาการลงทุน (Advisory Fee)

5) ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี (Auditing Fee)

6) ค่าใช้จ่ายอื่นๆ (Others)

ความประหยัดจากขนาด (Economies of Scale) หมายถึง การผลิตสินค้าหรือบริการที่มากขึ้นทำให้ต้นทุนเฉลี่ยลดต่ำลง ในงานศึกษานี้หมายถึง การเพิ่มขึ้นของทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนทำให้อัตราส่วนค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมลดลง

ความประหยัดจากขอบเขต (Economies of Scope) หมายถึง การผลิตสินค้าหรือบริการหลายอย่างที่ใช้อุปกรณ์การผลิตร่วมกันทำให้ต้นทุนเฉลี่ยลดต่ำลง ในงานศึกษานี้หมายถึง การเพิ่มขึ้นของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ทำให้อัตราส่วนค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมลดลง

บทที่ 2

ปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมใน AEC

2.1 บทนำ

ต้นทุนการทำธุรกรรมของกองทุนรวม คือ ค่าธรรมเนียมต่างๆ ที่เก็บจากผู้ลงทุนในกองทุนรวม แบ่งออกเป็นค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วย ได้แก่ ค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุน ค่าธรรมเนียมการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน และค่าธรรมเนียมการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุน รวมทั้งยังมีค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม ได้แก่ ค่าธรรมเนียมการจัดการ ค่าธรรมเนียมผู้ดูแลผลประโยชน์ ค่าธรรมเนียมนายทะเบียนหน่วยลงทุน ค่าที่ปรึกษาการลงทุน ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี และค่าธรรมเนียมอื่นๆ ซึ่งค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวมนั้นเมื่อนำมาเปรียบเทียบกับทรัพย์สินสุทธิรวมจะถูกเรียกว่า อัตราส่วนค่าใช้จ่าย (Expense Ratio) ซึ่งบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม (บลจ.) จะกำหนดให้ใกล้เคียงกับต้นทุนเฉลี่ย (Average Costs) เนื่องจากการแข่งขันในตลาดที่สมบูรณ์ และถ้ากองทุนมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายที่มากขึ้นจะทำให้ผลการดำเนินงานของกองทุนลดลง ดังนั้นกองทุนรวมจะพยายามทำให้ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวมต่ำที่สุดเท่าที่จะทำได้เพื่อให้ผลการดำเนินงานของกองทุนสูงที่สุด

วัตถุประสงค์ของการศึกษานี้มี 3 ประการ ประการแรก เพื่อศึกษาปัจจัยในการกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการ ประการที่สอง เพื่อหาระดับความประหยัดจากขนาดและความประหยัดจากขอบเขตของกองทุนรวมในประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ และประการที่สาม เพื่อเป็นแนวทางในการพัฒนาอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทยให้พร้อมรับการเปิดเสรีซื้อขายกองทุนรวมใน AEC

งานศึกษานี้จะศึกษาเฉพาะกองทุนเปิดของประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ที่เพิ่มมาอีก 2 ประเทศนอกเหนือจากข้อตกลงของโครงการจัดการลงทุนต่างประเทศในกลุ่มอาเซียน (ASEAN CIS) คือ ประเทศอินโดนีเซียและฟิลิปปินส์ เนื่องจากเป็นประเทศที่ประชาชนมีการลงทุนในกองทุนรวมสูงเป็น 5 ลำดับแรกในประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน ดังนั้นการศึกษาเพิ่มอีก 2 ประเทศดังกล่าวจะเป็นประโยชน์ต่อ บลจ. ของประเทศไทย ในการนำข้อมูลไปใช้ให้เป็นประโยชน์ในเชิงการแข่งขันเมื่อมีการเปิดเสรีมากขึ้น โดยการศึกษา

จะใช้ข้อมูลเฉพาะกองทุนเปิดที่จัดตั้งและจดทะเบียนในแต่ละประเทศเท่านั้น เนื่องจากเป็นกองทุนที่มีจำนวนมากใน AEC และกองทุนเปิดสามารถสะท้อนการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนได้ โดยใช้ข้อมูล พ.ศ. 2552 – 2556

การศึกษาปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในอาเซียนยอมให้ผลประโยชน์ต่อบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนไทยเพื่อใช้ในการกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายให้ตรงกับความต้องการของนักลงทุนในอาเซียนมากขึ้น อีกทั้งยังมีประโยชน์ต่อผู้ออกนโยบายในการพัฒนาอุตสาหกรรมกองทุนรวมเพื่อใช้ในการกำหนดนโยบายที่จะช่วยพัฒนาให้ประเทศไทยสามารถได้รับประโยชน์จากการเปิดเสรีกองทุนนี้มากที่สุดได้

2.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

งานศึกษาปัจจัยกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมประเภทต่างๆของกองทุนรวมมีการศึกษามานานตั้งแต่ พ.ศ. 2530 โดยในระยะแรกเป็นการศึกษาผลกระทบของค่าธรรมเนียม 12b-1 ต่ออัตราส่วนค่าใช้จ่ายของประเทศสหรัฐอเมริกา ต่อจากนั้นจึงเริ่มมีการศึกษาปัจจัยกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายกับตัวแปรอื่นๆ ตามมา และสุดท้ายถึงมีการศึกษาความประหยัดจากขนาดของกองทุนรวม ดังนั้นจึงเห็นได้ว่าการพัฒนาเนื้อหาการศึกษาเรื่องนี้มาอย่างต่อเนื่อง

เมื่อเกิดกฎหมายในประเทศสหรัฐอเมริกาที่อนุญาตให้ผู้จัดการกองทุนสามารถเรียกเก็บค่าธรรมเนียม 12b-1 ได้ในปี พ.ศ. 2523 ทำให้เริ่มเกิดงานศึกษาผลกระทบของค่าธรรมเนียมนี้ต่ออัตราส่วนค่าใช้จ่ายขึ้น ไม่ว่าจะเป็น Chance and Ferris (1991), Kahn (1994), McLeod and Malhotra (1994) และ Siggelkow (1999) โดยพบว่าค่าธรรมเนียม 12b-1 มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ตัวแปรควบคุมที่เลือกใช้ ได้แก่ ทรัพย์สินสุทธิรวม (Total Net Asset: TNA) อายุของกองทุน ค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วย และประเภทของกองทุน ซึ่งพบว่าตัวแปรทรัพย์สินสุทธิรวมมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายแต่ยังไม่มีการสรุปว่าเกิดจากความประหยัดจากขนาด (Economies of Scale) ส่วนอายุของกองทุนมีความสัมพันธ์ในทางลบเพราะเมื่อกองทุนมีอายุมากขึ้นจะสามารถบริหารกองทุนอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น แต่ค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วยมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายเพราะกองทุนที่มีค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วยที่สูงจะเป็นกองทุนที่มีความซับซ้อนทำให้การจัดการกองทุนมีต้นทุนที่มากตามมา ซึ่งงานศึกษาทั้งหมดใช้ข้อมูลแบบภาคตัดขวาง (Cross-Section Data) ในการศึกษา

ในปี พ.ศ. 2540 เริ่มมีงานศึกษาที่ไม่ได้มุ่งศึกษาผลกระทบของค่าธรรมเนียม 12b-1 แต่เพื่อหาปัจจัยในการกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นงานของ Malhotra and

McLeod (1997), Cesari and Panetta (1998), Rea, Reid and Millar (1999), Freeman and Brown (2001), Ruckman (2003) และ Gao and Livingston (2008) งานเหล่านี้มีการใช้ตัวแปรที่หลากหลายมากขึ้น โดยตัวแปรที่เพิ่มจากงานศึกษาก่อนๆ ได้แก่ การแยกค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วยออกเป็นค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนกับค่าธรรมเนียมการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน ผลตอบแทนในอดีต อัตราการซื้อขายหมุนเวียน (Turnover Ratio) ช่องทางการขาย และทรัพย์สินสุทธิรวมภายใต้ บลจ. ส่วนประเภทข้อมูลได้เริ่มมีงานศึกษาที่ใช้ข้อมูลแบบพูล (Pool Data) มากขึ้น ผลการศึกษาที่ได้คือ อัตราซื้อขายหมุนเวียนมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายเพราะต้นทุนในการทำธุรกรรมที่เพิ่มขึ้นจากการซื้อขายหลักทรัพย์ ส่วนทรัพย์สินสุทธิภายใต้ บลจ. มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายอย่างมีนัยสำคัญ แต่ยังคงไม่มีการสรุปว่าเกิดความประหยัดจากขนาดและขอบเขต ส่วนตัวแปรอื่นๆ นั้นมีทิศทางที่แตกต่างกันไปตามงานศึกษาของแต่ละคนจึงไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจน

ในปี พ.ศ. 2542 ได้เริ่มมีงานที่มุ่งศึกษาความประหยัดจากขนาด โดยดูความสัมพันธ์ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนกับอัตราส่วนค่าใช้จ่าย และยังมีงานศึกษาความประหยัดจากขอบเขต โดยดูความสัมพันธ์ของทรัพย์สินสุทธิรวมภายใต้การจัดการของ บลจ. กับอัตราส่วนค่าใช้จ่าย ไม่ว่าจะเป็นงานของ LaPlante (2001), Korkeamaki and Smythe (2004), Geranio and Zanotti (2005), Korpela and Puttonen (2006), Zera and Wenyuh (2007), Low (2008), Khorana, Servaes and Tufano (2008), Anolli and Giudice (2008), Wongsurawat (2011), Latzko (2012) และ Arshard (2013) นอกจากนี้ยังมีงานศึกษาของไทยคือ พิษิต อัคราทิตย์, สุรีย์พร ยะมะชิตะ, เจริญชัย เล็งศิริวัฒน์, สรพงษ์ ปรารธนาดี และธนิกุล ศรีศิริโรจนกร (2544) ตัวแปรที่เลือกใช้ส่วนใหญ่ในงานศึกษาเหล่านี้ยังคงเหมือนเดิม และมีทิศทางของความสัมพันธ์คล้ายเดิม ส่วนประเภทข้อมูลส่วนใหญ่ใช้ข้อมูลแบบพูล (Pool Data) หรือแบบผสม (Panel Data) และงานศึกษาดังกล่าวได้ให้เหตุผลของการลดลงของอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในกองทุนที่มีทรัพย์สินสุทธิรวมมากเพราะเกิดจากความประหยัดจากขนาดและเหตุผลของการลดลงของอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในกองทุนที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่มีทรัพย์สินสุทธิรวมที่ต้องดูแลมากเพราะความประหยัดจากขอบเขต นอกจากนี้ในบางงานศึกษาได้มีการศึกษาความประหยัดจากการเรียนรู้โดยพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอายุของกองทุนกับอัตราส่วนค่าใช้จ่าย ดังนั้นงานศึกษาสมัยใหม่จึงมุ่งหาระดับความประหยัดจากขนาดและความประหยัดจากขอบเขต เพื่อจะได้ทราบระดับขีดความสามารถและระดับการรองรับเงินทุนที่เพิ่มขึ้นในอนาคต

ความประหยัดจากขนาด (Economies of Scale) หมายถึง การที่ต้นทุนต่อหน่วยในระยะยาวมีค่าลดลงเมื่อมีการผลิตสินค้าปริมาณมากขึ้น ซึ่งเกิดขึ้นจาก 3 เหตุผลหลัก คือ เหตุผลแรกเกิดจากผลตอบแทนจากขนาดการผลิตเพิ่มขึ้น เหตุผลต่อมาเกิดจากขนาดการผลิตที่ใหญ่ขึ้นทำให้สามารถใช้จ่ายการผลิตได้อย่างมีประสิทธิภาพสูงขึ้น และเหตุผลสุดท้าย

เกิดขึ้นเพราะขนาดการผลิตที่ใหญ่ขึ้นทำให้หน่วยผลิตสามารถสร้างอำนาจต่อรองในการซื้อปัจจัยหรือข้อมูลต่างๆ ที่ใช้ในการผลิตได้ถูกกว่าเดิม

ความประหยัดจากขอบเขต (Economies of Scope) หมายถึง การที่ต้นทุนต่อหน่วยในระยะยาวมีค่าลดลงเมื่อมีการผลิตสินค้าร่วมกัน (Joint Products) หลายชนิดหรือสามารถใช้ปัจจัยในการผลิตร่วมกัน (Joint Inputs) ซึ่งการผลิตร่วมกันส่วนใหญ่ทำให้ประหยัดต้นทุนรวมมากกว่าผลิตแยกกัน แต่ในบางครั้งผู้ผลิตอาจผลิตสินค้าหลายชนิดที่ไม่เกี่ยวข้องกัน แต่สามารถใช้ปัจจัยการผลิตร่วมกัน เช่น ใช้ผู้จัดการกองทุนร่วมกัน ใช้หน่วยงานทางการตลาดและบัญชีร่วมกัน หรือใช้อุปกรณ์สำนักงานต่างๆ ร่วมกันได้ เป็นต้น

จากการทบทวนวรรณกรรม มีงานของ Wongsurawat (2011) ที่ได้ศึกษากองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund: RMF) และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long-Term Equity Fund: LTF) ในประเทศไทย และมีงานของพิชิต อัคราทิตย์ และคณะ (2544) ที่ได้ศึกษากองทุนรวมไทย ส่วนการศึกษาของ Low (2008) ได้ศึกษาเฉพาะกองทุนรวมในประเทศมาเลเซียเท่านั้น ดังนั้น งานศึกษาชิ้นนี้จึงเป็นงานชิ้นแรกที่ได้ศึกษาถึงปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมใน AEC เพื่อใช้เป็นข้อมูลในการเตรียมความพร้อมกับการเปิดเสรีซื้อขายกองทุนรวม ภายใต้โครงการ ASEAN CIS หรือโครงการอื่นๆ ที่กำลังเกิดขึ้นในอนาคต

ตัวแปรอิสระในงานศึกษาปัจจัยกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายที่ผ่านมาสามารถสรุปได้จากตารางที่ 2.1 โดยในสดมภ์ที่ 1 แสดงตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษาความสัมพันธ์กับอัตราส่วนค่าใช้จ่าย สดมภ์ที่ 2 แสดงจำนวนงานศึกษาที่เลือกใช้ตัวแปรอิสระและมีนัยสำคัญกับอัตราส่วนค่าใช้จ่าย โดยมีทั้งหมด 20 งาน ได้แก่ Chance and Ferris (1991), McLeod and Malhotra (1994), Cesari and Panetta (1998), Siggelkow (1999), LaPlante (2001), Ruckman (2003), Korkeamaki and Smythe (2004), Geranio and Zanotti (2005), Collinan and Bline (2005), Korpela and Puttonen (2006), Low (2008), Gao and Livingston (2008), Khorana et al. (2008), Anolli and Giudice (2008), Rompotis (2008), Wongsurawat (2011), Latzko (2012), Arshard (2013) และ พิชิต อัคราทิตย์ และคณะ (2544) ส่วนสดมภ์ที่ 3 บอกทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายของงานศึกษาส่วนใหญ่ โดยจากตารางนี้จะทำให้สามารถสรุปตัวแปรอิสระที่ใช้ในงานศึกษานี้ได้

ตารางที่ 2.1 ตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษาปัจจัยกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายของงานศึกษาในอดีต

ตัวแปรอิสระ	จำนวนงานวิจัยที่ใช้	ทิศทาง
ทรัพย์สินสุทธิรวม	20	ลบ
อายุกองทุน	15	ลบ
ทรัพย์สินภายใต้การจัดการของบลจ.	12	ลบ
ประเภทของกองทุน*	11	
ขายในประเทศ/ต่างประเทศ*	7	
ค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหน่วยลงทุน	6	บวก
อัตราผลตอบแทนในอดีต	6	ไม่แน่นอน
อัตราการซื้อขายหลักทรัพย์	6	บวก
ขาย/ไม่ขายผ่านธนาคาร*	6	
ส่วนแบ่งตลาด	3	ลบ
ความผันผวนของ TNA	2	ไม่แน่นอน
อัตราส่วนเงินสด (Cash Ratio)	2	ไม่แน่นอน
เงินลงทุนขั้นต่ำ	2	ไม่แน่นอน
ขาย/ไม่ขายเฉพาะนักลงทุนสถาบัน*	2	ไม่แน่นอน
ช่องทางการจำหน่าย*	2	
ค่าธรรมเนียมการจัดการ	1	ไม่แน่นอน
ค่าเบต้าของกองทุน	1	ไม่แน่นอน

หมายเหตุ: * หมายถึงตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) จึงไม่สามารถระบุทิศทางได้

2.3 ระเบียบวิธีวิจัย

ในการวิเคราะห์มีทั้งในส่วนการวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงปริมาณ โดยการวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนาใช้วัดระดับค่าธรรมเนียม เพื่อให้ทราบถึงความแตกต่างของค่าธรรมเนียมการจัดการและอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในกองทุนรวมของแต่ละประเทศใน AEC

การวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงปริมาณใช้ในการหาปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมการจัดการและอัตราส่วนค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมและหาระดับความประหยัดจากขนาดและขอบเขต โดยใช้วิธีการประมาณการแบบ Panel Model ทั้งวิธีผลกระทบแบบคงที่ (Fixed-Effects Model) และวิธี

ผลกระทบแบบสุ่ม (Random Effects Model) ซึ่งกำหนดสมการในรูป Linear-Log Model เพื่อให้ง่ายต่อการอธิบายเป็นอัตราการเปลี่ยนแปลงในหน่วยร้อยละ มีสมการดังสมการที่ 2.1

$$\begin{aligned} FEE_{ijt} = & \beta_0 + \beta_1 \ln(TNA_{ijt}) + \beta_2 \ln(TNACOM_{ijt}) + \beta_3 \ln(AGE_{ijt}) + \beta_4 \ln(TO_{ijt}) + \beta_5 DBANK_{ij} + \\ & \beta_6 \ln(SHR_{ijt}) + \beta_7 DDIV_{ij} + \beta_8 DFFEE_{ij} + \beta_9 DBFEE_{ij} + \beta_{10} DFIF_{ij} + \beta_{11} DEQ_{ij} + \\ & \beta_{12} DFI_{ij} + v_{ijt} \end{aligned} \quad (2.1)$$

โดยที่ FEE แทนค่าธรรมเนียมที่เก็บจากผู้ถือหน่วยลงทุนรายปี ได้แก่ อัตราส่วนค่าใช้จ่าย (ER) และค่าธรรมเนียมการจัดการ (MF), TNA แทนทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม, TNACOM แทนทรัพย์สินสุทธิรวมของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน, AGE แทนอายุของกองทุน, TO แทนอัตราการซื้อขายหมุนเวียน, DBANK แทนตัวแปรหุ่น กำหนดให้ 1 = กองทุนที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์, SHR แทน Sharpe Ratio, DDIV แทนตัวแปรหุ่น กำหนดให้ 1 = กองทุนที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผล, DFFEE แทนตัวแปรหุ่น กำหนดให้ 1 = กองทุนที่มีนโยบายการเก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุน, DBFEE แทนตัวแปรหุ่น กำหนดให้ 1 = กองทุนที่มีนโยบายการเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุน, DFIF แทนตัวแปรหุ่น กำหนดให้ 1 = กองทุนที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศ, DEQ แทนตัวแปรหุ่น กำหนดให้ 1 = กองทุนที่มีนโยบายลงทุนในตราสารทุน และ DFI แทนตัวแปรหุ่น กำหนดให้ 1 = กองทุนที่มีนโยบายลงทุนในตราสารหนี้ ส่วน i แทนลำดับของกองทุน j แทนประเทศที่จัดตั้งกองทุน และ t แทนลำดับของปีที่ศึกษา

ตัวแปรตามที่สะท้อนถึงต้นทุนเฉลี่ยของกองทุนรวม คือ อัตราส่วนค่าใช้จ่าย (Expense Ratio) และค่าธรรมเนียมการจัดการ (Management Fee) มีหน่วยเป็นร้อยละ ซึ่งจะแยกแบบจำลองตามตัวแปรตามในการประมาณค่าเนื่องจากต้องการวิเคราะห์ถึงต้นทุนเฉลี่ยและต้นทุนที่ใช้ในการบริหารจัดการกองทุนโดยเฉพาะได้ดียิ่งขึ้น โดยกำหนดกลุ่มตัวแปรอิสระที่ส่งผลต่อต้นทุนเฉลี่ยแบ่งเป็นทั้งหมด 6 กลุ่ม ซึ่งมีรายละเอียดของตัวแปรและสมมติฐานดังนี้

1) กลุ่มที่สะท้อนความประหยัดจากขนาดและความประหยัดจากขอบเขต

กำหนดให้ทรัพย์สินสุทธิรวมเป็นตัวแทนของปริมาณในการผลิตของกองทุนทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุน (TNA) จึงควรมีทิศทางตรงข้ามกับค่าธรรมเนียม เพื่อแสดงถึงความประหยัดจากขนาด ส่วนทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. เป็นตัวแทนของปริมาณการผลิตของ บลจ. ทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. (TNACOM) จึงควรมีทิศทางตรงข้ามกับค่าธรรมเนียม เพื่อแสดงถึงความประหยัดจากขอบเขต

2) กลุ่มนโยบายการเก็บค่าธรรมเนียมจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรง

ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรง ประกอบด้วย ค่าธรรมเนียมในการขายหน่วยลงทุน (DFFEE) และค่าธรรมเนียมในการซื้อคืน

หน่วยลงทุน (DBFEE) โดยให้ตัวแปรทั้งสองเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) เนื่องจากไม่มีข้อมูลในรูปของอัตราค่าธรรมเนียมที่เก็บในแต่ละปี ซึ่งพบเพียงข้อมูลที่กล่าวว่ากองทุนที่ศึกษานั้นมีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมเท่านั้น กลุ่มนโยบายการเก็บค่าธรรมเนียมจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรงนั้น ควรมีทิศทางเชิงบวกกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการ เนื่องจากกองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรงสูงมักจะเป็นกองทุนที่มีความซับซ้อนสูง ดังนั้นต้นทุนในการบริหารจัดการที่สะท้อนในรูปอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการควรสูงด้วยเช่นกัน

3) กลุ่มผลตอบแทนแก่นักลงทุน

ตัวแปรอิสระที่ใช้แทนผลการดำเนินงานในการศึกษานี้ ได้แก่ Sharpe Ratio (SHR) ซึ่งเป็นมาตรวัดผลการดำเนินงาน ที่มีความหมายว่า 1 หน่วยความเสี่ยงของกองทุนให้อัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มเท่าไร ซึ่งเป็นมาตรวัดที่นักลงทุนนิยมเลือกใช้มากที่สุด โดยสามารถคำนวณได้ตามสมการที่ 2.2 ต่อไปนี้

$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i} \quad (2.2)$$

โดยที่ R_i แทนอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมที่ต้องการวัดผล R_f แทนอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงโดยใช้ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 เดือนเป็นตัวแทน และ σ_i แทนส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนของกองทุนรวมที่ต้องการวัดผล โดยกองทุนที่มี Sharpe ratio สูงย่อมมีค่าธรรมเนียมที่สูงกว่าเนื่องจากต้องมีต้นทุนในการบริหารที่สูงขึ้น

นอกจากนี้ตัวแปรอิสระที่สะท้อนถึงนโยบายในการจ่ายเงินปันผลของกองทุนรวม (DDIV) ควรมีค่าธรรมเนียมที่สูงกว่าเนื่องจากมีต้นทุนดำเนินงานที่เกิดจากการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ลงทุน

4) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

ในกลุ่มนี้ประกอบด้วย ตัวแปรอายุของกองทุน (AGE) นับตั้งแต่วันจัดตั้งกองทุน มีหน่วยเป็นวัน ซึ่งควรมีทิศทางตรงข้ามกับค่าธรรมเนียมกองทุนรวม เพราะเกิดจากความความชำนาญและการใช้เทคโนโลยีใหม่ๆ ในการบริหารกองทุนให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ตัวแปรอัตราการซื้อขายหมุนเวียน (TO) ที่สะท้อนถึงรูปแบบการบริหารกองทุน ควรมีทิศทางเป็นบวกกับค่าธรรมเนียม เนื่องจากถ้ากองทุนที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูง กองทุนย่อมมีต้นทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่สูงกว่ากองทุนที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนน้อยกว่า ดังนั้นกองทุนจึงต้องเพิ่มค่าธรรมเนียมเพื่อสะท้อนต้นทุนดังกล่าว

นอกจากนี้ มีตัวแปรหุ่นที่แสดงว่ากองทุนรวมบริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือ ธนาคารพาณิชย์หรือไม่ (DBANK) เพื่อสะท้อนถึงระบบการเงินของอุตสาหกรรมกองทุนรวมใน AEC ได้ดียิ่งขึ้น เพราะระบบการเงินใน AEC มีลักษณะพึ่งพาธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก (Bank-Based Economy) โดย DBANK ควรมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับค่าธรรมเนียม เพราะกองทุนที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารสามารถใช้ทรัพยากรในการบริหารกองทุนร่วมกับธนาคารได้ พร้อมทั้งยังมีช่องทางในการซื้อขายกองทุนผ่านธนาคารทำให้นักลงทุนมีโอกาสลงทุนได้มากกว่ากองทุนรวมที่ไม่ได้อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ ดังนั้นกองทุนเหล่านี้จึงมีต้นทุนเฉลี่ยต่ำกว่าได้

5) กลุ่มนโยบายการลงทุน

นโยบายการลงทุนแบ่งออกเป็น กองทุนรวมตราสารทุน (DEQ) และกองทุนรวมตราสารหนี้ (DFI) โดยให้กองทุนรวมประเภทอื่นๆ ได้แก่ กองทุนรวมผสม กองทุนรวมตลาดเงิน และกองทุนรวมอื่นๆ เป็นตัวแปรหุ่นอ้างอิง เนื่องจากกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมตราสารหนี้มีจำนวนกองทุนในแต่ละประเทศเป็นสัดส่วนมากที่สุดจึงเลือกใช้เพียงสองนโยบายนี้ โดยกองทุนรวมตราสารทุน (DEQ) ควรมีความเสี่ยงสูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ เนื่องจากต้นทุนในการบริหารจัดการที่สูงมากกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ แต่กองทุนรวมตราสารหนี้ (DFI) ควรมีความเสี่ยงต่ำกว่ากองทุนรวมประเภทอื่นๆ เพราะมีต้นทุนในการบริหารน้อยกว่ากองทุนรวมประเภทอื่นๆ

ส่วนตัวแปรหุ่นที่แสดงถึงกองทุนมีนโยบายลงทุนในต่างประเทศ (DFIF) ควรมีต้นทุนในการบริหารสูงกว่ากองทุนที่ลงทุนในประเทศเพราะต้องมีต้นทุนการทำธุรกรรมในการซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยน หรือต้นทุนในการบริหารความเสี่ยงในส่วนอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มเติมด้วย

6) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

ตัวแปรในกลุ่มนี้แสดงว่ากองทุนดังกล่าวตั้งในประเทศใดใน AEC ที่ประกอบด้วย ประเทศสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย ประเทศอินโดนีเซีย และประเทศฟิลิปปินส์ โดยให้ประเทศไทยเป็นตัวแปรหุ่นอ้างอิง ซึ่งตัวแปรกลุ่มนี้จะเพิ่มเข้ามาเมื่อศึกษาแบบจำลองที่ใช้ข้อมูลหลายประเทศรวมกัน

เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็น Unbalanced Panel Data ซึ่งอาจมีข้อมูลของตัวแปรอิสระบางตัวไม่สามารถสำรวจได้ (Unobservable Explanatory Variables) เพราะตัวแปรนั้นไม่เปลี่ยนแปลงไปตามข้อมูลเวลา (Time-Invariant) หรือที่รู้จักกันในชื่อส่วนผลกระทบแบบคงที่ของเวลา (Time Fixed Effects Term) ดังสมการที่ 2.3 ต่อไปนี้

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \dots + \beta_k X_{ik} + a_t + V_{it} \quad (2.3)$$

โดยที่ i เวลาที่ t V_{it} แทนตัวแปรคลาดเคลื่อนของตัวอย่างที่ i เวลาที่ t และ a_t คือ Unobserved Fixed Effect เวลาที่ t เนื่องจากเมื่อเวลาเปลี่ยนไป ตัวแปรตามอาจมีการเปลี่ยนแปลงไปด้วยจากปัจจัยอื่นๆ แต่หากผลกระทบแบบคงที่นั้นไม่สัมพันธ์กับตัวแปรอิสระในสมการ การประมาณค่าด้วยวิธีการผลกระทบแบบสุ่ม (Random Effect) จะทำให้ผลที่ประมาณค่าได้มีคุณสมบัติที่มีประสิทธิภาพมากกว่าการประมาณค่าด้วยวิธีการผลกระทบแบบคงที่ ดังนั้นในการศึกษาจะทำการประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธีการผลกระทบแบบสุ่มแทน เพราะฉะนั้นจึงต้องตรวจสอบปัญหาในการเลือกใช้การประมาณค่าแบบผลกระทบคงที่ (Fixed Effects Estimation Methods: FEM) หรือการประมาณค่าแบบผลกระทบแบบสุ่ม (Random Effects Estimation Methods: REM) ด้วยวิธีการทดสอบของ Hausman (1978) ดังสมการที่ 2.4 เพื่อให้ได้สมการที่เหมาะสมที่สุด

$$HT = t\hat{Q}^t[V(\hat{\beta}_{FE}) - V(\hat{\beta}_{RE})]^{-1}\hat{Q} \quad (2.4)$$

โดยที่ t แทนจำนวนช่วงเวลา $\hat{\beta}_{FE}$ แทนเวกเตอร์ของค่าประมาณการถดถอยด้วยวิธี FEM $\hat{\beta}_{RE}$ แทนเวกเตอร์ของค่าประมาณการถดถอยด้วยวิธี REM Q แทน $\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE}$ โดยมีการกระจายตัวแบบ Chi-Square

ถ้าการประมาณแบบผลกระทบคงที่มีความเหมาะสมกว่าการประมาณแบบผลกระทบแบบสุ่มจะใช้เกณฑ์สารสนเทศของชวาร์ซ (Schwarz's Information Criterion: SIC) ตามสมการที่ 2.5 ในการเลือกระหว่างแบบจำลองที่ใช้ข้อมูลแบบพูล (Pool Data) กับแบบจำลองที่ใช้การประมาณแบบผลกระทบคงที่ โดยเลือกแบบจำลองที่มีค่า SIC ต่ำที่สุด เพื่อให้ได้แบบจำลองที่มีความเหมาะสมมากที่สุด

$$SIC = \ln(n \cdot t)k - 2\ln(L_{\max}) \quad (2.5)$$

โดยที่ n แทนจำนวนตัวอย่าง t แทนจำนวนช่วงเวลา k แทนจำนวนพารามิเตอร์ และ $L_{\max}$ แทนมูลค่าสูงที่สุดในการประมาณค่าแบบ Log-Likelihood

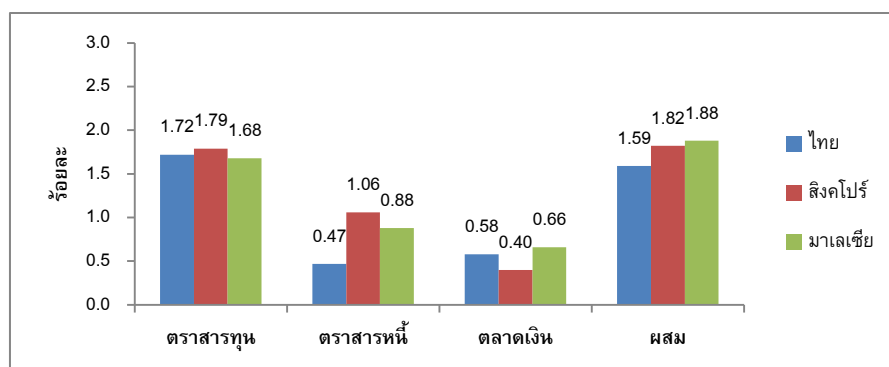
2.4 ผลการศึกษา

แหล่งที่มาของข้อมูลทุกข้อมูมีมาจากฐานข้อมูลทั้ง Morningstar Direct และ Thomson Reuters Eikon เนื่องจากต้องใช้ข้อมูลกองทุนเปิดจากหลายประเทศทั้งประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ทำให้การเลือกใช้เพียงฐานข้อมูลเดียวจะทำให้ข้อมูลไม่

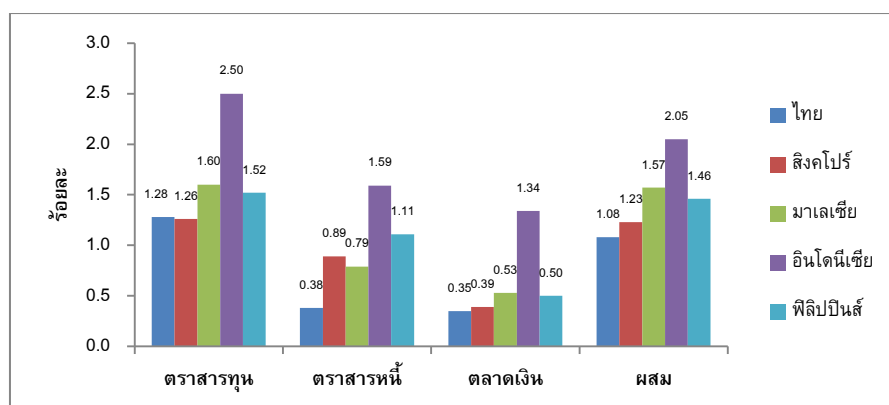
ครบถ้วน นอกจากนี้ข้อมูลกองทุนรวมของประเทศไทยยังได้ใช้ข้อมูลจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เพิ่มในบางส่วนอีกด้วย จึงทำให้ข้อมูลกองทุนรวมของไทยมีความสมบูรณ์มากที่สุด โดยใช้ข้อมูลรายปี และข้อมูลผลการดำเนินงานใช้การคำนวณมาจากรฐานข้อมูลโดยตรง ช่วงเวลาที่ศึกษาตั้งแต่ พ.ศ. 2552 – 2556

2.4.1 ภาพรวมของข้อมูล

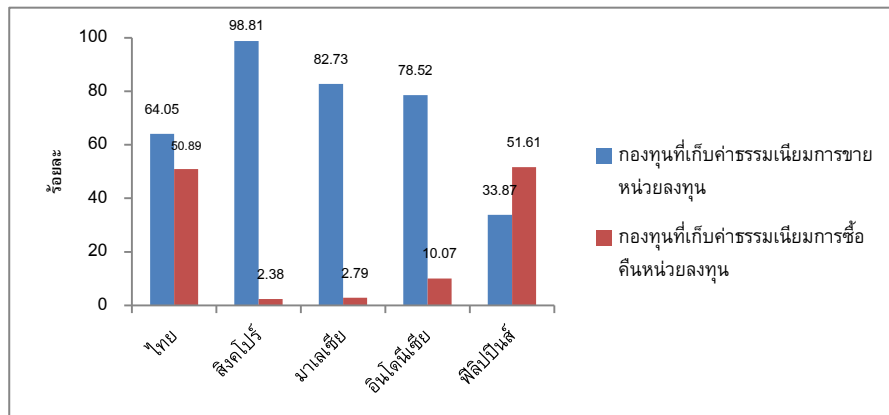
ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีประเด็นที่น่าสนใจต่างๆ ดังนี้



ภาพที่ 2.1 อัตราส่วนค่าใช้จ่ายของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย โดยแบ่งออกเป็นนโยบายการลงทุนประเภทต่างๆ พ.ศ. 2556

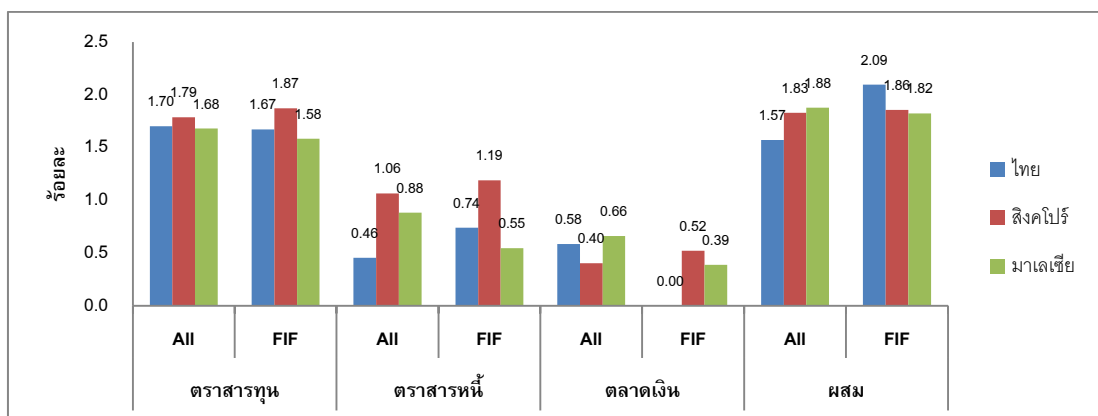


ภาพที่ 2.2 ค่าธรรมเนียมการจัดการของประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ โดยแบ่งออกเป็นนโยบายการลงทุนประเภทต่างๆ พ.ศ. 2556

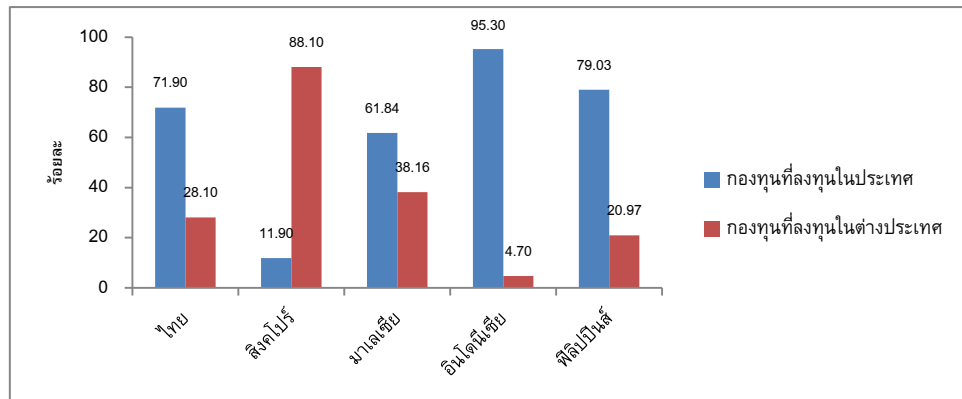


ภาพที่ 2.3 ส่วนแบ่งตลาดของกองทุนที่มีเก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุน และกองทุนที่มีเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนของประเทศต่างๆ ใน AEC พ.ศ. 2556

จากภาพที่ 2.1 พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายที่ใกล้เคียงกับกองทุนรวมของประเทศสิงคโปร์และมาเลเซีย แต่กองทุนรวมตราสารหนี้และกองทุนรวมผสมของประเทศไทยมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายที่ต่ำที่สุด ส่วนภาพที่ 2.2 พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยมีค่าธรรมเนียมการจัดการที่ต่ำสุดเมื่อเทียบกับประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ยกเว้นกองทุนรวมประเภทตราสารทุนที่มีระดับใกล้เคียงกับประเทศสิงคโปร์ ส่วนประเทศอินโดนีเซียกลับมีค่าธรรมเนียมการจัดการสูงที่สุดในทุกนโยบาย และภาพที่ 2.3 พบว่ากองทุนรวมเกือบทุกประเทศยกเว้นกองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์มีส่วนแบ่งตลาดกองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายมากกว่ากองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืน และกองทุนรวมประเทศไทยและฟิลิปปินส์มีส่วนแบ่งตลาดกองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนเป็นสัดส่วนที่สูง

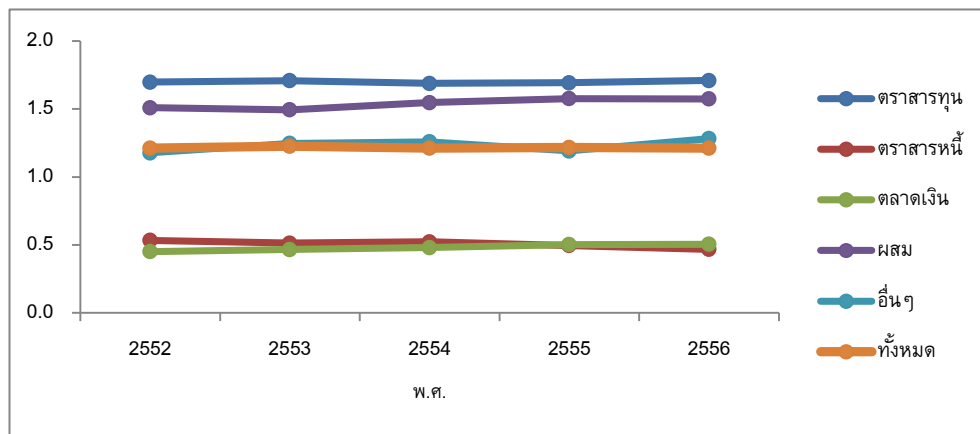


ภาพที่ 2.4 อัตราส่วนค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมทุกประเภท และกองทุนที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศของกองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2556

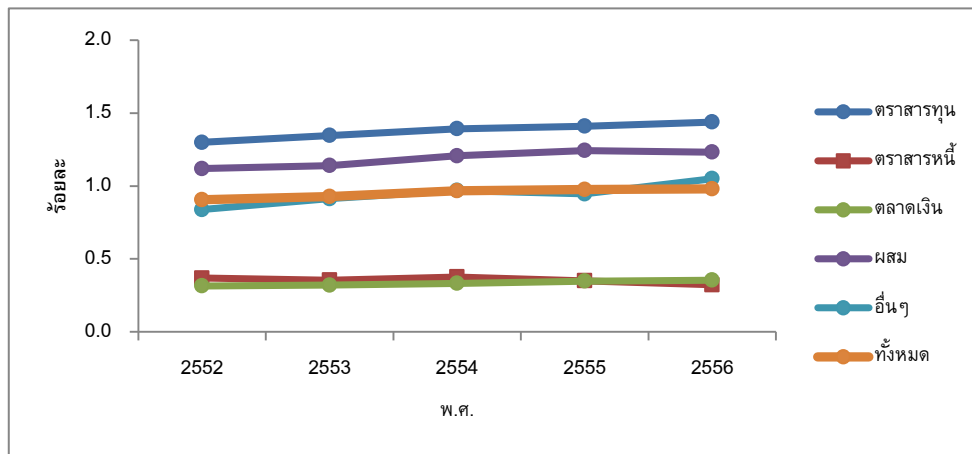


ภาพที่ 2.5 ส่วนแบ่งตลาดกองทุนที่มีนโยบายลงทุนในประเทศ และกองทุนที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศของประเทศไทย ใน AEC พ.ศ. 2556

จากภาพที่ 2.4 จะพบว่ากองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายที่แตกต่างกับกองทุนทั้งหมด โดยกองทุนรวมตราสารหนี้ กองทุนรวมตลาดเงิน และกองทุนรวมผสมจะมีความแตกต่างอย่างเห็นได้อย่างชัดเจน จากภาพที่ 2.5 พบว่ากองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์มีส่วนแบ่งตลาดของกองทุนที่ลงทุนในประเทศน้อยกว่ากองทุนที่ลงทุนในต่างประเทศเพียงประเทศเดียว ส่วนกองทุนประเทศอินโดนีเซียจะลงทุนในประเทศของตนเอง

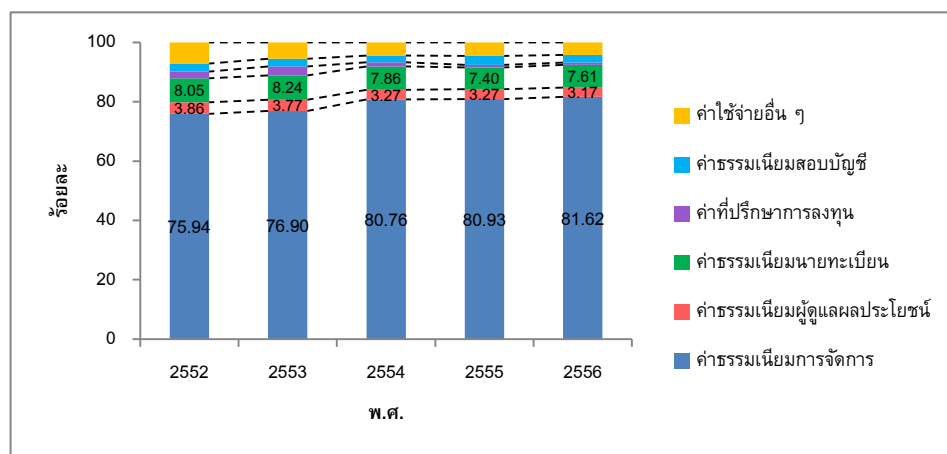


ภาพที่ 2.6 อัตราส่วนค่าใช้จ่ายของประเทศไทย แบ่งตามประเภทของกองทุน ตั้งแต่ พ.ศ. 2552 – 2556

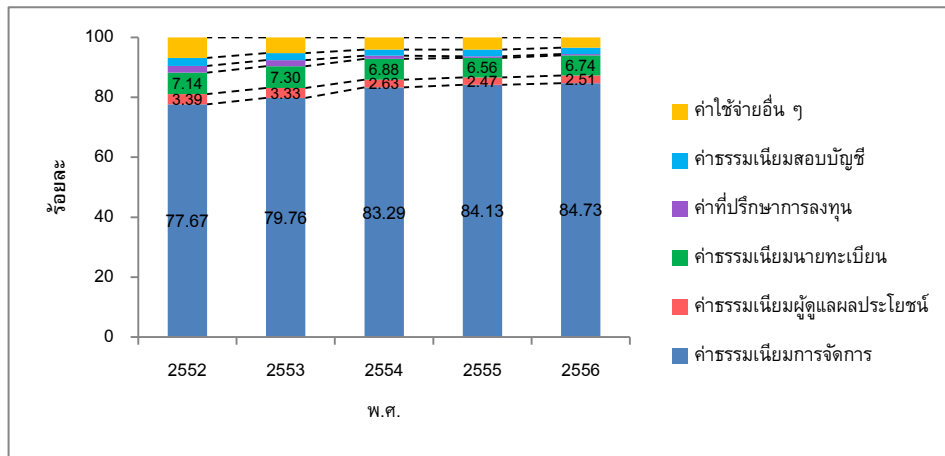


ภาพที่ 2.7 ค่าธรรมเนียมในการจัดการของประเทศไทย แบ่งตามประเภทของกองทุน ตั้งแต่ พ.ศ. 2552 – 2556

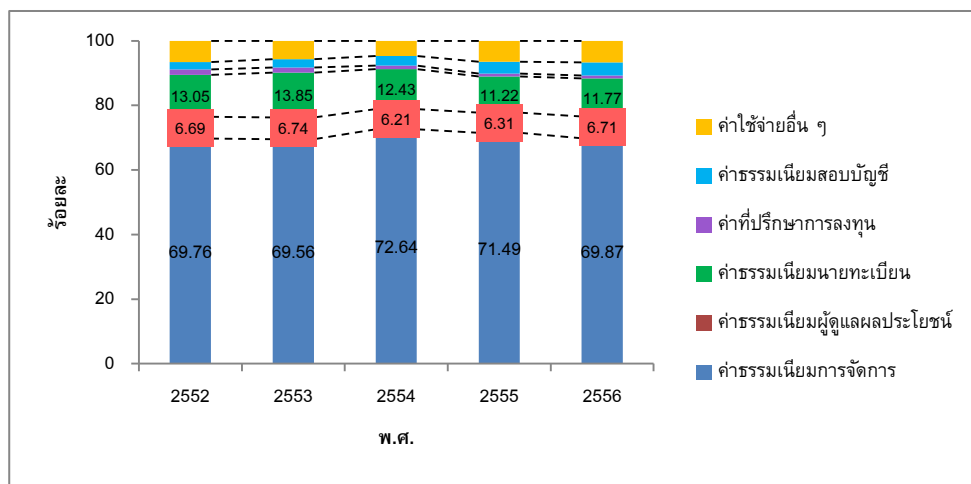
จากภาพที่ 2.6 และภาพที่ 2.7 พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนของประเทศไทย มีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมในการจัดการสูงสุดเมื่อเทียบกับกองทุนประเภทอื่น รองลงมาคือกองทุนรวมตราสารหนี้ ซึ่งอัตราส่วนค่าใช้จ่ายของทั้งสองประเภทกองทุนมีระดับที่ใกล้เคียงกันทั้ง 5 ปี แต่ค่าธรรมเนียมในการจัดการมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในทุกปี ส่วนกองทุนที่มีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมในการจัดการต่ำที่สุดในปี พ.ศ. 2556 คือกองทุนรวมตราสารหนี้ โดยก่อนหน้านั้น ใน พ.ศ. 2552 – 2555 กองทุนรวมตลาดเงินกลับมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมในการจัดการต่ำที่สุด



ภาพที่ 2.8 สัดส่วนของค่าธรรมเนียมประเภทต่างๆ ที่เก็บจากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่ออัตราส่วนค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมทุกประเภทในประเทศไทย ตั้งแต่ พ.ศ. 2552 – 2556



ภาพที่ 2.9 สัดส่วนของค่าธรรมเนียมประเภทต่างๆ ที่เก็บจากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่ออัตราส่วนค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ตั้งแต่ พ.ศ. 2552 – 2556



ภาพที่ 2.10 สัดส่วนของค่าธรรมเนียมประเภทต่างๆ ที่เก็บจากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่ออัตราส่วนค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมตราสารหนี้ในประเทศไทย ตั้งแต่ พ.ศ. 2552 – 2556

จากภาพที่ 2.8 พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยค่าธรรมเนียมในการจัดการมีสัดส่วนที่มากที่สุดของอัตราส่วนค่าใช้จ่าย โดยมีสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นในทุกปีและมีอัตราเท่ากับร้อยละ 81.62 ใน พ.ศ. 2556 ในขณะที่ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายอื่นๆ มีสัดส่วนที่ลดลงในทุกปี ส่วนภาพที่ 2.9 พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนมีค่าธรรมเนียมในการจัดการเป็นสัดส่วนมากที่สุดและเพิ่มขึ้นในทุกปี โดยมีอัตราร้อยละ 84.73 ใน พ.ศ. 2556 ซึ่งมากกว่าค่าเฉลี่ยของทุกประเภทกองทุน ในขณะที่ภาพที่ 2.10 พบว่ากองทุนรวมตราสารหนี้แม้มีค่าธรรมเนียมในการจัดการเป็นสัดส่วน

ที่มากที่สุด แต่มีสัดส่วนที่ไม่เปลี่ยนแปลงจากเดิมมาก พร้อมทั้งมีสัดส่วนเพียงอัตราร้อยละ 69.87 ใน พ.ศ. 2556

2.4.2 ผลการวิจัยในภาพรวม

การประมาณค่าแบบจุด (Point Estimator) ของข้อมูลกองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ใช้ข้อมูล พ.ศ. 2556 ในการนำเสนอ เพื่อให้สามารถเปรียบเทียบระหว่างประเทศได้ โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1) ข้อมูลกองทุนรวมประเทศไทย

แสดงจากข้อมูลกองทุนตัวอย่าง 395 กองทุน

ตารางที่ 2.2 การประมาณค่าแบบจุดของข้อมูลกองทุนรวมประเทศไทย

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
SHR	2.14	1.62	10.11	-2.55	2.46
ER (%)	1.33	1.35	2.93	0.02	0.66
MF (%)	1.06	1.07	2.16	0.02	0.60
TNA (\$M)	67.12	7.93	3,180.00	0.07	265.00
TNACOM (\$M)	5,020.00	3,160.00	24,700.00	16.22	6,250.00
AGE (Days)	3,033.63	2,829.00	9,958.00	378.00	1,713.25
TO	690.56	249.69	42,588.20	1.32	2,482.63

2) ข้อมูลกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์

แสดงจากข้อมูลกองทุนตัวอย่าง 147 กองทุน

ตารางที่ 2.3 การประมาณค่าแบบจุดของข้อมูลกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
SHR	1.90	1.62	8.42	-1.09	1.58
ER (%)	1.66	1.67	5.27	0.13	0.69
MF (%)	1.17	1.25	1.80	0.10	0.42
TNA (\$M)	126.00	21.52	1,400.00	0.01	249.00
TNACOM (\$M)	2,020.00	1,940.00	3,910.00	51.88	1,070.00
AGE (Days)	3,963.74	3,476.00	16,227.00	183.00	2,416.32
TO	68.80	55.00	515.18	1.00	73.73

3) ข้อมูลกองทุนรวมประเทศมาเลเซีย

แสดงจากข้อมูลกองทุนตัวอย่าง 359 กองทุน

ตารางที่ 2.4 การประมาณค่าแบบจุดของข้อมูลกองทุนรวมประเทศมาเลเซีย

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
SHR	1.75	1.62	12.57	-0.69	1.58
ER (%)	1.51	1.63	4.01	0.30	0.69
MF (%)	1.41	1.50	2.00	0.30	0.41
TNA (\$M)	73.27	16.02	1,400.00	0.16	181.00
TNACOM (\$M)	5,190.00	2,600.00	18,900.00	1.77	7,090.00
AGE (Days)	3,215.84	2,783.00	15,919.00	224.00	1,926.38
TO	183.98	77.00	10,867.00	1.00	670.13

4) ข้อมูลกองทุนรวมประเทศอินโดนีเซีย

แสดงจากข้อมูลกองทุนตัวอย่าง 149 กองทุน

ตารางที่ 2.5 การประมาณค่าแบบจุดของข้อมูลกองทุนรวมประเทศอินโดนีเซีย

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
SHR	1.01	1.61	9.33	-4.20	2.51
MF (%)	1.94	2.00	3.00	0.75	0.56
TNA (\$M)	38.14	10.78	438.00	0.64	66.41
TNACOM (\$M)	530.00	372.00	1,600.00	3.41	493.00
AGE (Days)	2,449.32	2,279.00	6,376.00	307.00	1,457.39

5) ข้อมูลกองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์

แสดงจากข้อมูลกองทุนตัวอย่าง 62 กองทุน

ตารางที่ 2.6 การประมาณค่าแบบจุดของข้อมูลกองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
SHR	2.34	2.04	14.13	-1.32	2.37
MF (%)	1.21	1.10	3.00	0.25	0.51
TNA (\$M)	198.00	48.42	2,980.00	0.12	494.00
TNACOM (\$M)	2,000.00	736.00	4,460.00	0.37	1,920.00
AGE (Days)	3,655.52	3,193.00	7,399.00	2,260.00	1,143.54

ในการเปรียบเทียบค่าของตัวแปรแต่ละตัวว่าประเทศใดมีค่ามากที่สุดหรือต่ำสุด จะใช้ค่ามัธยฐาน เพื่อให้ค่าที่ได้สามารถสะท้อนค่ากลางของกลุ่มได้ดีที่สุดเพราะตัดค่าผิดปกติ (Outliers) ออกไปแล้ว

จากตารางที่ 2.2 – 2.6 ผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงที่วัดแบบ Sharpe Ratio กองทุนประเทศฟิลิปปินส์มีค่ามากที่สุด ซึ่งเกิดขึ้นจากกองทุนประเทศฟิลิปปินส์มีความเสี่ยงของกองทุนน้อยกว่าประเทศอื่นอย่างมากจึงทำให้ Sharpe Ratio มีค่าสูงกว่าประเทศอื่นได้ ในขณะที่กองทุนประเทศอินโดนีเซียมี Sharpe Ratio ที่ต่ำที่สุด

เมื่อเปรียบเทียบอัตราส่วนค่าใช้จ่ายใน 3 ประเทศ ได้แก่ ประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พบว่ากองทุนประเทศสิงคโปร์มีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายที่สูงที่สุด ในขณะที่กองทุนประเทศไทยมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่ำที่สุด ส่วนค่าธรรมเนียมการจัดการเปรียบเทียบทั้ง 5 ประเทศ พบว่ากองทุนประเทศอินโดนีเซียมีค่ามากที่สุด ในทางกลับกันกองทุนประเทศไทยมีค่าธรรมเนียมการจัดการต่ำที่สุด เห็นได้ว่ากองทุนประเทศไทยมีค่าธรรมเนียมประเภทต่างๆต่ำที่สุดใน AEC

เมื่อเปรียบเทียบทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุน พบว่ากองทุนประเทศฟิลิปปินส์มีขนาดใหญ่ที่สุด ในขณะที่กองทุนประเทศไทยมีขนาดเล็กที่สุด ส่วนทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. พบว่า บลจ. ของประเทศไทยมีขนาดใหญ่ที่สุด ซึ่งตีความได้ว่า บลจ. ในประเทศไทยมีกองทุนที่ดูแลจำนวนมากกว่า บลจ. ประเทศอื่น ในทางกลับกัน บลจ. ของประเทศอินโดนีเซียมีขนาดเล็กที่สุด

สุดท้ายถ้าเปรียบเทียบอัตราส่วนซื้อขายหมุนเวียนใน 3 ประเทศ ได้แก่ ประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พบว่ากองทุนประเทศไทยมีอัตราส่วนซื้อขายหมุนเวียนสูงที่สุด ส่วนกองทุนประเทศสิงคโปร์มีค่าต่ำที่สุด สะท้อนให้เห็นว่ากองทุนประเทศไทยส่วนใหญ่บริหารกองทุนเชิงรุก (Active Fund) ส่วนประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียส่วนใหญ่กลับบริหารกองทุนเชิงรับ (Passive Fund)

2.4.3 ผลการวิจัยแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม

ผลการวิจัยแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมจะแบ่งออกเป็นแบบจำลองของข้อมูลกองทุนทุกนโยบาย พ.ศ. 2556 แบบจำลองของข้อมูลกองทุนทุกนโยบาย พ.ศ. 2552 – 2556 แบบจำลองของข้อมูลกองทุนตราสารทุน พ.ศ. 2552 – 2556 แบบจำลองของข้อมูลกองทุนตราสารหนี้ พ.ศ. 2552 – 2556 และแบบจำลองของข้อมูลกองทุนผสม พ.ศ. 2552 – 2556 โดยข้อมูลกองทุนที่แบ่งออกเป็นนโยบายต่างๆ จะใช้ข้อมูล 5 ปี เนื่องจากถ้าใช้ข้อมูลเพียง พ.ศ. 2556 จะทำให้จำนวนข้อมูลน้อยเกินไปจนแบบจำลองไม่สามารถเชื่อถือได้ และเนื่องจากข้อมูลอัตราส่วนค่าใช้จ่ายมีเฉพาะกองทุนรวม 3 ประเทศ ได้แก่ กองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย ดังนั้นแบบจำลองที่ใช้ศึกษาปัจจัยกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายจะใช้ข้อมูลเพียง 3 ประเทศนี้เท่านั้น โดยรายละเอียดมีดังนี้

1) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการของกองทุนรวม พ.ศ. 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 2.7 และ 2.8 ซึ่งเป็นการประมาณโดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross-Section Data) พร้อมได้ทำการบรรเทาปัญหา Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว สรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

ตารางที่ 2.7 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายของกองทุนรวม
พ.ศ. 2556

Independent Variables	Expense Ratio			
	3 ประเทศ	ไทย	สิงคโปร์	มาเลเซีย
Constant	2.0967 (4.66)***	0.1448 (0.21)	5.0958 (3.25)***	2.7076 (4.03)***
lnTNA	-0.0747 (-5.03)***	-0.0305 (-2.10)**	-0.0568 (-2.02)**	-0.1792 (-6.54)***
lnTNACOM	0.0001 (0.00)	0.0868 (2.47)**	0.1099 (1.81)*	0.0204 (0.92)
DFEE	0.2159 (3.01)***	0.1933 (2.64)***	-0.1028 (-0.18)	0.2471 (2.2)**
DBFEE	0.0805 (1.92)*	0.1008 (1.80)*	0.4046 (0.67)	0.3439 (1.77)*
SHR	0.0573 (3.99)***	0.0553 (3.30)***	-0.0180 (-0.29)	0.0756 (2.26)**
DDIV	0.2383 (2.36)**	0.1973 (2.10)**	0.3588 (0.66)	0.1981 (1.49)
lnAGE	0.0301 (0.80)	-0.0247 (-0.4)	-0.0806 (-1.15)	0.1195 (2.21)**
lnTO	-0.0187 (-0.90)	-0.0370 (-1.33)	-0.0112 (-0.22)	0.0286 (0.69)
DBANK	-0.0548 (-0.90)	-0.2361 (-2.31)**	0.2897 (2.12)**	-0.2204 (-2.40)**
DFIF	0.0765 (1.15)	0.0991 (1.04)	0.6550 (3.73)***	0.0349 (0.34)
DEQ	0.1385 (2.55)**	0.2149 (3.15)***	0.1777 (1.42)	0.1196 (1.24)
DFI	-0.3916 (-6.20)***	-0.4320 (-4.92)***	-0.3534 (-2.23)**	-0.2417 (-2.89)***
DSG	0.2472 (2.41)**			
DMY	0.1763 (2.27)**			
Adj R ²	31.47%	44.60%	27.99%	29.00%
#Fund	901	395	147	359

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.8 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมการจัดการของ
กองทุนรวม พ.ศ. 2556

Independent Variables	Management Fee					
	5 ประเทศ	ไทย	สิงคโปร์	มาเลเซีย	อินโดนีเซีย	ฟิลิปปินส์
Constant	0.2918 (0.97)	-0.6328 (-0.92)	-1.0766 (-0.56)	2.0132 (4.79)***	0.5536 (0.61)	-0.1460 (-0.07)
lnTNA	-0.0139 (-1.65)*	0.0001 (0.01)	0.0000 (0.00)	-0.0467 (-3.60)***	0.0025 (0.08)	-0.0452 (-0.86)
lnTNACOM	0.0259 (2.16)**	0.0535 (1.83)*	0.0762 (0.80)	-0.0109 (-1.16)	0.1073 (3.08)***	0.1288 (1.72)*
DFFEE	0.1289 (2.84)***	0.2288 (3.31)***	0.0771 (0.32)	0.069 (1.18)	0.1538 (1.12)	0.5841 (2.14)**
DBFEE	0.1128 (2.53)**	0.0340 (0.64)	-0.1257 (-0.78)	0.1433 (2.39)**	0.3860 (2.86)***	-0.3110 (-1.86)*
SHR	0.0492 (5.50)***	0.0522 (3.44)***	-0.0272 (-0.92)	0.0782 (4.11)***	0.0547 (2.64)***	-0.0198 (-0.81)
DDIV	0.1792 (3.31)***	0.2388 (2.9)***	0.2231 (1.83)*	0.0696 (1.48)	0.1064 (0.42)	-0.0739 (-0.29)
lnAGE	0.0088 (0.37)	0.0405 (0.91)	0.0237 (0.59)	0.0326 (1.07)	-0.1289 (-2.11)**	-0.0235 (-0.08)
lnTO	N/A	-0.0144 (-0.60)	0.0365 (0.75)	0.0498 (2.07)**	N/A	N/A
DBANK	-0.0238 (-0.68)	-0.1156 (-1.29)	0.1068 (1.66)*	-0.0401 (-0.82)	-0.0552 (-0.50)	-0.2596 (-1.18)
DFIF	0.1554 (4.08)***	0.0869 (1.05)	0.2329 (2.04)**	0.2647 (6.89)***	0.0534 (0.45)	-0.1909 (-1.19)
DEQ	0.2440 (6.99)***	0.2530 (4.38)***	0.1797 (1.81)*	0.1924 (3.88)***	0.1673 (1.45)	0.2957 (1.69)*
DFI	-0.2299 (-5.41)***	-0.3477 (-4.78)***	-0.3111 (-2.29)**	-0.1752 (-2.41)**	-0.0660 (-0.64)	-0.1396 (-1.06)
DSG	0.0210 (0.30)					
DMY	0.3735 (7.50)***					
DID	1.1186 (15.9)***					
DPH	0.3918 (4.60)***					
Adj R ²	50.26%	45.93%	26.01%	53.67%	20.47%	20.54%
#Fund	1112	395	147	359	149	62

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

(1) กลุ่มที่สะท้อนความประหยัดจากขนาดและความประหยัดจากขอบเขต ทั้งแบบจำลองปัจจัยกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการ ภาพรวมในทุกประเทศพบว่าการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนมีทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการอย่างมีนัยสำคัญ แต่แบบจำลองกำหนดค่าธรรมเนียมการจัดการมีเพียงกองทุนรวมประเทศมาเลเซียเท่านั้นที่มีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงได้ว่ากองทุนรวมประเทศมาเลเซียมีระดับการประหยัดจากขนาดมากที่สุด

การเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. มีทิศทางเดียวกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการ โดยแบบจำลองปัจจัยกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายพบว่ามีกองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่ให้ผลเช่นนั้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมการจัดการพบว่าภาพรวมกองทุนรวมประเทศทั้ง 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ที่ให้ผลเช่นนั้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงได้ว่ากองทุนรวมประเทศไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ไม่มีการประหยัดจากขอบเขต

(2) กลุ่มนโยบายการเก็บค่าธรรมเนียมจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรง จากผลการศึกษาพบว่า กองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายมากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บในภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์อย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการมากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บในภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์อย่างมีนัยสำคัญ

ส่วนกองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายมากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บในภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์อย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการมากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บในภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศมาเลเซียและอินโดนีเซียอย่างมีนัยสำคัญ แต่กองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์กลับพบว่ากองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการน้อยกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญเพียงประเทศเดียว

(3) กลุ่มผลตอบแทนแก่นักลงทุน

พบว่าภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทยและมาเลเซียเมื่อ Sharpe Ratio เปลี่ยนแปลงไปจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้พบว่าภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทย มาเลเซีย และอินโดนีเซีย เมื่อ Sharp Ratio เปลี่ยนแปลงไปจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่าภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมประเทศไทยที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายมากกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้พบว่าภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทย และสิงคโปร์ ที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายมากกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

มีเพียงกองทุนรวมประเทศมาเลเซียที่พบว่าถ้ากองทุนมีอายุเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นจะทำให้กองทุนมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงมากขึ้นตามอย่างมีนัยสำคัญ แต่กลับพบว่ากองทุนรวมประเทศอินโดนีเซียที่มีอายุกองทุนเปลี่ยนแปลงมากขึ้นจะทำให้กองทุนมีค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

มีเพียงกองทุนรวมประเทศมาเลเซียที่พบว่าถ้ากองทุนมีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้กองทุนมีค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์จะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายน้อยกว่ากองทุนที่ไม่อยู่ในเครือในภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมประเทศมาเลเซียที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์จะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการมากกว่ากองทุนที่ไม่อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(5) กลุ่มนโยบายการลงทุน

กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายสูงกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการสูงกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมตราสารทุนในภาพรวมของทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทยมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายสูงกว่ากองทุนรวมประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมตราสารทุนในภาพรวมทั้ง 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทย มาเลเซีย สิงคโปร์ และฟิลิปปินส์มีค่าธรรมเนียมการจัดการสูงกว่ากองทุนรวมประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมตราสารหนี้ในภาพรวมของทั้ง 3 และ 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย มีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการต่ำกว่ากองทุนรวมประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ

(6) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์มีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายสูงสุด รองลงมาคือกองทุนรวมประเทศมาเลเซีย และกองทุนรวมประเทศไทยมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่ำที่สุด

กองทุนรวมประเทศอินโดนีเซียมีค่าธรรมเนียมการจัดการสูงสุด รองลงมาคือกองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์ กองทุนรวมประเทศมาเลเซีย และกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ และไทยมีค่าธรรมเนียมการจัดการต่ำที่สุดใน 5 ประเทศ

ตารางที่ 2.9 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมทุก
นโยบายการลงทุนของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Expense Ratio		Management Fee	
	Pool	Fixed	Pool	Fixed
Constant	2.2686 (18.59)***	2.3079 (21.15)***	0.7104 (9.95)***	0.7529 (16.67)***
lnTNA	-0.0839 (-20.99)***	-0.0830 (-20.14)***	-0.0287 (-18.68)***	-0.0281 (-17.02)***
lnTNACOM	-0.0213 (-5.22)***	-0.0217 (-5.48)***	0.0082 (3.29)***	0.0079 (2.71)***
DFEET	0.2995 (10.80)***	0.2985 (10.67)***	0.1901 (10.39)***	0.1891 (10.17)***
DBFEE	0.1036 (5.63)***	0.1025 (5.09)***	0.1414 (4.82)***	0.1395 (4.59)***
SHR	0.0128 (3.66)***	0.0169 (2.38)**	0.0116 (2.68)***	0.0155 (2.00)**
DDIV	0.1716 (6.69)***	0.1686 (6.92)***	0.1559 (8.63)***	0.1533 (9.13)***
lnAGE	0.0703 (5.17)***	0.0629 (4.96)***	0.0371 (4.68)***	0.0299 (3.88)***
lnTO	-0.0077 (-0.89)	-0.0086 (-0.97)	-0.0072 (-1.12)	-0.0083 (-1.25)
DBANK	0.0401 (1.01)	0.0404 (1.02)	0.0447 (4.33)***	0.0450 (4.48)***
DFIF	0.0773 (4.41)***	0.0707 (4.54)***	0.1857 (15.38)***	0.1799 (16.13)***
DEQ	0.2124 (39.06)***	0.2076 (38.76)***	0.2382 (28.70)***	0.2339 (33.22)***
DFI	-0.4251 (-14.65)***	-0.4205 (-13.87)***	-0.3157 (-12.14)***	-0.3111 (-11.34)***
DSG	0.2190 (8.16)***	0.2216 (8.25)***	0.0599 (3.06)***	0.0582 (3.39)***
DMY	0.1793 (12.02)***	0.1840 (9.82)***	0.3645 (20.69)***	0.3689 (22.94)***
Adj R²	30.34%	30.50%	42.09%	42.34%
#Fund	1030	1030	1022	1022
SIC	1.72	1.73	0.975	0.979

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.10 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมทุก
นโยบายการลงทุนในประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Expense Ratio			Management Fee		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	0.4641 (2.57)**	0.5997 (3.71)***	1.5728 (2.74)***	0.0046 (0.02)	0.1118 (0.36)	0.5058 (1.01)
lnTNA	-0.0625 (-7.42)***	-0.0618 (-7.85)***	-0.0598 (-7.38)***	-0.0163 (-2.11)**	-0.0157 (-2.28)**	-0.0200 (-2.94)***
lnTNACOM	0.0633 (4.93)***	0.0610 (5.09)***	0.0166 (0.40)	0.0335 (3.33)***	0.0325 (3.32)***	-0.0001 (-0.01)
DFEE	0.2362 (6.45)***	0.2294 (6.22)***	0.2020 (2.40)**	0.2474 (19.44)***	0.2405 (17.19)***	0.2386 (8.55)***
DBFEE	0.1607 (6.88)***	0.1580 (5.71)***	0.1666 (3.72)***	0.0989 (2.90)***	0.0966 (2.47)**	0.0663 (1.04)
SHR	0.0226 (5.99)***	0.0368 (3.22)***	0.0022 (1.17)	0.0135 (3.02)***	0.0280 (2.01)**	-0.0020 (-2.01)**
DDIV	0.2092 (8.57)***	0.1956 (11.36)***	0.2343 (3.87)***	0.1967 (8.18)***	0.1853 (11.69)***	0.2251 (5.36)***
lnAGE	0.0338 (1.99)**	0.0139 (0.72)	0.0073 (0.23)	0.0399 (1.73)*	0.0186 (0.68)	0.0690 (3.13)***
lnTO	-0.0142 (-1.06)	-0.0169 (-1.31)	0.0040 (0.62)	-0.0122 (-1.07)	-0.0131 (-1.18)	0.0043 (0.63)
DBANK	-0.1188 (-2.14)**	-0.1069 (-1.86)*	-0.1002 (-0.71)	-0.0014 (-0.03)	0.0100 (0.22)	-0.0060 (-0.12)
DFIF	0.1443 (2.75)***	0.1375 (2.89)***	0.1356 (1.37)	0.0602 (1.70)*	0.0600 (1.89)*	0.0756 (1.05)
DEQ	0.2620 (10.90)***	0.2380 (10.95)***	0.3566 (6.51)***	0.2766 (14.18)***	0.2550 (12.45)***	0.3615 (6.99)***
DFI	-0.4627 (-11.22)***	-0.4209 (-8.76)***	-0.5208 (-15.09)***	-0.4203 (-12.68)***	-0.3747 (-8.37)***	-0.4262 (-10.88)***
Adj R²	44.01%	44.89%	24.31%	42.89%	43.54%	24.42%
#Fund	420	420	420	411	411	411
SIC	1.51	1.52		1.28	1.29	
Hausman Test		Fixed***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.11 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมทุก
นโยบายการลงทุนของประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Expense Ratio			Management Fee		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	3.9612 (4.41)***	4.0238 (4.39)***	3.9122 (2.28)**	-1.3019 (-6.81)***	-1.3091 (-7.08)***	0.6232 (6.46)***
lnTNA	-0.0357 (-3.38)***	-0.0356 (-3.29)***	-0.0427 (-2.33)**	-0.0115 (-2.95)***	-0.0117 (-2.71)***	0.0001 (0.00)
lnTNACOM	-0.0968 (-2.23)**	-0.0980 (-2.22)**	-0.0880 (-0.99)	0.0920 (10.72)***	0.0918 (10.84)***	0.0001 (0.00)
DFEE	0.3666 (3.46)***	0.3660 (3.38)***	0.1367 (0.58)	0.4515 (5.85)***	0.4518 (5.77)***	0.2897 (2.90)***
DBFEE	0.2911 (1.65)	0.3064 (1.70)*	0.1439 (0.45)	0.0976 (2.55)**	0.0997 (2.38)**	-0.0459 (-0.83)
SHR	0.0063 (2.70)***	0.0047 (1.69)*	0.0017 (0.98)	0.004 (4.73)***	0.0034 (2.99)***	0.0001 (0.00)
DDIV	0.1749 (2.36)**	0.1672 (2.41)**	0.2494 (1.47)	0.2095 (6.55)***	0.2152 (6.08)***	0.2408 (5.32)***
lnAGE	-0.0621 (-4.16)***	-0.0657 (-4.41)***	-0.0433 (-1.84)*	-0.0183 (-1.67)*	-0.017 (-1.71)*	0.0001 (0.00)
lnTO	0.0318 (3.18)***	0.0327 (3.29)***	-0.0077 (-0.35)	0.0680 (4.02)***	0.0691 (4.00)***	0.0001 (0.00)
DBANK	0.2624 (8.98)***	0.2684 (9.16)***	0.2378 (3.40)***	0.0836 (5.78)***	0.0841 (6.07)***	0.1535 (10.42)***
DFIF	0.5602 (14.62)***	0.5559 (14.53)***	0.5896 (6.67)***	0.1578 (6.30)***	0.1579 (6.19)***	0.2568 (6.29)***
DEQ	0.1399 (4.92)***	0.1450 (4.80)***	0.1120 (2.23)**	0.0498 (3.11)***	0.0514 (3.06)***	0.0210 (0.77)
DFI	-0.4000 (-17.37)***	-0.3981 (-18.01)***	-0.4133 (-10.76)***	-0.3734 (-10.47)***	-0.3725 (-10.34)***	-0.2907 (-5.99)***
Adj R ²	30.66%	30.98%	13.33%	23.92%	23.81%	15.80%
#Fund	197	197	197	197	197	197
SIC	1.73	1.75		1.12	1.15	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.12 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมทุก
นโยบายการลงทุนของประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Expense Ratio			Management Fee		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	2.5265 (7.10)***	2.5510 (7.42)***	2.8230 (6.75)***	1.8049 (13.61)***	1.8390 (14.33)***	1.1258 (17.99)***
lnTNA	-0.1676 (-27.89)***	-0.1669 (-26.99)***	-0.1080 (-7.39)***	-0.0527 (-13.69)***	-0.0519 (-11.87)***	0.0001 (0.00)
lnTNACOM	0.0024 (0.32)	0.0026 (0.35)	-0.0313 (-1.54)	-0.0108 (-1.83)*	-0.0111 (-1.77)*	0.0001 (0.00)
DFEE	0.3010 (7.08)***	0.3017 (7.05)***	0.2505 (3.45)***	0.1341 (4.60)***	0.1339 (4.55)***	0.0761 (1.58)
DBFEE	-0.2286 (-2.97)***	-0.2269 (-2.96)***	-0.2263 (-1.84)*	-0.0985 (-3.39)***	-0.0958 (-3.38)***	0.0647 (2.79)***
SHR	0.0102 (3.07)***	0.0128 (2.51)**	-0.0003 (-0.14)	0.0156 (4.18)***	0.0191 (2.58)**	0.0001 (0.00)
DDIV	0.0834 (1.45)	0.0841 (1.49)	0.1094 (0.86)	0.0149 (0.87)	0.0154 (0.95)	0.0500 (1.49)
lnAGE	0.1413 (6.76)***	0.1359 (6.19)***	0.0894 (3.86)***	0.0747 (7.84)***	0.0683 (5.90)***	0.0001 (0.00)
lnTO	0.0651 (3.98)***	0.0641 (3.91)***	0.0459 (2.53)**	0.0568 (8.38)***	0.0573 (8.25)***	0.0001 (0.00)
DBANK	-0.0595 (-1.06)	-0.0607 (-1.09)	-0.0945 (-0.60)	-0.0019 (-0.30)	-0.0029 (-0.47)	-0.0322 (-2.33)**
DFIF	-0.0177 (-0.54)	-0.0229 (-0.72)	0.0106 (0.20)	0.2668 (16.46)***	0.2610 (15.83)***	0.2469 (16.61)***
DEQ	0.2697 (17.38)***	0.2657 (20.46)***	0.2586 (4.05)***	0.2793 (74.91)***	0.2743 (49.97)***	0.3046 (23.05)***
DFI	-0.2958 (-21.08)***	-0.2965 (-19.60)***	-0.3432 (-5.22)***	-0.2524 (-30.34)***	-0.2530 (-29.02)***	-0.2706 (-14.37)***
Adj R²	28.71%	28.64%	11.97%	53.43%	53.53%	42.15%
#Fund	413	413	413	414	414	414
SIC	1.76	1.78		0.35	0.36	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

2) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุน พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 2.9 และ 2.12 ซึ่งเป็นการประมาณโดยใช้ข้อมูลภาคแบบพาแนล (Unbalanced Panel Data) ได้ทำการบรรเทาปัญหา Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว พร้อมทั้งได้เลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดโดยวิธีการทดสอบของ Huasman และค่า SIC ซึ่งพบว่าแบบจำลองที่ใช้ข้อมูลแบบพูล (Pool Data) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด สรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

(1) กลุ่มที่สะท้อนความประหยัดจากขนาดและความประหยัดจากขอบเขตพบว่าทุกประเทศมีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนในทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการอย่างมีนัยสำคัญทั้งหมด โดยกองทุนรวมประเทศมาเลเซียมีค่าสัมประสิทธิ์ต่ำที่สุด รองลงมาคือกองทุนรวมประเทศไทย และสิงคโปร์ตามลำดับ นั่นจึงแสดงได้ว่ากองทุนรวมประเทศมาเลเซียมีระดับการประหยัดจากขนาดมากที่สุด

การเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. มีทิศทางตรงข้ามกับการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในภาพรวมของกองทุนทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์อย่างมีนัยสำคัญ แต่กองทุนรวมประเทศไทยกลับพบว่าการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. มีทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนค่าใช้จ่าย ส่วนการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. มีทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงค่าธรรมเนียมการจัดการในภาพรวมของทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์อย่างมีนัยสำคัญ แต่กองทุนรวมประเทศมาเลเซียกลับพบว่าการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. มีทิศทางตรงข้ามกับการเปลี่ยนแปลงค่าธรรมเนียมการจัดการเพียงประเทศเดียว ซึ่งแสดงได้ว่ากองทุนรวมประเทศมาเลเซียมีการประหยัดจากขอบเขต ส่วนกองทุนรวมประเทศไทยไม่มีการประหยัดจากขอบเขต

(2) กลุ่มนโยบายการเก็บค่าธรรมเนียมจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรง กองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการมากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บในกองทุนรวมทุกประเทศอย่างมีนัยสำคัญ

ส่วนกองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายมากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บในภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่กองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการมากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บในภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทยและกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์อย่างมีนัยสำคัญ แต่กองทุนรวมประเทศมาเลเซียที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการน้อยกว่ากองทุนที่ไม่เก็บซึ่งแตกต่างจากประเทศอื่นๆ

(3) กลุ่มผลตอบแทนแก่นักลงทุน

พบว่ากองทุนรวมทุกประเทศเมื่อ Sharpe Ratio เปลี่ยนแปลงไปจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่าภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการมากกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

ภาพรวมกองทุนรวมในทุกประเทศ กองทุนรวมประเทศไทยและมาเลเซียพบว่าถ้ากองทุนมีอายุเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นจะทำให้กองทุนมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ แต่กลับพบว่ากองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ที่มีอายุกองทุนเปลี่ยนแปลงมากขึ้นจะทำให้กองทุนมีค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียพบว่าถ้ากองทุนมีอัตราค่าธรรมเนียมรวมเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้กองทุนมีค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมประเทศไทยที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์จะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายน้อยกว่ากองทุนที่ไม่อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารกลับมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายมากกว่ากองทุนที่ไม่อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ ส่วนภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์จะมีค่าธรรมเนียมการจัดการมากกว่ากองทุนที่ไม่อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(5) กลุ่มนโยบายการลงทุน

กองทุนรวมในทุกประเทศที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการสูงกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ ยกเว้นกองทุนรวมประเทศมาเลเซียที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายไม่แตกต่างกับกองทุนที่ไม่มีนโยบายดังกล่าว

กองทุนรวมตราสารทุนในทุกประเทศมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการสูงกว่ากองทุนรวมประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมตราสารหนี้ในทุกประเทศมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการต่ำกว่ากองทุนรวมประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ

(6) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์มีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายสูงสุด รองลงมาคือกองทุนรวมประเทศมาเลเซีย และกองทุนรวมประเทศไทยมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่ำที่สุดใน 3 ประเทศ

กองทุนรวมประเทศมาเลเซียมีค่าธรรมเนียมการจัดการสูงสุด รองลงมาคือกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ และกองทุนรวมประเทศไทยมีค่าธรรมเนียมการจัดการต่ำที่สุดใน 3 ประเทศ

ตารางที่ 2.13 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม
ตราสารทุนของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Expense Ratio			Management Fee		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	2.3428 (10.60)***	2.3604 (10.93)***	2.6056 (8.04)***	0.7078 (7.02)***	0.7337 (6.61)***	0.8063 (10.78)***
lnTNA	-0.0309 (-6.92)***	-0.0299 (-7.02)***	-0.0547 (-4.95)***	0.0082 (2.45)**	0.0088 (2.63)***	0.0050 (1.71)*
lnTNACOM	-0.0413 (-13.00)***	-0.0420 (-13.07)***	-0.0316 (-2.40)**	0.0086 (3.50)***	0.0080 (3.29)***	0.0073 (0.81)
DFEE	0.2179 (7.75)***	0.2178 (7.81)***	0.1754 (3.89)***	0.0717 (2.96)***	0.0722 (3.03)***	0.0559 (1.36)
DBFEE	-0.0049 (-0.47)	-0.0066 (-0.56)	0.0055 (0.24)	-0.0857 (-3.85)***	-0.0845 (-3.82)***	0.0542 (0.77)
SHR	0.0027 (3.39)***	0.0022 (1.53)	0.0009 (1.07)	0.0021 (2.70)***	0.0026 (1.69)*	-0.0009 (-1.39)
DDIV	0.0712 (2.38)**	0.0701 (2.36)**	0.1174 (1.57)	0.0860 (5.08)***	0.0847 (5.16)***	0.1454 (4.99)***
lnAGE	0.0079 (0.48)	0.0059 (0.39)	0.0336 (1.43)	-0.0211 (-2.98)***	-0.0241 (-2.94)***	0.0109 (2.51)**
lnTO	0.0851 (8.87)***	0.0863 (9.15)***	0.0378 (3.48)***	0.0620 (6.70)***	0.0620 (6.67)***	0.0148 (6.14)***
DBANK	0.0927 (1.93)*	0.0920 (1.91)*	0.0537 (0.43)	0.0573 (4.15)***	0.0569 (4.13)***	0.0500 (1.14)
DFIF	-0.0164 (-1.64)	-0.0178 (-2.18)**	-0.0075 (-0.26)	0.1495 (7.74)***	0.1477 (7.95)***	0.1157 (1.28)
DSG	0.2604 (10.61)***	0.2584 (9.38)***	0.1943 (2.94)***	0.0855 (6.12)***	0.0872 (7.16)***	0.1553 (7.82)***
DMY	0.0694 (1.79)*	0.0630 (1.52)	0.0604 (0.62)	0.3127 (49.00)***	0.3089 (45.53)***	0.2905 (7.52)***
Adj R²	8.04%	8.09%	2.86%	22.44%	22.44%	7.00%
#Fund	549	549	549	541	541	541
SIC	1.78	1.80		0.85	0.87	
Hausman Test		Fixed***			Fixed***	

ตารางที่ 2.14 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม
ตราสารทุนของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Expense Ratio			Management Fee		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	1.4414 (4.02)***	1.4936 (3.93)***	2.0436 (4.12)***	0.3720 (1.07)	0.4085 (1.05)	0.8179 (1.99)**
lnTNA	-0.0284 (-1.55)	-0.0262 (-1.39)	-0.0492 (-2.17)**	0.0543 (10.11)***	0.0551 (9.13)***	0.0364 (3.51)***
lnTNACOM	0.0191 (1.27)	0.0168 (1.35)	0.0191 (0.48)	-0.0216 (-2.31)**	-0.0220 (-2.49)**	-0.0292 (-1.25)
DFEE	0.2202 (4.09)***	0.2225 (4.29)***	0.1495 (1.29)	0.2922 (14.23)***	0.2925 (11.48)***	0.2569 (8.46)***
DBFEE	0.0658 (2.18)**	0.0580 (2.32)**	0.0843 (0.75)	0.0109 (0.25)	0.0082 (0.19)	-0.0306 (-0.32)
SHR	0.0099 (4.26)***	0.0114 (1.20)	0.0009 (0.52)	-0.0010 (-0.29)	-0.0011 (-0.09)	-0.0053 (-4.00)***
DDIV	0.1073 (3.38)***	0.1009 (3.32)***	0.1488 (1.63)	0.0956 (3.43)***	0.0927 (3.46)***	0.1302 (1.99)**
lnAGE	-0.0244 (-0.87)	-0.0282 (-0.87)	-0.0221 (-0.57)	0.0070 (0.20)	0.0023 (0.06)	0.0382 (1.14)
lnTO	0.0348 (2.79)***	0.0321 (2.98)***	0.0056 (0.59)	0.0434 (7.83)***	0.0435 (6.57)***	0.0185 (3.38)***
DBANK	0.0187 (0.29)	0.0201 (0.3)	-0.0431 (-0.27)	0.1249 (2.53)**	0.1228 (2.32)**	0.0899 (0.89)
DFIF	0.0367 (0.92)	0.0298 (0.88)	0.0027 (0.02)	0.0078 (0.11)	0.0035 (0.05)	-0.0757 (-0.45)
Adj R²	5.45%	5.60%	12.84%	8.68%	8.29%	25.26%
#Fund	199	199	199	191	191	191
SIC	1.6	1.63		1.41	1.45	
Hausman Test		Fixed*			Fixed*	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.15 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม
ตราสารทุนของประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Expense Ratio			Management Fee		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	4.7479 (2.99)***	4.8351 (2.95)***	4.2478 (1.56)	-3.8918 (-13.49)***	-3.9099 (-12.71)***	0.3801 (83.09)***
lnTNA	0.0068 (0.60)	0.0069 (0.63)	0.0030 (0.15)	0.0033 (0.49)	0.0030 (0.43)	0.0001 (0.00)
lnTNACOM	-0.1735 (-2.19)**	-0.1749 (-2.15)**	-0.1515 (-1.08)	0.1872 (12.81)***	0.1873 (12.04)***	0.0001 (0.00)
DFEE	0.8065 (13.90)***	0.7841 (9.13)***	0.7785 (5.36)***	1.0149 (8.74)***	1.0309 (9.00)***	0.6215 (25.72)***
DBFEE	0.8731 (2.48)**	0.8784 (2.42)**	0.6881 (1.08)	-0.2556 (-4.86)***	-0.2702 (-5.39)***	0.0546 (1.36)
SHR	0.0039 (1.65)	0.0017 (0.54)	0.0011 (0.77)	0.0036 (3.55)***	0.0037 (2.98)***	0.0001 (0.00)
DDIV	-0.1278 (-1.34)	-0.1311 (-1.64)	-0.0034 (-0.02)	0.2687 (8.83)***	0.2823 (10.98)***	0.2371 (4.32)***
lnAGE	-0.1002 (-8.86)***	-0.1019 (-10.60)***	-0.0878 (-4.13)***	-0.0499 (-2.77)***	-0.0510 (-2.72)***	0.0001 (0.00)
lnTO	-0.0054 (-0.52)	-0.0069 (-0.67)	0.0028 (0.13)	0.1243 (5.41)***	0.1270 (5.43)***	0.0001 (0.00)
DBANK	0.3173 (8.54)***	0.3226 (8.69)***	0.2970 (3.98)***	0.0234 (0.96)	0.0180 (0.74)	0.2544 (11.21)***
DFIF	0.6122 (8.18)***	0.6041 (8.30)***	0.6262 (3.96)***	0.0478 (1.44)	0.0528 (1.50)	0.1636 (6.56)***
Adj R²	18.31%	18.27%	7.72%	27.28%	27.35%	6.61%
#Fund	122	122	122	122	122	122
SIC	1.79	1.83		1.08	1.12	
Hausman Test		Fixed*			Fixed***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.16 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม
ตราสารทุนของประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Expense Ratio			Management Fee		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	1.3138 (4.30)***	1.3547 (4.44)***	2.4527 (5.45)***	2.2604 (55.37)***	2.2814 (52.19)***	2.2814 (52.19)***
lnTNA	-0.0810 (-8.23)***	-0.0784 (-7.54)***	-0.1040 (-4.03)***	0.0004 (0.35)	0.0014 (1.16)	0.0014 (1.16)
lnTNACOM	0.0027 (0.23)	0.0007 (0.06)	-0.0057 (-0.21)	-0.0200 (-16.55)***	-0.0209 (-17.78)***	-0.0209 (-17.78)***
DFEE	0.0553 (0.93)	0.0541 (0.89)	0.0936 (0.82)	-0.0381 (-3.61)***	-0.0382 (-3.60)***	-0.0382 (-3.60)***
DBFEE	-0.1326 (-1.77)*	-0.1294 (-1.74)*	-0.3052 (-1.67)*	-0.0552 (-6.09)***	-0.0550 (-6.24)***	-0.0550 (-6.24)***
SHR	0.0093 (2.66)***	0.0074 (1.94)*	0.0036 (4.32)***	-0.0009 (-1.63)	0.0004 (0.70)	0.0004 (0.70)
DDIV	0.0846 (1.71)*	0.0835 (1.67)*	0.0929 (0.79)	0.0220 (2.12)**	0.0224 (2.21)**	0.0224 (2.21)**
lnAGE	-0.0535 (-2.01)**	-0.0462 (-1.54)	-0.0729 (-2.09)**	-0.0340 (-8.37)***	-0.0374 (-7.95)***	-0.0374 (-7.95)***
lnTO	0.3098 (10.81)***	0.3122 (10.61)***	0.1314 (3.89)***	-0.0047 (-1.20)	-0.0040 (-0.97)	-0.0040 (-0.97)
DBANK	-0.0020 (-0.03)	0.0001 (0.00)	-0.0549 (-0.29)	0.0151 (2.94)***	0.0155 (2.93)***	0.0155 (2.93)***
DFIF	0.1603 (7.06)***	0.1662 (8.21)***	0.1477 (3.59)***	0.1807 (22.73)***	0.1777 (19.79)***	0.1777 (19.79)***
Adj R²	25.24%	25.06%	10.58%	35.18%	35.18%	35.18%
#Fund	228	228	228	228	228	228
SIC	1.73	1.76		0.95	0.97	
Hausman Test		Fixed***			Fixed***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

3) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและ
ค่าธรรมเนียมการจัดการของกองทุนรวมตราสารทุน พ.ศ. 2552 – 2556
จากผลการประมาณในตารางที่ 2.13 และ 2.16 สรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

(1) กลุ่มที่สะท้อนความประหยัดจากขนาดและความประหยัดจากขอบเขต

พบว่าภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซียมีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนในทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยกลับมีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนในทิศทางเดียวกับค่าธรรมเนียมการจัดการอย่างมีนัยสำคัญ แสดงได้ว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซียมีการประหยัดจากขนาดเพียงประเทศเดียว

พบว่าภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมประเทศตราสารทุนสิงคโปร์มีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์กลับมีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ในทิศทางเดียวกับค่าธรรมเนียมการจัดการอย่างมีนัยสำคัญ แต่กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยและมาเลเซียมีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ในทิศทางตรงข้ามกับค่าธรรมเนียมการจัดการอย่างมีนัยสำคัญ จึงแสดงได้ว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยและมาเลเซียมีการประหยัดจากขอบเขต

(2) กลุ่มนโยบายการเก็บค่าธรรมเนียมจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรง

ภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยและสิงคโปร์ที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการมากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ แต่กองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซียที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการน้อยกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

ส่วนกองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายมากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บในกองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยและสิงคโปร์อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่กองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการมากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บในภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์อย่างมีนัยสำคัญ แต่กองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซียที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการน้อยกว่ากองทุนที่ไม่เก็บซึ่งแตกต่างจากประเทศอื่นๆ

(3) กลุ่มผลตอบแทนแก่นักลงทุน

พบว่าภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยและมาเลเซียเมื่อ Sharpe Ratio เปลี่ยนแปลงไปจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3

ประเทศ และกองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์เมื่อ Sharpe Ratio เปลี่ยนแปลงไปจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนในทุกประเทศที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการมากกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ ยกเว้นกองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์ที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายไม่แตกต่างกับกองทุนที่ไม่มีนโยบาย

(4) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

ภาพรวมของกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศพบว่าถ้ากองทุนมีอายุเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นจะทำให้กองทุนมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงน้อยลงอย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียพบว่าถ้ากองทุนมีอายุเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นจะทำให้กองทุนมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงน้อยลงอย่างมีนัยสำคัญ

ภาพรวมของกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยและมาเลเซียพบว่าถ้ากองทุนมีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้กองทุนมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนภาพรวมของกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์พบว่าถ้ากองทุนมีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้กองทุนมีค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

ภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์ที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์จะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายมากกว่ากองทุนที่ไม่อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ ส่วนภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยและมาเลเซียที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์จะมีค่าธรรมเนียมการจัดการมากกว่ากองทุนที่ไม่อยู่ในเครือ

(5) กลุ่มนโยบายการลงทุน

กองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายสูงกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซียที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการสูงกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(6) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

กองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์มีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายสูงที่สุด รองลงมาคือกองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซีย และกองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่ำที่สุดใน 3 ประเทศ

กองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซียมีค่าธรรมเนียมการจัดการสูงสุด รองลงมาคือกองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์ และกองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยมีค่าธรรมเนียมการจัดการต่ำที่สุดใน 3 ประเทศ

ตารางที่ 2.17 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Expense Ratio			Management Fee		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	1.5261 (4.35)***	1.5802 (4.57)***	1.9706 (5.61)***	0.5054 (2.26)**	0.5215 (2.36)**	1.2307 (3.37)***
lnTNA	-0.0875 (-15.88)***	-0.0880 (-14.68)***	-0.0492 (-3.94)***	-0.0329 (-3.45)***	-0.0327 (-3.47)***	-0.0218 (-7.08)***
lnTNACOM	-0.0323 (-7.70)***	-0.0328 (-7.74)***	-0.0654 (-3.81)***	-0.0247 (-2.70)***	-0.0252 (-2.74)***	-0.0382 (-1.83)*
DFEE	0.1937 (7.45)***	0.1850 (7.28)***	0.2434 (3.67)***	0.1350 (4.82)***	0.1244 (4.43)***	0.1701 (1.73)*
DBFEE	0.0925 (2.09)**	0.1038 (2.10)**	0.0182 (0.31)	-0.0615 (-2.98)***	-0.0747 (-3.24)***	0.0092 (0.17)
SHR	0.0069 (0.61)	0.0292 (2.08)**	0.0018 (0.24)	0.0138 (1.35)	0.0441 (5.96)***	0.0007 (0.44)
DDIV	0.0549 (0.81)	0.0421 (0.62)	0.2009 (2.22)**	-0.1290 (-3.59)***	-0.1512 (-4.03)***	-0.0597 (-0.30)
lnAGE	0.1535 (3.98)***	0.1451 (3.87)***	0.0927 (2.18)**	0.1033 (3.57)***	0.0948 (3.23)***	0.0410 (2.25)**
lnTO	-0.0039 (-0.40)	-0.0067 (-0.68)	0.0116 (0.85)	0.0159 (2.30)**	0.0140 (2.47)**	-0.0039 (-0.96)
DBANK	-0.1154 (-3.25)***	-0.1096 (-3.32)***	-0.1073 (-1.51)	-0.0274 (-1.17)	-0.0207 (-0.98)	-0.0307 (-0.55)
DFIF	0.4165 (26.90)***	0.3756 (19.58)***	0.4146 (12.90)***	0.3065 (11.38)***	0.2639 (9.38)***	0.3196 (5.68)***
DSG	0.1774 (4.06)***	0.1606 (3.89)***	0.1597 (1.60)	0.1568 (3.29)***	0.1352 (3.28)***	0.1153 (1.38)
DMY	0.3028 (8.95)***	0.3001 (8.86)***	0.2622 (2.69)***	0.4749 (11.41)***	0.4777 (11.46)***	0.4059 (4.69)***
Adj R²	42.17%	42.74%	24.81%	46.82%	48.17%	29.02%
#Fund	188	188	188	187	187	187
SIC	0.87	0.90		0.37	0.38	
Hausman Test		Fixed**			Fixed***	

ตารางที่ 2.18 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Expense Ratio			Management Fee		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	0.1650 (1.64)	-0.0573 (-0.37)	2.3731 (1.99)**	-0.4387 (-2.35)**	-0.7650 (-3.24)***	1.4316 (1.60)
lnTNA	-0.0429 (-4.43)***	-0.0460 (-4.55)***	-0.0416 (-3.91)***	-0.0172 (-1.50)	-0.0251 (-1.95)*	-0.0290 (-3.28)***
lnTNACOM	-0.0110 (-0.44)	-0.0064 (-0.27)	-0.0876 (-1.22)	-0.0055 (-0.30)	0.0025 (0.13)	-0.0632 (-1.17)
DFEE	0.3026 (4.73)***	0.2821 (4.24)***	0.3644 (2.39)**	0.2219 (4.59)***	0.1786 (4.18)***	0.2581 (1.86)*
DBFEE	0.0679 (1.03)	0.0898 (1.18)	-0.0238 (-0.15)	0.0287 (0.79)	0.0717 (2.03)**	-0.0320 (-0.26)
SHR	0.0057 (0.68)	0.0489 (1.69)*	0.0032 (1.18)	0.0059 (0.56)	0.0936 (4.53)***	-0.0017 (-1.39)
DDIV	-0.0311 (-0.46)	-0.0552 (-0.74)	0.1286 (1.23)	-0.1714 (-5.67)***	-0.2235 (-5.62)***	-0.1401 (-1.40)
lnAGE	0.1491 (2.68)***	0.1574 (2.55)**	0.0901 (2.53)**	0.1284 (3.48)***	0.1344 (2.69)***	0.0909 (3.51)***
lnTO	0.0313 (2.46)**	0.0346 (3.32)***	0.0001 (0.00)	0.0268 (2.44)**	0.0348 (3.66)***	-0.0065 (-0.87)
DBANK	-0.1924 (-3.89)***	-0.1979 (-4.10)***	-0.1043 (-0.74)	-0.0311 (-1.01)	-0.0298 (-0.90)	0.0628 (1.04)
DFIF	0.6053 (7.74)***	0.5551 (9.98)***	0.4965 (5.26)***	0.3625 (4.52)***	0.2654 (4.48)***	0.3391 (2.60)***
Adj R²	58.53%	58.60%	37.41%	41.33%	46.04%	23.61%
#Fund	95	95	95	94	94	94
SIC	0.46	0.53		0.13	0.14	
Hausman Test		Fixed***			Fixed***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.19 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม
 ตราสารหนี้ของประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Expense Ratio			Management Fee		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	2.9878 (3.95)***	3.2209 (4.32)***	2.6349 (4.34)***	0.8359 (1.22)	0.8984 (1.41)	0.5287 (13.62)***
lnTNA	-0.1247 (-7.20)***	-0.1291 (-7.89)***	-0.0404 (-1.03)	-0.0582 (-4.12)***	-0.0601 (-4.00)***	0.0001 (0.00)
lnTNACOM	-0.0119 (-0.33)	-0.0193 (-0.52)	-0.0915 (-1.48)	0.0169 (0.57)	0.0146 (0.50)	0.0001 (0.00)
DFEE	-0.0064 (-0.06)	-0.0286 (-0.23)	0.2522 (0.60)	-0.1261 (-2.18)**	-0.1489 (-2.36)**	0.0441 (0.69)
DBFEE	-0.0430 (-0.54)	0.0145 (0.18)	-0.1858 (-1.21)	-0.0115 (-0.19)	0.0255 (0.40)	-0.1070 (-1.25)
SHR	-0.0017 (-0.08)	0.0157 (0.70)	0.0038 (0.50)	0.0126 (0.89)	0.0311 (2.29)**	0.0001 (0.00)
DDIV	-0.0570 (-0.96)	-0.0407 (-0.64)	-0.1843 (-0.52)	-0.2292 (-17.02)***	-0.2450 (-15.66)***	-0.1737 (-4.21)***
lnAGE	0.0756 (3.81)***	0.0773 (3.15)***	0.0869 (1.33)	0.0517 (3.61)***	0.0542 (2.81)***	0.0001 (0.00)
lnTO	0.0789 (9.02)***	0.0928 (13.85)***	0.0216 (1.89)*	0.0212 (0.65)	0.0099 (0.31)	0.0001 (0.00)
DBANK	0.2349 (6.16)***	0.2427 (5.46)***	0.1566 (2.65)***	0.1079 (3.14)***	0.1124 (2.77)***	0.0873 (2.03)**
DFIF	0.4759 (17.70)***	0.4686 (15.45)***	0.4947 (4.57)***	0.2895 (6.38)***	0.2810 (5.32)***	0.3539 (7.59)***
Adj R²	34.79%	34.44%	8.86%	16.49%	27.35%	14.94%
#Fund	34	34	34	34	34	34
SIC	1.26	1.4		1.05	1.12	
Hausman Test		Fixed*			Fixed***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.20 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม
 ตราสารหนี้ของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Expense Ratio			Management Fee		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	2.8646 (7.68)***	2.9923 (9.17)***	2.7658 (5.27)***	1.4168 (4.30)***	1.4532 (4.23)***	1.1335 (60.59)***
lnTNA	-0.1269 (-17.03)***	-0.1285 (-15.73)***	-0.0820 (-5.00)***	-0.0300 (-3.50)***	-0.0316 (-4.16)***	0.0001 (0.00)
lnTNACOM	-0.0198 (-2.26)**	-0.0194 (-2.27)**	-0.0410 (-2.85)***	-0.0345 (-3.28)***	-0.0352 (-3.47)***	0.0001 (0.00)
DFEE	-0.2018 (-4.24)***	-0.2019 (-4.32)***	-0.2232 (-2.17)**	-0.0901 (-2.14)**	-0.0822 (-1.91)*	-0.1890 (-7.42)***
DBFEE	-0.1029 (-2.38)**	-0.1097 (-2.44)**	-0.1487 (-1.86)*	-0.0929 (-1.80)*	-0.0930 (-1.54)	-0.0446 (-3.04)***
SHR	0.0065 (0.57)	0.0175 (0.92)	-0.0024 (-0.21)	0.0200 (2.19)**	0.0652 (2.11)**	0.0001 (0.00)
DDIV	-0.0574 (-1.56)	-0.0579 (-1.45)	-0.0843 (-0.94)	-0.0370 (-3.10)***	-0.0266 (-1.97)*	-0.0360 (-0.71)
lnAGE	0.1254 (3.12)***	0.1089 (3.25)***	0.0882 (1.46)	0.1059 (3.40)***	0.0933 (2.58)**	0.0001 (0.00)
lnTO	0.0061 (0.19)	0.0049 (0.15)	0.0335 (0.92)	-0.0020 (-0.16)	-0.0055 (-0.39)	0.0001 (0.00)
DBANK	-0.2565 (-17.24)***	-0.2535 (-16.50)***	-0.2340 (-12.10)***	-0.1594 (-5.98)***	-0.1561 (-6.76)***	-0.1745 (-3.31)***
DFIF	0.0492 (1.00)	0.0266 (0.59)	0.0451 (0.66)	0.2924 (8.01)***	0.2665 (4.76)***	0.2485 (5.02)***
Adj R²	39.13%	39.08%	13.81%	22.38%	22.78%	11.17%
#Fund	59	59	59	59	59	59
SIC	0.78	0.86		0.26	0.33	
Hausman Test		Fixed**			Fixed***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

4) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการของกองทุนรวมตราสารหนี้ พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 2.17 และ 2.20 ซึ่งเป็นการประมาณโดยใช้ข้อมูลภาคแบบพาแนล (Unbalanced Panel Data) ได้ทำการบรรเทาปัญหา Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว พร้อมทั้งได้เลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดโดยวิธีการทดสอบของ Huasman และค่า SIC ซึ่งพบว่าแบบจำลองที่ใช้ข้อมูลแบบพูล (Pool Data) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด สรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

(1) กลุ่มที่สะท้อนความประหยัดจากขนาดและความประหยัดจากขอบเขต

พบว่ากองทุนรวมตราสารหนี้ในทุกประเทศมีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนในทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการอย่างมีนัยสำคัญ ยกเว้นกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยที่มีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนในทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการไม่มีนัยสำคัญ จึงแสดงได้ว่ากองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียมีการประหยัดจากขนาด

ภาพรวมกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซียมีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการอย่างมีนัยสำคัญ ทำให้ทราบว่ากองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซียมีการประหยัดจากขนาดเพียงประเทศเดียว

(2) กลุ่มนโยบายการเก็บค่าธรรมเนียมจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรง

ภาพรวมกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการมากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ แต่กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซียที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายน้อยกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้งกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการน้อยกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

ส่วนภาพกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซียที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการน้อยกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มผลตอบแทนแก่นักลงทุน

พบว่ากองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซียเมื่อ Sharpe Ratio เปลี่ยนแปลงไปจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญเพียงประเทศเดียว

พบว่ากองทุนรวมตราสารหนี้ในทุกประเทศที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการน้อยกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

พบว่าถ้ากองทุนรวมตราสารหนี้ในทุกประเทศมีอายุเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นจะทำให้กองทุนมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

ถ้ากองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยและสิงคโปร์มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้กองทุนมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนภาพรวมของกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมประเทศไทย ถ้ากองทุนมีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้กองทุนมีค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

ภาพรวมกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยและมาเลเซียที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์จะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายน้อยกว่ากองทุนที่ไม่อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยและมาเลเซียที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์จะมีค่าธรรมเนียมการจัดการน้อยกว่ากองทุนที่ไม่อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยสิงคโปร์ที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์จะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการน้อยกว่ากองทุนที่ไม่อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(5) กลุ่มนโยบายการลงทุน

กองทุนรวมตราสารหนี้ในทุกประเทศที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการสูงกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ ยกเว้นกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซียที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายไม่แตกต่างกับกองทุนที่ไม่มีนโยบาย

(6) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์มีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการสูงที่สุด รองลงมาคือกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซีย และกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการต่ำที่สุดใน 3 ประเทศ

ตารางที่ 2.21 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมผสม
ของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Expense Ratio			Management Fee		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	3.7103 (13.67)***	3.7947 (15.14)***	3.5476 (7.02)***	1.7126 (12.18)***	1.7033 (14.35)***	1.6324 (4.62)***
lnTNA	-0.0973 (-7.44)***	-0.0965 (-7.52)***	-0.0978 (-5.99)***	-0.0196 (-5.20)***	-0.0192 (-4.87)***	-0.0220 (-4.67)***
lnTNACOM	-0.0214 (-2.19)**	-0.0223 (-2.24)**	-0.0390 (-1.80)*	-0.0093 (-3.59)***	-0.0079 (-3.22)***	-0.0139 (-1.11)
DFEE	-0.1043 (-1.91)*	-0.1027 (-1.96)*	-0.2221 (-1.95)*	-0.0239 (-1.77)*	-0.0251 (-1.84)*	-0.0578 (-2.27)**
DBFEE	0.3881 (13.29)***	0.3897 (12.98)***	0.3375 (4.53)***	0.2917 (11.71)***	0.2919 (10.01)***	0.2908 (4.37)***
SHR	0.0049 (1.45)	0.0099 (2.09)**	0.0010 (0.60)	0.0072 (2.44)**	0.0153 (3.14)***	-0.0026 (-1.85)*
DDIV	0.1962 (8.08)***	0.1871 (5.95)***	0.1630 (2.72)***	0.0537 (2.05)**	0.0556 (2.20)**	0.0578 (0.49)
lnAGE	-0.0584 (-2.52)**	-0.0705 (-3.62)***	0.0330 (0.87)	-0.0419 (-5.64)***	-0.0507 (-6.22)***	0.0058 (1.60)
lnTO	0.0379 (4.93)***	0.0365 (4.45)***	0.0238 (3.24)***	0.0344 (3.47)***	0.0338 (3.41)***	0.0153 (2.32)**
DBANK	-0.1042 (-2.30)**	-0.1041 (-2.26)**	-0.1002 (-0.93)	0.0078 (0.29)	0.0046 (0.16)	-0.0305 (-0.51)
DFIF	0.0746 (1.69)*	0.0677 (1.54)	0.1713 (1.35)	0.1431 (5.20)***	0.1403 (4.65)***	0.2033 (3.37)***
DSG	0.5360 (8.93)***	0.5330 (7.56)***	0.4920 (6.61)***	0.0863 (1.78)*	0.0987 (1.85)*	0.0171 (0.15)
DMY	0.4807 (16.13)***	0.4827 (12.80)***	0.4573 (6.40)***	0.4535 (12.32)***	0.4734 (11.91)***	0.4504 (5.26)***
Adj R²	23.48%	23.43%	14.72%	29.01%	29.10%	15.33%
#Fund	169	169	169	169	169	169
SIC	1.27	1.31		0.40	0.43	
Hausman Test		Fixed**			Fixed***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.22 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมผสม
ของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Expense Ratio			Management Fee		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	2.1554 (2.5)**	2.2666 (2.86)***	3.7778 (3.89)***	1.5233 (2.32)**	1.5137 (2.28)**	2.4554 (2.76)***
lnTNA	-0.0886 (-3.75)***	-0.1108 (-3.94)***	-0.1288 (-5.77)***	-0.0315 (-1.48)	-0.0305 (-1.46)	-0.0673 (-3.35)***
lnTNACOM	0.0555 (1.78)	0.0590 (1.59)	-0.0430 (-1.13)	0.0065 (0.62)	0.0152 (0.95)	-0.0363 (-0.78)
DFEE	-0.0629 (-2.78)***	-0.0777 (-2.68)***	-0.1422 (-1.82)*	0.0357 (0.57)	0.0295 (0.45)	-0.0038 (-0.05)
DBFEE	0.3773 (8.43)***	0.3583 (6.38)***	0.3776 (4.96)***	0.3133 (12.42)***	0.3101 (9.74)***	0.3446 (4.26)***
SHR	0.0028 (0.28)	0.0037 (0.28)	-0.0018 (-0.87)	0.0063 (0.80)	0.0177 (1.72)*	-0.0043 (-1.43)
DDIV	-0.0304 (-0.32)	-0.1280 (-1.33)	-0.0167 (-0.06)	0.0366 (0.51)	0.0405 (0.59)	0.0410 (0.18)
lnAGE	0.0123 (0.27)	-0.0017 (-0.02)	0.0779 (2.19)**	-0.0410 (-0.88)	-0.0683 (-1.06)	0.0430 (2.48)**
lnTO	-0.0417 (-1.21)	-0.0442 (-0.98)	0.0076 (0.51)	0.0382 (1.20)	0.0322 (0.89)	0.0236 (0.88)
DBANK	-0.1156 (-1.36)	-0.1280 (-1.33)	-0.0364 (-0.45)	-0.0230 (-0.34)	-0.0296 (-0.41)	-0.0395 (-0.41)
DFIF	-0.1747 (-1.08)	-0.1790 (-1.09)	-0.0058 (-0.03)	-0.0473 (-0.25)	-0.0462 (-0.23)	0.0477 (0.19)
Adj R²	14.40%	15.43%	14.53%	7.91%	6.78%	9.15%
#Fund	54	54	54	54	54	54
SIC	1.58	1.66		1.37	1.49	
Hausman Test		Fixed*			Fixed*	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.23 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมผสม
ของประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Expense Ratio			Management Fee		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	8.4650 (13.05)***	8.6466 (12.84)***	7.5318 (6.39)***	3.5636 (13.55)***	3.5986 (13.78)***	1.2701 (21.55)***
lnTNA	-0.1053 (-7.88)***	-0.1054 (-7.84)***	-0.1086 (-4.53)***	-0.0378 (-7.55)***	-0.0386 (-8.02)***	0.0001 (0.00)
lnTNACOM	-0.1952 (-7.26)***	-0.2023 (-7.45)***	-0.1733 (-2.88)***	-0.0868 (-5.45)***	-0.0871 (-5.47)***	0.0001 (0.00)
DFEE	-0.9643 (-6.04)***	-0.9562 (-6.19)***	-1.1587 (-3.94)***	-0.2015 (-9.21)***	-0.1992 (-8.93)***	-0.2900 (-14.46)***
DBFEE	0.5199 (11.69)***	0.5302 (13.92)***	0.4069 (3.31)***	0.3392 (23.49)***	0.3431 (40.79)***	0.2802 (5.76)***
SHR	0.0046 (0.44)	0.0043 (0.17)	0.0014 (0.25)	0.0089 (2.65)***	0.0117 (0.81)	0.0001 (0.00)
DDIV	0.5939 (7.53)***	0.5932 (6.79)***	0.6751 (2.14)**	0.2950 (19.95)***	0.2947 (13.06)***	0.2876 (28.39)***
lnAGE	-0.0621 (-3.16)***	-0.0675 (-3.20)***	0.0228 (1.21)	-0.0012 (-0.04)	-0.0051 (-0.17)	0.0001 (0.00)
lnTO	-0.0287 (-1.66)	-0.0311 (-1.84)	0.0094 (0.96)	-0.0031 (-0.13)	-0.0035 (-0.13)	0.0001 (0.00)
DBANK	-0.4072 (-13.03)***	-0.4085 (-11.97)***	-0.4533 (-3.76)***	-0.2598 (-6.84)***	-0.2611 (-7.12)***	-0.2475 (-12.70)***
DFIF	0.8755 (22.01)***	0.8892 (23.64)***	0.8421 (11.07)***	0.3605 (5.24)***	0.3641 (6.04)***	0.2300 (3.90)***
Adj R²	69.71%	69.19%	47.30%	26.78%	24.17%	18.72%
#Fund	28	28	28	28	28	28
SIC	0.54	0.69		0.3	0.47	
Hausman Test		Fixed*			Fixed***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.24 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมผสม
ของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Expense Ratio			Management Fee		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	4.5655 (12.96)***	4.9328 (16.08)***	4.0096 (8.79)***	2.2052 (14.44)***	2.3420 (16.99)***	1.5918 (26.11)***
lnTNA	-0.0968 (-8.24)***	-0.1027 (-7.61)***	-0.1125 (-4.88)***	-0.0006 (-0.17)	0.0009 (0.28)	0.0001 (0.00)
lnTNACOM	-0.0218 (-1.96)*	-0.0240 (-2.07)**	-0.0346 (-1.10)	-0.0235 (-5.46)***	-0.0230 (-5.26)***	0.0001 (0.00)
DFEE	-0.0821 (-1.90)*	-0.0760 (-2.05)**	-0.1337 (-1.35)	-0.0673 (-2.12)**	-0.0636 (-2.29)**	-0.1478 (-2.64)***
DBFEE	0.3205 (1.69)*	0.3535 (1.76)*	0.2156 (0.49)	0.1622 (23.19)***	0.1833 (20.80)***	0.1141 (4.77)***
SHR	0.0015 (0.27)	0.0049 (0.48)	0.0057 (1.41)	0.0047 (1.06)	0.0149 (2.39)**	0.0001 (0.00)
DDIV	0.1346 (1.90)*	0.1471 (2.03)**	0.0597 (0.31)	0.0544 (3.41)***	0.0646 (3.40)***	0.1059 (17.30)***
lnAGE	-0.1039 (-2.06)**	-0.1507 (-3.09)***	0.0238 (0.35)	-0.0374 (-1.83)*	-0.0609 (-2.87)***	0.0001 (0.00)
lnTO	0.1470 (4.47)***	0.1406 (4.25)***	0.0512 (1.42)	0.0188 (3.88)***	0.0140 (2.48)**	0.0001 (0.00)
DBANK	0.1001 (2.42)**	0.0991 (2.33)**	0.0736 (0.74)	0.0563 (5.69)***	0.0520 (4.42)***	0.0467 (6.45)***
DFIF	0.0261 (0.40)	-0.0168 (-0.25)	0.1429 (0.96)	0.1967 (16.48)***	0.1775 (15.05)***	0.2359 (33.26)***
Adj R²	28.10%	28.24%	11.38%	25.41%	0.258158	28.54%
#Fund	86	86	86	86	86	86
SIC	1.21	1.26		0.29	0.33	
Hausman Test		Fixed**			Fixed***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

5) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการของกองทุนรวมผสม พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 2.20 และ 2.24 ซึ่งเป็นการประมาณโดยใช้ข้อมูลภาคแบบพาแนล (Unbalanced Panel Data) ได้ทำการบรรเทาปัญหา Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว พร้อมทั้งได้เลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดโดยวิธีการทดสอบของ Huasman และค่า SIC ซึ่งพบว่าแบบจำลองที่ใช้ข้อมูลแบบพูล (Pool Data) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด สรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

(1) กลุ่มที่สะท้อนความประหยัดจากขนาดและความประหยัดจากขอบเขตพบว่ากองทุนรวมผสมในทุกประเทศมีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนในทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์มีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนในทิศทางตรงข้ามกับค่าธรรมเนียมการจัดการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของประเทศสิงคโปร์ต่ำที่สุด นั้นแสดงถึงว่ากองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์มีระดับการประหยัดจากขอบเขตมากที่สุด

ภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียมีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นกองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียจึงมีการประหยัดจากขนาด

(2) กลุ่มนโยบายการเก็บค่าธรรมเนียมจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรง กองทุนรวมผสมในทุกประเทศที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการน้อยกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ ยกเว้นกองทุนรวมผสมประเทศไทยที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการไม่แตกต่างกับกองทุนที่ไม่เก็บ

กองทุนรวมผสมในทุกประเทศที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการมากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มผลตอบแทนแก่นักลงทุน พบว่าภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์เมื่อ Sharpe Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

ภาพรวมของกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการมากกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

ภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์ และมาเลเซีย ถ้ากองทุนมีอายุเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นจะทำให้กองทุนมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซีย ถ้ากองทุนมีอายุเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นจะทำให้กองทุนมีค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

ภาพรวมของกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซีย ถ้ามีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้กองทุนมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

ภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ ที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์จะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายน้อยกว่ากองทุนที่ไม่อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์ที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์จะมีค่าธรรมเนียมการจัดการน้อยกว่ากองทุนที่ไม่อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่กองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซียที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์จะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการมากกว่ากองทุนที่ไม่อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(5) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์ที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการสูงกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซียที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการสูงกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(6) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

กองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์มีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายสูงสุด รองลงมาคือกองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซีย และกองทุนรวมผสมประเทศไทยมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่ำที่สุดใน 3 ประเทศ

กองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซียมีค่าธรรมเนียมการจัดการสูงสุด รองลงมาคือกองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์ และกองทุนรวมผสมประเทศไทยมีค่าธรรมเนียมการจัดการต่ำที่สุดใน 3 ประเทศ

2.5 สรุปผลการศึกษา

การศึกษาปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมมีความสำคัญในแง่การศึกษาถึงระดับการประหยัดจากขนาดและการประหยัดจากขอบเขต เพื่อให้ทราบว่าถ้ากองทุนรวมมี

ทรัพย์สินเพิ่มขึ้นแล้วจะทำให้กองทุนมีต้นทุนโดยเฉลี่ยเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร ซึ่งการที่ต้นทุนโดยเฉลี่ยลดลงก็จะทำให้ค่าธรรมเนียมของกองทุนลดลงได้ด้วยเช่นกัน จะส่งผลให้กองทุนสามารถแข่งขันในระยะยาวได้

ภาพรวมของข้อมูลการศึกษาปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม พบว่าประเทศที่มีส่วนแบ่งตลาดของกองทุนที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนมากกว่ากองทุนที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนคือ กองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย และอินโดนีเซีย ส่วนประเทศที่มีส่วนแบ่งตลาดของกองทุนที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนน้อยกว่ากองทุนที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนคือ กองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์

นอกจากนี้พบว่าประเทศที่มีส่วนแบ่งตลาดของกองทุนที่มีนโยบายลงทุนในประเทศมากกว่ากองทุนที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศคือ กองทุนรวมประเทศไทย มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ส่วนประเทศที่มีส่วนแบ่งตลาดของกองทุนที่มีนโยบายลงทุนในประเทศน้อยกว่ากองทุนที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศคือ กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์

ยังพบอีกว่าค่าธรรมเนียมการจัดการเป็นสัดส่วนที่สูงที่สุดในอัตราส่วนค่าใช้จ่าย โดยกองทุนรวมประเทศไทยมีสัดส่วนของค่าธรรมเนียมการจัดการต่ออัตราส่วนค่าใช้จ่ายถึงร้อยละ 75 – 85 และมีแนวโน้มที่สัดส่วนนี้จะเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ในกองทุนรวมตราสารทุน ผสม และกองทุนรวมอื่นๆ ส่วนกองทุนรวมตราสารหนี้และตลาดเงินมีสัดส่วนที่ใกล้เคียงกันในทุกปีที่ศึกษา

จากผลการศึกษานี้ปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมใน AEC ได้แก่ ประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ในช่วงเวลา พ.ศ. 2552 – 2556 พบว่า

พบความประหลาดจากขนาดในกองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย โดยกองทุนรวมประเทศมาเลเซียมีระดับการประหลาดจากขนาดมากที่สุด ส่วนกองทุนรวมประเทศไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ มีระดับการประหลาดจากขนาดที่น้อยกว่ากองทุนรวมประเทศมาเลเซียและสิงคโปร์ โดยถ้าแบ่งเป็นนโยบายการลงทุนจะพบว่ากองทุนประเทศมาเลเซียและสิงคโปร์จะยังคงมีระดับการประหลาดจากขนาดมากที่สุด ส่วนความประหลาดจากขอบเขตพบในกองทุนรวมประเทศมาเลเซียในทุกนโยบายการลงทุน ส่วนกองทุนรวมประเทศไทยพบความประหลาดจากขอบเขตในกองทุนรวมตราสารทุน

ปัจจัยที่กำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนปัจจัยอื่นๆ ได้แก่ กลุ่มค่าธรรมเนียมอื่นๆ ของกองทุน ซึ่งพบว่ากองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนหรือค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะกระทบต่ออัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศและนโยบายการลงทุน

กลุ่มผลตอบแทนแก่นักลงทุน พบว่ากองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่วัดด้วย Sharpe Ratio ที่ดีจะมีค่าธรรมเนียมที่สูง และกองทุนที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลพบว่าจะมีค่าธรรมเนียม

สูงกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายในเกือบทุกนโยบายการลงทุน ยกเว้นเพียงกองทุนรวมตราสารหนี้ที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผล

กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม พบว่าอายุของกองทุนส่งผลต่อค่าธรรมเนียมของกองทุนขึ้นอยู่กับประเทศและนโยบายการลงทุน แต่ที่เห็นได้ชัดคือ กองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมผสมของประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียที่มีอายุมากจะมีค่าธรรมเนียมที่ต่ำกว่ากองทุนที่มีอายุน้อย ส่วนปัจจัยอัตราซื้อขายหมุนเวียนพบว่า กองทุนที่มีอัตราซื้อขายหมุนเวียนมากขึ้นจะทำให้กองทุนมีค่าธรรมเนียมสูงขึ้นตาม ส่วนกองทุนที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์พบว่าให้ผลที่แตกต่างขึ้นอยู่กับประเทศและนโยบายการลงทุน ในภาพรวมจะพบว่ากองทุนรวมประเทศไทยที่บริหารโดย บลจ. อยู่ในเครือธนาคารฯ จะมีค่าธรรมเนียมต่ำกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครือ ส่วนกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ที่บริหารโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารฯ จะมีค่าธรรมเนียมที่สูงกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครือ

กลุ่มนโยบายการลงทุน มีปัจจัยทางด้านนโยบายที่ลงทุนในต่างประเทศ พบว่ากองทุนที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีค่าธรรมเนียมที่สูงกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบาย นอกจากนั้นพบว่ากองทุนรวมตราสารทุนมีค่าธรรมเนียมสูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ ส่วนกองทุนรวมตราสารหนี้จะมีค่าธรรมเนียมต่ำกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ

กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน ทำให้ทราบว่ากองทุนรวมประเทศไทยมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการที่ต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับกองทุนรวมทุกประเทศใน AEC และในทุกนโยบายการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ ในภาพรวมพบว่ากองทุนรวมประเทศสิงคโปร์มีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายสูงที่สุด ส่วนกองทุนประเทศมาเลเซียมีค่าธรรมเนียมการจัดการสูงที่สุด

บทที่ 3

ค่าธรรมเนียมกับผลการดำเนินงานและการลงทุน ของกองทุนรวมใน AEC

3.1 บทนำ

อุตสาหกรรมกองทุนรวมของไทยมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง จากภาพที่ 3.1 พบได้ว่าทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวมในประเทศไทยเพิ่มขึ้นมาตลอด โดยเฉพาะ พ.ศ. 2547 เป็นต้นมา เพราะเป็นปีที่เริ่มให้นำเงินลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long-Term Equity Fund: LTF) และกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund: RMF) ลดหย่อนภาษีได้ นอกจากนี้รายงานประสบการณ์ของนักลงทุนกองทุนรวมทั่วโลก (Global Fund Investor Experience: GFIE) พ.ศ. 2556 จัดทำโดย Morningstar ก็กล่าวว่าอุตสาหกรรมกองทุนรวมประเทศไทยใน พ.ศ. 2556 มีการเติบโตสูงเป็นอันดับต้นของโลกแม้จะตัดผลจากการลดหย่อนภาษีไปแล้วก็ตาม



ภาพที่ 3.1 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิและอัตราการเติบโตของกองทุนรวมประเทศไทย
แหล่งที่มา: สมาคมบริษัทจัดการลงทุน, 2558.

นอกจากนี้ คุณเกศรา มัญชุศรี กรรมการและผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ได้ตั้งเป้าหมายในการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบันเป็นร้อยละ 50 ภายใน พ.ศ. 2562 เพื่อให้ตลาดทุนไทยมีเสถียรภาพ เนื่องจากกลุ่มนักลงทุนบุคคลมีความอ่อนไหวต่อภาวะตลาดในช่วงที่เกิดสถานการณ์ไม่พึงประสงค์มากกว่ากลุ่มนักลงทุนสถาบัน แต่เมื่อเทียบมูลค่าการซื้อขายใน ตลท. ตั้งแต่วันที่ 2 มกราคม พ.ศ. 2558 ถึงวันที่ 13 กุมภาพันธ์ กลับมีสัดส่วนการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันในประเทศเพียงร้อยละ 9.36 ดังนั้นกองทุนรวมจึงเป็นช่องทางลงทุนที่สำคัญโดยเฉพาะกองทุนรวมตราสารทุนที่จะได้รับการส่งเสริมและพัฒนาเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ พ.ศ. 2558 นี้เป็นต้นไป

จากงานวิจัยที่ได้เคยมีการศึกษาถึงพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนไทย พบว่าผลการดำเนินงานเป็นข้อมูลที่สำคัญที่สุดที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุน ซึ่งการศึกษาปัจจัยกำหนดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมนั้นมีการศึกษาอย่างมากในหลายประเทศ แต่ในปัจจุบันยังไม่มียานวิจัยงานใดที่ศึกษาภาพรวมของอุตสาหกรรมกองทุนรวมใน AEC โดยเฉพาะผลกระทบของค่าธรรมเนียมต่อการดำเนินงานของกองทุนและการลงทุนในกองทุนรวมของแต่ละประเทศใน AEC จึงทำให้งานวิจัยชิ้นนี้จึงแสดงหลักฐานที่สำคัญว่า จากที่กองทุนรวมประเทศไทยอยู่ในกลุ่มประเทศที่มีค่าธรรมเนียมที่น้อยที่สุดในโลกในขณะนี้ดีแล้วหรือไม่ และถ้ามีการปรับเปลี่ยนจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและการลงทุนในกองทุนอย่างไร การศึกษาประเด็นนี้จึงมีความสำคัญมากในการพัฒนาอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทยให้พัฒนาอย่างยั่งยืนและพร้อมรับการเปิดเสรีซื้อขายกองทุนรวมใน AEC ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตอันใกล้ได้ และสุดท้ายตลาดหลักทรัพย์ไทยก็จะได้รับประโยชน์จากการพัฒนาในส่วนนี้เช่นเดียวกัน

3.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ในงานวิจัยชิ้นนี้ได้ทำการศึกษาทั้งปัจจัยกำหนดผลการดำเนินงานและการลงทุนในกองทุนรวมจึงแบ่งการทบทวนวรรณกรรมออกเป็น 2 ส่วนดังนี้

3.2.1 งานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยกำหนดผลการดำเนินงาน

งานวิจัยที่ศึกษาปัจจัยกำหนดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมส่วนมากได้เลือกผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงเป็นเครื่องสะท้อนผลการดำเนินงานของกองทุนมากกว่าผลตอบแทนก่อนปรับความเสี่ยง โดยงานของ Chalmers, Edelen and Kadlec (1999), Webster (2002), Chen, Jegadeesh and Wermers (2000), Haslem (2008), Díaz-Mendoza and Martínez (2010) และ Murcia (2011) ได้เลือกใช้ผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยง แต่งานศึกษาของ Webster (2002), Díaz-Mendoza et al (2010) และ Murcia (2011) ได้เลือกใช้

ผลตอบแทนก่อนปรับความเสี่ยงศึกษาด้วย และงานของ Webster (2002) ได้สรุปว่า ผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงสามารถสะท้อนการบริหารจัดการของผู้จัดการกองทุนได้ดีกว่า

ส่วนปัจจัยในการกำหนดผลการดำเนินงานมีความหลากหลายในการเลือกใช้มาก แต่งานส่วนมากได้เลือกใช้อัตราส่วนค่าใช้จ่ายหรือรายรับที่กองทุนได้รับ ไม่ว่าจะเป็นงานของ Sirri and Tufano (1998), Chalmers et al. (1999), Chen et al. (2008), Haslem (2008), Díaz-Mendoza et al. (2010), Murcia (2011), Anagol, Marisetty and Venugopal (2012) และ Edelen (2013) โดยส่วนใหญ่ได้สรุปว่าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายมีความสัมพันธ์ที่ตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ มีเพียงแค่งานของ Díaz-Mendoza et al. (2010) ที่ศึกษากองทุนรวมของประเทศสเปนระบุว่าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนปัจจัยอื่นๆ ที่งานศึกษาต่างๆ ส่วนใหญ่เลือกใช้ ได้แก่ ทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุน ทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. อายุของกองทุน และอัตราการซื้อขายหมุนเวียน (Turnover Ratio) เป็นต้น ซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ งานศึกษาของ Gil-Bazo and Ruiz-Verdu (2007) ได้มุ่งศึกษาว่าอายุของกองทุนส่งผลต่อผลการดำเนินงานหรือไม่ หรือนางานของ Chalmers et al. (1999) ได้มุ่งศึกษาว่าอัตราการซื้อขายหมุนเวียนมีผลต่อผลการดำเนินงานหรือไม่

3.2.2 งานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยกำหนดการลงทุนในกองทุนรวม

งานวิจัยที่ศึกษาปัจจัยกำหนดการลงทุนในกองทุนรวมหรือหาปัจจัยกำหนดการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนส่วนมากจะเป็นการหาความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมกับทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุน ซึ่งได้สรุปว่าปัจจัยทั้งสองมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเกิดจากผลของการประหยัดจากขนาด (Economies of Scale) ไม่ว่าจะเป็นงานศึกษาของ LaPlante (2001), Kokeamaki and Smythe (2004), Geranio and Zanotti (2005), Korpela and Puttonen (2006), Zera and Wenyuh (2007), Low (2008), Khorana, Servaes and Tufano (2008), Anolli and Giudice (2008), Wongsurawat (2011), Latzko (2012) และ Arshard (2013) นอกจากนี้ยังมีงานศึกษาของไทยคือ พิชิต อัคราทิตย์ และคณะ (2544) โดยงานศึกษาต่างๆ ได้ใช้ปัจจัยที่แทนค่าธรรมเนียมเป็นต้นทุนรวมของกองทุนหรืออัตราส่วนค่าใช้จ่าย

งานศึกษาที่ใช้ต้นทุนรวมของกองทุน เช่นงานศึกษาของไทยคือ พิชิต อัคราทิตย์ และคณะ (2544) สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนว่า กองทุนรวมมีความประหยัดจากขนาดจริง ซึ่งเกิดจากกองทุนรวมมีต้นทุนคงที่ในสัดส่วนที่มากกว่าต้นทุนผันแปรทำให้การเพิ่มขึ้นของทรัพย์สินสุทธิรวมลดต้นทุนคงที่เฉลี่ยลงในสัดส่วนที่มากกว่าต้นทุนผันแปรเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้นจึงทำให้ต้นทุนรวมเฉลี่ยลดลงได้ ส่วนงานศึกษาที่ได้เลือกใช้อัตราส่วนค่าใช้จ่ายส่วนมากได้ศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งเป็นประเทศที่มีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายเฉลี่ยต่ำที่สุดในโลก เกิดจากโครงสร้าง

อุตสาหกรรมกองทุนรวมของอเมริกามีความใกล้เคียงกับตลาดแข่งขันสมบูรณ์ ทำให้อัตราส่วนค่าใช้จ่ายสามารถสะท้อนต้นทุนเฉลี่ยของกองทุนรวมได้ ตรงกันข้ามกับงานศึกษาของกองทุนรวมของประเทศต่างๆ ในทวีปยุโรปที่ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างอุตสาหกรรมกองทุนรวมมีระดับการแข่งขันที่ต่ำกว่า ทำให้กองทุนรวมในประเทศนี้กลับมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายเฉลี่ยในระดับที่สูงซึ่งเกิดขึ้นจากเหตุผลด้านกลไกราคามากกว่าต้นทุนเฉลี่ยของกองทุนเอง

เพราะฉะนั้นในงานศึกษานี้จะตั้งสมมติฐานว่าประเทศไทยมีระดับการแข่งขันในอุตสาหกรรมกองทุนรวมยังไม่มากเหมือนกับประเทศต่างๆ ในทวีปยุโรป ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนค่าใช้จ่ายกับทรัพย์สินสุทธิรวมจึงควรมีทิศทางตรงข้ามกันเหมือนกับงานศึกษาอื่นๆ ด้วยเหตุผลจากกฎของอุปสงค์ ไม่ใช่เหตุผลทางด้านความประหยัดจากขนาด ส่วนตัวแปรควบคุมที่เลือกใช้จะคล้ายกับงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยกำหนดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

3.3 ระเบียบวิธีวิจัย

ในส่วนนี้ ประกอบด้วย วิธีการดำเนินการศึกษา และสมมติฐานในการศึกษา ซึ่งข้อมูลที่ใช้ศึกษาจะใช้ฐานข้อมูลเดียวกับการศึกษาปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมใน AEC จึงไม่มีกล่าวในบทนี้ ซึ่งรายละเอียดในส่วนอื่นๆ มีดังต่อไปนี้

3.3.1 วิธีการดำเนินการศึกษา

ในการวิจัยจะใช้วิธีทางเศรษฐมิติศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยต่างๆ กับผลการดำเนินงานและการลงทุนในกองทุนรวม โดยแบบจำลองที่ศึกษาปัจจัยในการกำหนดผลการดำเนินงานจะเป็นแบบจำลองหลักที่ใช้ในการศึกษา ส่วนแบบจำลองที่ศึกษาปัจจัยในการกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมจะเป็นแบบจำลองที่ช่วยสนับสนุนเหตุผลต่างๆ ให้ดีมากยิ่งขึ้น โดยในแต่ละแบบจำลองจะประกอบด้วยกลุ่มตัวแปรต่างๆ ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

3.3.1.1 แบบจำลองศึกษาปัจจัยในการกำหนดผลการดำเนินงาน

กำหนดกลุ่มตัวแปรเป็นทั้งหมด 5 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มผลการดำเนินงาน กลุ่มค่าธรรมเนียม กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม กลุ่มนโยบายการลงทุน และกลุ่มประเทศที่จัดตั้ง โดยกลุ่มแรกเป็นกลุ่มของตัวแปรตาม ส่วนตั้งแต่กลุ่มที่ 2 เป็นต้นไป เป็นกลุ่มของตัวแปรอิสระซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

1) กลุ่มผลการดำเนินงาน

ตัวแปรที่ใช้แทนผลการดำเนินงานของกองทุนได้เลือกใช้ทั้งผลตอบแทนก่อนปรับความเสี่ยง และผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยง ได้แก่ Sharpe Ratio

Sortino Ratio และ Information Ratio โดยแต่ละมาตรวัดมีจุดประสงค์ที่แตกต่างกันมีรายละเอียดดังนี้

(1) Sharpe Ratio

เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานที่วัดว่า 1 หน่วยความเสี่ยงของกองทุนให้อัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มเท่าไร ซึ่งเป็นมาตรวัดที่นักลงทุนนิยมเลือกใช้ ดังสมการที่ 2.2

(2) Sortino Ratio

เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานที่วัดว่า 1 หน่วยความเสี่ยงของผลตอบแทนที่ติดลบของกองทุนให้อัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มเท่าไร เป็นมาตรวัดที่คล้ายกับ Sharpe ratio แต่สามารถสะท้อนผลการดำเนินงานของกองทุนได้ดีมากกว่าเพราะพิจารณาความเสี่ยงด้านขาดทุนเท่านั้น มีสูตรคำนวณตามสมการที่ 3.1

$$\text{Sortino Ratio} = \frac{R_i - R_f}{\text{Negative } \sigma_i} \quad (3.1)$$

โดยที่ R_i คือ ผลตอบแทนของกองทุนรวมที่ต้องการวัดผล R_f คือ ผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง Negative σ_i คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนที่ติดลบ

(3) Information Ratio

เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานที่วัดว่า 1 หน่วยความเสี่ยงที่ผลตอบแทนของกองทุนเบี่ยงเบนไปจากดัชนีมาตรฐาน (Benchmark Index) ให้อัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มเท่าไร เป็นมาตรวัดที่สามารถสะท้อนถึงการบริหารจัดการของผู้จัดการกองทุนได้ดีที่สุดเมื่อเทียบกับ Sharpe Ratio และ Sortino Ratio มีสูตรคำนวณดังสมการที่ 3.2

$$\text{Information Ratio} = \frac{R_i - R_b}{\text{Tracking Error}} \quad (3.2)$$

โดยที่ R_i คือ ผลตอบแทนของกองทุนรวมที่ต้องการวัดผล R_b คือ ผลตอบแทนของดัชนีมาตรฐาน Tracking Error คือ ความเสี่ยงที่ผลตอบแทนของกองทุนเบี่ยงเบนไปจากดัชนีมาตรฐาน

2) กลุ่มค่าธรรมเนียม

ในส่วนแรกคือค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากตัวกองทุนรวม ประกอบด้วย อัตราส่วนค่าใช้จ่าย และค่าธรรมเนียมการจัดการ มีหน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์ ซึ่งจะแยกแบบจำลองในการประมาณค่าเนื่องจากป้องกันปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

(Multicollinearity) เพราะตัวแปรทั้งสองมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of Correlation) ในระดับที่สูง จากที่ค่าธรรมเนียมการจัดการเป็นสัดส่วนที่มากที่สุดของอัตราส่วนค่าใช้จ่าย

ในส่วนที่สองคือค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรง ประกอบด้วย ค่าธรรมเนียมในการขายหน่วยลงทุน และค่าธรรมเนียมในการซื้อคืนหน่วยลงทุน โดยให้ตัวแปรทั้งสองเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) เนื่องจากไม่มีข้อมูลในรูปของอัตราค่าธรรมเนียมที่เก็บในแต่ละปี ซึ่งพบเพียงข้อมูลที่กล่าวว่ากองทุนที่ศึกษานั้นมีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าวหรือไม่

3) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

ในกลุ่มนี้ประกอบด้วย ทรัพย์สินสุทธิรวม แสดงถึงขนาดของกองทุน ทรัพย์สินสุทธิรวมของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) แสดงถึงขนาดของ บลจ. ที่กองทุนอยู่ภายใต้การดูแล ซึ่งมีหน่วยเป็นดอลลาร์สหรัฐ อายุของกองทุนนับตั้งแต่วันจัดตั้ง กองทุนมีหน่วยเป็นวัน อัตราการซื้อขายหมุนเวียน และตัวแปรหุ่นที่แสดงว่ากองทุนสังกัด บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์หรือไม่

4) กลุ่มนโยบายการลงทุน

นโยบายการลงทุนแบ่งออกเป็น กองทุนรวมตราสารทุน และกองทุนรวมตราสารหนี้ โดยให้กองทุนรวมประเภทอื่นๆ เป็นตัวแปรหุ่นอ้างอิง เนื่องจากกองทุนเหล่านี้มีจำนวนไม่มาก ซึ่งแบบจำลองที่ศึกษาเฉพาะข้อมูลของกองทุนรวมตราสารทุนจะไม่มีตัวแปรในกลุ่มนี้

นโยบายการลงทุนในต่างประเทศ ซึ่งเป็นตัวแปรหุ่นอ้างอิงเพื่อสะท้อนถึงกองทุนที่ลงทุนในต่างประเทศกับในประเทศ

5) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

ตัวแปรในกลุ่มนี้แสดงว่ากองทุนดังกล่าวตั้งในประเทศใดใน AEC ที่ประกอบด้วย ประเทศสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย ประเทศอินโดนีเซีย และประเทศฟิลิปปินส์ โดยให้ประเทศไทยเป็นตัวแปรหุ่นอ้างอิง ซึ่งตัวแปรกลุ่มนี้จะเพิ่มเข้ามาเมื่อศึกษาแบบจำลองที่ใช้ข้อมูลหลายประเทศรวมกัน

ดังนั้นสามารถแสดงเป็นรูปแบบฟังก์ชันได้ดังสมการที่ 3.3

$$\text{Performance}_{i,t} = f(\text{Fee}_{i,t}, \text{DFEE}_i, \text{DBFEE}_i, \text{TNA}^*_{i,t}, \text{TNACOM}^*_{i,t}, \text{AGE}^*_{i,t}, \text{TO}^*_{i,t}, \text{DBANK}_i, \text{DPolicy}_i, \text{DCountry}_i) \quad (3.3)$$

กำหนดให้ Performance แทน กลุ่มผลการดำเนินงาน Fee แทน กลุ่มค่าธรรมเนียม DFEE แทน ค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุน DBFEE แทน ค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุน TNA แทน ทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุน TNACOM แทน ทรัพย์สินสุทธิ

รวมของ บลจ. AGE แทน อายุของกองทุน TO แทน อัตราซื้อขายหุ้นเวียน DBANK แทน กองทุนที่อยู่ในเครือธนาคาร DPolicy แทน กลุ่มนโยบายของกองทุน และ DCountry แทน กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

โดยที่ i คือ ลำดับกองทุน และ t คือ ลำดับปี ซึ่งจะเห็นได้ว่าข้อมูลบางตัวแปรไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา และตัวแปรที่มีเครื่องหมาย * หมายความว่า ข้อมูลจะแปลงอยู่ในรูปลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) เพื่อลดปัญหาค่าของหน่วยข้อมูลและเพื่อความง่ายในการแปลความหมายที่ได้จากผลการศึกษา

3.3.1.2 แบบจำลองศึกษาปัจจัยในการกำหนดการลงทุน

กลุ่มของตัวแปรในแบบจำลองนี้จะมีลักษณะคล้ายกับแบบจำลองที่ศึกษาปัจจัยในการกำหนดผลการดำเนินงาน แต่แบบจำลองในกลุ่มนี้ได้เพิ่มกลุ่มผลตอบแทนแก่นักลงทุนเข้ามาด้วย ได้แก่ ตัวแปร Sharpe Ratio (SHR) ที่แสดงถึงผลการดำเนินงานที่นักลงทุนได้รับเป็นตัวแปรอิสระ พร้อมทั้งได้ใช้ทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนเป็นตัวแปรสะท้อนการลงทุนในกองทุนรวม

สามารถแสดงเป็นรูปแบบฟังก์ชันได้ดังสมการที่ 3.4

$$TNA^*_{i,t} = f(\text{Fee}^*_{i,t}, \text{DFEE}_i, \text{DBFEE}_i, \text{SHR}_{i,t}, \text{TNACOM}^*_{i,t}, \text{AGE}^*_{i,t}, \text{TO}^*_{i,t}, \text{DBANK}_i, \text{DPolicy}_i, \text{DCountry}_i) \quad (3.4)$$

โดยที่ i คือ ลำดับกองทุน และ t คือ ลำดับปี และตัวแปรที่มีเครื่องหมาย * หมายความว่า ข้อมูลจะแปลงอยู่ในรูปลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm)

ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ในสมการที่ 3.3 และ 3.4 ได้ใช้ข้อมูลแบบพาแนล (Panel Data) จะทำการเลือกระหว่างการประมาณค่าแบบผลกระทบแบบสุ่ม (Random Effects Estimation Methods: RE) การประมาณค่าแบบผลกระทบคงที่ (Fixed Effects Estimation Methods: FE) และวิธีการประมาณแบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square: OLS) เนื่องจากการประมาณค่าด้วยวิธี OLS อาจมีข้อมูลของตัวแปรอิสระบางตัวไม่สามารถสำรวจได้ (Unobservable Explanatory Variables) เพราะตัวแปรนั้นไม่เปลี่ยนแปลงไปตามข้อมูลเวลา (Time-Invariant) การประมาณค่าด้วยวิธีการแบบผลกระทบแบบคงที่จึงมีความเหมาะสมกว่า แต่ถ้าผลกระทบแบบคงที่นั้นไม่สัมพันธ์กับตัวแปรอิสระในสมการ การประมาณค่าสมการโดยกำหนดให้ค่าผลกระทบแบบคงที่เป็นส่วนหนึ่งของตัวรบกวน (Error Component) แล้วทำการประมาณค่าด้วยวิธีการผลกระทบแบบสุ่มจะทำให้ผลที่ประมาณค่าได้มีคุณสมบัติที่มีประสิทธิภาพมากกว่าการประมาณค่าด้วยวิธีการผลกระทบแบบคงที่ ดังนั้นในการศึกษาใช้วิธีการทดสอบของ Hausman (1978) เพื่อเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมระหว่าง

RE และ FE ในส่วนการเลือกแบบจำลองที่ประมาณค่าด้วยวิธี FE และ OLS จะใช้ Schwarz Information Criterion (SIC) โดยเลือกแบบจำลองที่มีค่าดังกล่าวน้อยกว่า

3.3.2 สมมติฐานของการศึกษา

จากแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษามีทั้งหมด 2 แบบจำลอง ดังนั้นจึงแยกข้อสมมติฐานออกเป็น 2 ส่วนดังนี้

3.3.2.1 แบบจำลองศึกษาปัจจัยในการกำหนดผลการดำเนินงาน

สมมติฐานของปัจจัยในกลุ่มต่าง ๆ ส่งผลต่อการดำเนินงานได้ดังต่อไปนี้

1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

อัตราส่วนค่าใช้จ่าย (ER) และค่าธรรมเนียมการจัดการ (MF) ควรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากทฤษฎีอุปสงค์สำหรับแรงงานสามารถสรุปได้ว่า ค่าธรรมเนียมการจัดการสามารถสร้างแรงจูงใจให้ผู้จัดการกองทุนตั้งใจทำงานเพื่อให้กองทุนมีผลการดำเนินงานที่ดีมากขึ้น และเนื่องจากค่าธรรมเนียมการจัดการกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ดังนั้นอัตราส่วนค่าใช้จ่ายจึงควรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานเช่นเดียวกัน

ส่วนนโยบายการเก็บค่าธรรมเนียมในการขายหน่วยลงทุน (DFEE) และซื้อคืนหน่วยลงทุน (DBFEE) ควรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน เพราะค่าธรรมเนียมทั้งสองเป็นเหมือนกับราคาขายของกองทุนที่ควรสอดคล้องกับความคาดหวังของนักลงทุนต่อผลการดำเนินงานที่จะได้รับ ดังนั้นถ้ากองทุนมีการเก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าว กองทุนนั้นก็ควรสร้างผลการดำเนินงานที่ดีมากกว่ากองทุนอื่นที่ไม่เก็บ

2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

ทรัพย์สินสุทธิรวม (TNA) และทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. (TNACOM) ควรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากเมื่อกองทุนมีทรัพย์สินสุทธิรวมมากขึ้นจะทำให้กองทุนมีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วย (Net Asset Value: NAV) เพิ่มขึ้น ซึ่งจะทำให้ผลตอบแทนจากการขายหน่วยลงทุน (Capital Gains) เพิ่มขึ้นตาม และด้วยเหตุผลที่ว่ากองทุนที่มีทรัพย์สินสุทธิรวมสูงหรือกองทุนอยู่ภายใต้ บลจ. ที่มีทรัพย์สินสุทธิที่ดูแลจำนวนมาก แสดงได้ว่ากองทุนนั้นควรสร้างผลการดำเนินงานที่ดีมาโดยตลอดจึงทำให้ทรัพย์สินสุทธิรวมเติบโตอย่างต่อเนื่องได้

อายุของกองทุน (AGE) ควรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน เพราะกองทุนที่มีอายุมาก ผู้จัดการกองทุนที่ดูแลกองทุนดังกล่าวควรมีความเชี่ยวชาญในการบริหารกองทุนมากขึ้น จึงทำให้กองทุนควรมีผลการดำเนินงานที่ดีมากขึ้นเช่นกัน

อัตราการซื้อขายหุ้นเวียดนาม (TO) ควรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากกองทุนที่มีอัตราการซื้อขายหุ้นเวียดนามสูง แสดงว่ากองทุนนั้นเป็นกองทุนที่มีนโยบายเชิงรุก (Active Fund) จึงควรมีผลการดำเนินงานเหนือกว่าตลาด ขณะที่กองทุนที่มีอัตราการซื้อขายหุ้นเวียดนามต่ำก็ควรเป็นกองทุนที่มีนโยบายเชิงรับ (Passive Fund) ที่ควรมีผลการดำเนินงานเท่ากับตลาด ดังนั้นกองทุนที่มีอัตราการซื้อขายหุ้นเวียดนามสูงควรมีผลการดำเนินงานที่มากกว่ากองทุนที่มีอัตราการซื้อขายหุ้นเวียดนามต่ำกว่า

กองทุนที่สังกัด บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ (BANK) ควรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากต้นทุนในการเข้าถึงข้อมูลของบริษัทมหาชนหรือข้อมูลของเศรษฐกิจมหภาคมีต้นทุนที่น้อยกว่ากองทุนที่ไม่อยู่ในเครือธนาคาร เพราะธนาคารมีข้อมูลจากผู้มาขอกู้ยืมซึ่งเป็นข้อมูลเชิงลึกกว่าข้อมูลทั่วไป ดังนั้นผู้จัดการกองทุนสามารถได้รับประโยชน์ในส่วนนี้บริหารกองทุนให้มีผลการดำเนินงานเหนือกว่าตลาดได้

3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ไม่สามารถตั้งสมมติฐานได้อย่างชัดเจนว่ากองทุนรวมตราสารทุน (EQ) หรือกองทุนรวมตราสารหนี้ (FI) จะมีผลการดำเนินงานมากกว่ากัน เนื่องจากการคำนวณผลการดำเนินงานต้องคำนึงถึงผลตอบแทนและความเสี่ยงไปพร้อมๆ กัน โดยกองทุนรวมตราสารทุนแม้จะมีผลตอบแทนมากกว่า แต่ก็มีความเสี่ยงที่มากกว่ากองทุนรวมตราสารหนี้ด้วยเช่นกัน

4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

ไม่สามารถตั้งสมมติฐานได้แน่ชัดขึ้นอยู่กับความสามารถในการบริหารกองทุนโดยรวมของแต่ละประเทศ

3.3.2.2 แบบจำลองศึกษาปัจจัยในการกำหนดการลงทุน

สมมติฐานของปัจจัยในกลุ่มต่างๆ ที่ส่งผลต่อการลงทุนสามารถสรุปได้ดังต่อไปนี้

1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

อัตราส่วนค่าใช้จ่าย (ER) ค่าธรรมเนียมการจัดการ (MF)

ค่าธรรมเนียมในการขายหน่วยลงทุน (FFEE) และค่าธรรมเนียมในการซื้อคืนหน่วยลงทุน (BFEE) ควรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับทรัพย์สินสุทธิรวมตามกฎของอุปสงค์ นั่นคือ กองทุนที่มีค่าธรรมเนียมสูงจะมีการลงทุนในกองทุนที่น้อยกว่ากองทุนที่มีค่าธรรมเนียมต่ำกว่าเมื่อให้ปัจจัยอื่นคงที่ โดยในแบบจำลองได้แปลง ER และ MF ในอยู่ในรูปลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) เพื่อให้ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้สะท้อนถึงความยืดหยุ่น

ความยืดหยุ่นเป็นเครื่องมือวัดความอ่อนไหวของปริมาณอุปสงค์เมื่อระดับราคาเปลี่ยนแปลงไป หรือเป็นการพิจารณาว่าเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของปริมาณอุปสงค์ต่อเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของราคาเท่ากับเท่าไร ซึ่งค่าของความยืดหยุ่นนี้จะมีค่าเป็นลบเสมอ เพราะจากกฎของอุปสงค์ (Law of Demand) ที่ว่าราคามีความสัมพันธ์เชิงลบกับปริมาณอุปสงค์เมื่อให้ปัจจัยอื่นคงที่ โดยในงานศึกษานี้ ราคา คือ ค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม

ส่วนปริมาณอุปสงค์ คือ ทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุน โดยชื่อของความยืดหยุ่นที่ศึกษาต่อจากนี้จะเรียกว่า ความยืดหยุ่นของการลงทุนต่อค่าธรรมเนียม หรือเรียกสั้นๆว่า ความยืดหยุ่น

ค่าของความยืดหยุ่นสามารถระบุรับที่เปลี่ยนแปลงไปจากการเปลี่ยนแปลงของค่าธรรมเนียมได้โดยคำนวณได้จากสมการที่ 3.5 ดังนี้

$$MR = 1 + \epsilon \quad (3.5)$$

โดยที่ MR คือ รายรับส่วนเพิ่ม (Marginal Revenue) และ ϵ คือ ความยืดหยุ่นของการลงทุนต่อค่าธรรมเนียมที่มีค่าน้อยกว่าศูนย์เสมอ ถ้าความยืดหยุ่นมีค่ามากกว่า -1 หมายความว่ากองทุนมีความยืดหยุ่นน้อย (Inelastic) ซึ่งจะทำให้รายรับส่วนเพิ่มจากสมการที่ 3.5 มีค่าเป็นบวก แสดงว่าการเพิ่มค่าธรรมเนียมจะทำให้รายรับของกองทุนเพิ่มสูงขึ้นได้ เพราะทรัพย์สินสุทธิรวมลดลงน้อยกว่าการเพิ่มขึ้นของค่าธรรมเนียม แต่ถ้าความยืดหยุ่นน้อยกว่า -1 หมายความว่ากองทุนมีความยืดหยุ่นมาก (Elastic) ซึ่งจะทำให้รายรับส่วนเพิ่มจากสมการที่ 3.5 มีค่าเป็นลบ แสดงว่าการเพิ่มค่าธรรมเนียมจะทำให้รายรับของกองทุนลดลงด้วยเหตุผลตรงข้ามกัน ดังนั้นในกรณีนี้จึงควรลดค่าธรรมเนียมเพื่อให้รายรับเพิ่มขึ้น และถ้าความยืดหยุ่นเท่ากับ -1 หมายความว่าค่าธรรมเนียมอยู่ในระดับที่ทำให้กองทุนมีรายรับสูงสุดเพราะรายรับส่วนเพิ่มจากสมการที่ 3.5 เท่ากับศูนย์ การปรับเปลี่ยนค่าธรรมเนียมจึงไม่สามารถเพิ่มรายรับได้แล้ว

2) กลุ่มผลตอบแทนแก่นักลงทุน

Sharpe Ratio (SHR) ควรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับทรัพย์สินสุทธิรวม เนื่องจากกองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดีจะทำให้ให้นักลงทุนเกิดความพอใจมากขึ้น ดังนั้นนักลงทุนจึงควรมีการลงทุนในกองทุนดังกล่าวสูงขึ้นตามมา

3) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

ทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. (TNACOM) ควรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุน เนื่องจากเหตุผล 2 ประการ ประการแรกคือ การสับเปลี่ยนหน่วยลงทุนในกองทุนที่อยู่ใน บลจ. เดียวกันสามารถทำได้สะดวกมากกว่าการสับเปลี่ยนไปลงทุนในกองทุนที่อยู่ต่าง บลจ. เพียงแต่ต้องเสียค่าธรรมเนียมในการสับเปลี่ยน ทำให้ต้นทุนโดยรวมของนักลงทุนที่ลงทุนกองทุนใน บลจ. เดียวกันน้อยกว่าลงทุนในกองทุนหลากหลาย บลจ. ประการที่สองคือ บลจ. ที่มีทรัพย์สินสุทธิรวมที่มาก ย่อมมีชื่อเสียงมากกว่า บลจ. ที่มีทรัพย์สินสุทธิรวมน้อย ดังนั้นนักลงทุนจึงมีความเชื่อใจในการบริหารกองทุนในกองทุนที่อยู่ภายใต้ บลจ. ที่มีทรัพย์สินสุทธิรวมมากกว่า

อายุของกองทุน (AGE) ควรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับทรัพย์สินสุทธิรวม เพราะกองทุนที่มีอายุมากกว่าจะมีเวลาในการสะสมทรัพย์สินสุทธิรวมมากกว่า และกองทุนที่อายุน้อยกว่าย่อมมีชื่อเสียงในความสามารถในการบริหารกองทุนมากกว่า

อัตราการซื้อขายหมุนเวียน (TO) ควรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มากขึ้นทำให้เกิดต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนมากขึ้น ซึ่งจะทำให้กองทุนมีทรัพย์สินสุทธิลดลงโดยอัตโนมัติ

กองทุนรวมที่สังกัด บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ (BANK) ไม่สามารถสรุปแน่ชัดได้ขึ้นอยู่กับความสะดวกของช่องทางการซื้อขายหน่วยลงทุนในแต่ละประเทศ

4) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ไม่สามารถสรุปข้อสมมติฐานได้อย่างชัดเจน ขึ้นอยู่กับระดับการยอมรับความเสี่ยงของนักลงทุนกองทุนรวมในแต่ละประเทศ

5) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

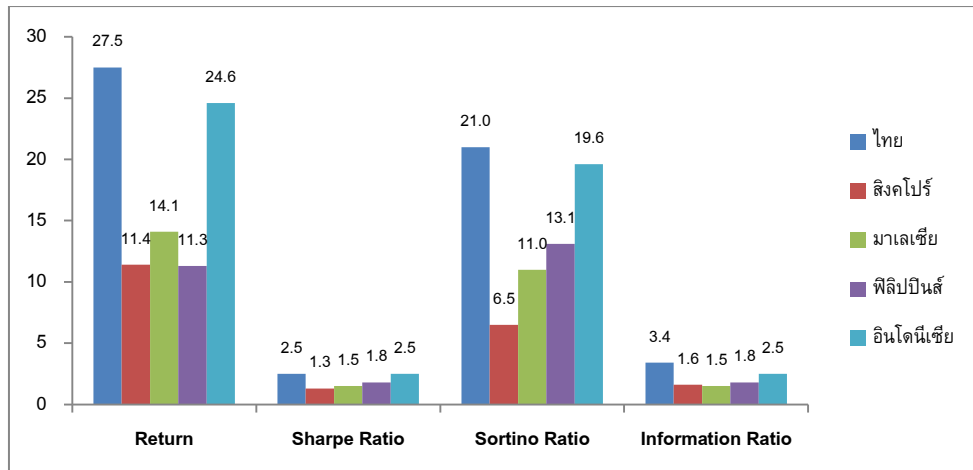
ไม่สามารถสรุปได้แน่ชัดขึ้นอยู่กับพฤติกรรมการลงทุนของแต่ละประเทศว่านิยมลงทุนในกองทุนอย่างไร

3.4 ผลการศึกษา

สำหรับงานวิจัยนี้จะใช้ข้อมูลรายปี ของกองทุนรวมประเภทต่างๆ 5 ประเทศ ได้แก่ กองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ พ.ศ. 2552 – 2556 ซึ่งข้อมูลดังกล่าวนำมาจากฐานข้อมูล Morningstar Direct และ Thomson Reuters Eikon โดยผลการศึกษาจะแสดงภาพรวมของข้อมูล ผลการวิจัยแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลการดำเนินงาน และผลการวิจัยแบบจำลองปัจจัยกำหนดการลงทุน โดยมีรายละเอียดดังนี้

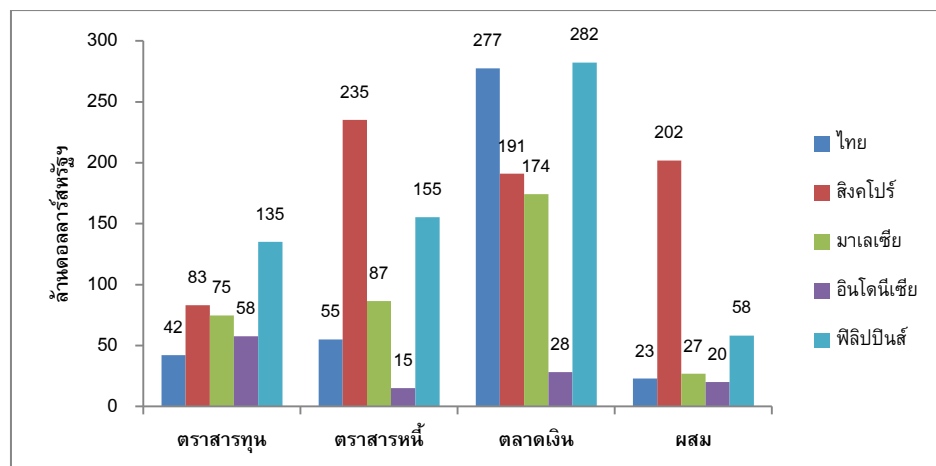
3.4.1 ภาพรวมของข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีประเด็นที่น่าสนใจต่างๆดังนี้

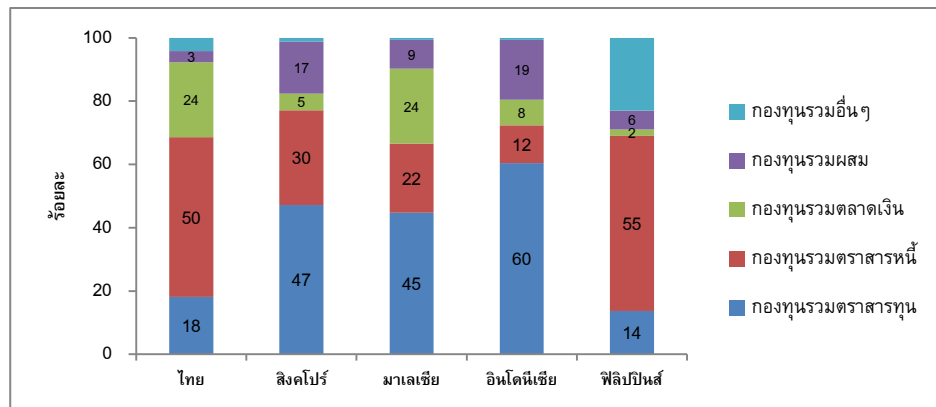


ภาพที่ 3.2 ค่ามัธยฐานของผลการดำเนินงานที่วัดโดยวิธีต่างๆ ของกองทุนรวมตราสารทุนของแต่ละประเทศใน AEC พ.ศ. 2552 – 2556

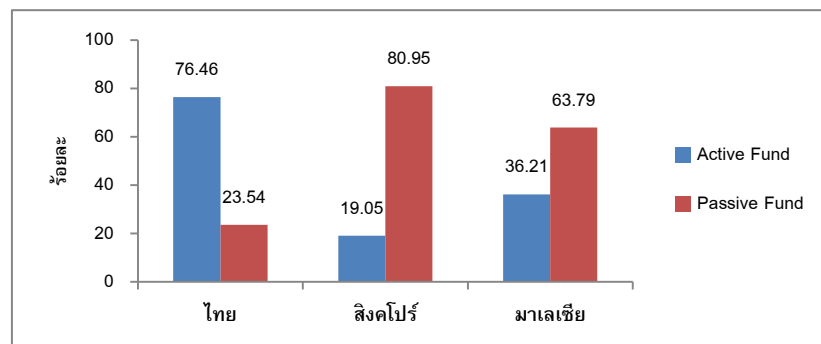
เมื่อเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนของแต่ละประเทศใน AEC พ.ศ. 2552 – 2556 โดยพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนก่อนปรับความเสี่ยงและผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยง ได้แก่ Sharpe Ratio Sortino Ratio และ Information Ratio จากภาพที่ 3.2 พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยมีผลการดำเนินงานอยู่ในลำดับที่ดีที่สุดในทุกมาตรวัด ลำดับรองลงมาคือกองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์ ส่วนกองทุนรวมอีก 3 ประเทศจะมีลำดับที่แตกต่างกันในแต่ละมาตรวัด



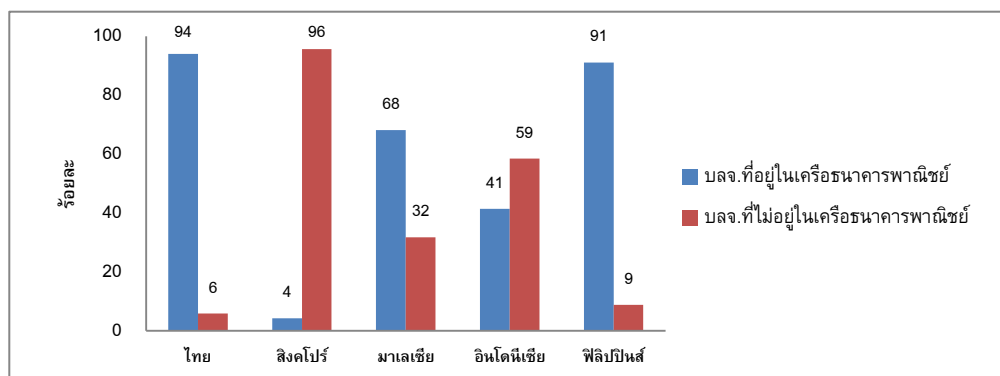
ภาพที่ 3.3 ทรัพย์สินสุทธิรวมต่อกองทุนแบ่งตามนโยบายของกองทุนรวมแต่ละประเทศใน AEC พ.ศ. 2556



ภาพที่ 3.4 สัดส่วนทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนแต่ละนโยบายแบ่งตามประเทศใน AEC พ.ศ. 2556



ภาพที่ 3.5 ส่วนแบ่งตลาดของกองทุนที่มีนโยบายบริหารเชิงรุก (Active Fund) และนโยบายบริหารเชิงรับ (Passive Fund) ของกองทุนรวมประเทศต่างๆ พ.ศ. 2556



ภาพที่ 3.6 ส่วนแบ่งตลาดระหว่างบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่อยู่และไม่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ของแต่ละประเทศใน AEC พ.ศ. 2556

จากภาพที่ 3.3 จะพบว่ากองทุนรวมของไทยมีขนาดเล็ก โดยเฉพาะกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมผสมที่มีขนาดเล็กที่สุดใน AEC ยกเว้นกองทุนรวมตลาดเงินที่กองทุนรวมประเทศไทยมีขนาดใหญ่เป็นอันดับ 2 รองจากกองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์ ส่วนกองทุนรวมที่มีขนาดใหญ่ที่สุดคือ กองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์ที่มีขนาดใหญ่ที่สุดเกือบทุกนโยบายกองทุน ยกเว้นกองทุนรวมตราสารหนี้และกองทุนรวมผสมที่เป็นรองกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์

จากภาพที่ 3.4 พบว่ากองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย และอินโดนีเซีย มีสัดส่วนเป็นกองทุนรวมสารทุนเป็นส่วนใหญ่ ส่วนประเทศไทยและฟิลิปปินส์กลับมีสัดส่วนในกองทุนรวมตราสารหนี้เป็นส่วนใหญ่ กองทุนรวมประเทศไทยและมาเลเซียมีสัดส่วนของกองทุนรวมตลาดเงินมากกว่าประเทศอื่นๆ ส่วนกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์และอินโดนีเซียมีสัดส่วนกองทุนรวมผสมมากกว่าประเทศอื่นๆ และกองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์มีสัดส่วนของกองทุนรวมอื่นๆ มากกว่าประเทศอื่นๆ

จากภาพที่ 3.5 ได้แบ่งออกกองทุนออกเป็นกองทุนที่มีนโยบายบริหารเชิงรุก คือกองทุนที่มีอัตราซื้อขายหมุนเวียนหลักทรัพย์ตั้งแต่ 100 ขึ้นไป และกองทุนที่มีนโยบายบริหารเชิงรับ คือกองทุนที่มีอัตราซื้อขายหมุนเวียนหลักทรัพย์น้อยกว่า 100 จากภาพพบว่ากองทุนรวมประเทศไทยมีส่วนแบ่งการตลาดเป็นกองทุนที่มีการบริหารเชิงรุกมากกว่าเชิงรับ แตกต่างจากกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียที่มีส่วนแบ่งการตลาดส่วนใหญ่เป็นกองทุนที่มีการบริหารเชิงรับมากกว่าเชิงรุก

จากภาพที่ 3.6 พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยส่วนใหญ่สังกัด บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์เช่นเดียวกับกองทุนรวมประเทศมาเลเซียและฟิลิปปินส์ แต่กองทุนรวมของประเทศไทยมีสัดส่วนที่มากที่สุด เหตุผลเนื่องมาจากนักลงทุนไทยนิยมซื้อขายกองทุนผ่านธนาคาร (Alpert et al., 2013) ซึ่งธนาคารย่อมขายเฉพาะกองทุนที่อยู่ในเครือธนาคารนั้นอย่างแน่นอน ในขณะที่กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียกลับมีสัดส่วนของกองทุนที่ไม่ได้สังกัด บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารมากกว่า ซึ่งสิงคโปร์มีสัดส่วนที่มากที่สุด

3.4.2 ผลการวิจัยแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลการดำเนินงาน

ผลการวิจัยแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมจะแบ่งออกเป็นแบบจำลองของข้อมูลกองทุนทุกนโยบาย พ.ศ. 2556 แบบจำลองของข้อมูลกองทุนทุกนโยบาย พ.ศ. 2552 – 2556 และแบบจำลองของข้อมูลกองทุนตราสารทุน พ.ศ. 2552 – 2556 เพื่อใช้ในการวิเคราะห์แบบจำลองระยะสั้นและระยะยาว โดยข้อมูลกองทุนตราสารทุนได้ใช้ข้อมูลเฉพาะในระยะยาวเท่านั้น เนื่องจากถ้าใช้ข้อมูลเพียง พ.ศ. 2556 จะทำให้จำนวนข้อมูลน้อยเกินไปจนแบบจำลองไม่สามารถเชื่อถือได้ และเนื่องจากข้อมูลอัตราส่วนค่าใช้จ่ายมีเฉพาะกองทุนรวม 3 ประเทศ ได้แก่ กองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย ดังนั้นแบบจำลองที่ใช้ศึกษาปัจจัยกำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายจะใช้ข้อมูลเพียง 3 ประเทศนี้เท่านั้น

ในการศึกษาแบบจำลองที่กำหนด Information Ratio การใช้ดัชนีชี้วัดไม่สามารถใช้ดัชนี MSCI Southeast Asia ได้ เนื่องจากไม่มีในฐานข้อมูล Morningstar Direct ดังนั้นจึงเลือกใช้ดัชนี MSCI Asia Apex 50 PR USD แทน ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กับดัชนี MSCI Southeast Asia เท่ากับ 0.8296 ดังนั้นจึงมีความเหมาะสมที่ใช้แทนดัชนีเดิมมากที่สุด

3.4.2.1 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทน

โดยแบ่งผลการประมาณออกเป็นแบบจำลองที่ใช้ข้อมูล พ.ศ. 2556 และข้อมูล พ.ศ. 2552 – 2556 ของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุน กองทุนตราสารทุน ตราสารหนี้ และผสม มีผลการประมาณค่าดังนี้

1) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมโดยให้ตัวแปรอิสระหลักคืออัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการ พ.ศ. 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.1 และ 3.2 ซึ่งเป็นการประมาณโดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross-Section Data) พร้อมได้ทำการบรรเทาปัญหา Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้วสรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

ตารางที่ 3.1 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมโดยให้
ตัวแปรอิสระหลักคืออัตราส่วนค่าใช้จ่าย พ.ศ. 2556

Independent Variable	Return			
	3 ประเทศ	ไทย	สิงคโปร์	มาเลเซีย
Constant	11.2500 (1.47)	7.9957 (0.67)	51.923 (2.00)**	22.6352 (1.64)
ER	-0.5942 (-0.98)	-1.0698 (-0.96)	-1.7048 (-1.02)	0.0839 (0.12)
DFEE	0.9530 (1.01)	0.6208 (0.42)	5.5121 (1.87)*	0.9205 (0.67)
DBFEE	-1.9241 (-1.53)	-2.2682 (-1.43)	7.0064 (1.77)*	2.5324 (1.03)
lnTNA	0.1499 (0.82)	0.1505 (0.53)	-0.1513 (-0.38)	0.2847 (0.92)
lnTNACOM	-1.0037 (-3.75)***	-1.3635 (-2.23)**	-2.7300 (-2.19)**	-0.6745 (-1.82)*
lnAGE	0.9897 (1.63)	1.8037 (2.03)**	1.2952 (1.21)	-1.2232 (-0.99)
lnTO	0.1028 (0.29)	0.4874 (0.83)	-1.1585 (-1.56)	0.8548 (2.09)**
DBANK	-0.0082 (-0.01)	2.0821 (1.41)	-1.0045 (-0.25)	-0.209 (-0.17)
DFIF	0.8290 (0.85)	3.3679 (1.64)	5.3353 (2.43)**	-2.2800 (-1.75)*
DEQ	2.6499 (2.98)***	5.0423 (3.02)***	2.2580 (1.18)	0.8712 (0.90)
DFI	1.9739 (1.93)*	2.9883 (2.06)**	0.4543 (0.16)	0.9178 (0.51)
DSG	2.8332 (1.49)			
DMY	5.0974 (4.17)***			
Adj R ²	11.68%	6.34%	1.44%	2.20%
#Fund	901	395	147	359

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.2 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมโดยให้
ตัวแปรอิสระหลักคือค่าธรรมเนียมการจัดการ พ.ศ. 2556

Independent Variable	Return					
	5 ประเทศ	ไทย	สิงคโปร์	มาเลเซีย	อินโดนีเซีย	ฟิลิปปินส์
Constant	10.9276 (1.79)*	6.7003 (0.56)	43.0429 (1.65)	21.7244 (1.57)	18.7952 (1.02)	15.8082 (0.61)
MF	-1.6691 (-1.28)	-1.8070 (-1.42)	0.0588 (0.02)	0.5218 (0.36)	-1.0117 (-1.24)	-0.2906 (-0.23)
DFEE	0.3687 (0.50)	0.8644 (0.59)	5.5570 (1.76)*	0.9084 (0.68)	-0.6171 (-0.34)	2.1486 (0.67)
DBFEE	-1.3646 (-1.34)	-2.3026 (-1.48)	6.0229 (1.72)*	2.5599 (1.04)	-1.7838 (-0.63)	0.9865 (0.65)
lnTNA	0.1889 (1.18)	0.1861 (0.67)	-0.0603 (-0.16)	0.2956 (0.92)	1.1189 (1.57)	-0.2555 (-0.58)
lnTNACOM	-0.9924 (-4.19)***	-1.3695 (-2.31)**	-2.5443 (-1.97)*	-0.6661 (-1.77)*	-2.4204 (-3.66)***	-0.2834 (-0.46)
lnAGE	1.1382 (2.22)**	1.9255 (2.24)**	1.4826 (1.32)	-1.2338 (-0.99)	1.5533 (2.04)**	-1.7617 (-0.54)
lnTO	N/A	0.5017 (0.86)	-1.1357 (-1.52)	0.8888 (2.17)**	N/A	N/A
DBANK	0.3943 (0.48)	2.1561 (1.49)	-1.5385 (-0.38)	-0.2204 (-0.18)	1.6264 (0.86)	6.1727 (1.93)*
DFIF	0.9812 (1.06)	3.3702 (1.65)	4.2187 (1.99)**	-2.3959 (-1.80)*	-5.3927 (-2.61)***	2.7273 (1.00)
DEQ	2.4317 (3.11)***	5.3655 (3.07)***	1.9657 (0.99)	0.7279 (0.69)	-2.2415 (-1.70)*	2.0581 (0.71)
DFI	0.3615 (0.42)	2.7782 (2.01)**	1.1343 (0.39)	1.0222 (0.56)	-5.6924 (-4.00)***	0.1123 (0.04)
DSG	3.1568 (1.69)					
DMY	5.9025 (5.52)***					
DID	-3.9223 (-2.79)***					
DPH	-4.8039 (-4.22)***					
Adj R²	17.96%	6.71%	7.25%	2.23%	23.85%	20.54%
#Fund	1112	395	147	359	149	62

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

ไม่พบว่าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการส่งผลกระทบต่อการตอบแทนของกองทุนอย่างมีนัยสำคัญในกองทุนรวมทุกประเทศ พบว่ากองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนหรือเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมีผลตอบแทนสูงกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

ไม่พบว่า การเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนจะส่งผลกระทบต่อการตอบแทนของกองทุนอย่างมีนัยสำคัญในกองทุนรวมทุกประเทศ แต่พบว่า การเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ส่งผลกระทบต่อการตอบแทนของกองทุนในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญในกองทุนรวมทุกประเทศ ยกเว้นกองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์เพียงประเทศเดียว

ภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทยและอินโดนีเซีย ถ้ากองทุนมีอายุมากขึ้นจะทำให้ผลตอบแทนของกองทุนโดยเฉลี่ยสูงมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ถ้ากองทุนรวมประเทศมาเลเซียมีอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ผลตอบแทนของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ พบว่ากองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมีอัตราผลตอบแทนสูงกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีอัตราผลตอบแทนสูงกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ ตรงข้ามกับกองทุนรวมประเทศมาเลเซียและอินโดนีเซียที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ พบว่าภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 5 หรือ 3 ประเทศ และกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยมีผลตอบแทนโดยเฉลี่ยสูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศอินโดนีเซียมีผลตอบแทนโดยเฉลี่ยต่ำกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

พบว่ากองทุนรวมประเทศมาเลเซียมีผลตอบแทนโดยเฉลี่ยสูงที่สุด รองลงมาคือกองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่มีผลตอบแทนไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ลำดับถัดมาคือกองทุนรวมประเทศอินโดนีเซีย และกองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์ที่มีผลตอบแทนน้อยที่สุดใน 5 ประเทศ

ตารางที่ 3.3 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมทุก
นโยบายการลงทุนของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Return			
	Pool	Fixed	Pool	Fixed
Constant	28.1434 (1.20)	11.6822 (1.54)	29.7152 (1.29)	10.1295 (1.55)
ER	2.0538 (2.51)**	1.9720 (2.64)***		
MF			3.5491 (1.80)*	3.6734 (1.94)*
DFEE	0.5513 (0.48)	0.4850 (0.35)	0.6035 (0.61)	0.3949 (0.33)
DBFEE	2.10 (1.72)*	2.1853 (1.04)	1.6829 (1.33)	2.0492 (1.00*)
lnTNA	0.6414 (1.77)*	0.3676 (1.26)	0.5346 (1.71)*	0.3124 (1.17)
lnTNACOM	-0.4882 (-0.74)	-0.3612 (-0.78)	-0.4809 (-0.80)	-0.3189 (-0.77)
lnAGE	-1.6287 (-1.34)	0.3165 (0.97)	-1.7051 (-1.33)	0.4138 (1.22)
lnTO	-1.4561 (-1.40)	-0.7763 (-1.27)	-1.4133 (-1.40)	-0.7549 (-1.26)
DBANK	-0.1649 (-0.26)	-0.6052 (-1.31)	-0.2507 (-0.46)	-0.6642 (-1.59)
DFIF	-7.3570 (-3.35)***	-4.7513 (-3.28)***	-7.4692 (-3.04)***	-4.8729 (-2.90)***
DEQ	5.4387 (2.53)**	4.5735 (2.38)**	4.7501 (2.84)***	3.7503 (2.59)***
DFI	-1.0708 (-0.65)	-1.7861 (-0.84)	-1.0176 (-0.68)	-1.6112 (-0.83)
DSG	-3.2563 (-1.39)	-3.4202 (-1.63)	-2.6093 (-1.02)	-2.7264 (-1.43)
DMY	-5.3795 (-1.30)	-5.2398 (-1.54)	-6.4197 (-1.34)	-6.1136 (-1.54)
Adj R²	9.66%	37.88%	9.46%	37.74%
#Fund	1016	1016	1009	1009
SIC	8.40	8.03	8.40	8.03

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.4 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมทุก
นโยบายการลงทุนของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Return					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	67.2008 (1.92)*	13.7382 (1.37)	67.2008 (1.92)*	73.3068 (1.97)**	13.4863 (1.26)	73.3068 (1.97)**
ER	3.7986 (3.63)***	3.3578 (3.19)***	3.7986 (3.63)***			
MF				1.8537 (1.44)	2.5018 (1.74)*	1.8537 (1.44)
DFEE	0.7155 (0.35)	0.3235 (0.13)	0.7155 (0.35)	1.4218 (0.64)	0.4518 (0.18)	1.4218 (0.64)
DBFEE	-0.1897 (-0.11)	-0.2883 (-0.22)	-0.1897 (-0.11)	0.0144 (0.01)	0.2082 (0.15)	0.0144 (0.01)
lnTNA	0.5353 (2.46)**	0.3697 (1.44)	0.5353 (2.46)**	0.2891 (1.41)	0.2062 (0.78)	0.2891 (1.41)
lnTNACOM	-2.0946 (-2.04)**	-1.0904 (-2.16)**	-2.0946 (-2.04)**	-2.0868 (-2.09)**	-1.0206 (-1.95)*	-2.0868 (-2.09)**
lnAGE	-1.5139 (-1.26)	2.2452 (7.22)***	-1.5139 (-1.26)	-1.5082 (-0.95)	2.5947 (3.72)***	-1.5082 (-0.95)
lnTO	-2.7443 (-1.76)*	-1.1382 (-1.84)*	-2.7443 (-1.76)*	-2.7674 (-1.82)*	-1.0901 (-1.84)*	-2.7674 (-1.82)*
DBANK	2.4062 (1.01)	-0.5486 (-0.36)	2.4062 (1.01)	2.4076 (1.01)	-0.7639 (-0.49)	2.4076 (1.01)
DFIF	-17.1126 (-3.49)***	-9.2420 (-2.19)**	-17.1126 (-3.49)***	-16.8380 (-3.33)***	-8.5325 (-1.99)**	-16.8380 (-3.33)***
DEQ	9.7970 (2.29)**	8.2295 (2.14)**	9.7970 (2.29)**	10.7822 (2.68)***	8.4556 (2.31)**	10.7822 (2.68)***
DFI	-1.3441 (-0.44)	-6.0099 (-1.48)	-1.3441 (-0.44)	-2.6427 (-0.79)	-6.2956 (-0.65)	-2.6427 (-0.79)
Adj R²	24.55%	56.07%	24.55%	23.74%	56.00%	23.74%
#Fund	420	420	420	411	411	411
SIC	8.56	8.03		8.57	8.04	
Hausman Test		Fixed***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.5 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมทุก
นโยบายการลงทุนของประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Return					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	-30.6441 (-1.68)*	-8.6962 (-1.22)	-30.6441 (-1.68)*	-9.2292 (-0.36)	5.1305 (0.76)	-9.2292 (-0.36)
ER	2.9969 (2.22)**	1.2346 (1.92)*	2.9969 (2.22)**			
MF				6.2393 (1.71)*	5.6034 (1.97)**	6.2393 (1.71)*
DFEER	1.8194 (0.74)	0.6071 (0.34)	1.8194 (0.74)	0.4803 (0.21)	-1.4625 (-1.24)	0.4803 (0.21)
DBFEE	-4.3732 (-4.33)***	-3.4027 (-2.09)**	-4.3732 (-4.33)***	-3.4507 (-3.01)***	-2.9683 (-1.69)*	-3.4507 (-3.01)***
lnTNA	0.7833 (1.13)	-0.0226 (-0.10)	0.7833 (1.13)	0.6189 (1.05)	-0.0667 (-0.33)	0.6189 (1.05)
lnTNACOM	1.4190 (1.53)	1.0741 (1.03)	1.4190 (1.53)	0.5377 (0.69)	0.3819 (1.04)	0.5377 (0.69)
lnAGE	-0.8508 (-0.50)	-0.2599 (-0.23)	-0.8508 (-0.50)	-0.7182 (-0.41)	-0.1030 (-0.10)	-0.7182 (-0.41)
lnTO	-0.5352 (-1.93)*	-0.7405 (-3.19)***	-0.5352 (-1.93)*	-1.0225 (-2.18)**	-1.1623 (-3.88)***	-1.0225 (-2.18)**
DBANK	-2.0727 (-1.02)	-0.4362 (-0.20)	-2.0727 (-1.02)	-1.9022 (-0.97)	-0.6476 (-0.30)	-1.9022 (-0.97)
DFIF	-5.3820 (-2.35)**	-5.5496 (-1.95)*	-5.3820 (-2.35)**	-5.3604 (-1.91)*	-5.9920 (-1.82)*	-5.3604 (-1.91)*
DEQ	3.9537 (1.46)	2.3495 (1.10)	3.9537 (1.46)	3.8358 (1.42)	2.1383 (1.03)	3.8358 (1.42)
DFI	2.8570 (2.69)***	2.9395 (2.59)***	2.8570 (2.69)***	3.0741 (1.58)	4.2339 (2.25)**	3.0741 (1.58)
Adj R²	1.27%	50.64%	1.27%	2.12%	52.77%	2.12%
#Fund	190	190	190	190	190	190
SIC	8.82	8.16		8.84	8.14	
Hausman Test		Fixed***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.6 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมทุก
นโยบายการลงทุนของประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Return					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	29.4439 (1.77)*	15.5798 (2.49)**	35.1632 (1.75)*	25.9068 (2.24)**	11.1964 (1.98)**	31.1561 (2.21)**
ER	0.1364 (0.72)	0.3602 (1.87)*	0.1358 (0.65)			
MF				0.2577 (0.24)	0.1130 (0.13)	0.3991 (0.32)
DFEE	0.7388 (1.19)	0.4769 (0.69)	0.9296 (1.47)	0.6851 (0.92)	0.4879 (0.65)	0.8486 (1.08)
DBFEE	-1.9110 (-1.10)	-0.5553 (-0.61)	-1.9535 (-0.98)	-1.6412 (-1.10)	-0.2439 (-0.32)	-1.6561 (-0.97)
lnTNA	0.3428 (2.28)**	0.1968 (1.16)	0.3842 (2.38)**	0.3505 (1.72)*	0.1901 (1.03)	0.4034 (1.76)*
lnTNACOM	-0.3643 (-0.96)	-0.3261 (-0.93)	-0.4390 (-0.97)	-0.2836 (-0.89)	-0.2200 (-0.68)	-0.3535 (-0.94)
lnAGE	-2.3418 (-2.26)**	-0.6729 (-2.58)***	-2.9543 (-2.36)**	-2.1731 (-2.35)**	-0.3783 (-2.07)*	-2.7869 (-2.49)**
lnTO	-0.4212 (-1.04)	-0.0220 (-0.12)	-0.4754 (-1.02)	-0.3662 (-1.05)	0.0327 (0.23)	-0.4139 (-1.03)
DBANK	0.0214 (0.06)	0.2164 (1.05)	0.0238 (0.05)	0.0132 (0.04)	0.2070 (0.99)	0.0186 (0.04)
DFIF	-2.7202 (-2.09)**	-0.8901 (-1.42)	-3.1985 (-1.94)*	-2.6071 (-2.03)**	-0.6430 (-1.25)	-3.1062 (-1.90)*
DEQ	1.3463 (1.74)*	1.1622 (1.75)*	1.4514 (1.58)	1.2684 (2.79)***	1.1725 (2.85)***	1.3327 (2.49)**
DFI	0.3689 (0.47)	1.4372 (3.57)***	0.2591 (0.29)	0.4843 (0.76)	1.4835 (3.09)***	0.4215 (0.59)
Adj R²	1.15%	23.28%	1.62%	0.96%	22.46%	1.42%
#Fund	406	406	406	408	408	408
SIC	7.83	7.59		7.83	7.60	
Hausman Test		Fixed***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

2) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของ
กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุน พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.3 และ 3.6 สรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบว่าถ้าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการของ
กองทุนรวมในทุกประเทศเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้ผลตอบแทนของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปใน
ทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ยกเว้นกองทุนประเทศมาเลเซียที่ไม่พบว่าถ้าค่าธรรมเนียมการ
จัดการเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้ผลตอบแทนของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันอย่าง
มีนัยสำคัญ ไม่พบว่ามีกองทุนรวมประเทศใดที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมี
ผลตอบแทนสูงกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่าการกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ที่เก็บ
ค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุนจะมีผลตอบแทนน้อยกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

ไม่พบว่าการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนจะส่งผล
กระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนอย่างมีนัยสำคัญในกองทุนรวมทุกประเทศ แต่พบว่าการ
เปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนใน
ทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญในกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ประเทศเดียว

พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยถ้ามีอายุมากขึ้นจะทำให้
ผลตอบแทนของกองทุนโดยเฉลี่ยเพิ่มมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ แตกต่างจากกองทุนรวมประเทศ
มาเลเซียที่มีอายุมากขึ้นจะทำให้ผลตอบแทนของกองทุนโดยเฉลี่ยลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

ถ้ากองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์มีอัตราซื้อขายหมุนเวียน
เปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ผลตอบแทนของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามอย่างมี
นัยสำคัญ ไม่พบว่าการกองทุนรวมประเทศใดที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคาร
พาณิชย์ จะมีอัตราผลตอบแทนแตกต่างจากกองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทยและ
สิงคโปร์ที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบาย
อย่างมีนัยสำคัญ พบว่าภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมตราสาร
ทุนประเทศไทยและมาเลเซียมีผลตอบแทนโดยเฉลี่ยสูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมี
นัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมตราสารตราสารหนี้พบว่ากองทุนรวมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียมี
ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยสูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

ไม่พบว่าการกองทุนรวมที่จัดตั้งในประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียมี
ผลตอบแทนแตกต่างจากกองทุนรวมประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 3.7 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม
ตราสารทุนของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Return					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	42.6916 (1.40)	21.7968 (2.08)**	42.6916 (1.40)	45.6109 (1.57)	19.1761 (1.95)*	45.6109 (1.57)
ER	0.9288 (1.50)	0.3940 (0.94)	0.9288 (1.50)			
MF				1.7922 (1.43)	1.5149 (1.19)	1.7922 (1.43)
DFEE	-1.7953 (-2.10)**	-2.0608 (-1.64)	-1.7953 (-2.10)**	-1.3879 (-1.78)*	-1.9458 (-1.66)	-1.3879 (-1.78)*
DBFEE	2.0619 (1.29)	1.8468 (1.57)	2.0619 (1.29)	1.6976 (1.04)	1.9017 (1.56)	1.6976 (1.04)
lnTNA	0.3926 (1.24)	-0.1419 (-1.27)	0.3926 (1.24)	0.2801 (1.03)	-0.1708 (-1.69)	0.2801 (1.03)
lnTNACOM	-0.1092 (-0.16)	0.0023 (0.00)	-0.1092 (-0.16)	-0.0998 (-0.16)	0.0992 (0.21)	-0.0998 (-0.16)
lnAGE	-2.5826 (-1.48)	0.2347 (0.50)	-2.5826 (-1.48)	-2.8872 (-1.64)	0.1706 (0.47)	-2.8872 (-1.64)
lnTO	-1.2763 (-0.93)	-0.0206 (-0.03)	-1.2763 (-0.93)	-1.2251 (-0.95)	-0.0156 (-0.02)	-1.2251 (-0.95)
DBANK	-0.2128 (-0.26)	-0.6165 (-1.06)	-0.2128 (-0.26)	-0.2368 (-0.33)	-0.5394 (-1.06)	-0.2368 (-0.33)
DFIF	-8.8203 (-3.14)***	-5.4581 (-2.54)**	-8.8203 (-3.14)***	-8.6050 (-2.86)***	-5.1935 (-2.24)**	-8.6050 (-2.86)***
DSG	-4.0601 (-2.48)**	-5.1911 (-3.71)***	-4.0601 (-2.48)**	-3.8649 (-2.64)***	-4.9116 (-4.46)***	-3.8649 (-2.64)***
DMY	-9.0442 (-1.54)	-9.2095 (-1.83)*	-9.0442 (-1.54)	-9.9704 (-1.61)	-9.6965 (-1.82)*	-9.9704 (-1.61)
Adj R²	10.71%	51.31%	10.71%	10.48%	50.56%	10.48%
#Fund	546	546	546	539	539	539
SIC	8.62	8.03		8.61	8.04	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.8 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม
ตราสารทุนของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Return					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	118.5161 (2.29)**	17.8264 (1.63)	118.5161 (2.29)**	132.6734 (2.46)**	20.3052 (1.75)*	132.6734 (2.46)**
ER	1.8159 (5.96)***	-0.0134 (-0.02)	1.8159 (5.96)***			
MF				-1.5598 (-1.95)*	-1.5359 (-1.62)	-1.5598 (-1.95)*
DFEE	-1.7740 (-0.79)	-0.5592 (-0.20)	-1.7740 (-0.79)	-0.8719 (-0.34)	-0.1392 (-0.04)	-0.8719 (-0.34)
DBFEE	0.2693 (0.12)	0.1115 (0.08)	0.2693 (0.12)	0.2862 (0.13)	0.4338 (0.32)	0.2862 (0.13)
lnTNA	-0.3048 (-1.67)*	0.4469 (2.66)***	-0.3048 (-1.67)*	-0.5572 (-1.93)*	0.4391 (2.39)**	-0.5572 (-1.93)*
lnTNACOM	-1.8908 (-1.86)*	-0.8442 (-2.10)**	-1.8908 (-1.86)*	-1.7886 (-1.81)*	-0.8683 (-2.65)***	-1.7886 (-1.81)*
lnAGE	-4.4840 (-1.77)*	2.2023 (5.11)***	-4.4840 (-1.77)*	-5.6583 (-1.87)*	1.9065 (5.54)***	-5.6583 (-1.87)*
lnTO	-3.2983 (-1.60)	-0.0116 (-0.02)	-3.2983 (-1.60)	-3.0469 (-1.50)	0.3087 (0.39)	-3.0469 (-1.50)
DBANK	2.4784 (0.80)	-1.8999 (-0.94)	2.4784 (0.80)	2.7742 (1.01)	-1.357 (-0.78)	2.7742 (1.01)
DFIF	-23.3418 (-3.21)***	-10.4804 (-1.53)	-23.3418 (-3.21)***	-22.8179 (-3.00)***	-9.7173 (-1.38)	-22.8179 (-3.00)***
Adj R²	13.82%	73.40%	13.82%	12.38%	73.04%	12.38%
#Fund	199	199	199	191	191	191
SIC	8.94	7.79		8.95	7.80	
Hausman Test		Fixed***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.9 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม
ตราสารทุนของประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Return					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	-41.9414 (-2.16)**	-13.6170 (-0.89)	-41.9414 (-2.16)**	0.8996 (0.03)	17.7354 (1.02)	0.8996 (0.03)
ER	2.9809 (4.19)***	0.8982 (2.07)**	2.9809 (4.19)***			
MF				6.3034 (1.89)*	6.1321 (2.09)**	6.3034 (1.89)*
DFEE	12.7826 (1.17)	3.7508 (0.54)	12.7826 (1.17)	10.2909 (1.05)	-1.5105 (-0.26)	10.2909 (1.05)
DBFEE	-4.6102 (-1.36)	-5.8515 (-1.2)	-4.6102 (-1.36)	-3.1122 (-0.89)	-5.4749 (-1.10)	-3.1122 (-0.89)
lnTNA	0.5640 (0.73)	-0.2747 (-1.26)	0.5640 (0.73)	0.4712 (0.64)	-0.3316 (-1.51)	0.4712 (0.64)
lnTNACOM	1.9880 (2.61)***	1.1586 (1.49)	1.9880 (2.61)***	0.2331 (0.19)	-0.2405 (-0.32)	0.2331 (0.19)
lnAGE	-1.3701 (-0.54)	0.5583 (0.39)	-1.3701 (-0.54)	-1.5607 (-0.60)	0.7752 (0.57)	-1.5607 (-0.60)
lnTO	-0.5617 (-1.84)*	-0.3971 (-1.67)*	-0.5617 (-1.84)*	-1.3355 (-3.45)***	-1.1974 (-4.49)***	-1.3355 (-3.45)***
DBANK	-2.3881 (-0.90)	-0.2718 (-0.09)	-2.3881 (-0.90)	-1.8601 (-0.76)	-0.1885 (-0.07)	-1.8601 (-0.76)
DFIF	-4.9433 (-2.13)**	-5.6267 (-2.34)**	-4.9433 (-2.13)**	-4.6481 (-1.90)*	-5.9441 (-2.34)**	-4.6481 (-1.90)*
Adj R²	2.88%	54.06%	2.88%	1.19%	56.02%	1.19%
#Fund	121	121	121	121	121	121
SIC	8.90	8.17		8.91	8.15	
Hausman Test		Fixed***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.10 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม
ตราสารทุนของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Return					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	38.6209 (2.42)**	29.1407 (3.48)***	42.4650 (2.36)**	41.6270 (3.25)***	28.2671 (2.95)***	45.5473 (3.13)***
ER	-0.3075 (-0.63)	0.1620 (0.40)	-0.2688 (-0.53)			
MF				-3.3980 (-2.87)***	-2.6259 (-1.63)	-3.4100 (-2.77)***
DFFEE	0.3214 (0.35)	0.0733 (0.09)	0.5179 (0.54)	0.0701 (0.07)	-0.2242 (-0.25)	0.2685 (0.25)
DBFEE	-3.4716 (-2.25)**	-2.0982 (-2.72)***	-3.5532 (-2.14)**	-3.1668 (-2.55)**	-1.5996 (-2.03)**	-3.2557 (-2.47)**
lnTNA	0.3476 (1.58)	-0.1293 (-0.4)	0.4246 (1.83)*	0.4344 (1.95)*	-0.0025 (-0.01)	0.5149 (2.11)**
lnTNACOM	-0.3126 (-0.84)	-0.1682 (-0.35)	-0.4061 (-1.00)	-0.2987 (-0.79)	-0.1035 (-0.20)	-0.3966 (-0.99)
lnAGE	-3.0512 (-3.04)***	-1.5271 (-4.9)***	-3.4342 (-3.01)***	-3.0474 (-3.45)***	-1.3939 (-3.66)***	-3.4319 (-3.39)***
lnTO	-0.8212 (-1.19)	-0.4961 (-0.93)	-0.9112 (-1.22)	-0.8438 (-1.33)	-0.3419 (-0.81)	-0.9221 (-1.34)
DBANK	0.2948 (0.64)	0.2296 (0.42)	0.3223 (0.64)	0.4272 (0.95)	0.4041 (0.85)	0.4540 (0.91)
DFIF	-4.4040 (-2.38)**	-2.7801 (-3.14)***	-4.6296 (-2.19)**	-3.5692 (-2.06)**	-2.0682 (-2.46)**	-3.7997 (-1.92)*
Adj R²	2.57%	26.51%	2.84%	2.48%	25.65%	2.74%
#Fund	226	226	226	227	227	227
SIC	7.96	7.71		7.96	7.71	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

3) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของ
กองทุนรวมตราสารทุน พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.7 และ 3.10 ซึ่งเป็นการประมาณโดยใช้ข้อมูลภาคแบบพาแนล (Unbalanced Panel Data) ได้ทำการบรรเทาปัญหา Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว พร้อมทั้งได้

เลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดโดยวิธีการทดสอบของ Huasman และค่า SIC ซึ่งพบว่าแบบจำลองผลกระทบคงที่ (Fixed Effect) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด สรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบเพียงกองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์ที่การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการส่งผลต่อผลตอบแทนของกองทุนในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

ไม่พบว่ามีกองทุนรวมตราสารทุนประเทศใดที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมีผลตอบแทนแตกต่างจากกองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซียที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมีผลตอบแทนน้อยกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

พบเพียงกองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยที่การเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ แต่กลับพบว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยที่มีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยถ้ามีอายุมากขึ้นจะทำให้ผลตอบแทนของกองทุนโดยเฉลี่ยเพิ่มมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ แตกต่างจากกองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซียที่มีอายุมากขึ้นจะทำให้ผลตอบแทนของกองทุนโดยเฉลี่ยลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

ถ้ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์มีอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ผลตอบแทนของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญเพียงประเทศเดียว ไม่พบว่ามีกองทุนรวมตราสารทุนประเทศใดที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมีอัตราผลตอบแทนแตกต่างจากกองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมตราสารทุนสิงคโปร์และมาเลเซียที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยมีผลตอบแทนสูงที่สุด รองลงมาคือ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์ และกองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซียมีผลตอบแทนน้อยที่สุดใน 3 ประเทศ

ตารางที่ 3.11 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Return					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	14.0027 (1.83)*	6.9895 (2.77)***	14.0027 (1.83)*	9.1403 (0.85)	1.7534 (0.42)	9.1403 (0.85)
ER	1.3133 (0.64)	1.9190 (0.87)	1.3133 (0.64)			
MF				2.6088 (1.28)	2.9470 (1.30)	2.6088 (1.28)
DFEE	2.0935 (1.75)*	1.8628 (1.65)	2.0935 (1.75)*	1.3148 (1.07)	1.0901 (0.95)	1.3148 (1.07)
DBFEE	-1.8165 (-1.08)	-1.5305 (-0.98)	-1.8165 (-1.08)	-1.4879 (-0.89)	-0.9774 (-0.68)	-1.4879 (-0.89)
lnTNA	0.7843 (2.28)**	0.8321 (2.19)**	0.7843 (2.28)**	0.7301 (2.31)**	0.7132 (2.30)**	0.7301 (2.31)**
lnTNACOM	-0.5126 (-1.90)*	-0.4742 (-1.98)**	-0.5126 (-1.90)*	-0.4792 (-1.69)*	-0.4319 (-1.73)*	-0.4792 (-1.69)*
lnAGE	-1.2598 (-1.02)	-0.7440 (-0.74)	-1.2598 (-1.02)	-0.6127 (-0.5)	0.0692 (0.08)	-0.6127 (-0.50)
lnTO	-0.7159 (-1.37)	-0.5846 (-1.52)	-0.7159 (-1.37)	-0.7348 (-1.36)	-0.5945 (-1.48)	-0.7348 (-1.36)
DBANK	0.3716 (0.37)	-0.0663 (-0.07)	0.3716 (0.37)	0.2219 (0.25)	-0.3292 (-0.45)	0.2219 (0.25)
DFIF	-2.5999 (-0.71)	-1.5105 (-0.53)	-2.5999 (-0.71)	-2.5414 (-0.75)	-1.3573 (-0.54)	-2.5414 (-0.75)
DSG	1.8700 (0.32)	2.1791 (0.38)	1.8700 (0.32)	1.7680 (0.28)	2.5375 (0.41)	1.7680 (0.28)
DMY	1.6581 (0.59)	2.2453 (0.88)	1.6581 (0.59)	1.4491 (0.51)	2.3887 (0.99)	1.4491 (0.51)
Adj R²	6.71%	14.27%	6.71%	6.63%	14.78%	6.63%
#Fund	183	183	183	182	182	182
SIC	7.84	7.79		7.86	7.81	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.12 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Return					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	8.8804 (1.62)	7.5107 (1.32)	8.8804 (1.62)	3.6926 (0.51)	2.3231 (0.41)	3.6926 (0.51)
ER	0.6451 (0.53)	0.6459 (0.58)	0.6451 (0.53)			
MF				1.7455 (1.03)	2.0480 (1.27)	1.7455 (1.03)
DFEE	1.3310 (1.31)	1.2132 (1.20)	1.3310 (1.31)	0.2782 (0.33)	0.2111 (0.27)	0.2782 (0.33)
DBFEE	-1.7942 (-1.83)*	-1.6244 (-1.65)	-1.7942 (-1.83)*	-1.4387 (-1.17)	-1.3094 (-1.11)	-1.4387 (-1.17)
lnTNA	0.2865 (2.38)**	0.3062 (2.89)***	0.2865 (2.38)**	0.1894 (1.94)*	0.2481 (2.84)***	0.1894 (1.94)*
lnTNACOM	-0.3248 (-1.60)	-0.3601 (-1.88)*	-0.3248 (-1.60)	-0.2731 (-1.39)	-0.2893 (-1.80)*	-0.2731 (-1.39)
lnAGE	-0.4940 (-0.60)	-0.2098 (-0.24)	-0.4940 (-0.60)	0.3326 (0.35)	0.4385 (0.43)	0.3326 (0.35)
lnTO	-0.1509 (-1.02)	-0.2033 (-1.84)*	-0.1509 (-1.02)	-0.2566 (-2.20)**	-0.2832 (-2.75)***	-0.2566 (-2.20)**
DBANK	-0.0844 (-1.09)	-0.1806 (-1.86)*	-0.0844 (-1.09)	-0.3665 (-3.00)***	-0.4529 (-2.56)**	-0.3665 (-3.00)***
DFIF	1.9670 (0.90)	2.2232 (1.10)	1.9670 (0.90)	1.4525 (0.74)	1.8176 (0.98)	1.4525 (0.74)
Adj R²	15.51%	22.29%	15.51%	11.69%	16.49%	11.69%
#Fund	95	95	95	94	94	94
SIC	5.43	5.42		5.23	5.25	
Hausman Test		Fixed*			Fixed *	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.13 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม
 ตราสารหนี้ของประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Return					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	-91.0737 (-1.24)	-110.9528 (-1.19)	-91.0737 (-1.24)	-70.8613 (-1.31)	-72.9237 (-1.07)	-70.8613 (-1.31)
ER	6.6223 (0.87)	11.2278 (1.24)	6.6223 (0.87)			
MF				8.6625 (1.01)	12.9273 (1.50)	8.6625 (1.01)
DFEE	-35.6229 (-2.63)**	-25.2599 (-3.09)***	-35.6229 (-2.63)**	-36.2596 (-2.70)***	-27.0628 (-2.89)***	-36.2596 (-2.70)***
DBFEE	-6.7863 (-1.06)	-4.5920 (-0.91)	-6.7863 (-1.06)	-4.5815 (-0.84)	-1.7823 (-0.51)	-4.5815 (-0.84)
lnTNA	2.1651 (1.18)	3.0789 (1.25)	2.1651 (1.18)	1.6104 (1.35)	2.1400 (1.31)	1.6104 (1.35)
lnTNACOM	5.3217 (1.51)	5.3362 (1.38)	5.3217 (1.51)	4.3108 (1.39)	4.1003 (1.24)	4.3108 (1.39)
lnAGE	-2.8213 (-1.08)	-4.9226 (-1.10)	-2.8213 (-1.08)	-1.2625 (-0.64)	-3.7307 (-1.05)	-1.2625 (-0.64)
lnTO	1.6909 (1.08)	3.1820 (1.05)	1.6909 (1.08)	0.9506 (0.79)	2.1223 (0.85)	0.9506 (0.79)
DBANK	-8.5028 (-1.02)	-10.1251 (-1.26)	-8.5028 (-1.02)	-6.7223 (-0.96)	-7.5633 (-1.21)	-6.7223 (-0.96)
DFIF	-13.0163 (-1.06)	-16.021 (-1.17)	-13.0163 (-1.06)	-9.9553 (-0.93)	-12.4772 (-1.11)	-9.9553 (-0.93)
Adj R²	11.90%	45.91%	11.90%	11.20%	56.02%	11.20%
#Fund	32	32	32	32	32	32
SIC	9.29	8.95		9.30	8.15	
Hausman Test		Fixed *			Fixed *	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.14 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Return					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	21.3976 (1.27)	2.4113 (0.29)	26.9614 (1.24)	19.8362 (0.89)	5.4994 (0.38)	25.9617 (0.94)
ER	-0.9494 (-0.31)	0.5841 (0.22)	-0.8748 (-0.27)			
MF				-0.9084 (-0.38)	-0.8370 (-0.34)	-0.9975 (-0.37)
DFEE	2.2454 (2.25)**	2.1375 (2.06)**	1.8492 (1.41)	2.3411 (2.60)**	1.9652 (2.02)**	1.9027 (1.61)
DBFEE	10.9010 (1.55)	15.7637 (3.13)***	10.6386 (1.22)	10.8871 (1.53)	15.5201 (3.07)***	10.5973 (1.19)
lnTNA	0.2689 (0.67)	0.5955 (1.95)*	0.2257 (0.55)	0.3719 (2.24)**	0.4889 (3.45)***	0.3135 (1.57)
lnTNACOM	-0.5267 (-1.29)	-0.4282 (-1.05)	-0.4346 (-0.83)	-0.5412 (-1.17)	-0.4713 (-1.06)	-0.4501 (-0.77)
lnAGE	-0.9045 (-0.48)	0.3646 (0.26)	-1.7190 (-0.77)	-0.9259 (-0.58)	0.5220 (0.43)	-1.7457 (-0.87)
lnTO	-0.1580 (-0.75)	-0.2546 (-1.41)	-0.2082 (-0.88)	-0.1578 (-0.79)	-0.2522 (-1.22)	-0.2171 (-0.89)
DBANK	1.3651 (0.42)	1.8832 (0.66)	1.0489 (0.29)	1.4385 (0.51)	1.6096 (0.66)	1.0819 (0.34)
DFIF	-0.6481 (-0.14)	1.0444 (0.26)	-1.1702 (-0.22)	-0.5162 (-0.12)	1.3686 (0.35)	-1.0124 (-0.21)
Adj R²	2.57%	16.83%	1.56%	1.01%	16.84%	1.58%
#Fund	56	56	56	56	56	56
SIC	7.96	7.73		7.84	7.73	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

4) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของ
กองทุนรวมตราสารหนี้ พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.11 และ 3.14 ซึ่งเป็นการประมาณ
โดยใช้ข้อมูลภาคแบบพาแนล (Unbalanced Panel Data) ได้ทำการบรรเทาปัญหา
Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว พร้อมทั้งได้

เลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดโดยวิธีการทดสอบของ Huasman และค่า SIC ซึ่งพบว่าแบบจำลองผลกระทบคงที่ (Fixed Effect) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด สรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

ไม่พบว่ามีกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศใดที่อัตราส่วนค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมการจัดการส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์ที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมีผลตอบแทนต่ำกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซียที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนหรือค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมีผลตอบแทนมากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

ภาพรวมกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยและมาเลเซีย พบว่ามีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ แต่กลับพบว่าภาพรวมกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทย มีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญ

ไม่พบว่ามีกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศใดที่มีอายุมากขึ้นจะทำให้ผลตอบแทนของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ

ถ้ากองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยมีอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญเพียงประเทศเดียว

พบเพียงกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมีอัตราผลตอบแทนน้อยกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ไม่พบว่ามีกองทุนตราสารหนี้ประเทศใดที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศมีผลตอบแทนแตกต่างจากกองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

ไม่พบว่ามีกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียมีผลตอบแทนแตกต่างจากกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 3.15 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมผสม
ของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Return					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	24.5896 (0.91)	2.4970 (0.29)	24.8561 (0.92)	30.2459 (1.09)	7.2514 (0.87)	31.4053 (1.10)
ER	1.5617 (3.06)***	1.7916 (4.19)***	1.5537 (3.03)***			
MF				1.3172 (1.88)	2.0875 (2.39)*	1.2770 (1.83)
DFEE	4.1777 (2.85)***	2.9042 (1.86)*	4.1837 (2.83)***	4.0693 (2.72)***	2.7705 (1.79)*	4.0944 (2.66)***
DBFEE	2.3056 (1.37)	0.7540 (0.52)	2.3231 (1.38)	2.7146 (1.57)	1.0297 (0.72)	2.7847 (1.58)
lnTNA	1.0670 (2.41)**	0.4993 (1.59)	1.0683 (2.41)**	0.7797 (2.64)***	0.2545 (1.50)	0.7939 (2.64)***
lnTNACOM	-0.8238 (-1.00)	-0.4792 (-0.96)	-0.8292 (-1.00)	-0.7704 (-1.03)	-0.4447 (-1.00)	-0.7974 (-1.03)
lnAGE	-0.9089 (-1.08)	1.7524 (1.97)**	-0.9314 (-1.10)	-1.0240 (-1.18)	1.7186 (1.81)*	-1.1335 (-1.27)
lnTO	-1.6138 (-1.44)	-0.8356 (-1.05)	-1.6158 (-1.44)	-1.7181 (-1.51)	-1.0171 (-1.25)	-1.7223 (-1.49)
DBANK	0.9916 (1.32)	1.0800 (1.64)	0.9979 (1.32)	0.8243 (1.09)	0.8666 (1.28)	0.8615 (1.10)
DFIF	-3.6553 (-3.44)***	-0.8438 (-0.95)	-3.6684 (-3.43)***	-4.2044 (-2.87)***	-1.1258 (-1.44)	-4.2707 (-2.82)***
DSG	-10.8967 (-2.46)**	-10.1021 (-2.34)**	-10.8769 (-2.44)**	-9.1541 (-2.34)**	-8.9861 (-2.33)**	-9.0753 (-2.29)**
DMY	-8.8864 (-1.46)	-9.3160 (-1.58)	-8.8711 (-1.45)	-8.5794 (-1.33)	-9.5119 (-1.50)	-8.5014 (-1.29)
Adj R²	9.25%	43.70%	9.19%	8.50%	43.25%	8.27%
#Fund	165	165	165	165	165	165
SIC	8.21	7.77		8.23	7.79	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.16 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมผสม
ของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Return					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	133.5292 (2.60)**	38.8962 (2.74)***	133.5292 (2.60)**	133.6557 (2.60)**	34.8081 (2.63)***	133.6557 (2.60)**
ER	0.1865 (0.14)	-0.6187 (-0.53)	0.1865 (0.14)			
MF				0.3594 (0.17)	1.6020 (1.11)	0.3594 (0.17)
DFEE	8.3746 (2.52)**	4.3131 (1.40)	8.3746 (2.52)**	8.1882 (2.55)**	4.2348 (1.39)	8.1882 (2.55)**
DBFEE	3.1772 (1.58)	-0.7088 (-0.64)	3.1772 (1.58)	3.1571 (1.63)	-1.3894 (-1.06)	3.1571 (1.63)
lnTNA	2.1499 (2.42)**	0.9678 (1.40)	2.1499 (2.42)**	2.0825 (2.22)**	1.0844 (1.47)	2.0825 (2.22)**
lnTNACOM	-5.9183 (-2.99)***	-3.179 (-2.47)**	-5.9183 (-2.99)***	-5.8587 (-2.95)***	-3.174 (-2.39)**	-5.8587 (-2.95)***
lnAGE	-2.1781 (-1.19)	3.6080 (1.62)	-2.1781 (-1.19)	-2.0893 (-1.11)	3.6519 (1.65)	-2.0893 (-1.11)
lnTO	-3.9704 (-1.89)*	-0.4078 (-0.31)	-3.9704 (-1.89)*	-4.1743 (-2.04)**	-0.5840 (-0.47)	-4.1743 (-2.04)**
DBANK	8.6982 (1.62)	3.4267 (1.16)	8.6982 (1.62)	8.7978 (1.60)	3.3968 (1.08)	8.7978 (1.60)
DFIF	-18.9938 (-2.69)***	-8.1290 (-2.19)**	-18.9938 (-2.69)***	-19.3672 (-2.74)***	-7.6148 (-2.20)**	-19.3672 (-2.74)***
Adj R²	24.06%	75.18%	24.06%	24.70%	75.33%	24.70%
#Fund	54	54	54	54	54	54
SIC	8.63	7.61		8.63	7.61	
Hausman Test		Fixed***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.17 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมผสม
ของประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Return					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	-56.4824 (-3.42)***	-44.0268 (-1.29)	-56.4824 (-3.42)***	-86.5611 (-2.53)**	-74.2167 (-1.73)*	-86.5611 (-2.53)**
ER	2.3397 (0.74)	-0.0670 (-0.02)	2.3397 (0.74)			
MF				9.0411 (3.21)***	5.1401 (2.70)***	9.0411 (3.21)***
DFEE	-11.4747 (-1.32)	-9.5365 (-1.48)	-11.4747 (-1.32)	-10.7217 (-2.00)**	-7.5791 (-1.23)	-10.7217 (-2.00)**
DBFEE	-1.6216 (-0.50)	-4.9333 (-1.40)	-1.6216 (-0.50)	-6.3816 (-3.02)***	-8.6836 (-1.63)	-6.3816 (-3.02)***
lnTNA	1.6746 (2.44)**	0.8498 (1.60)	1.6746 (2.44)**	1.3975 (2.58)**	0.8317 (1.58)	1.3975 (2.58)**
lnTNACOM	2.7389 (3.59)***	3.1350 (1.76)*	2.7389 (3.59)***	4.3570 (2.26)**	4.3486 (1.92)*	4.3570 (2.26)**
lnAGE	-2.3737 (-1.59)	-1.1421 (-1.40)	-2.3737 (-1.59)	-2.5609 (-2.61)**	-0.9362 (-0.73)	-2.5609 (-2.61)**
lnTO	3.2117 (1.87)*	-0.6633 (-0.55)	3.2117 (1.87)*	3.3514 (1.76)*	-0.7616 (-0.56)	3.3514 (1.76)*
DBANK	8.8634 (2.87)***	2.1654 (0.77)	8.8634 (2.87)***	9.6245 (2.92)***	2.5714 (0.83)	9.6245 (2.92)***
DFIF	-13.4704 (-2.26)**	-12.6549 (-1.33)	-13.4704 (-2.26)**	-19.4251 (-2.25)**	-17.2136 (-1.67)	-19.4251 (-2.25)**
Adj R ²	1.93%	49.97%	1.93%	5.07%	54.24%	5.07%
#Fund	25	25	25	25	25	25
SIC	8.56	8.04		8.66	8.08	
Hausman Test		Fixed **			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.18 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมผสม
ของประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Return					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	0.7363 (0.03)	-34.4263 (-4.96)***	15.9719 (0.52)	11.4718 (0.56)	-21.6199 (-2.23)**	27.0463 (1.01)
ER	1.9976 (5.97)***	2.8777 (3.91)***	1.3337 (2.81)***			
MF				-0.6406 (-0.34)	0.8941 (0.37)	-1.3451 (-0.56)
DFEE	2.6667 (2.19)**	2.3513 (1.60)	2.6102 (1.71)*	2.4618 (1.89)*	2.1397 (1.42)	2.3936 (1.44)
DBFEE	0.5685 (0.16)	-0.2467 (-0.09)	0.0825 (0.02)	1.3394 (0.39)	0.5582 (0.20)	0.6290 (0.19)
lnTNA	0.6736 (1.07)	0.5875 (0.93)	0.5099 (0.81)	0.4214 (0.66)	0.2421 (0.44)	0.3366 (0.51)
lnTNACOM	0.3789 (0.64)	0.3091 (0.68)	0.3419 (0.46)	0.3001 (0.55)	0.2291 (0.53)	0.2554 (0.36)
lnAGE	-1.4201 (-0.62)	2.7402 (3.72)***	-2.8957 (-1.08)	-1.5878 (-0.72)	2.4319 (3.21)***	-3.2397 (-1.24)
lnTO	-1.2877 (-1.86)*	-0.6587 (-1.45)	-1.0206 (-1.46)	-1.0655 (-1.54)	-0.4500 (-1.07)	-0.8474 (-1.19)
DBANK	-1.3066 (-2.88)***	-0.7031 (-1.92)*	-1.3202 (-2.15)**	-1.3652 (-2.92)***	-0.8610 (-1.97)**	-1.2812 (-2.13)**
DFIF	-1.1832 (-0.63)	2.9150 (1.75)*	-2.2674 (-1.02)	-0.8419 (-0.39)	2.9262 (1.81)*	-2.0252 (-0.75)
Adj R²	0.43%	24.62%	0.66%	0.89%	23.15%	0.76%
#Fund	85	85	85	85	85	85
SIC	7.82	7.60		7.83	7.61	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

5) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของ
กองทุนรวมผสม พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.15 และ 3.18 ซึ่งเป็นการประมาณ
โดยใช้ข้อมูลภาคแบบพาแนล (Unbalanced Panel Data) ได้ทำการบรรเทาปัญหา
Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว พร้อมทั้งได้
เลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดโดยวิธีการทดสอบของ Huasman และค่า SIC ซึ่งพบว่า
แบบจำลองผลกระทบคงที่ (Fixed Effect) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด สรุปผลการศึกษาได้
ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

ภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ พบว่าถ้าอัตราส่วน
ค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไป จะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนใน
ทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยที่กองทุนทุนรวมผสมประเทศมาเลเซียพบว่าถ้าอัตราส่วน
ค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงไป จะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนในทิศทางเดียวกันอย่างมี
นัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์พบว่าถ้าค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลง
ไป จะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

ภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศที่เก็บค่าธรรมเนียมการ
ขายหน่วยลงทุนจะมีผลตอบแทนสูงกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมผสม
ในทุกประเทศไม่พบว่าถ้ากองทุนเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมีผลตอบแทน
แตกต่างจากกองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

ไม่พบว่ากองทุนรวมผสมในทุกประเทศที่มีการเปลี่ยนแปลงของ
ทรัพย์สินสุทธิของกองทุนจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่า
กองทุนรวมผสมประเทศไทย ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ส่งผล
กระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมผสม
ประเทศสิงคโปร์ ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. จะส่งผลกระทบต่อ
ผลตอบแทนของกองทุนในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

ภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมผสม
ประเทศมาเลเซีย พบว่าถ้ากองทุนมีอายุมากขึ้นจะทำให้ผลตอบแทนของกองทุนเปลี่ยนแปลงไป
ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

ไม่พบกองทุนรวมผสมประเทศใดที่อัตราซื้อขายหมุนเวียน
เปลี่ยนแปลงจะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนอย่างมีนัยสำคัญ พบเพียงกองทุน
รวมผสมประเทศมาเลเซียที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมีอัตรา
ผลตอบแทนน้อยกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

กองทุนรวมผสมประเทศไทยที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีผลตอบแทนต่ำกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ แต่กองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซียที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีผลตอบแทนมากกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

พบว่ากองทุนรวมผสมประเทศไทยและมาเลเซียมีผลตอบแทนไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่ากองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์มีผลตอบแทนน้อยที่สุดใน 3 ประเทศ

3.4.2.2 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio

โดยแบ่งผลการประมาณออกเป็นแบบจำลองที่ใช้ข้อมูล พ.ศ. 2556 และข้อมูล พ.ศ. 2552 – 2556 ของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุน กองทุนตราสารทุน ตราสารหนี้ และผสม มีผลการประมาณค่าดังนี้

ตารางที่ 3.19 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวมโดย
ให้ตัวแปรอิสระหลักคืออัตราส่วนค่าใช้จ่าย พ.ศ. 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio			
	3 ประเทศ	ไทย	สิงคโปร์	มาเลเซีย
Constant	-0.8516 (-0.77)	-0.6226 (-0.29)	2.8716 (0.78)	1.2449 (0.82)
ER	0.4779 (4.02)***	0.7910 (3.45)***	-0.0626 (-0.18)	0.3570 (2.41)**
DFEE	0.2243 (1.25)	0.4679 (1.58)	-1.9816 (-1.12)	-0.1572 (-0.64)
DBFEE	0.7490 (3.27)***	0.5034 (1.96)*	-0.2244 (-0.63)	0.7000 (1.13)
lnTNA	-0.0111 (-0.33)	-0.0404 (-0.81)	-0.0480 (-0.70)	0.0177 (0.34)
lnTNACOM	-0.0439 (-1.17)	-0.1730 (-1.58)	-0.0255 (-0.23)	-0.0316 (-0.80)
lnAGE	0.3396 (3.72)***	0.6353 (4.39)***	0.0736 (0.41)	0.0810 (0.57)
lnTO	-0.0432 (-0.96)	0.0131 (0.18)	0.0600 (0.72)	-0.1641 (-1.33)
DBANK	0.2004 (1.35)	0.3151 (1.00)	0.4037 (1.10)	0.4852 (2.71)***
DFIF	-0.5833 (-4.01)***	-0.9187 (-3.19)***	1.0422 (3.30)***	-0.6824 (-3.38)***
DEQ	1.4312 (8.48)***	1.4711 (4.44)***	1.1353 (4.14)***	1.3835 (6.93)***
DFI	-0.8952 (-5.25)***	-1.1630 (-3.84)***	-0.2103 (-0.54)	-0.8441 (-4.72)***
DSG	-0.0558 (-0.21)			
DMY	-0.2094 (-1.93)*			
Adj R²	37.24%	45.76%	21.96%	36.38%
#Fund	901	395	147	359

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.20 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวม โดยให้ตัวแปรอิสระหลักคือค่าธรรมเนียมการจัดการ พ.ศ. 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio					
	5 ประเทศ	ไทย	สิงคโปร์	มาเลเซีย	อินโดนีเซีย	ฟิลิปปินส์
Constant	0.3848 (0.39)	0.0807 (0.04)	2.2010 (0.91)	-0.8619 (-0.68)	1.0719 (0.32)	1.1460 (0.20)
MF	0.7988 (5.45)***	0.9364 (3.63)***	-0.3338 (-0.77)	1.4244 (7.56)***	0.6465 (2.84)***	-0.4578 (-0.69)
DFEE	0.4592 (2.98)***	0.3990 (1.44)	-1.9285 (-1.11)	-0.1599 (-0.65)	1.9194 (3.66)***	4.8766 (5.39)***
DBFEE	0.4724 (2.57)**	0.5511 (2.13)**	-0.2653 (-0.79)	0.7345 (1.12)	1.3817 (2.19)**	-0.5959 (-0.79)
lnTNA	-0.0058 (-0.18)	-0.0658 (-1.35)	-0.0438 (-0.67)	0.0241 (0.54)	0.1367 (0.96)	-0.0704 (-0.32)
lnTNACOM	-0.1045 (-2.43)**	-0.1520 (-1.49)	0.0067 (0.08)	-0.0065 (-0.19)	-0.3668 (-1.96)*	0.1793 (0.54)
lnAGE	0.2827 (3.65)***	0.5747 (4.22)***	0.0819 (0.48)	0.0676 (0.54)	0.2310 (1.20)	-0.4967 (-0.49)
lnTO	N/A	-0.0030 (-0.04)	0.0720 (0.87)	-0.0693 (-1.10)	N/A	N/A
DBANK	0.2485 (1.77)*	0.2281 (0.71)	0.4220 (1.08)	0.4292 (2.50)**	0.1136 (0.30)	3.6634 (4.12)***
DFIF	-0.6688 (-4.51)***	-0.9118 (-3.10)***	1.0725 (4.94)***	-1.0108 (-5.11)***	0.1725 (0.27)	-0.6359 (-1.06)
DEQ	1.4013 (9.06)***	1.3846 (4.04)***	1.1765 (4.32)***	1.0247 (5.43)***	1.8163 (4.99)***	2.0605 (2.96)***
DFI	-0.9877 (-6.35)***	-1.1745 (-4.04)***	-0.2960 (-0.74)	-0.5997 (-4.16)***	-1.8976 (-4.75)***	-0.8594 (-1.14)
DSG	-0.0583 (-0.22)					
DMY	-0.5319 (-2.92)***					
DID	-1.6049 (-6.33)***					
DPH	0.8455 (2.60)***					
Adj R ²	39.00%	46.11%	22.50%	41.87%	52.94%	11.31%
#Fund	1112	395	147	359	149	62

1) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวมโดยให้ตัวแปรอิสระหลักคืออัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการ พ.ศ. 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.19 และ 3.20 สรุปผลได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบว่าภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 3 และ 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทย มาเลเซีย และอินโดนีเซีย ถ้าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไปจะส่งผลกระทบต่อ Sharpe Ratio ของกองทุนในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ พบว่าภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศอินโดนีเซียและฟิลิปปินส์ที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมี Sharpe Ratio สูงกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 3 และ 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทย และอินโดนีเซียที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมี Sharpe Ratio สูงกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

ไม่พบว่าการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนจะส่งผลกระทบต่อ Sharpe Ratio อย่างมีนัยสำคัญในกองทุนรวมทุกประเทศ แต่พบว่าการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ส่งผลกระทบต่อ Sharpe Ratio ของกองทุนในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญในภาพรวมกองทุนทั้ง 5 ประเทศ และกองทุนรวมประเทศอินโดนีเซีย ภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 3 และ 5 ประเทศ และกองทุนรวมไทย ถ้ากองทุนมีอายุมากขึ้นจะทำให้ Sharpe Ratio ของกองทุนโดยเฉลี่ยสูงมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ไม่พบกองทุนรวมประเทศใดที่อัตราซื้อขายหมุนเวียนจะกระทบต่อ Sharpe Ratio ของกองทุนอย่างมีนัยสำคัญ พบว่าภาพรวมของกองทุนทั้ง 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศมาเลเซีย และฟิลิปปินส์ที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมี Sharpe Ratio สูงกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครือ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 3 และ 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทย มาเลเซีย และอินโดนีเซียที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมี Sharpe Ratio น้อยกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ พบว่าภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 5 หรือ 3 ประเทศ และกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยมี Sharpe Ratio โดยเฉลี่ยสูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศอินโดนีเซียมี Sharpe Ratio โดยเฉลี่ยต่ำกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

พบว่ากองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์มี Sharpe Ratio โดยเฉลี่ยสูงที่สุด รองลงมาคือกองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่มี Sharpe Ratio ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ลำดับถัดมาคือกองทุนรวมประเทศมาเลเซีย และกองทุนรวมประเทศอินโดนีเซียที่มี Sharpe Ratio น้อยที่สุดใน 5 ประเทศ

ตารางที่ 3.21 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนในประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio			
	Pool	Fixed	Pool	Fixed
Constant	7.0607 (1.97)**	2.8071 (2.57)**	7.7462 (2.22)**	3.0371 (2.97)***
ER	0.6085 (3.83)***	0.6124 (4.23)***		
MF			1.1633 (4.82)***	1.1832 (5.14)***
DFEE	0.3769 (1.73)*	0.3624 (1.45)	0.3806 (1.60)	0.3403 (1.32)
DBFEE	0.4325 (1.41)	0.3715 (1.49)	0.3383 (1.02)	0.3273 (1.24)
lnTNA	0.2667 (2.48)**	0.1774 (1.69)	0.2449 (2.44)**	0.1622 (1.64)
lnTNACOM	-0.1639 (-1.17)	-0.1058 (-0.96)	-0.1774 (-1.35)	-0.1137 (-1.08)
lnAGE	-0.5283 (-2.36)**	0.0018 (0.02)	-0.5732 (-2.59)***	-0.0138 (-0.14)
lnTO	-0.1523 (-1.42)	-0.0529 (-1.38)	-0.1375 (-1.37)	-0.0418 (-1.14)
DBANK	0.1709 (0.97)	0.0839 (0.73)	0.1384 (0.84)	0.0535 (0.51)
DFIF	-1.2501 (-5.71)***	-0.5934 (-2.27)**	-1.385 (-6.15)***	-0.7354 (-2.87)***
DEQ	2.0287 (3.41)***	1.7775 (3.27)***	1.8597 (3.24)***	1.5940 (3.03)***
DFI	-0.5840 (-2.42)**	-0.6846 (-2.05)**	-0.4988 (-2.14)**	-0.5895 (-1.82)*
DSG	-0.1884 (-0.47)	-0.4729 (-1.88)*	0.0221 (0.05)	-0.3378 (-1.78)*
DMY	-1.4245 (-1.67)*	-1.5470 (-2.24)**	-1.7573 (-1.86)*	-1.8564 (-2.43)**
Adj R ²	13.13%	34.58%	13.61%	34.85%
#Fund	1030	1030	1022	1022
SIC	5.59	5.31	5.59	5.32
Hausman Test		Fixed***		Fixed ***

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.22 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนในประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	16.8735 (2.46)**	5.6320 (2.04)**	19.2552 (2.54)**	18.3357 (2.53)**	5.6115 (2.04)**	20.7793 (2.6)***
ER	0.9749 (12.12)***	0.9036 (9.71)***	0.9763 (9.90)***			
MF				0.7525 (6.18)***	0.8777 (6.23)***	0.7099 (5.54)***
DFEE	0.6661 (1.64)	0.5465 (1.14)	0.7307 (1.59)	0.7981 (1.62)	0.5501 (1.02)	0.8796 (1.58)
DBFEE	-0.1007 (-0.19)	-0.0881 (-0.19)	-0.1119 (-0.19)	-0.0352 (-0.07)	0.0223 (0.05)	-0.0472 (-0.08)
lnTNA	0.1447 (2.60)***	0.0915 (1.55)	0.1685 (2.45)**	0.0847 (1.68)*	0.0427 (0.74)	0.1102 (1.79)*
lnTNACOM	-0.5002 (-2.18)**	-0.2508 (-1.70)*	-0.5587 (-2.14)**	-0.4944 (-2.11)**	-0.2418 (-1.68)*	-0.5539 (-2.09)**
lnAGE	-0.3721 (-2.15)**	0.3773 (4.19)***	-0.5697 (-2.86)***	-0.4026 (-1.94)*	0.4839 (7.19)***	-0.6048 (-2.58)***
lnTO	-0.5465 (-1.96)*	-0.2553 (-1.98)**	-0.5714 (-1.94)*	-0.5477 (-1.99)**	-0.2418 (-1.94)*	-0.5742 (-1.98)**
DBANK	0.6549 (1.5)	0.0705 (0.34)	0.7358 (1.48)	0.6194 (1.32)	-0.0001 (0.00)	0.7011 (1.33)
DFIF	-3.6387 (-4.80)***	-1.9938 (-4.06)***	-3.8462 (-4.50)***	-3.6651 (-4.81)***	-1.9247 (-3.73)***	-3.8755 (-4.53)***
DEQ	2.2011 (3.79)***	1.8335 (3.77)***	2.2672 (3.34)***	2.3654 (4.00)***	1.8577 (3.53)***	2.4613 (3.57)***
DFI	-0.6015 (-2.38)**	-1.4782 (-2.85)***	-0.4704 (-1.60)	-0.8264 (-2.52)**	-1.7286 (-2.96)***	-0.7112 (-1.89)*
Adj R ²	32.41%	62.73%	29.58%	31.84%	63.15%	29.26%
#Fund	420	420	420	411	411	411
SIC	5.27	4.69		5.30	4.71	
Hausman Test		Fixed***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.23 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนของประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	6.5625 (1.11)	9.5444 (1.53)	6.5625 (1.11)	10.3637 (1.17)	11.9620 (1.55)	10.3637 (1.17)
ER	0.7035 (1.36)	0.4162 (1.32)	0.7035 (1.36)			
MF				0.8026 (1.28)	0.5449 (1.07)	0.8026 (1.28)
DFEE	-0.3086 (-0.49)	-0.4007 (-0.62)	-0.3086 (-0.49)	-0.3006 (-0.50)	-0.4421 (-0.83)	-0.3006 (-0.5)
DBFEE	-0.1103 (-0.22)	-0.2415 (-0.98)	-0.1103 (-0.22)	0.0556 (0.10)	-0.1342 (-0.55)	0.0556 (0.10)
lnTNA	0.4881 (1.75)*	0.2974 (1.51)	0.4881 (1.75)*	0.4551 (1.78)*	0.2888 (1.52)	0.4551 (1.78)*
lnTNACOM	-0.3383 (-0.90)	-0.4029 (-1.04)	-0.3383 (-0.9)	-0.4555 (-0.94)	-0.4833 (-1.06)	-0.4555 (-0.94)
lnAGE	-0.8848 (-1.53)	-0.5780 (-1.30)	-0.8848 (-1.53)	-0.9266 (-1.55)	-0.6199 (-1.38)	-0.9266 (-1.55)
lnTO	0.3466 (1.28)	0.3102 (1.38)	0.3466 (1.28)	0.2693 (1.21)	0.2583 (1.40)	0.2693 (1.21)
DBANK	-0.0352 (-0.10)	0.3381 (0.63)	-0.0352 (-0.10)	0.0445 (0.14)	0.3935 (0.74)	0.0445 (0.14)
DFIF	0.1369 (0.40)	0.1816 (0.53)	0.1369 (0.40)	0.2153 (0.93)	0.2216 (0.73)	0.2153 (0.93)
DEQ	2.7854 (1.89)*	2.4008 (1.80)*	2.7854 (1.89)*	2.8508 (1.89)*	2.4533 (1.83)*	2.8508 (1.89)*
DFI	0.5821 (1.32)	0.6785 (1.68)*	0.5821 (1.32)	0.5461 (1.53)	0.7296 (1.95)*	0.5461 (1.53)
Adj R ²	4.98%	24.79%	4.98%	4.73%	25.02%	4.73%
#Fund	197	197	197	197	197	197
SIC	6.46	6.25		6.46	6.25	
Hausman Test		Fixed***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.24 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนของประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	6.1278 (2.89)***	1.8270 (1.73)*	6.7420 (2.93)***	3.5622 (1.73)*	-0.7635 (-0.41)	3.8681 (1.79)*
ER	0.2493 (3.06)***	0.2373 (3.09)***	0.2427 (2.09)***			
MF				1.5578 (3.11)***	1.4472 (3.19)***	1.5675 (3.02)***
DFEE	0.1674 (1.42)	0.1670 (1.76)	0.1803 (1.42)	0.0350 (0.29)	0.0380 (0.41)	0.0415 (0.34)
DBFEE	-0.3307 (-1.20)	-0.4674 (-2.11)**	-0.2989 (-1.04)	-0.2220 (-0.90)	-0.3423 (-1.80)*	-0.2072 (-0.82)
lnTNA	0.1931 (2.46)**	0.0866 (1.16)	0.2068 (2.46)**	0.2314 (2.44)**	0.1248 (1.38)	0.2390 (2.43)**
lnTNACOM	-0.0696 (-1.11)	-0.0185 (-0.55)	-0.0808 (-1.18)	-0.0482 (-1.08)	0.0071 (0.31)	-0.0540 (-1.14)
lnAGE	-0.5706 (-2.85)***	0.0256 (0.84)	-0.6524 (-2.98)***	-0.6222 (-3.08)***	-0.0157 (-0.40)	-0.6649 (-3.14)***
lnTO	-0.1647 (-3.75)***	-0.1123 (-3.10)***	-0.1576 (-3.64)***	-0.0547 (-7.34)***	-0.1188 (-2.83)**	-0.0533 (-6.52)***
DBANK	0.2186 (1.38)	0.1909 (1.78)*	0.2280 (1.31)	0.1967 (1.32)	0.1735 (1.70)*	0.2033 (1.30)
DFIF	-0.5807 (-1.03)	-0.0080 (-0.01)	-0.6478 (-1.07)	-0.9709 (-1.88)*	-0.3625 (-0.74)	-1.0082 (-1.87)*
DEQ	1.4404 (3.76)***	1.4070 (3.85)***	1.4563 (3.51)***	1.0477 (4.11)***	1.0398 (4.15)***	1.0517 (3.94)***
DFI	-0.8221 (-3.43)***	-0.5550 (-3.16)***	-0.8424 (-3.25)***	-0.4709 (-2.78)***	-0.2277 (-2.04)**	-0.4787 (-2.68)***
Adj R ²	9.84%	31.85%	9.27%	11.83%	33.50%	11.44%
#Fund	413	413	413	414	414	414
SIC	4.98	4.71		4.95	4.69	
Hausman Test		Fixed***			Fixed ***	

2) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุน พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.21 และ 3.24 สรุปผลการศึกษาได้

ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบว่าภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทยและมาเลเซีย ถ้าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้ Sharpe Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

ไม่พบว่ามีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนจะส่งผลลงทุนจะมี Sharpe Ratio สูงกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่ากองทุนรวมประเทศมาเลเซียที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมี Sharpe Ratio น้อยกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

ไม่พบว่ามีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนจะส่งผลกระทบต่อ Sharpe Ratio ของกองทุนอย่างมีนัยสำคัญในกองทุนรวมทุกประเทศ แต่พบว่ามีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ส่งผลกระทบต่อ Sharpe Ratio ของกองทุนในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญในกองทุนรวมประเทศไทยประเทศเดียว

พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยถ้ามีอายุมากขึ้นจะทำให้ Sharpe Ratio ของกองทุนโดยเฉลี่ยเพิ่มมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ถ้ากองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์มีอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ Sharpe Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญ พบว่ากองทุนรวมประเทศมาเลเซียที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมี Sharpe Ratio มากกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมประเทศไทย ที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมี Sharpe Ratio ต่ำกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนในทุกประเทศมี Sharpe Ratio โดยเฉลี่ยสูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมตราสารหนี้พบว่าภาพรวมกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยและมาเลเซียมี Sharpe Ratio โดยเฉลี่ยต่ำกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ แตกต่างจากกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์ที่มี Sharpe Ratio โดยเฉลี่ยสูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

กองทุนรวมประเทศไทยมี Sharpe Ratio สูงที่สุด รองลงมาคือกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ และกองทุนรวมประเทศมาเลเซียมี Sharpe Ratio น้อยที่สุดใน 3 ประเทศ

ตารางที่ 3.25 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวม
ตราสารทุนประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	11.3842 (2.04)**	5.9309 (3.09)***	11.3842 (2.04)**	12.1988 (2.29)**	5.7460 (3.71)***	12.1988 (2.29)**
ER	0.1700 (1.56)	0.1014 (1.36)	0.1700 (1.56)			
MF				0.3178 (3.14)***	0.2994 (2.41)**	0.3178 (3.14)***
DFFEE	-0.0969 (-0.52)	-0.1401 (-0.94)	-0.0969 (-0.52)	0.0110 (0.05)	-0.0957 (-0.55)	0.0110 (0.05)
DBFEE	0.5039 (2.38)**	0.4611 (2.24)**	0.5039 (2.38)**	0.4979 (2.4)**	0.5159 (2.76)***	0.4979 (2.4)**
lnTNA	0.3849 (1.99)**	0.2297 (1.57)	0.3849 (1.99)**	0.3719 (1.93)*	0.2313 (1.51)	0.3719 (1.93)*
lnTNACOM	-0.1749 (-0.88)	-0.1105 (-0.78)	-0.1749 (-0.88)	-0.1845 (-0.97)	-0.1075 (-0.80)	-0.1845 (-0.97)
lnAGE	-0.9383 (-2.12)**	-0.2114 (-0.99)	-0.9383 (-2.12)**	-1.0204 (-2.27)**	-0.2398 (-1.11)	-1.0204 (-2.27)**
lnTO	-0.0046 (-0.05)	0.1927 (3.04)***	-0.0046 (-0.05)	0.0128 (0.16)	0.2054 (2.64)***	0.0128 (0.16)
DEQ	0.0997 (0.51)	0.0472 (0.39)	0.0997 (0.51)	0.0992 (0.51)	0.0691 (0.52)	0.0992 (0.51)
DFI	-1.7576 (-7.66)***	-0.9495 (-2.83)***	-1.7576 (-7.66)***	-1.7461 (-7.01)***	-0.9367 (-2.75)***	-1.7461 (-7.01)***
DSG	0.3146 (0.87)	-0.0384 (-0.14)	0.3146 (0.87)	0.3612 (0.8)	0.0277 (0.08)	0.3612 (0.80)
DMY	-1.7472 (-1.99)**	-1.7659 (-2.53)**	-1.7472 (-1.99)**	-1.9120 (-2.07)**	-1.8680 (-2.60)***	-1.912 (-2.07)**
Adj R ²	7.28%	33.24%	7.28%	7.35%	32.89%	7.35%
#Fund	549	549	549	541	541	541
SIC	5.97	5.65		5.98	5.67	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.26 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวม
ตราสารทุนประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	26.7991 (2.77)***	8.2113 (3.28)***	28.4411 (2.78)***	29.5932 (3.01)***	8.7764 (3.73)***	32.3398 (3.03)***
ER	0.4523 (4.62)***	0.2258 (1.18)	0.4587 (4.65)***			
MF				-0.1008 (-0.39)	-0.0389 (-0.12)	-0.1385 (-0.51)
DFEE	0.3241 (0.75)	0.5234 (0.99)	0.3387 (0.74)	0.5097 (0.91)	0.6435 (0.95)	0.5473 (0.90)
DBFEE	-0.0907 (-0.17)	-0.0069 (-0.02)	-0.1219 (-0.21)	-0.0242 (-0.04)	0.0822 (0.18)	-0.084 (-0.14)
lnTNA	0.0192 (0.28)	0.1284 (1.61)	0.0231 (0.31)	-0.0301 (-0.66)	0.1267 (1.35)	-0.0229 (-0.43)
lnTNACOM	-0.4649 (-1.94)*	-0.2379 (-2.5)**	-0.4930 (-1.89)*	-0.4449 (-1.73)*	-0.2646 (-2.13)**	-0.4871 (-1.67)*
lnAGE	-0.9869 (-2.05)**	0.2124 (1.98)**	-1.1101 (-2.66)***	-1.2329 (-3.00)***	0.2070 (1.80)*	-1.4474 (-3.27)***
lnTO	-0.5719 (-1.86)*	-0.0135 (-0.12)	-0.6024 (-1.92)*	-0.5221 (-1.88)*	0.0486 (0.52)	-0.5687 (-1.98)**
DBANK	0.6180 (1.47)	-0.1345 (-0.91)	0.6771 (1.48)	0.6490 (1.43)	-0.0127 (-0.13)	0.7330 (1.44)
DFIF	-5.1336 (-5.79)***	-2.8085 (-4.99)***	-5.3218 (-5.66)***	-5.1187 (-5.77)***	-2.7245 (-4.71)***	-5.4224 (-5.61)***
Adj R²	19.87%	66.55%	19.68%	18.28%	66.01%	18.27%
#Fund	199	199	199	191	191	191
SIC	5.48	4.64		5.52	4.67	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.27 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวม
ตราสารทุนประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	14.6267 (0.99)	20.8581 (1.25)	14.6267 (0.99)	21.2239 (1.08)	24.6714 (1.29)	21.2239 (1.08)
ER	0.6411 (2.24)**	0.2135 (0.79)	0.6411 (2.24)**			
MF				1.0028 (1.14)	0.8048 (0.96)	1.0028 (1.14)
DFEE	3.4106 (1.10)	0.8413 (0.65)	3.4106 (1.10)	3.2372 (1.20)	0.2717 (0.47)	3.2372 (1.20)
DBFEE	0.5971 (1.09)	-0.0149 (-0.06)	0.5971 (1.09)	0.9431 (1.75)*	0.1229 (0.66)	0.9431 (1.75)*
lnTNA	0.648 (1.71)*	0.3687 (1.58)	0.6480 (1.71)*	0.6321 (1.73)*	0.3700 (1.61)	0.6321 (1.73)*
lnTNACOM	-0.6263 (-0.79)	-0.8198 (-0.98)	-0.6263 (-0.79)	-0.8859 (-0.89)	-0.9928 (-1.03)	-0.8859 (-0.89)
lnAGE	-1.5050 (-1.59)	-0.7867 (-1.29)	-1.5050 (-1.59)	-1.5492 (-1.63)	-0.7611 (-1.37)	-1.5492 (-1.63)
lnTO	0.3528 (0.83)	0.3479 (1.01)	0.3528 (0.83)	0.2225 (0.65)	0.2389 (0.95)	0.2225 (0.65)
DBANK	-0.2698 (-0.52)	0.2225 (0.35)	-0.2698 (-0.52)	-0.1520 (-0.33)	0.2774 (0.51)	-0.1520 (-0.33)
DFIF	-0.3328 (-0.63)	-0.3867 (-0.65)	-0.3328 (-0.63)	-0.2546 (-0.63)	-0.4095 (-0.77)	-0.2546 (-0.63)
Adj R²	3.69%	27.02%	3.69%	3.72%	27.45%	3.72%
#Fund	122	122	122	122	122	122
SIC	6.83	6.59		6.83	6.58	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.28 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวม
ตราสารทุนประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	7.9839 (4.06)***	4.5962 (6.74)***	8.6361 (4.11)***	8.7090 (4.47)***	3.3696 (2.04)**	9.5325 (4.6)***
ER	-0.3716 (-2.13)**	-0.2309 (-1.97)**	-0.3813 (-2.13)**			
MF				-0.4407 (-1.89)*	0.2161 (0.78)	-0.5249 (-2.22)**
DFEE	-0.066 (-0.27)	-0.1093 (-0.58)	-0.0612 (-0.23)	-0.0967 (-0.35)	-0.1264 (-0.63)	-0.0961 (-0.33)
DBFEE	-0.1729 (-0.79)	-0.1918 (-0.96)	-0.1477 (-0.64)	-0.1772 (-0.83)	-0.1175 (-0.54)	-0.1498 (-0.66)
lnTNA	0.3212 (2.13)**	0.1270 (1.16)	0.3420 (2.14)**	0.3531 (2.15)**	0.1577 (1.27)	0.3762 (2.15)**
lnTNACOM	-0.0899 (-1.12)	0.0003 (0.01)	-0.1074 (-1.24)	-0.1084 (-1.32)	0.0071 (0.23)	-0.1282 (-1.43)
lnAGE	-0.8056 (-3.1)***	-0.2195 (-1.99)**	-0.8885 (-3.21)***	-0.8458 (-3.34)***	-0.2034 (-2.28)**	-0.9356 (-3.46)***
lnTO	0.0797 (0.75)	0.0289 (0.70)	0.0882 (0.80)	-0.0399 (-0.45)	-0.0389 (-1.21)	-0.0299 (-0.33)
DBANK	0.1967 (1.2)	0.1786 (1.62)	0.2128 (1.21)	0.2022 (1.07)	0.1853 (1.51)	0.2212 (1.08)
DFIF	-0.8550 (-1.61)	-0.3030 (-0.46)	-0.9167 (-1.62)	-0.7190 (-1.3)	-0.2793 (-0.42)	-0.7667 (-1.31)
Adj R²	3.25%	25.70%	3.53%	2.94%	25.44%	3.24%
#Fund	228	228	228	28	28	28
SIC	5.38	5.14		5.38	5.14	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

3) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของ
กองทุนรวมตราสารทุน พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.25 และ 3.28 ซึ่งเป็นการประมาณ
โดยใช้ข้อมูลภาคแบบพาแนล (Unbalanced Panel Data) ได้ทำการบรรเทาปัญหา
Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว พร้อมทั้งได้
เลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดโดยวิธีการทดสอบของ Huasman และค่า SIC ซึ่งพบว่า

แบบจำลองผลกระทบคงที่ (Fixed Effect) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด สรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

ภาพรวมของกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ พบว่าถ้าค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไปจะส่งผลให้ Sharpe Ratio เปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซียพบว่าถ้าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงไปจะส่งผลให้ Sharpe Ratio เปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญ

ไม่พบว่ามีกองทุนรวมตราสารทุนประเทศใดที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมี Sharpe Ratio แตกต่างจากกองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่าภาพรวมของกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมี Sharpe Ratio มากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

ไม่พบว่างกองทุนรวมตราสารทุนประเทศใดที่มีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนส่งผลกระทบต่อ Sharpe Ratio อย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยที่มีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิตามของ บลจ. ส่งผลกระทบต่อ Sharpe Ratio ของกองทุนในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญ พบว่างกองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยถ้ามีอายุมากขึ้นจะทำให้ Sharpe Ratio ของกองทุนโดยเฉลี่ยเพิ่มมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ แตกต่างจากกองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซียที่มีอายุมากขึ้นจะทำให้ Sharpe Ratio ของกองทุนโดยเฉลี่ยลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

ภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ ถ้ามีอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ Sharpe Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ไม่พบว่างกองทุนรวมตราสารทุนประเทศใดที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมี Sharpe Ratio แตกต่างจากกองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมี Sharpe Ratio ต่ำกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยกับมาเลเซียมี Sharpe Ratio ที่ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งมากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์ ที่มี Sharpe Ratio น้อยที่สุดใน 3 ประเทศ

ตารางที่ 3.29 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	2.5121 (1.43)	0.8189 (1.10)	2.5121 (1.43)	2.3200 (1.19)	0.8807 (0.84)	2.3200 (1.19)
ER	0.2284 (0.67)	0.3700 (1.48)	0.2284 (0.67)			
MF				0.7100 (1.62)	0.8755 (2.52)**	0.7100 (1.62)
DFEE	0.1123 (0.61)	0.1883 (1.68)	0.1123 (0.61)	0.0474 (0.23)	0.1332 (1.54)	0.0474 (0.23)
DBFEE	-0.3850 (-2.14)**	-0.4731 (-2.79)***	-0.3850 (-2.14)**	-0.4494 (-2.33)**	-0.5122 (-2.51)**	-0.4494 (-2.33)**
lnTNA	0.0620 (1.78)*	0.0477 (1.56)	0.0620 (1.78)*	0.0419 (1.23)	0.0303 (1.07)	0.0419 (1.23)
lnTNACOM	-0.0190 (-1.26)	0.0006 (0.02)	-0.0190 (-1.26)	0.0018 (0.08)	0.0198 (0.76)	0.0018 (0.08)
lnAGE	-0.2160 (-1.11)	0.0112 (0.1)	-0.2160 (-1.11)	-0.2131 (-1.27)	-0.0146 (-0.16)	-0.2131 (-1.27)
lnTO	0.1279 (1.14)	0.0736 (0.84)	0.1279 (1.14)	0.1148 (1.01)	0.0561 (0.63)	0.1148 (1.01)
DBANK	0.0030 (0.02)	-0.0439 (-0.32)	0.0030 (0.02)	-0.0355 (-0.24)	-0.0833 (-0.79)	-0.0355 (-0.24)
DFIF	0.4404 (1.11)	0.9119 (4.85)***	0.4404 (1.11)	0.1952 (0.58)	0.6749 (3.68)***	0.1952 (0.58)
DSG	1.1847 (2.16)**	0.6633 (1.42)	1.1847 (2.16)**	1.2601 (1.78)*	0.7209 (1.23)	1.2601 (1.78)*
DMY	0.0283 (0.04)	-0.2790 (-0.49)	0.0283 (0.04)	-0.1759 (-0.22)	-0.5367 (-0.79)	-0.1759 (-0.22)
Adj R²	7.28%	65.14%	8.95%	9.90%	66.15%	9.90%
#Fund	188	188	188	187	187	187
SIC	4.34	3.41		4.32	3.38	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.30 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	9.1218 (3.69)***	4.2676 (3.78)***	9.1218 (3.69)***	9.8943 (6.12)***	3.5325 (4.31)***	9.8943 (6.12)***
ER	0.2650 (0.74)	0.3790 (1.53)	0.2650 (0.74)			
MF				0.2946 (0.46)	0.8443 (2.49)**	0.2946 (0.46)
DFEE	0.7672 (4.34)***	0.3662 (1.44)	0.7672 (4.34)***	1.0328 (4.36)***	0.2557 (1.59)	1.0328 (4.36)***
DBFEE	-0.7695 (-3.29)***	-0.5406 (-2.44)**	-0.7695 (-3.29)***	-1.0209 (-3.42)***	-0.5548 (-1.99)**	-1.0209 (-3.42)***
lnTNA	0.1134 (1.49)	0.1010 (3.31)***	0.1134 (1.49)	0.0819 (0.79)	0.0851 (2.68)***	0.0819 (0.79)
lnTNACOM	-0.1690 (-6.04)***	-0.1086 (-9.61)***	-0.1690 (-6.04)***	-0.1522 (-3.69)***	-0.0905 (-7.45)***	-0.1522 (-3.69)***
lnAGE	-0.7180 (-2.67)***	-0.1841 (-1.18)	-0.7180 (-2.67)***	-0.7577 (-10.16)***	-0.0796 (-0.59)	-0.7577 (-10.16)***
lnTO	0.0270 (0.21)	-0.0463 (-1.27)	0.0270 (0.21)	-0.0040 (-0.03)	-0.0797 (-1.17)	-0.0040 (-0.03)
DBANK	0.2544 (1.06)	0.1909 (1.41)	0.2544 (1.06)	0.1151 (0.47)	0.0734 (0.79)	0.1151 (0.47)
DFIF	-0.1086 (-0.17)	1.0645 (3.09)***	-0.1086 (-0.17)	-0.4730 (-0.95)	0.8251 (1.82)*	-0.4730 (-0.95)
Adj R²	19.87%	84.15%	3.85%	1.75%	86.35%	1.75%
#Fund	95	95	95	94	94	94
SIC	4.33	2.60		4.32	2.42	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.31 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	-0.7841 (-0.11)	-2.4632 (-0.80)	0.5231 (0.05)	-1.3181 (-0.28)	-1.6050 (-0.91)	0.1477 (0.02)
ER	-0.0789 (-0.08)	0.4524 (0.62)	0.0290 (0.02)			
MF				0.7094 (0.90)	1.0181 (1.44)	0.7748 (0.79)
DFEE	-0.4375 (-0.90)	0.2134 (0.89)	-0.4725 (-0.68)	-0.3675 (-0.72)	0.3068 (1.07)	-0.4380 (-0.59)
DBFEE	-0.8648 (-1.20)	-1.0335 (-2.98)***	-0.8406 (-0.81)	-0.8535 (-1.14)	-1.0449 (-2.66)***	-0.8541 (-0.80)
lnTNA	-0.1302 (-0.58)	-0.0118 (-0.12)	-0.0698 (-0.24)	-0.0769 (-0.51)	-0.0046 (-0.06)	-0.0286 (-0.15)
lnTNACOM	0.2072 (2.19)**	0.1285 (2.24)**	0.0939 (0.67)	0.2008 (2.91)***	0.1145 (2.29)**	0.1047 (1.10)
lnAGE	0.1069 (0.53)	0.1155 (0.52)	0.042 (0.16)	0.0113 (0.07)	0.0189 (0.10)	-0.074 (-0.34)
lnTO	0.4718 (1.47)	0.5151 (2.36)**	0.5591 (1.43)	0.4596 (1.63)	0.4551 (2.27)**	0.5433 (1.63)
DBANK	-0.6689 (-1.87)*	-0.6062 (-2.13)**	-0.7174 (-1.44)	-0.7512 (-2.63)***	-0.5895 (-1.87)*	-0.7881 (-2.00)**
DFIF	0.7163 (1.37)	0.4019 (1.36)	0.6933 (1.00)	0.4372 (0.89)	0.2742 (0.63)	0.3704 (0.55)
Adj R ²	2.35%	42.38%	0.78%	3.14%	43.32%	0.34%
#Fund	34	34	34	34	34	34
SIC	5.11	4.71		5.09	4.68	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.32 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	2.1494 (0.63)	-0.5797 (-0.57)	2.1494 (0.63)	1.4315 (0.50)	-1.0673 (-0.98)	1.4315 (0.50)
ER	0.1969 (0.68)	0.1198 (1.11)	0.1969 (0.68)			
MF				0.9009 (7.16)***	0.5996 (3.04)***	0.9009 (7.16)***
DDFEE	-0.4049 (-1.53)	-0.1600 (-1.42)	-0.4049 (-1.53)	-0.3618 (-1.58)	-0.1305 (-1.09)	-0.3618 (-1.58)
DBFEE	0.1783 (1.06)	0.1481 (0.65)	0.1783 (1.06)	0.2291 (1.35)	0.1815 (0.74)	0.2291 (1.35)
lnTNA	0.1456 (3.08)***	0.0584 (3.45)***	0.1456 (3.08)***	0.1464 (4.12)***	0.0607 (3.21)***	0.1464 (4.12)***
lnTNACOM	-0.0351 (-1.30)	0.0086 (0.37)	-0.0351 (-1.3)	-0.0080 (-0.44)	0.0269 (1.57)	-0.0080 (-0.44)
lnAGE	-0.1731 (-0.49)	0.2013 (1.55)	-0.1731 (-0.49)	-0.2452 (-0.73)	0.1488 (1.34)	-0.2452 (-0.73)
lnTO	-0.0009 (-0.01)	0.0563 (1.69)*	-0.0009 (-0.01)	0.0029 (0.04)	0.0584 (1.66)*	0.0029 (0.04)
DBANK	0.3078 (1.38)	0.0499 (0.37)	0.3078 (1.38)	0.3940 (1.97)*	0.1114 (0.86)	0.3940 (1.97)*
DFIF	-0.4757 (-0.72)	0.3873 (1.59)	-0.4757 (-0.72)	-0.7256 (-1.14)	0.2145 (0.98)	-0.7256 (-1.14)
Adj R ²	1.39%	79.05%	1.39%	0.34%	79.84%	0.34%
#Fund	59	59	59	59	59	59
SIC	4.04	2.54		4.02	2.50	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

4) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของ
กองทุนรวมตราสารหนี้ พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.29 และ 3.32 ซึ่งเป็นการประมาณ
โดยใช้ข้อมูลภาคแบบพาแนล (Unbalanced Panel Data) ได้ทำการบรรเทาปัญหา
Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว พร้อมทั้งได้

เลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดโดยวิธีการทดสอบของ Huasman และค่า SIC ซึ่งพบว่าแบบจำลองผลกระทบคงที่ (Fixed Effect) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด สรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบว่าภาพรวมกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยและมาเลเซีย ถ้าค่าธรรมเนียมการจัดการของกองทุนเปลี่ยนแปลงไป จะส่งผลกระทบต่อ Sharpe Ratio เปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

ไม่มีกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศใดที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมี Sharpe Ratio แตกต่างจากกองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนภาพรวมกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยและสิงคโปร์ที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุนจะมี Sharpe Ratio น้อยกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยและมาเลเซีย พบว่าเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนส่งผลกระทบต่อ Sharpe Ratio ของกองทุนในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทย เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. จะส่งผลกระทบต่อ Sharpe Ratio ของกองทุนในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. จะส่งผลกระทบต่อ Sharpe Ratio ของกองทุนในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

ไม่พบว่ามีกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศใดที่มีอายุมากขึ้นจะทำให้ Sharpe Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ ถ้ากองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียมีอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ Sharpe Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ พบเพียงกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์ที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมี Sharpe Ratio น้อยกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมของกองทุนตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศมี Sharpe Ratio มากกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

ไม่พบว่ามีกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียมี Sharpe Ratio แตกต่างจากกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 3.33 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวม
ผสมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	8.8326 (2.24)**	5.2744 (2.28)**	9.7887 (2.15)**	8.5767 (2.08)**	4.8831 (2.09)**	9.5354 (2.02)**
ER	0.1788 (1.37)	0.1916 (1.55)	0.1676 (1.31)			
MF				0.6038 (2.34)**	0.7000 (3.24)***	0.5446 (1.99)**
DFEE	0.9256 (2.54)**	0.6308 (1.60)	0.9618 (2.34)**	0.9268 (2.49)**	0.6333 (1.61)	0.9597 (2.29)**
DBFEE	0.7637 (0.79)	0.2377 (0.29)	0.8636 (0.82)	0.6750 (0.71)	0.1342 (0.17)	0.7781 (0.76)
lnTNA	0.3024 (2.89)***	0.1550 (2.04)**	0.3162 (2.78)***	0.2845 (3.22)***	0.1443 (2.37)**	0.2998 (3.05)***
lnTNACOM	-0.3659 (-1.81)*	-0.2780 (-1.73)*	-0.3865 (-1.66)*	-0.3579 (-1.82)*	-0.2727 (-1.73)*	-0.3787 (-1.68)*
lnAGE	-0.0869 (-0.60)	0.4087 (1.74)*	-0.1759 (-1.03)	-0.0774 (-0.54)	0.4323 (1.78)*	-0.1683 (-1.00)
lnTO	-0.1811 (-0.94)	-0.0433 (-0.29)	-0.2110 (-1.03)	-0.2008 (-0.98)	-0.0832 (-0.53)	-0.2225 (-1.02)
DBANK	0.4150 (2.11)**	0.4234 (3.26)***	0.4081 (1.79)*	0.3836 (2.17)**	0.3803 (3.15)***	0.3846 (1.87)*
DFIF	-0.9509 (-3.67)***	-0.4257 (-1.51)	-1.0184 (-3.44)***	-1.0485 (-4.20)***	-0.4873 (-1.73)*	-1.1130 (-3.98)***
DSG	-2.0171 (-1.43)	-2.0587 (-1.50)	-1.9548 (-1.29)	-1.9051 (-1.36)	-2.0593 (-1.51)	-1.8338 (-1.23)
DMY	-2.1639 (-1.39)	-2.5444 (-1.72)*	-2.0732 (-1.22)	-2.3399 (-1.46)	-2.8062 (-1.82)*	-2.2256 (-1.28)
Adj R²	18.10%	54.62%	15.76%	18.14%	55.12%	15.78%
#Fund	169	169	169	169	169	169
SIC	4.81	4.26		4.81	4.25	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.34 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวม
ผสมประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	30.5372 (2.32)**	14.2929 (1.60)	30.5372 (2.32)**	30.1655 (2.37)**	13.1828 (1.62)	30.1655 (2.37)**
ER	0.1397 (0.29)	0.1105 (0.32)	0.1397 (0.29)			
MF				0.4017 (0.92)	0.6228 (5.88)***	0.4017 (0.92)
DFFEE	1.8379 (3.66)***	1.1681 (2.09)**	1.8379 (3.66)***	1.8070 (3.54)***	1.1375 (1.98)**	1.8070 (3.54)***
DBFEE	0.9947 (1.30)	0.3553 (0.57)	0.9947 (1.30)	0.9190 (1.12)	0.1976 (0.28)	0.9190 (1.12)
lnTNA	0.3361 (1.74)*	0.1425 (1.03)	0.3361 (1.74)*	0.3319 (1.56)	0.1559 (1.14)	0.3319 (1.56)
lnTNACOM	-1.4136 (-2.54)**	-0.9486 (-2.04)**	-1.4136 (-2.54)**	-1.4040 (-2.47)**	-0.9339 (-1.94)*	-1.4040 (-2.47)**
lnAGE	0.1331 (0.28)	1.1165 (2.99)***	0.1331 (0.28)	0.1519 (0.32)	1.1448 (3.16)***	0.1519 (0.32)
lnTO	-0.7703 (-2.04)**	-0.2011 (-0.71)	-0.7703 (-2.04)**	-0.7946 (-2.11)**	-0.2257 (-0.82)	-0.7946 (-2.11)**
DBANK	2.0130 (1.39)	1.2052 (1.13)	2.0130 (1.39)	2.0019 (1.37)	1.1408 (1.06)	2.0019 (1.37)
DFIF	-4.3347 (-3.83)***	-2.5638 (-3.64)***	-4.3347 (-3.83)***	-4.3359 (-4.36)***	-2.393 (-5.01)***	-4.3359 (-4.36)***
Adj R²	28.55%	59.23%	28.55%	28.62%	59.84%	28.62%
#Fund	54	54	54	54	54	54
SIC	5.48	5.01		5.49	5.01	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.35 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวม
ผสมประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	-9.1342 (-1.12)	-2.1716 (-0.54)	-9.1342 (-1.12)	-10.2291 (-2.51)**	-3.8640 (-1.21)	-10.2291 (-2.51)**
ER	0.3489 (0.51)	-0.0759 (-0.22)	0.3489 (0.51)			
MF				0.8136 (2.22)**	0.15850 (0.53)	0.8136 (2.22)**
DFEE	0.4281 (0.55)	0.1493 (0.23)	0.4281 (0.55)	0.3298 (0.46)	0.2930 (0.60)	0.3298 (0.46)
DBFEE	-0.6734 (-0.92)	-0.5438 (-1.85)*	-0.6734 (-0.92)	-0.997 (-2.14)**	-0.7425 (-2.69)***	-0.997 (-2.14)**
lnTNA	0.3530 (2.28)**	0.2271 (2.02)**	0.3530 (2.28)**	0.3165 (2.82)***	0.2296 (2.55)**	0.3165 (2.82)***
lnTNACOM	0.2368 (1.06)	0.0804 (0.96)	0.2368 (1.06)	0.3227 (2.24)**	0.1423 (1.72)	0.3227 (2.24)**
lnAGE	-0.0054 (-0.02)	0.0812 (0.51)	-0.0054 (-0.02)	-0.009 (-0.05)	0.0993 (0.62)	-0.009 (-0.05)
lnTO	0.4792 (3.29)***	0.0172 (0.25)	0.4792 (3.29)***	0.4862 (3.29)***	0.0199 (0.26)	0.4862 (3.29)***
DBANK	0.5789 (1.36)	0.0691 (0.21)	0.5789 (1.36)	0.655 (1.66)*	0.1228 (0.35)	0.655 (1.66)*
DFIF	-1.3706 (-1.61)	-0.7613 (-1.66)*	-1.3706 (-1.61)	-1.72 (-3.5)***	-1.0294 (-2.73)***	-1.72 (-3.5)***
Adj R ²	5.24%	73.68%	5.24%	5.13%	73.94%	5.13%
#Fund	28	28	28	28	28	28
SIC	4.75	3.60		4.76	3.60	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.36 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของกองทุนรวม
ผสมประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sharpe Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	8.9941	2.0436	9.4665	8.0681	0.5858	8.5286
	(1.96)*	(1.05)	(1.96)*	(1.77)*	(0.37)	(1.78)*
ER	0.0289	0.0531	0.0312			
	(0.24)	(0.41)	(0.25)			
MF				0.4644	0.7361	0.4298
				(1.1)	(1.98)**	(0.96)
DFFEE	-0.1709	-0.1141	-0.1551	-0.1442	-0.0745	-0.1327
	(-0.53)	(-0.38)	(-0.47)	(-0.43)	(-0.25)	(-0.39)
DBFEE	0.254	-0.4525	0.2822	0.1882	-0.5591	0.2186
	(0.68)	(-1.94)*	(0.71)	(0.48)	(-2.49)**	(0.52)
lnTNA	0.3306	0.1591	0.3397	0.3279	0.1534	0.3353
	(2.49)**	(1.18)	(2.44)**	(2.71)***	(1.26)	(2.65)***
lnTNACOM	-0.1821	-0.1516	-0.1841	-0.1725	-0.1367	-0.1753
	(-1.31)	(-1.34)	(-1.23)	(-1.3)	(-1.24)	(-1.24)
lnAGE	-0.8558	0.153	-0.9229	-0.8357	0.1888	-0.8909
	(-1.73)*	(0.85)	(-1.78)*	(-1.68)*	(1.18)	(-1.72)*
lnTO	0.0206	0.197	0.0086	0.0121	0.1835	0.0036
	(0.19)	(2.38)**	(0.08)	(0.11)	(2.23)**	(0.03)
DBANK	0.2026	0.3599	0.1915	0.1774	0.3201	0.1699
	(1.1)	(2.56)**	(0.95)	(1.05)	(2.36)**	(0.93)
DFIF	-1.0802	-0.123	-1.1401	-1.1641	-0.2514	-1.2053
	(-1.72)*	(-0.29)	(-1.71)*	(-1.91)*	(-0.66)	(-1.89)*
Adj R²	6.21%	52.50%	6.31%	6.41%	52.92%	6.44%
#Fund	86	86	86	86	86	86
SIC	4.24	3.62		4.24	3.61	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

5) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sharpe Ratio ของ
กองทุนรวมผสม พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.33 และ 3.36 สรุปผลการศึกษาได้

ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

ภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมผสมประเทศไทยและมาเลเซีย พบว่าถ้าค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไปจะส่งผลกระทบต่อ Sharpe Ratio ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ กองทุนรวมผสมประเทศไทยที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมี Sharpe Ratio สูงกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียพบว่าถ้ากองทุนเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุนจะมี Sharpe Ratio น้อยกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

พบว่าภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศและกองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์ที่มีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนจะส่งผลกระทบต่อ Sharpe Ratio ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่าภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศและกองทุนรวมผสมประเทศประเทศไทย ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. จะส่งผลกระทบต่อ Sharpe Ratio ของกองทุนในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ

ภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมผสมประเทศไทย พบว่าถ้ากองทุนมีอายุมากขึ้นจะทำให้ Sharpe Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ กองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซียที่มีอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไปจะส่งผลกระทบต่อ Sharpe Ratio ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซียที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมี Sharpe Ratio มากกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมผสมประเทศไทยและสิงคโปร์ ที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมี Sharpe Ratio ต่ำกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

พบว่ากองทุนรวมผสมประเทศไทยและสิงคโปร์มี Sharpe Ratio ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่ากองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซียมี Sharpe Ratio น้อยที่สุดใน 3 ประเทศ

3.4.2.3 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio

โดยแบ่งผลการประมาณออกเป็นแบบจำลองที่ใช้ข้อมูล พ.ศ. 2556 และข้อมูล พ.ศ. 2552 – 2556 ของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุน กองทุนตราสารทุน ตราสารหนี้ และผสม

ตารางที่ 3.37 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวม โดยให้ตัวแปรอิสระหลักคืออัตราส่วนค่าใช้จ่าย พ.ศ. 2556

Independent Variable	Sortino Ratio			
	3 ประเทศ	ไทย	สิงคโปร์	มาเลเซีย
Constant	3.0295 (1.35)	3.3772 (0.76)	10.4892 (1.28)	3.1151 (1.22)
ER	0.5245 (2.59)***	0.5589 (1.28)	-0.3114 (-0.43)	0.6228 (2.41)**
DFEE	0.2449 (0.7)	0.6653 (1.2)	-5.844 (-1.32)	-0.3383 (-0.81)
DBFEE	0.9054 (2)**	0.6904 (1.26)	-0.2695 (-0.45)	1.5323 (0.94)
lnTNA	-0.0187 (-0.3)	-0.0619 (-0.6)	-0.0532 (-0.42)	0.01 (0.11)
lnTNACOM	-0.1146 (-1.76)*	-0.2325 (-1.23)	-0.0537 (-0.26)	-0.0381 (-0.57)
lnAGE	0.3475 (2.05)**	0.6357 (2.27)**	-0.0968 (-0.27)	0.1804 (0.7)
lnTO	-0.1847 (-1.61)	-0.0956 (-0.57)	0.0288 (0.19)	-0.2973 (-1.16)
DBANK	0.5733 (2.18)**	0.5018 (0.88)	1.1605 (1.61)	0.9719 (3.12)***
DFIF	-0.944 (-3.44)***	-0.8596 (-1.44)	1.6897 (2.44)**	-1.648 (-4.7)***
DEQ	1.5061 (5.56)***	1.5636 (2.93)***	1.1174 (2.1)**	1.7117 (4.49)***
DFI	-0.9272 (-3.49)***	-1.2453 (-2.89)***	-0.0314 (-0.04)	-0.9888 (-2.77)***
DSG	0.1752 (0.32)			
DMY	0.0034 (0.01)			
Adj R ²	17.73%	19.81%	9.94%	27.72%
#Fund	901	395	147	359

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.38 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวม โดยให้ตัวแปรอิสระหลักคือค่าธรรมเนียมการจัดการ พ.ศ. 2556

Independent Variable	Sortino Ratio					
	5 ประเทศ	ไทย	สิงคโปร์	มาเลเซีย	อินโดนีเซีย	ฟิลิปปินส์
Constant	3.323 (1.73)*	3.8119 (0.84)	8.1853 (1.49)	-0.0123 (-0.01)	5.0432 (0.73)	13.6425 (0.76)
MF	0.6426 (2.25)**	0.564 (1.06)	-0.6545 (-0.7)	2.2383 (6.26)***	0.2342 (0.37)	-1.054 (-0.57)
DFEE	0.6693 (2.28)**	0.6437 (1.18)	-5.7339 (-1.29)	-0.3281 (-0.79)	3.4927 (3.4)***	8.4463 (3.28)***
DBFEE	0.6295 (1.56)	0.7295 (1.34)	-0.4585 (-0.88)	1.5668 (0.93)	3.3645 (1.63)	-2.155 (-0.89)
lnTNA	-0.0365 (-0.57)	-0.0797 (-0.81)	-0.0347 (-0.28)	0.0088 (0.11)	0.1233 (0.52)	-0.4392 (-0.7)
lnTNACOM	-0.1758 (-2.05)**	-0.2137 (-1.16)	0.0305 (0.22)	0.0024 (0.04)	-0.4907 (-1.09)	0.8473 (0.77)
lnAGE	0.3642 (2.43)**	0.6001 (2.08)**	-0.0598 (-0.18)	0.167 (0.73)	0.2855 (0.76)	-2.6146 (-0.81)
lnTO	N/A	-0.1084 (-0.66)	0.0552 (0.37)	-0.1474 (-1.16)	N/A	N/A
DBANK	0.576 (2.28)**	0.4325 (0.77)	1.1381 (1.61)	0.8719 (2.88)***	0.1356 (0.19)	4.9995 (2.1)**
DFIF	-0.7116 (-2.23)**	-0.8527 (-1.42)	1.627 (3.33)***	-2.1698 (-6.39)***	0.0846 (0.07)	1.8205 (0.87)
DEQ	1.5144 (5.77)***	1.5397 (2.75)***	1.1667 (2.19)**	1.1636 (3.01)***	1.5587 (2.9)***	2.9495 (1.87)*
DFI	-0.9896 (-3.47)***	-1.2942 (-2.91)***	-0.1262 (-0.16)	-0.6243 (-1.99)**	-2.5457 (-3.22)***	0.2128 (0.12)
DSG	0.1994 (0.39)					
DMY	-0.1764 (-0.53)					
DID	-1.1203 (-2.18)**					
DPH	3.24 (3.48)***					
Adj R ²	16.98%	19.71%	10.24%	32.37%	30.74%	9.86%
#Fund	1112	395	147	359	149	62

1) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวมโดยให้ตัวแปรอิสระคืออัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการ พ.ศ. 2556 จากผลการประมาณในตารางที่ 3.37 และ 3.38 สรุปผลได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบว่าภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 3 และ 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศมาเลเซีย ถ้าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไปจะส่งผลกระทบต่อ Sortino Ratio ของกองทุนในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ พบว่าภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศอินโดนีเซียและฟิลิปปินส์ที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมี Sortino Ratio สูงกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ ที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมี Sortino Ratio สูงกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

ไม่พบว่าการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนจะส่งผลกระทบต่อ Sortino Ratio อย่างมีนัยสำคัญในกองทุนรวมทุกประเทศ แต่พบว่าการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ส่งผลกระทบต่อ Sortino Ratio ของกองทุนในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญในภาพรวมกองทุนทั้ง 3 และ 5 ประเทศ และกองทุนรวมประเทศอินโดนีเซีย ภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 3 และ 5 ประเทศ และกองทุนรวมไทย ถ้ากองทุนมีอายุมากขึ้นจะทำให้ Sortino Ratio ของกองทุนโดยเฉลี่ยสูงมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ไม่พบกองทุนรวมประเทศใดที่อัตราซื้อขายหมุนเวียนจะกระทบต่อ Sortino Ratio ของกองทุนอย่างมีนัยสำคัญ พบว่าภาพรวมของกองทุนทั้ง 3 และ 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศมาเลเซีย และฟิลิปปินส์ที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมี Sortino Ratio สูงกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 3 และ 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมี Sortino Ratio มากกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ และประเทศมาเลเซียที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมี Sortino Ratio น้อยกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ พบว่าภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 และ 5 ประเทศ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย ประเทศอินโดนีเซีย และประเทศฟิลิปปินส์มี Sortino Ratio โดยเฉลี่ยสูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 และ 5 ประเทศ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทย ประเทศมาเลเซีย และประเทศอินโดนีเซียมี Sortino Ratio โดยเฉลี่ยต่ำกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

พบว่ากองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์มี Sortino Ratio สูงที่สุด รองลงมาคือกองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์และมาเลเซียที่มี Sortino Ratio ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนรวมประเทศอินโดนีเซียที่มี Sortino Ratio น้อยที่สุดใน 5 ประเทศ

ตารางที่ 3.39 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนในประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sortino Ratio			
	Pool	Fixed	Pool	Fixed
Constant	11.414 (2.92)***	7.5887 (3.36)***	12.0733 (3.07)***	7.7302 (3.2)***
ER	0.8017 (3.99)***	0.8542 (3.69)***		
MF			1.7314 (4.15)***	1.795 (3.99)***
DFEE	0.1079 (0.54)	0.009 (0.03)	0.0736 (0.35)	-0.0552 (-0.21)
DBFEE	1.2586 (2.01)**	1.073 (2)**	1.1803 (1.81)*	1.0512 (1.86)*
lnTNA	0.3518 (3.57)***	0.2197 (2.47)**	0.3369 (3.3)***	0.2058 (2.29)**
lnTNACOM	-0.0681 (-0.62)	-0.0075 (-0.09)	-0.0942 (-0.94)	-0.0245 (-0.33)
lnAGE	-1.141 (-2.45)**	-0.5374 (-1.36)	-1.178 (-2.44)**	-0.5318 (-1.35)
lnTO	-0.3337 (-3.92)***	-0.2795 (-2.66)***	-0.3414 (-3.82)***	-0.2912 (-2.55)**
DBANK	0.7425 (2.82)***	0.6852 (2.5)**	0.7053 (2.7)***	0.647 (2.41)**
DFIF	-2.2731 (-3.22)***	-1.5618 (-2.39)**	-2.4177 (-3.55)***	-1.7279 (-2.64)***
DEQ	1.0681 (1.67)*	0.747 (1.2)	0.7808 (1.28)	0.4394 (0.72)
DFI	0.1867 (0.72)	0.1812 (0.56)	0.3894 (1.45)	0.384 (1.1)
DSG	2.1073 (1.95)*	1.6069 (1.69)*	2.2736 (2.26)**	1.8369 (2.02)**
DMY	-1.0851 (-1.31)	-1.3899 (-2.02)**	-1.6234 (-1.75)*	-1.8957 (-2.45)**
Adj R ²	4.29%	17.97%	4.73%	18.32%
#Fund	1030	1030	1022	1022
SIC	6.95	6.80	6.96	6.81

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.40 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนในประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sortino Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	17.1673 (5.68)***	7.2426 (5.05)***	17.1673 (5.68)***	18.0698 (6.33)***	6.3189 (3.9)***	18.0698 (6.33)***
ER	0.9931 (5.89)***	0.9232 (4.27)***	0.9931 (5.89)***			
MF				1.0366 (2.96)***	1.219 (2.98)***	1.0366 (2.96)***
DFEE	0.5387 (1.53)	0.3017 (0.76)	0.5387 (1.53)	0.5675 (1.59)	0.1655 (0.4)	0.5675 (1.59)
DBFEE	-0.0027 (-0.01)	-0.0662 (-0.15)	-0.0027 (-0.01)	0.1076 (0.2)	0.1003 (0.2)	0.1076 (0.2)
lnTNA	0.2079 (2.21)**	0.0864 (1.17)	0.2079 (2.21)**	0.1602 (1.58)	0.0467 (0.59)	0.1602 (1.58)
lnTNACOM	-0.5116 (-3.66)***	-0.2356 (-2.24)**	-0.5116 (-3.66)***	-0.5025 (-3.62)***	-0.2139 (-1.93)*	-0.5025 (-3.62)***
lnAGE	-0.2325 (-1.88)*	0.5001 (4.9)***	-0.2325 (-1.88)*	-0.2212 (-1.07)	0.6711 (8.07)***	-0.2212 (-1.07)
lnTO	-0.4928 (-3.18)***	-0.297 (-4.9)***	-0.4928 (-3.18)***	-0.5323 (-3.71)***	-0.322 (-5.64)***	-0.5323 (-3.71)***
DBANK	0.8143 (2.49)**	0.2375 (1.09)	0.8143 (2.49)**	0.7168 (1.72)*	0.0895 (0.3)	0.7168 (1.72)*
DFIF	-3.6986 (-7.22)***	-2.1208 (-3.96)***	-3.6986 (-7.22)***	-3.5812 (-9.35)***	-1.8773 (-4.08)***	-3.5812 (-9.35)***
DEQ	1.7139 (2.52)**	1.2661 (2.4)**	1.7139 (2.52)**	1.78 (2.99)***	1.1528 (2.42)**	1.78 (2.99)***
DFI	0.2283 (1.87)*	-0.4896 (-1.35)	0.2283 (1.87)*	0.1615 (0.61)	-0.5625 (-1.22)	0.1615 (0.61)
Adj R ²	15.13%	53.92%	15.13%	14.46%	53.95%	14.46%
#Fund	420	420	420	411	411	411
SIC	5.93	5.33		5.99	5.39	
Hausman Test		Fixed***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.41 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sortino Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	6.5665 (0.84)	8.3832 (2.03)**	11.435 (0.72)	11.0627 (1.65)*	13.1425 (5.21)***	12.6147 (0.9)
ER	0.75 (1.11)	0.7927 (1.6)	0.2376 (0.23)			
MF				1.5198 (3.11)***	1.4255 (2.36)**	1.0088 (0.97)
DFEER	0.4484 (0.21)	0.1236 (0.06)	1.5627 (0.38)	0.0409 (0.02)	-0.2512 (-0.15)	1.2402 (0.33)
DBFEE	15.506 (1.64)	14.7768 (1.66)*	22.0463 (1.28)	15.7884 (1.69)*	15.1099 (1.69)*	22.1392 (1.29)
lnTNA	0.5918 (2.35)**	0.3636 (1.67)*	1.0974 (2.43)**	0.5761 (2.29)**	0.3624 (1.65)*	1.0976 (2.41)**
lnTNACOM	0.5959 (1.37)	0.5407 (1.27)	0.4429 (0.5)	0.3894 (0.89)	0.3272 (0.85)	0.356 (0.42)
lnAGE	-2.4599 (-1.84)*	-1.9713 (-1.67)*	-4.1068 (-2.03)**	-2.4182 (-1.87)*	-1.9689 (-1.7)*	-4.0479 (-2.05)**
lnTO	-0.5716 (-1.09)	-0.5968 (-1.22)	-0.4272 (-0.53)	-0.7 (-1.28)	-0.7232 (-1.35)	-0.4773 (-0.58)
DBANK	3.3403 (1.82)*	3.541 (2.11)**	3.819 (1.06)	3.3939 (1.87)*	3.6391 (2.13)**	3.7477 (1.05)
DFIF	-1.6309 (-1.21)	-1.5875 (-1.23)	-0.2769 (-0.08)	-1.4695 (-1.31)	-1.357 (-1.2)	-0.3225 (-0.11)
DEQ	-0.8931 (-0.52)	-1.5585 (-0.87)	0.0492 (0.02)	-0.8884 (-0.5)	-1.5218 (-0.84)	0.0121 (0)
DFI	0.2238 (0.16)	0.4778 (0.38)	-0.3278 (-0.13)	0.3987 (0.34)	0.6683 (0.58)	-0.201 (-0.08)
Adj R ²	4.46%	11.14%	4.55%	4.51%	11.20%	4.55%
#Fund	197	197	197	197	197	197
SIC	8.25	8.21		8.25	8.20	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.42 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sortino Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	7.8655 (1.99)**	3.7145 (2.34)**	7.8655 (1.99)**	5.4397 (1.37)	1.2027 (0.54)	5.4397 (1.37)
ER	0.3241 (1.27)	0.3108 (1.38)	0.3241 (1.27)			
MF				1.6047 (2.02)**	1.4759 (2.09)**	1.6047 (2.02)**
DFEE	0.1658 (1.27)	0.1372 (1.23)	0.1658 (1.27)	0.0577 (0.48)	0.0271 (0.31)	0.0577 (0.48)
DBFEE	-0.4892 (-1.68)*	-0.8143 (-4.1)***	-0.4892 (-1.68)*	-0.4083 (-1.38)	-0.6996 (-3.54)***	-0.4083 (-1.38)
lnTNA	0.1966 (2.14)**	0.056 (0.66)	0.1966 (2.14)**	0.2263 (2.51)**	0.0823 (0.95)	0.2263 (2.51)**
lnTNACOM	-0.0495 (-0.57)	-0.0117 (-0.26)	-0.0495 (-0.57)	-0.0317 (-0.47)	0.0167 (0.49)	-0.0317 (-0.47)
lnAGE	-0.5741 (-1.84)*	0.1233 (3.17)***	-0.5741 (-1.84)*	-0.6151 (-1.98)**	0.0926 (2.17)**	-0.6151 (-1.98)**
lnTO	-0.1825 (-4.72)***	-0.0471 (-0.98)	-0.1825 (-4.72)***	-0.067 (-1.79)*	-0.0361 (-0.83)	-0.067 (-1.79)*
DBANK	0.3908 (1.4)	0.4113 (2.1)**	0.3908 (1.4)	0.3622 (1.38)	0.3877 (2.1)**	0.3622 (1.38)
DFIF	-1.0931 (-1.58)	-0.4683 (-0.9)	-1.0931 (-1.58)	-1.4936 (-2.15)**	-0.4306 (-0.85)	-1.4936 (-2.15)**
DEQ	1.3929 (3.21)***	1.3413 (3.23)***	1.3929 (3.21)***	1.0163 (3.8)***	0.9913 (3.76)***	1.0163 (3.8)***
DFI	-0.5446 (-1.12)	-0.2638 (-0.57)	-0.5446 (-1.12)	-0.1995 (-0.54)	0.0537 (0.15)	-0.1995 (-0.54)
Adj R ²	5.32%	45.77%	5.32%	6.58%	46.86%	6.58%
#Fund	413	413	413	414	414	414
SIC	5.49	4.95		5.48	4.93	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

2) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุน พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.39 และ 3.42 สรุปผลการศึกษาได้

ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบว่าภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทยถ้าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้ Sortino Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์และมาเลเซีย ถ้าค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้ Sortino Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

ไม่พบว่ามีการกองทุนรวมประเทศใดที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมี Sortino Ratio สูงกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่ากองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุนจะมี Sortino Ratio มากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ แต่กองทุนรวมประเทศมาเลเซียที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุนจะมี Sortino Ratio น้อยกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

พบว่าภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ถ้าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้ Sortino Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ และพบว่า การเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ส่งผลกระทบต่อ Sortino Ratio ของกองทุนในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญในกองทุนรวมประเทศไทยประเทศเดียว พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยถ้ามีอายุมากขึ้นจะทำให้ Sortino Ratio ของกองทุนโดยเฉลี่ยเพิ่มมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ แต่กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ถ้ามีอายุมากขึ้นจะทำให้ Sortino Ratio ของกองทุนโดยเฉลี่ยลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ถ้ากองทุนรวมประเทศไทยมีอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ Sortino Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญ พบว่ากองทุนรวมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมี Sortino Ratio มากกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมประเทศไทย ที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมี Sortino Ratio ต่ำกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยและมาเลเซียมี Sortino Ratio โดยเฉลี่ยสูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมตราหนี้ไม่พบว่ากองทุนที่ลงทุนในตราสารหนี้จะแตกต่างจากกองทุนอื่นๆอย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์มี Sortino Ratio สูงที่สุด รองลงมาคือกองทุนรวมประเทศไทย และกองทุนรวมประเทศมาเลเซียมี Sortino Ratio น้อยที่สุดใน 3 ประเทศ

ตารางที่ 3.43 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวม
ตราสารทุนประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sortino Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	9.9425 (2.75)***	5.4618 (5.81)***	10.4055 (2.78)***	10.8386 (3.56)***	5.2005 (4.07)***	11.1855 (3.59)***
ER	0.2666 (1.63)	0.2695 (1.3)	0.2626 (1.58)			
MF				0.68 (1.66)*	0.732 (1.41)	0.6828 (1.62)
DFEE	-0.1298 (-0.58)	-0.1904 (-0.92)	-0.1237 (-0.53)	0.0057 (0.02)	-0.12 (-0.49)	0.0106 (0.04)
DBFEE	0.6157 (3.37)***	0.491 (2.95)***	0.6187 (3.27)***	0.6243 (3.22)***	0.5582 (2.9)***	0.625 (3.13)***
lnTNA	0.3857 (2.76)***	0.2027 (1.75)*	0.3981 (2.73)***	0.3686 (2.68)***	0.1947 (1.67)*	0.3773 (2.67)***
lnTNACOM	-0.0373 (-0.29)	-0.0014 (-0.02)	-0.0459 (-0.33)	-0.0641 (-0.51)	-0.0123 (-0.18)	-0.0705 (-0.54)
lnAGE	-0.8169 (-4.52)***	-0.0507 (-0.49)	-0.874 (-4.76)***	-0.8527 (-5.93)***	-0.0111 (-0.11)	-0.8967 (-6.16)***
lnTO	-0.132 (-1.17)	0.0192 (0.26)	-0.1401 (-1.19)	-0.1793 (-1.81)*	-0.0272 (-0.3)	-0.1833 (-1.8)*
DBANK	0.1843 (0.77)	0.1723 (0.83)	0.1934 (0.77)	0.153 (0.64)	0.162 (0.82)	0.1583 (0.64)
DFIF	-2.0632 (-8.05)***	-1.2524 (-4.02)***	-2.1238 (-7.92)***	-2.0226 (-8.25)***	-1.223 (-4.05)***	-2.0657 (-8.14)***
DSG	0.2919 (0.69)	-0.2624 (-0.77)	0.3462 (0.76)	0.2107 (0.42)	-0.2723 (-0.66)	0.252 (0.48)
DMY	-1.6371 (-2.57)**	-1.8298 (-3.85)***	-1.6249 (-2.49)**	-1.975 (-2.74)***	-2.096 (-3.73)***	-1.9677 (-2.68)***
Adj R²	7.01%	44.20%	6.82%	3.11%	43.60%	6.82%
#Fund	549	549	549	541	541	541
SIC	6.09	5.60		6.12	5.63	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.44 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวม
ตราสารทุนประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sortino Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	23.2983 (5.14)***	9.2563 (6.63)***	24.0362 (5.09)***	24.0144 (5.75)***	7.5332 (3.38)***	24.7607 (5.71)***
ER	0.5593 (3.28)***	0.3488 (0.97)	0.5515 (3.13)***			
MF				0.8365 (1.33)	0.9539 (1.23)	0.8351 (1.28)
DFEE	0.0362 (0.08)	0.2357 (0.46)	0.0531 (0.11)	-0.0815 (-0.16)	0.0222 (0.04)	-0.0625 (-0.12)
DBFEE	0.1949 (0.37)	0.1698 (0.38)	0.1779 (0.33)	0.4133 (0.82)	0.4327 (0.94)	0.3901 (0.74)
lnTNA	-0.0047 (-0.04)	0.034 (0.3)	0.0068 (0.05)	-0.1009 (-1.08)	-0.0354 (-0.28)	-0.0892 (-0.92)
lnTNACOM	-0.3014 (-2.08)**	-0.1165 (-1.1)	-0.3183 (-2.08)**	-0.2155 (-1.12)	-0.0462 (-0.32)	-0.2332 (-1.17)
lnAGE	-0.7034 (-3.49)***	0.3076 (1.76)*	-0.7644 (-3.62)***	-0.7934 (-2.68)***	0.435 (2.94)***	-0.86 (-2.77)***
lnTO	-0.5695 (-3.67)***	-0.2082 (-3.03)***	-0.5854 (-3.65)***	-0.6441 (-5.03)***	-0.2591 (-2.15)**	-0.6526 (-4.92)***
DBANK	0.6116 (2.17)**	-0.0226 (-0.13)	0.6395 (2.19)**	0.3553 (0.77)	-0.2541 (-0.8)	0.3844 (0.81)
DFIF	-4.9224 (-7.02)***	-3.0554 (-3.52)***	-5.0288 (-6.8)***	-4.5819 (-7.21)***	-2.6134 (-3.18)***	-4.684 (-7.03)***
Adj R²	11.27%	50.58%	11.05%	8.81%	48.01%	8.72%
#Fund	199	199	199	191	191	191
SIC	6.08	5.53		6.18	5.66	
Hausman Test		Fixed***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.45 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวม
ตราสารทุนประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sortino Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	1.0239 (0.19)	8.0587 (1.42)	0.6804 (0.11)	7.3564 (0.8)	12.7812 (1.7)*	6.8439 (0.7)
ER	0.6951 (2.23)**	0.4222 (1.54)	0.6907 (2.15)**			
MF				0.8542 (1.28)	0.7792 (1.13)	0.8217 (1.15)
DFEE	3.6375 (2.27)**	1.0278 (1.71)	4.035 (2.32)**	3.5689 (2.43)**	0.6148 (1.36)	3.9505 (2.53)**
DBFEE	0.5704 (0.94)	-0.0951 (-0.26)	0.6508 (0.97)	0.9971 (1.5)	0.2246 (0.47)	1.0486 (1.46)
lnTNA	0.7245 (2.82)***	0.4419 (2.37)**	0.7581 (2.74)***	0.7164 (2.8)***	0.4512 (2.39)**	0.7452 (2.73)***
lnTNACOM	0.0574 (0.18)	-0.2286 (-0.71)	0.087 (0.24)	-0.1943 (-0.38)	-0.4385 (-0.97)	-0.1581 (-0.29)
lnAGE	-1.4318 (-3.29)***	-0.6133 (-2.41)**	-1.5842 (-3.42)***	-1.481 (-3.47)***	-0.6107 (-2.5)**	-1.6176 (-3.58)***
lnTO	0.0325 (0.13)	0.0574 (0.4)	0.0366 (0.14)	-0.0801 (-0.34)	-0.0516 (-0.42)	-0.0681 (-0.27)
DBANK	-0.3911 (-0.72)	0.0362 (0.08)	-0.4372 (-0.74)	-0.2362 (-0.46)	0.1669 (0.36)	-0.2872 (-0.52)
DFIF	-0.3305 (-0.53)	-0.319 (-0.44)	-0.3335 (-0.5)	-0.1345 (-0.22)	-0.1779 (-0.23)	-0.1331 (-0.2)
Adj R ²	4.85%	42.86%	4.88%	4.75%	42.86%	4.75%
#Fund	122	122	122	122	122	122
SIC	6.59	6.12		6.58	6.11	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.46 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวม
ตราสารทุนประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sortino Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	10.184 (3.43)***	7.4881 (4.39)***	10.184 (3.43)***	14.7872 (3.53)***	9.7097 (2.91)***	14.7872 (3.53)***
ER	-0.3261 (-2.47)**	-0.1319 (-1.45)	-0.3261 (-2.47)**			
MF				-2.0579 (-2.56)**	-1.2818 (-1.6)	-2.0579 (-2.56)**
DFEE	0.0223 (0.07)	-0.083 (-0.38)	0.0223 (0.07)	-0.0611 (-0.17)	-0.1541 (-0.73)	-0.0611 (-0.17)
DBFEE	-0.4969 (-1.38)	-0.7979 (-2.34)**	-0.4969 (-1.38)	-0.6231 (-1.63)	-0.8037 (-2.06)**	-0.6231 (-1.63)
lnTNA	0.3004 (2.01)**	0.0416 (0.39)	0.3004 (2.01)**	0.3303 (2.13)**	0.0678 (0.63)	0.3303 (2.13)**
lnTNACOM	-0.0563 (-0.49)	0.0199 (0.32)	-0.0563 (-0.49)	-0.1151 (-0.92)	-0.002 (-0.04)	-0.1151 (-0.92)
lnAGE	-0.8622 (-4.8)***	-0.1701 (-3.06)***	-0.8622 (-4.8)***	-0.9559 (-4.86)***	-0.2021 (-2.33)**	-0.9559 (-4.86)***
lnTO	0.0646 (0.26)	-0.029 (-0.38)	0.0646 (0.26)	-0.0522 (-0.25)	-0.0707 (-0.8)	-0.0522 (-0.25)
DBANK	0.4023 (1.44)	0.4212 (2.25)**	0.4023 (1.44)	0.4305 (1.4)	0.4531 (2.34)**	0.4305 (1.4)
DFIF	-1.4147 (-2.4)**	-0.8227 (-1.42)	-1.4147 (-2.4)**	-0.9922 (-1.55)	-0.5457 (-0.87)	-0.9922 (-1.55)
Adj R²	3.14%	45.38%	3.14%	3.46%	45.60%	3.46%
#Fund	228	228	228	228	228	228
SIC	5.72	5.18		5.72	5.17	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

3) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ
กองทุนรวมตราสารทุน พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.43 และ 3.46 ซึ่งเป็นการประมาณ
โดยใช้ข้อมูลภาคแบบพาแนล (Unbalanced Panel Data) ได้ทำการบรรเทาปัญหา
Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว พร้อมทั้งได้

เลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดโดยวิธีการทดสอบของ Huasman และค่า SIC ซึ่งพบว่าแบบจำลองผลกระทบคงที่ (Fixed Effect) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด สรุปผลได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

ไม่พบว่าการเปลี่ยนแปลงของ Sortino Ratio เมื่ออัตราส่วนค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ

ไม่พบว่ามีกองทุนรวมตราสารทุนประเทศใดที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมี Sortino Ratio แตกต่างจากกองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์ที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุนจะมี Sortino Ratio น้อยกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

พบว่าถ้ากองทุนรวมประเทศสิงคโปร์มีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนจะส่งผลกระทบต่อ Sortino Ratio อย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่พบว่ามีกองทุนรวมตราสารทุนประเทศใดที่มีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. แล้วจะส่งผลกระทบต่อ Sortino Ratio ของกองทุนอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยถ้ามีอายุมากขึ้นจะทำให้ Sortino Ratio ของกองทุนโดยเฉลี่ยเพิ่มมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ แตกต่างจากกองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซียและสิงคโปร์ที่มีอายุมากขึ้นจะทำให้ Sortino Ratio ของกองทุนโดยเฉลี่ยลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทย กองทุนรวมถ้ามีอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ Sortino Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ากองทุนรวมประเทศมาเลเซียมีตราสารทุนประเทศใดที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมี Sortino Ratio แตกต่างจากกองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมี Sortino Ratio ต่ำกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยกับสิงคโปร์มี Sortino Ratio ที่ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งมากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซีย ที่มี Sortino Ratio น้อยที่สุดใน 3 ประเทศ

ตารางที่ 3.47 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sortino Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	7.8236 (1.99)**	3.7503 (1.57)	17.6809 (2.33)**	6.0025 (1.51)	2.3004 (0.86)	15.9435 (1.96)*
ER	-0.9321 (-0.66)	-0.5492 (-0.46)	-1.0206 (-0.52)			
MF				-0.0187 (-0.01)	0.3138 (0.18)	-1.2231 (-0.44)
DFEE	-2.1044 (-1.41)	-1.986 (-1.23)	-3.0774 (-0.99)	-2.516 (-1.58)	-2.4095 (-1.37)	-3.395 (-1.09)
DBFEE	4.4416 (1.23)	4.1298 (1.23)	6.3812 (0.92)	4.5712 (1.23)	4.3508 (1.24)	6.588 (0.94)
lnTNA	0.3399 (1.5)	0.3285 (1.47)	0.5418 (1.44)	0.4636 (1.35)	0.432 (1.37)	0.5738 (1.24)
lnTNACOM	0.1158 (1.01)	0.1918 (1.12)	-0.0423 (-0.19)	0.1522 (1.43)	0.2258 (1.4)	-0.0104 (-0.05)
lnAGE	-1.5434 (-1.4)	-1.1571 (-1.01)	-2.8441 (-1.71)*	-1.7234 (-1.35)	-1.3173 (-1.04)	-2.7845 (-1.6)
lnTO	0.3897 (1.36)	0.2907 (1.19)	0.3554 (1.16)	0.3872 (1.27)	0.2815 (1.07)	0.3533 (1.15)
DBANK	-1.0546 (-1.47)	-1.0916 (-1.79)	-0.8161 (-0.49)	-0.9192 (-1.7)*	-0.9947 (-1.25)	-0.769 (-0.52)
DFIF	2.9953 (1.98)**	3.8743 (2.82)***	2.2045 (0.75)	2.6935 (1.73)*	3.6196 (2.46)**	2.2027 (0.75)
DSG	5.4882 (2.35)**	4.533 (2.19)**	7.3072 (1.61)	5.2293 (2.33)**	4.3501 (2.12)**	7.4309 (1.65)*
DMY	1.7225 (0.75)	1.1589 (0.56)	2.3684 (0.63)	1.4762 (0.55)	0.9036 (0.37)	2.8133 (0.65)
Adj R ²	7.02%	17.28%	5.17%	6.89%	17.23%	4.98%
#Fund	187	187	188	187	187	187
SIC	7.44	7.36		7.46	7.38	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.48 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sortino Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	16.8083 (3.62)***	7.4991 (2.94)***	16.8083 (3.62)***	20.126 (12.14)***	6.0303 (2.76)***	20.2439 (12.07)***
ER	0.782 (1.79)*	0.9965 (2.07)**	0.782 (1.79)*			
MF				0.9414 (0.77)	1.8305 (2.27)**	0.9325 (0.77)
DFFEE	1.6077 (7.87)***	0.9076 (2.1)**	1.6077 (7.87)***	2.31 (4.7)***	0.6918 (1.7)*	2.3207 (4.69)***
DBFEE	-1.9885 (-6.18)***	-1.6121 (-3.99)***	-1.9885 (-6.18)***	-2.5802 (-4.67)***	-1.6124 (-2.97)***	-2.5841 (-4.65)***
lnTNA	0.2205 (1.49)	0.1911 (3.24)***	0.2205 (1.49)	0.196 (0.85)	0.1477 (1.96)*	0.1956 (0.84)
lnTNACOM	-0.4583 (-13.58)***	-0.3089 (-8.06)***	-0.4583 (-13.58)***	-0.4368 (-6.5)***	-0.2717 (-4.46)***	-0.4393 (-6.57)***
lnAGE	-0.739 (-1.32)	0.1747 (0.46)	-0.739 (-1.32)	-1.1208 (-5.81)***	0.3914 (1.1)	-1.129 (-5.89)***
lnTO	-0.0407 (-0.18)	-0.1556 (-2.82)***	-0.0407 (-0.18)	-0.0735 (-0.33)	-0.1907 (-3.62)***	-0.0726 (-0.32)
DBANK	0.9258 (2.75)***	0.8455 (2.52)**	0.9258 (2.75)***	0.6728 (1.59)	0.7045 (1.92)	0.6747 (1.58)
DFIF	-0.2262 (-0.18)	2.068 (2.05)**	-0.2262 (-0.18)	-0.7127 (-0.55)	1.9863 (1.74)*	-0.729 (-0.56)
Adj R²	2.92%	75.02%	2.92%	3.04%	76.09%	3.01%
#Fund	95	95	95	94	94	94
SIC	5.80	4.52		5.82	4.50	
Hausman Test		Fixed***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.49 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sortino Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	3.8014 (0.21)	-8.2016 (-0.48)	17.3851 (0.74)	-10.9241 (-0.52)	-17.7535 (-0.76)	10.0582 (0.4)
ER	-4.8462 (-1.17)	-2.8623 (-0.78)	-3.4585 (-0.51)			
MF				-1.9684 (-0.52)	-0.4704 (-0.14)	-5.6106 (-0.65)
DFEE	-3.6426 (-1.5)	-2.0668 (-1.05)	-5.1013 (-1.25)	-3.746 (-1.45)	-1.9906 (-0.91)	-5.3425 (-1.17)
DBFEE	33.0731 (1.9)*	31.3742 (1.87)*	41.5491 (1.13)	33.342 (1.91)*	31.5513 (1.89)*	41.8008 (1.14)
lnTNA	2.0987 (1.24)	2.6099 (1.49)	2.6491 (1.2)	2.5732 (1.44)	2.9368 (1.54)	2.6058 (1.22)
lnTNACOM	0.7528 (0.76)	0.8171 (0.71)	-0.12 (-0.11)	0.802 (0.78)	0.8228 (0.69)	0.0002 (0)
lnAGE	-6.936 (-1.41)	-7.266 (-1.39)	-8.3191 (-1.33)	-6.8393 (-1.42)	-7.2156 (-1.39)	-7.6022 (-1.29)
lnTO	1.4046 (1.1)	1.6654 (1.49)	2.1246 (1.37)	1.8399 (1.27)	1.9086 (1.5)	2.2143 (1.37)
DBANK	-0.5605 (-0.33)	-0.641 (-0.44)	-0.337 (-0.11)	-1.5282 (-1.17)	-1.246 (-0.97)	-0.5761 (-0.21)
DFIF	10.9815 (2.13)**	10.1325 (1.97)*	12.5158 (1.06)	9.537 (2.11)**	9.1547 (1.99)**	13.3941 (1.14)
Adj R²	21.32%	24.41%	13.26%	20.48%	24.13%	13.10%
#Fund	34	34	34	34	34	34
SIC	8.95	9.03		8.95	9.03	
Hausman Test		Fixed *			Fixed *	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.50 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sortino Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	2.2089 (0.37)	-0.89 (-0.47)	2.2089 (0.37)	-0.3602 (-0.07)	-3.3849 (-1.22)	-0.3602 (-0.07)
ER	0.0473 (0.11)	-0.1487 (-1.19)	0.0473 (0.11)			
MF				1.9235 (5.35)***	1.4881 (3.15)***	1.9235 (5.35)***
DFEE	-0.5343 (-1.12)	-0.2307 (-0.89)	-0.5343 (-1.12)	-0.3713 (-0.88)	-0.0726 (-0.24)	-0.3713 (-0.88)
DBFEE	0.6004 (1.26)	0.4472 (0.82)	0.6004 (1.26)	0.7374 (1.5)	0.5663 (0.94)	0.7374 (1.5)
lnTNA	0.1753 (2.03)**	0.0938 (2.62)**	0.1753 (2.03)**	0.2248 (3)***	0.0974 (2.16)**	0.2248 (3)***
lnTNACOM	-0.0952 (-2.67)***	-0.0192 (-0.69)	-0.0952 (-2.67)***	-0.0305 (-0.86)	0.0338 (1.25)	-0.0305 (-0.86)
lnAGE	0.2684 (0.42)	0.7129 (2.24)**	0.2684 (0.42)	0.0645 (0.11)	0.5277 (1.96)*	0.0645 (0.11)
lnTO	0.004 (0.03)	0.0979 (1.08)	0.004 (0.03)	0.0105 (0.06)	0.1014 (0.93)	0.0105 (0.06)
DBANK	0.1635 (0.73)	-0.1539 (-0.99)	0.1635 (0.73)	0.4402 (1.76)*	0.1087 (0.61)	0.4402 (1.76)*
DFIF	-0.6242 (-0.67)	0.4178 (1.04)	-0.6242 (-0.67)	-1.1788 (-1.33)	-0.0312 (-0.1)	-1.1788 (-1.33)
Adj R²	1.37%	63.72%	1.37%	1.40%	65.38%	1.40%
#Fund	59	59	59	59	59	59
SIC	5.17	4.22		5.14	4.17	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

4) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ
กองทุนรวมตราสารหนี้ พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.47 และ 3.50 ซึ่งเป็นการประมาณ
โดยใช้ข้อมูลภาคแบบพาแนล (Unbalanced Panel Data) ได้ทำการบรรเทาปัญหา
Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว พร้อมทั้งได้

เลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดโดยวิธีการทดสอบของ Huasman และค่า SIC ซึ่งพบว่าแบบจำลองผลกระทบคงที่ (Fixed Effect) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด สรุปผลได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบว่าภาพรวมกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทย ถ้าค่าธรรมเนียมการจัดการของกองทุนเปลี่ยนแปลงไป จะส่งผลกระทบต่อ Sortino Ratio เปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ากองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมี Sortino Ratio มากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนภาพรวมกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุนจะมี Sortino Ratio น้อยกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุนจะมี Sortino Ratio มากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยและมาเลเซีย พบว่าเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนส่งผลกระทบต่อ Sortino Ratio ของกองทุนในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทย เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. จะส่งผลกระทบต่อ Sortino Ratio ของกองทุนในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญ

ไม่พบว่ามีกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศใดที่มีอายุมากขึ้นจะทำให้ Sortino Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ ถ้ากองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียมีอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ Sortino Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

พบเพียงกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์ที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมี Sortino Ratio น้อยกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมของกองทุนตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยและสิงคโปร์ที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศมี Sortino Ratio มากกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

ไม่พบว่ามีกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยและมาเลเซียมี Sortino Ratio แตกต่างจากกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ แต่ประเทศสิงคโปร์มี Sortino Ratio สูงที่สุด

ตารางที่ 3.51 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวม
ผสมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sortino Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	8.605 (2.47)**	6.5011 (3.45)***	8.605 (2.47)**	8.5365 (2.41)**	6.0563 (3.42)***	8.5365 (2.41)**
ER	0.0048 (0.02)	-0.0165 (-0.07)	0.0048 (0.02)			
MF				0.0843 (0.15)	0.2755 (0.62)	0.0843 (0.15)
DFEE	0.5691 (1.65)*	0.0741 (0.14)	0.5691 (1.65)*	0.5736 (1.64)	0.0908 (0.18)	0.5736 (1.64)
DBFEE	1.2788 (1.08)	0.6798 (0.75)	1.2788 (1.08)	1.2672 (1.09)	0.6211 (0.69)	1.2672 (1.09)
lnTNA	0.3933 (3.04)***	0.1722 (1.54)	0.3933 (3.04)***	0.3827 (3.15)***	0.1722 (1.83)*	0.3827 (3.15)***
lnTNACOM	-0.3437 (-1.86)*	-0.2612 (-2.03)**	-0.3437 (-1.86)*	-0.3379 (-1.86)*	-0.2548 (-2.03)**	-0.3379 (-1.86)*
lnAGE	-0.0269 (-0.11)	0.48 (2.52)**	-0.0269 (-0.11)	-0.0336 (-0.14)	0.4978 (2.55)**	-0.0336 (-0.14)
lnTO	-0.1227 (-0.84)	0.0077 (0.07)	-0.1227 (-0.84)	-0.1103 (-0.65)	-0.0221 (-0.18)	-0.1103 (-0.65)
DBANK	0.5178 (1.65)*	0.5835 (2.63)***	0.5178 (1.65)*	0.5216 (1.75)*	0.5653 (2.54)**	0.5216 (1.75)*
DFIF	-1.3359 (-3.64)***	-0.7496 (-2.9)***	-1.3359 (-3.64)***	-1.3854 (-4.17)***	-0.7722 (-3.28)***	-1.3854 (-4.17)***
DSG	-0.8181 (-0.74)	-0.7145 (-0.73)	-0.8181 (-0.74)	-0.6968 (-0.64)	-0.7733 (-0.83)	-0.6968 (-0.64)
DMY	-1.6759 (-1.19)	-2.1132 (-1.69)*	-1.6759 (-1.19)	-1.6742 (-1.14)	-2.2785 (-1.72)*	-1.6742 (-1.14)
Adj R ²	9.74%	62.53%	9.74%	9.63%	62.55%	9.63%
#Fund	187	187	169	169	169	169
SIC	5.61	4.76		5.61	4.76	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.52 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวม
ผสมประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sortino Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	29.8987 (4.11)***	16.919 (2.1)**	29.8987 (4.11)***	29.8009 (4.23)***	15.6257 (2.1)**	29.8009 (4.23)***
ER	-0.238 (-0.4)	-0.4301 (-1.19)	-0.238 (-0.4)			
MF				-0.2754 (-0.37)	0.0166 (0.04)	-0.2754 (-0.37)
DFEE	1.3341 (3.94)***	0.3452 (0.58)	1.3341 (3.94)***	1.3807 (3.65)***	0.3867 (0.65)	1.3807 (3.65)***
DBFEE	1.6362 (1.63)	0.9634 (1.29)	1.6362 (1.63)	1.623 (1.55)	0.8078 (0.99)	1.623 (1.55)
lnTNA	0.3639 (1.7)*	0.0747 (0.64)	0.3639 (1.7)*	0.3846 (1.52)	0.1302 (0.97)	0.3846 (1.52)
lnTNACOM	-1.2457 (-3.32)***	-0.7646 (-1.88)*	-1.2457 (-3.32)***	-1.2708 (-3.38)***	-0.7822 (-1.87)*	-1.2708 (-3.38)***
lnAGE	0.0247 (0.03)	0.8916 (2.22)**	0.0247 (0.03)	0.0086 (0.01)	0.8914 (2.3)**	0.0086 (0.01)
lnTO	-0.6706 (-3.41)***	-0.2232 (-1.09)	-0.6706 (-3.41)***	-0.6067 (-2.27)**	-0.2046 (-0.89)	-0.6067 (-2.27)**
DBANK	1.7066 (1.21)	0.8569 (0.71)	1.7066 (1.21)	1.7494 (1.32)	0.8606 (0.74)	1.7494 (1.32)
DFIF	-4.5965 (-4.58)***	-3.031 (-4.94)***	-4.5965 (-4.58)***	-4.6041 (-4.59)***	-2.8154 (-6.1)***	-4.6041 (-4.59)***
Adj R ²	16.49%	58.85%	16.49%	16.31%	58.57%	16.31%
#Fund	54	54	54	54	54	54
SIC	5.97	5.37		5.99	5.38	
Hausman Test		Fixed **			Fixed **	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.53 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวม
ผสมประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sortino Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	-8.8194 (-0.47)	2.9833 (0.3)	-8.8194 (-0.47)	-13.5962 (-1.47)	-2.2373 (-0.41)	-13.5962 (-1.47)
ER	-0.1166 (-0.08)	-0.8297 (-0.93)	-0.1166 (-0.08)			
MF				0.6927 (1.06)	-0.673 (-1.15)	0.6927 (1.06)
DFEE	0.1257 (0.13)	-0.6631 (-0.58)	0.1257 (0.13)	0.4587 (0.53)	0.0311 (0.07)	0.4587 (0.53)
DBFEE	-1.1854 (-1.2)	-0.6168 (-0.88)	-1.1854 (-1.2)	-1.7519 (-1.92)*	-0.9367 (-1.55)	-1.7519 (-1.92)*
lnTNA	0.5055 (2.25)**	0.29 (1.69)*	0.5055 (2.25)**	0.509 (2.94)***	0.342 (2.53)**	0.509 (2.94)***
lnTNACOM	0.1827 (0.33)	-0.016 (-0.06)	0.1827 (0.33)	0.3591 (0.97)	0.1236 (0.73)	0.3591 (0.97)
lnAGE	0.1498 (0.42)	0.1101 (0.39)	0.1498 (0.42)	0.1831 (0.58)	0.1799 (0.65)	0.1831 (0.58)
lnTO	0.67 (2.98)***	-0.0453 (-0.19)	0.67 (2.98)***	0.6965 (3.53)***	-0.017 (-0.08)	0.6965 (3.53)***
DBANK	1.2524 (1.25)	0.2955 (0.38)	1.2524 (1.25)	1.4342 (1.31)	0.3954 (0.43)	1.4342 (1.31)
DFIF	-1.2578 (-0.76)	-0.0881 (-0.09)	-1.2578 (-0.76)	-2.031 (-2.17)**	-0.7301 (-1.45)	-2.031 (-2.17)**
Adj R ²	2.96%	70.89%	2.96%	2.65%	70.82%	2.65%
#Fund	28	28	28	28	28	28
SIC	6.03	4.96		6.03	4.96	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.54 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของกองทุนรวม
ผสมประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Sortino Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	12.2527 (1.54)	7.3016 (2.38)**	12.2527 (1.54)	11.6539 (1.35)	5.2211 (1.73)*	11.6539 (1.35)
ER	0.1131 (0.51)	-0.0053 (-0.03)	0.1131 (0.51)			
MF				0.4816 (0.57)	0.8755 (1.41)	0.4816 (0.57)
DFFEE	-0.4475 (-1.1)	-0.5475 (-1.39)	-0.4475 (-1.1)	-0.4295 (-1.01)	-0.4943 (-1.24)	-0.4295 (-1.01)
DBFEE	0.5285 (0.58)	-0.3056 (-1.03)	0.5285 (0.58)	0.4879 (0.49)	-0.4575 (-1.48)	0.4879 (0.49)
lnTNA	0.3709 (1.94)*	0.1106 (0.6)	0.3709 (1.94)*	0.3592 (2.13)**	0.1115 (0.68)	0.3592 (2.13)**
lnTNACOM	-0.1368 (-0.78)	-0.1516 (-1.2)	-0.1368 (-0.78)	-0.1301 (-0.78)	-0.1317 (-1.12)	-0.1301 (-0.78)
lnAGE	-1.0656 (-1.26)	0.0246 (0.09)	-1.0656 (-1.26)	-1.0487 (-1.23)	0.0773 (0.31)	-1.0487 (-1.23)
lnTO	-0.1423 (-1.01)	0.0428 (0.91)	-0.1423 (-1.01)	-0.1433 (-0.95)	0.0188 (0.35)	-0.1433 (-0.95)
DBANK	0.3171 (0.88)	0.6519 (2.56)**	0.3171 (0.88)	0.2875 (0.84)	0.6097 (2.37)**	0.2875 (0.84)
DFIF	-1.957 (-1.96)*	-0.9296 (-1.99)**	-1.957 (-1.96)*	-2.0365 (-2.24)**	-1.0815 (-2.54)**	-2.0365 (-2.24)**
Adj R ²	3.05%	64.87%	3.05%	3.11%	65.10%	3.11%
#Fund	86	86	86	86	86	86
SIC	5.37	4.41		5.36	4.40	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

5) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Sortino Ratio ของ
กองทุนรวมผสม พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.51 และ 3.54 ซึ่งเป็นการประมาณ
โดยใช้ข้อมูลภาคแบบพาแนล (Unbalanced Panel Data) ได้ทำการบรรเทาปัญหา
Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว พร้อมทั้งได้

เลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดโดยวิธีการทดสอบของ Huasman และค่า SIC ซึ่งพบว่าแบบจำลองผลกระทบคงที่ (Fixed Effect) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด สรุปผลได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

ไม่พบว่าถ้าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไปจะส่งผลกระทบต่อ Sortino Ratio อย่างมีนัยสำคัญ และไม่พบว่ากองทุนรวมผสมที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนหรือค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมี Sortino Ratio ที่แตกต่างกับกองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

พบว่าภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศและกองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์ที่มีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนจะส่งผลกระทบต่อ Sortino Ratio ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่าภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศและกองทุนรวมผสมประเทศประเทศไทย ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. จะส่งผลกระทบต่อ Sortino Ratio ของกองทุนในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ

ภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมผสมประเทศไทย พบว่าถ้ากองทุนมีอายุมากขึ้นจะทำให้ Sortino Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ไม่พบกองทุนรวมผสมที่มีอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไปจะส่งผลกระทบต่อ Sortino Ratio ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

ภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซียที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมี Sortino Ratio มากกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมผสมประเทศไทยและมาเลเซีย ที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมี Sortino Ratio ต่ำกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

พบว่ากองทุนรวมผสมประเทศไทยและสิงคโปร์มี Sortino Ratio ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่ากองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซียมี Sortino Ratio น้อยที่สุดใน 3 ประเทศ

3.4.2.4 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio

โดยแบ่งผลการประมาณออกเป็นแบบจำลองที่ใช้ข้อมูล พ.ศ. 2556 และข้อมูล พ.ศ. 2552 – 2556 ของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุน กองทุนตราสารทุน ตราสารหนี้ และผสม มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3.55 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ
กองทุนรวมโดยให้ตัวแปรอิสระหลักคืออัตราส่วนค่าใช้จ่าย พ.ศ. 2556

Independent Variable	Information Ratio			
	3 ประเทศ	ไทย	สิงคโปร์	มาเลเซีย
Constant	-1.6379 (-1.72)*	-0.4398 (-0.22)	-1.4631 (-0.76)	0.7059 (0.44)
ER	0.2818 (2.83)***	0.4747 (2.47)**	-0.1195 (-0.55)	0.2916 (2.38)**
DFFEE	0.2892 (1.81)*	0.3211 (1.41)	-0.0232 (-0.08)	0.0197 (0.10)
DBFEE	0.4500 (2.51)**	0.4298 (2.05)**	0.0609 (0.16)	0.2860 (0.64)
lnTNA	-0.0176 (-0.60)	-0.0473 (-1.05)	-0.0435 (-0.76)	0.0158 (0.28)
lnTNACOM	-0.0410 (-1.17)	-0.1801 (-1.89)*	-0.0189 (-0.21)	-0.0216 (-0.43)
lnAGE	0.3779 (5.16)***	0.5602 (4.71)***	0.3231 (2.67)***	0.0809 (0.57)
lnTO	0.0622 (1.55)	0.1626 (2.34)**	0.0619 (0.82)	-0.0999 (-1.39)
DBANK	0.1925 (1.38)	0.3311 (1.08)	0.4340 (1.32)	0.4357 (2.68)***
DFIF	-0.8974 (-6.42)***	-0.8041 (-3.17)***	0.4831 (2.55)**	-1.3782 (-7.39)***
DEQ	1.2422 (7.91)***	1.1249 (3.65)***	0.9422 (4.83)***	1.4125 (8.32)***
DFI	-0.6940 (-5.14)***	-0.8397 (-3.17)***	-0.3834 (-1.98)**	-0.7527 (-3.14)***
DSG	-0.1692 (-0.74)			
DMY	0.0187 (0.10)			
Adj R ²	34.32%	36.64%	26.74%	27.71%
#Fund	901	395	147	359

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.56 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ
กองทุนรวมโดยให้ตัวแปรอิสระหลักคือค่าธรรมเนียมการจัดการ พ.ศ. 2556

Independent Variable	Information Ratio					
	5 ประเทศ	ไทย	สิงคโปร์	มาเลเซีย	อินโดนีเซีย	ฟิลิปปินส์
Constant	0.2848 (0.31)	0.0039 (0.00)	-2.4154 (-1.91)*	-0.4945 (-0.30)	3.0480 (0.93)	0.6593 (0.27)
MF	0.4729 (4.07)***	0.5959 (2.68)***	-0.3178 (-1.40)	0.9291 (3.97)***	0.6688 (3.09)***	0.0168 (0.07)
DFEE	0.3341 (2.62)***	0.2702 (1.19)	0.0293 (0.11)	0.0316 (0.16)	0.7155 (2.34)**	1.6506 (5.02)***
DBFEE	0.2919 (2.02)**	0.4565 (2.20)**	-0.0127 (-0.02)	0.2898 (0.66)	0.5457 (1.41)	0.0150 (0.05)
lnTNA	0.0046 (0.16)	-0.0627 (-1.44)	-0.0362 (-0.65)	0.0094 (0.18)	0.2260 (1.73)*	0.0401 (0.45)
lnTNACOM	-0.1137 (-2.61)***	-0.1689 (-1.78)*	0.0185 (0.24)	-0.0042 (-0.08)	-0.4812 (-2.24)**	-0.0836 (-0.65)
lnAGE	0.3158 (4.80)***	0.5213 (4.48)***	0.3375 (3.02)***	0.0794 (0.57)	0.2570 (1.48)	-0.0310 (-0.08)
lnTO	N/A	0.1534 (2.2297)**	0.0743 (1.013)	-0.0372 (-0.5143)	N/A	N/A
DBANK	0.3251 (2.47)**	0.2816 (0.90)	0.4329 (1.27)	0.3878 (2.45)**	0.7038 (2.24)**	1.8656 (4.00)***
DFIF	-0.9931 (-7.41)***	-0.8006 (-3.13)***	0.4731 (3.20)***	-1.5979 (-8.42)***	-0.7867 (-2.21)**	-0.2995 (-1.48)
DEQ	1.2416 (8.73)***	1.0600 (3.31)***	0.9715 (5.31)***	1.1933 (6.62)***	1.6779 (5.09)***	1.0897 (2.59)**
DFI	-0.8103 (-6.72)***	-0.8325 (-3.27)***	-0.4417 (-2.17)**	-0.6118 (-2.55)**	-1.7265 (-6.45)***	-0.6189 (-1.66)
DSG	-0.2477 (-1.13)					
DMY	-0.2337 (-1.37)					
DID	-0.447 (-2.09)**					
DPH	-0.2488 (-1.19)					
Adj R ²	36.55%	37.03%	27.26%	32.37%	57.39%	35.31%
#Fund	1112	395	147	359	149	62

1) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio
ของกองทุนรวมโดยให้ตัวแปรอิสระหลักคืออัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการ
พ.ศ. 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.55 และ 3.56 สรุปผลการศึกษาได้

ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบว่าภาพรวมกองทุนรวมทั้ง 3 และ 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทย มาเลเซียและสิงคโปร์ ถ้าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไปจะส่งผลกระทบต่อ Information Ratio ของกองทุนในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ พบว่าภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศอินโดนีเซียและฟิลิปปินส์ที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมี Information Ratio สูงกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทยที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อขายจะมี Information Ratio สูงกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

พบว่ากองทุนรวมประเทศอินโดนีเซีย การเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนจะส่งผลกระทบต่อ Information Ratio อย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่าการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ส่งผลกระทบต่อ Information Ratio ของกองทุนในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญในกองทุนรวมประเทศไทยและกองทุนรวมประเทศอินโดนีเซีย ภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 3 และ 5 ประเทศ และกองทุนรวมไทยและสิงคโปร์ ถ้ากองทุนมีอายุมากขึ้นจะทำให้ Information Ratio ของกองทุนโดยเฉลี่ยสูงมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ถ้ากองทุนรวมประเทศไทยมีอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ Information Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ พบว่าภาพรวมของกองทุนทั้ง 3 และ 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศมาเลเซีย อินโดนีเซียและฟิลิปปินส์ที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมี Information Ratio สูงกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 3 และ 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทย มาเลเซียและอินโดนีเซียที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมี Information Ratio น้อยกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ แต่ประเทศสิงคโปร์ที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมี Information Ratio มากกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ พบว่าภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 และ 5 ประเทศ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์มี Information Ratio โดยเฉลี่ยสูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 และ 5 ประเทศ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์มี Information Ratio โดยเฉลี่ยต่ำกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

พบว่ากองทุนรวมอินโดนีเซียมี Information Ratio ต่ำที่สุด และกองทุนรวมไทย สิงคโปร์ มาเลเซียและฟิลิปปินส์มี Information Ratio ไม่แตกต่างกัน

ตารางที่ 3.57 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนในประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Information Ratio			
	Pool	Fixed	Pool	Fixed
Constant	0.0870 (0.06)	-0.3899 (-0.43)	0.2664 (0.18)	-0.1083 (-0.13)
ER	0.2734 (3.18)***	0.3069 (3.23)***		
MF			0.5589 (4.60)***	0.5737 (4.34)***
DFFEE	0.0507 (0.39)	0.0162 (0.15)	0.0555 (0.46)	0.0238 (0.25)
DBFEE	0.5329 (2.77)***	0.5188 (3.02)***	0.5219 (3.13)***	0.4853 (3.09)***
lnTNA	0.0583 (2.50)**	0.0498 (1.71)*	0.0556 (2.41)**	0.0416 (1.78)*
lnTNACOM	-0.0153 (-0.88)	0.0156 (0.54)	-0.0226 (-1.62)	0.0056 (0.21)
lnAGE	0.1174 (1.08)	0.1341 (1.63)	0.0955 (0.71)	0.1221 (1.48)
lnTO	0.0426 (1.08)	-0.0016 (-0.03)	0.0477 (1.24)	0.0029 (0.07)
DBANK	-0.0184 (-0.25)	-0.0082 (-0.12)	-0.0180 (-0.27)	-0.0127 (-0.21)
DFIF	-1.1247 (-2.42)**	-1.1149 (-3.09)***	-1.1662 (-2.41)**	-1.1704 (-3.03)***
DEQ	0.8685 (2.91)***	0.8384 (2.95)***	0.7714 (2.67)***	0.7527 (2.75)***
DFI	-0.3931 (-2.57)***	-0.3336 (-2.57)***	-0.3254 (-1.98)**	-0.2811 (-1.98)**
DSG	-0.7369 (-3.69)***	-0.7719 (-3.17)***	-0.6535 (-3.05)***	-0.6727 (-2.82)***
DMY	-1.1105 (-3.85)***	-1.0470 (-3.50)***	-1.2620 (-3.9)***	-1.1950 (-3.70)***
Adj R ²	23.30%	43.49%	23.66%	50.27%
#Fund	1030		1022	
SIC	4.12	3.82	4.10	3.06

ตารางที่ 3.58 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ
กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนในประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Information Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	0.7500 (0.20)	0.9693 (0.52)	0.7500 (0.20)	1.0580 (0.29)	1.1333 (0.71)	1.0580 (0.29)
ER	0.7161 (2.56)**	0.7408 (2.71)***	0.7161 (2.56)**			
MF				0.7935 (3.75)***	0.7764 (3.62)***	0.7935 (3.75)***
DFEE	-0.0425 (-0.13)	-0.1074 (-0.43)	-0.0425 (-0.13)	-0.0267 (-0.08)	-0.1019 (-0.41)	-0.0267 (-0.08)
DBFEE	0.3113 (1.86)*	0.3522 (2.08)**	0.3113 (1.86)*	0.3879 (2.18)**	0.4058 (2.13)**	0.3879 (2.18)**
lnTNA	0.0565 (1.51)	0.0169 (0.62)	0.0565 (1.51)	0.0252 (0.91)	-0.0234 (-0.75)	0.0252 (0.91)
lnTNACOM	-0.1659 (-1.69)*	-0.0956 (-1.61)	-0.1659 (-1.69)*	-0.1443 (-1.49)	-0.0853 (-1.32)	-0.1443 (-1.49)
lnAGE	0.3537 (2.11)**	0.2826 (2.76)***	0.3537 (2.11)**	0.3265 (1.36)	0.3319 (4.67)***	0.3265 (1.36)
lnTO	0.1174 (1.20)	0.0141 (0.14)	0.1174 (1.20)	0.1300 (1.41)	0.0258 (0.27)	0.1300 (1.41)
DBANK	-0.0071 (-0.02)	0.0490 (0.35)	-0.0071 (-0.02)	-0.0857 (-0.30)	-0.0188 (-0.15)	-0.0857 (-0.30)
DFIF	-1.9231 (-2.41)**	-1.9666 (-3.14)***	-1.9231 (-2.41)**	-1.8937 (-2.31)**	-1.9325 (-2.91)***	-1.8937 (-2.31)**
DEQ	1.2790 (2.97)***	1.1782 (2.97)***	1.2790 (2.97)***	1.2977 (2.74)***	1.2257 (2.9783)***	1.2977 (2.74)***
DFI	-0.9461 (-3.77)***	-0.7691 (-11.83)***	-0.9461 (-3.77)***	-1.0007 (-3.59)***	-0.8610 (-13.19)***	-1.0007 (-3.59)***
Adj R ²	29.99%	54.78%	29.99%	29.60%	54.57%	29.60%
#Fund		420			411	
SIC	4.55	4.13		4.57	4.15	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.59 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ
กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Information Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	1.1982 (0.77)	0.3248 (0.22)	1.1719 (0.66)	0.9372 (0.56)	0.1987 (0.12)	0.9210 (0.48)
ER	-0.0391 (-0.29)	-0.0091 (-0.07)	-0.0361 (-0.25)			
MF				-0.0768 (-0.75)	-0.0573 (-0.53)	-0.0894 (-0.72)
DFEE	0.0646 (0.45)	0.0460 (0.34)	0.1043 (0.61)	0.0898 (0.54)	0.0708 (0.45)	0.1346 (0.71)
DBFEE	0.0687 (1.14)	-0.1432 (-1.57)	0.1240 (1.24)	0.0491 (0.55)	-0.1484 (-1.66)	0.1062 (0.84)
lnTNA	0.0637 (1.31)	0.0631 (1.37)	0.0712 (1.26)	0.0642 (1.46)	0.0630 (1.50)	0.0717 (1.39)
lnTNACOM	-0.0789 (-0.99)	-0.0507 (-0.61)	-0.0822 (-0.91)	-0.0671 (-0.81)	-0.0443 (-0.52)	-0.0702 (-0.77)
lnAGE	-0.0125 (-0.14)	0.0231 (0.25)	-0.0297 (-0.30)	-0.0128 (-0.13)	0.0240 (0.24)	-0.0303 (-0.28)
lnTO	-0.0024 (-0.06)	0.0041 (0.11)	0.0142 (0.34)	0.0041 (0.12)	0.0082 (0.29)	0.0200 (0.54)
DBANK	0.0310 (0.18)	0.0181 (0.10)	0.0152 (0.07)	0.0257 (0.13)	0.0210 (0.11)	0.0141 (0.06)
DFIF	0.0824 (0.49)	0.0621 (0.36)	0.0958 (0.50)	0.0607 (0.53)	0.0574 (0.48)	0.0775 (0.57)
DEQ	0.8291 (1.91)*	0.7916 (1.83)*	0.8227 (1.59)	0.8345 (1.86)*	0.7986 (1.78)*	0.8291 (1.55)
DFI	0.3792 (1.79)*	0.3899 (1.75)	0.3480 (1.40)	0.3646 (1.51)	0.3684 (1.57)	0.3302 (1.18)
Adj R ²	4.17%	11.14%	29.99%	4.31%	11.22%	3.13%
#Fund		197			197	
SIC	3.65	3.60		3.64	3.60	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.60 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ
กองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุนประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Information Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	0.8378 (0.3978)	1.3509 (2.6736)***	0.8378 (0.3978)	0.2933 (0.1177)	0.9625 (1.2846)	0.2933 (0.1177)
ER	0.0074 (0.0915)	-0.0082 (-0.0903)	0.0074 (0.0915)			
MF				0.2290 (0.8611)	0.2191 (0.7439)	0.2290 (0.8611)
DFEE	0.0273 (0.4548)	0.0112 (0.2765)	0.0273 (0.4548)	0.0033 (0.0478)	-0.0173 (-0.3097)	0.0033 (0.0478)
DBFEE	-0.3314 (-2.1389)**	-0.4854 (-3.2144)***	-0.3314 (-2.1389)**	-0.3150 (-2.1394)**	-0.4727 (-3.0779)***	-0.3150 (-2.1394)**
lnTNA	0.0133 (1.1689)	0.0108 (0.4051)	0.0133 (1.1689)	0.0280 (2.2442)**	0.0237 (0.6836)	0.0280 (2.2442)**
lnTNACOM	-0.0103 (-0.4358)	0.0065 (0.2892)	-0.0103 (-0.4358)	-0.0104 (-0.3987)	0.0059 (0.2651)	-0.0104 (-0.3987)
lnAGE	0.0390 (0.1906)	-0.0211 (-0.3413)	0.0390 (0.1906)	0.0383 (0.1808)	-0.0365 (-0.6094)	0.0383 (0.1808)
lnTO	-0.0084 (-0.2442)	-0.0667 (-3.0976)***	-0.0084 (-0.2442)	0.0039 (0.1405)	-0.0558 (-4.2293)***	0.0039 (0.1405)
DBANK	0.1845 (4.0601)***	0.1505 (2.7812)***	0.1845 (4.0601)***	0.1833 (4.1298)***	0.1501 (2.9758)***	0.1833 (4.1298)***
DFIF	-0.7955 (-1.5248)	-0.8903 (-2.5597)**	-0.7955 (-1.5248)	-0.8393 (-1.5701)	-0.9476 (-2.6258)***	-0.8393 (-1.5701)
DEQ	0.5598 (2.3038)**	0.5556 (2.2946)**	0.5598 (2.3038)**	0.5003 (2.6606)***	0.4953 (2.7302)***	0.5003 (2.6606)***
DFI	0.0075 (0.0252)	-0.0974 (-0.356)	0.0075 (0.0252)	0.0752 (0.2867)	-0.0330 (-0.1451)	0.0752 (0.2867)
Adj R ²	6.7953%	49.8387%	6.7953%	6.9844%	50.2764%	6.9844%
#Fund		413			414	
SIC	3.6717	3.0682		3.6747	3.0644	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

2) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุน พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.57 และ 3.60 ซึ่งเป็นการประมาณโดยใช้ข้อมูลภาคแบบพาแนล (Unbalanced Panel Data) ได้ทำการบรรเทาปัญหา Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว พร้อมทั้งได้เลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดโดยวิธีการทดสอบของ Huasman และค่า SIC ซึ่งพบว่าแบบจำลองผลกระทบคงที่ (Fixed Effect) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด สรุปผลได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบว่าภาพรวมของกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทยถ้าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้ Information Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนรวมประเทศไทยถ้าค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้ Information Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ไม่พบว่ามีกองทุนรวมประเทศใดที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมี Information Ratio สูงกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยและมาเลเซียที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุนจะมี Information Ratio มากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

ไม่พบว่ามีกองทุนรวมใดที่ทรัพย์สินสุทธิของกองทุนหรือทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. มีผลต่อ Information Ratio พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยถ้ามีอายุมากขึ้นจะทำให้ Information Ratio ของกองทุนโดยเฉลี่ยเพิ่มมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ถ้ากองทุนรวมประเทศมาเลเซียมีอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ Information Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญ พบว่ากองทุนรวมประเทศมาเลเซียที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมี Information Ratio มากกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

พบว่ากองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ ที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศ จะมี Information Ratio ต่ำกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ มี Information Ratio โดยเฉลี่ยสูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมตราหนี้พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยที่ลงทุนในตราสารหนี้มี Information Ratio โดยเฉลี่ยต่ำกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

กองทุนรวมประเทศไทยมี Information Ratio สูงที่สุด รองลงมาคือกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์และกองทุนรวมประเทศมาเลเซียมี Information Ratio ต่ำที่สุด

ตารางที่ 3.61 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ
กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Information Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	0.8126 (0.8912)	0.2433 (0.226)	0.7959 (0.7236)	1.0217 (1.1034)	0.4858 (0.5939)	1.0084 (0.8998)
ER	-0.0205 (-0.2707)	0.0532 (0.6727)	-0.0235 (-0.2835)			
MF				0.0688 (0.5995)	0.1587 (1.3208)	0.0538 (0.4401)
DFEE	-0.2757 (-1.6944)*	-0.2779 (-1.7075)	-0.2722 (-1.4894)	-0.2439 (-1.5089)	-0.2424 (-1.5852)	-0.2362 (-1.307)
DBFEE	0.4980 (1.9611)**	0.5433 (2.3568)**	0.4931 (1.7548)*	0.5341 (2.4296)**	0.5472 (2.6553)***	0.5378 (2.2295)**
lnTNA	0.0775 (2.0759)**	0.0566 (1.4232)	0.0854 (2.0227)**	0.0725 (2.0897)**	0.0502 (1.2646)	0.0806 (2.0888)**
lnTNACOM	0.0188 (0.7693)	0.0418 (1.172)	0.0117 (0.4599)	0.0219 (1.3299)	0.0399 (1.2389)	0.0157 (0.9211)
lnAGE	0.0611 (0.6125)	0.1154 (1.2739)	0.0589 (0.5024)	0.0135 (0.1078)	0.0816 (0.8726)	0.0091 (0.0631)
lnTO	0.2013 (2.6143)***	0.1548 (2.1526)**	0.2119 (2.5924)***	0.2064 (2.7741)***	0.1589 (2.2231)**	0.2172 (2.7598)***
DBANK	-0.0773 (-0.9749)	-0.0658 (-0.8672)	-0.0768 (-0.8885)	-0.0632 (-0.9956)	-0.0492 (-0.7732)	-0.0614 (-0.9041)
DFIF	-1.4348 (-2.8675)***	-1.4064 (-3.3962)***	-1.4451 (-2.5697)**	-1.4106 (-2.6939)***	-1.4049 (-3.1478)***	-1.4150 (-2.4279)**
DSG	-0.6900 (-2.9485)***	-0.6955 (-2.4115)**	-0.6655 (-2.6484)***	-0.6876 (-2.7909)***	-0.6612 (-2.3577)**	-0.6688 (-2.5397)**
DMY	-1.5118 (-3.8494)***	-1.3936 (-3.4788)***	-1.4980 (-3.4829)***	-1.5465 (-3.7013)***	-1.4456 (-3.3521)***	-1.5313 (-3.3701)***
Adj R²	30.0157%	42.7443%	27.0118%	29.8255%	42.2146%	6.2069%
#Fund		549			541	
SIC	4.2254	4.0375		4.2149	4.0337	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.62 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ
กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Information Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	4.4648 (0.904)	3.2253 (1.1208)	4.4648 (0.904)	5.6187 (1.0866)	4.1499 (1.7992)*	5.6187 (1.0866)
ER	0.2428 (0.8912)	0.3938 (1.4105)	0.2428 (0.8912)			
MF				0.0502 (0.3923)	0.1830 (1.0515)	0.0502 (0.3923)
DFEE	0.0402 (0.1296)	0.0478 (0.1508)	0.0402 (0.1296)	0.1109 (0.2979)	0.1265 (0.3331)	0.1109 (0.2979)
DBFEE	0.2590 (1.1004)	0.4105 (1.7334)*	0.2590 (1.1004)	0.3477 (1.5401)	0.4544 (1.8735)*	0.3477 (1.5401)
lnTNA	0.1228 (1.2542)	0.0549 (0.9011)	0.1228 (1.2542)	0.0935 (1.2)	0.0287 (0.6841)	0.0935 (1.2)
lnTNACOM	-0.2539 (-1.6773)*	-0.1707 (-1.5922)	-0.2539 (-1.6773)*	-0.2195 (-1.5133)	-0.1722 (-1.5271)	-0.2195 (-1.5133)
lnAGE	0.1654 (0.9314)	0.2429 (2.1798)**	0.1654 (0.9314)	-0.0019 (-0.0065)	0.2010 (1.6672)*	-0.0019 (-0.0065)
lnTO	0.2987 (2.1126)**	0.2085 (1.3363)	0.2987 (2.1126)**	0.3337 (2.38)**	0.2462 (1.5152)	0.3337 (2.38)**
DBANK	-0.0385 (-0.0856)	-0.0285 (-0.0925)	-0.0385 (-0.0856)	-0.0588 (-0.1404)	0.0181 (0.0603)	-0.0588 (-0.1404)
DFIF	-2.8590 (-3.0833)***	-2.7360 (-3.5062)***	-2.8590 (-3.0833)***	-2.8627 (-2.9293)***	-2.7167 (-3.2376)***	-2.8627 (-2.9293)***
Adj R ²	29.3249%	56.3609%	29.3249%	28.1682%	55.1555%	28.1682%
#Fund		199			191	
SIC	4.7345	4.2846		4.7645	4.3276	
Hausman Test		Fixed **			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.63 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ
กองทุนรวมตราสารทุนประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Information Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	1.1596 (0.3648)	1.3105 (0.3875)	0.5877 (0.1485)	0.8899 (0.2615)	1.1497 (0.3355)	0.1179 (0.029)
ER	-0.0018 (-0.0181)	-0.0287 (-0.3223)	0.0008 (0.0078)			
MF				-0.0639 (-0.4169)	0.0012 (0.0083)	-0.1286 (-0.6587)
DFEE	0.1010 (0.2293)	-0.2269 (-0.6582)	0.2592 (0.473)	0.2187 (0.4421)	-0.2220 (-0.6453)	0.4367 (0.7333)
DBFEE	-0.4940 (-2.0562)**	-0.5704 (-2.6214)***	-0.4910 (-1.5179)	-0.5119 (-1.9342)*	-0.6006 (-2.6407)***	-0.5018 (-1.4821)
lnTNA	0.1038 (1.8294)*	0.0837 (1.8771)*	0.1291 (1.8053)*	0.1024 (1.861)*	0.0832 (1.911)*	0.1280 (1.8599)*
lnTNACOM	-0.1099 (-0.6987)	-0.1071 (-0.666)	-0.0981 (-0.502)	-0.0940 (-0.5803)	-0.1001 (-0.6266)	-0.0725 (-0.3742)
lnAGE	0.0672 (0.3831)	0.1432 (1.0512)	0.0144 (0.0645)	0.0583 (0.3141)	0.1447 (1.0154)	0.0051 (0.0216)
lnTO	0.0125 (0.2858)	-0.0125 (-0.2797)	0.0602 (1.2274)	0.0206 (0.4855)	-0.0129 (-0.3078)	0.0725 (1.4715)
DBANK	-0.0722 (-0.3259)	0.0066 (0.0281)	-0.1632 (-0.5754)	-0.0773 (-0.3479)	-0.0036 (-0.0151)	-0.1561 (-0.5451)
DFIF	0.1696 (0.6219)	0.1211 (0.4027)	0.1880 (0.5841)	0.1289 (0.5721)	0.0747 (0.2987)	0.1490 (0.548)
Adj R²	0.6193%	6.9863%	0.4301%	0.5905%	7.0373%	0.4786%
#Fund		122			122	
SIC	3.8672	3.8420		3.8615	3.8352	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.64 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ
กองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Information Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	1.8719 (1.2471)	2.5831 (3.2723)***	1.8719 (1.2471)	2.3152 (0.8579)	3.1669 (2.3663)**	2.3152 (0.8579)
ER	-0.1476 (-2.7022)***	-0.1259 (-3.1544)***	-0.1476 (-2.7022)***			
MF				-0.2313 (-0.4421)	-0.2470 (-0.6715)	-0.2313 (-0.4421)
DFEE	-0.1554 (-1.3917)	-0.1361 (-1.1829)	-0.1554 (-1.3917)	-0.1687 (-1.5988)	-0.1466 (-1.3487)	-0.1687 (-1.5988)
DBFEE	-0.3528 (-1.4935)	-0.5207 (-2.4144)**	-0.3528 (-1.4935)	-0.3736 (-1.6395)	-0.5489 (-2.5252)**	-0.3736 (-1.6395)
lnTNA	0.0365 (1.2112)	0.0410 (1.2323)	0.0365 (1.2112)	0.0548 (1.7055)*	0.0531 (1.4054)	0.0548 (1.7055)*
lnTNACOM	0.0122 (0.3671)	0.0093 (0.2808)	0.0122 (0.3671)	-0.0031 (-0.0761)	-0.0045 (-0.1395)	-0.0031 (-0.0761)
lnAGE	-0.0683 (-0.4318)	-0.1284 (-1.7788)*	-0.0683 (-0.4318)	-0.0823 (-0.4424)	-0.1462 (-2.1612)**	-0.0823 (-0.4424)
lnTO	-0.0013 (-0.0228)	-0.0623 (-1.5552)	-0.0013 (-0.0228)	-0.0526 (-1.2197)	-0.0780 (-1.5186)	-0.0526 (-1.2197)
DBANK	0.2032 (4.879)***	0.1755 (6.1068)***	0.2032 (4.879)***	0.2083 (4.1291)***	0.1783 (5.1665)***	0.2083 (4.1291)***
DFIF	-1.0702 (-1.9794)**	-1.1566 (-2.5878)***	-1.0702 (-1.9794)**	-0.9974 (-1.9394)*	-1.0923 (-2.4098)**	-0.9974 (-1.9394)*
Adj R²	10.3811%	41.4056%	10.3811%	10.0447%	41.5668%	1.8051%
#Fund		228			228	
SIC	3.6322	3.2338		3.6435	3.2385	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

3) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของกองทุนรวมตราสารทุน พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.61 และ 3.64 สรุปผลได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบว่ากองทุนรวมประเทศมาเลเซีย การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนค่าใช้จ่ายจะส่งผลต่อ Information Ratio ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ

ไม่พบว่ามีกองทุนรวมตราสารทุนประเทศใดที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมี Information Ratio แตกต่างจากกองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุนจะมี Information Ratio สูงกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ แต่ประเทศสิงคโปร์และมาเลเซีย การเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุนจะมี Information Ratio ต่ำกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

พบว่าถ้ากองทุนรวมประเทศสิงคโปร์มีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนจะส่งผลกระทบต่อ Information Ratio อย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่พบว่ามีกองทุนรวมตราสารทุนประเทศใดที่มีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. แล้วจะส่งผลกระทบต่อ Information Ratio ของกองทุนอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยถ้ามีอายุมากขึ้นจะทำให้ Information Ratio ของกองทุนโดยเฉลี่ยเพิ่มมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ แตกต่างจากกองทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซียที่มีอายุมากขึ้นจะทำให้ Information Ratio ของกองทุนโดยเฉลี่ยลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ไม่พบว่ามีกองทุนรวมตราสารทุนประเทศใดที่ อัตราซื้อขายหมุนเวียนมีผลต่อ Information Ratio อย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ากองทุนรวมประเทศมาเลเซียมีตราสารทุนประเทศใดที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมี Information Ratio แตกต่างจากกองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยและมาเลเซียที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมี Information Ratio ต่ำกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยมี Information Ratio สูงที่สุดใน 3 ประเทศ ส่วนประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียมี Information Ratio ที่ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 3.65 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ
กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Information Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	0.2454 (0.1441)	0.1307 (0.257)	0.2454 (0.1441)	0.2539 (0.1508)	-0.0480 (-0.0968)	0.2539 (0.1508)
ER	0.0546 (0.3676)	0.0072 (0.1445)	0.0546 (0.3676)			
MF				-0.0200 (-0.1379)	-0.0152 (-0.1773)	-0.0200 (-0.1379)
DFEE	-0.0024 (-0.0245)	0.1341 (1.9587)*	-0.0024 (-0.0245)	0.0192 (0.2013)	0.1272 (2.1422)**	0.0192 (0.2013)
DBFEE	0.0459 (1.0364)	-0.1147 (-3.0437)***	0.0459 (1.0364)	0.0624 (3.0374)***	-0.1248 (-2.7732)***	0.0624 (3.0374)***
lnTNA	0.0092 (0.5165)	0.0071 (1.4991)	0.0092 (0.5165)	0.0052 (0.3763)	0.0064 (1.3565)	0.0052 (0.3763)
lnTNACOM	-0.0446 (-2.9389)***	0.0030 (0.414)	-0.0446 (-2.9389)***	-0.0477 (-2.6872)***	0.0021 (0.2714)	-0.0477 (-2.6872)***
lnAGE	0.1119 (0.9521)	0.0578 (1.299)	0.1119 (0.9521)	0.1327 (1.0039)	0.0856 (1.0076)	0.1327 (1.0039)
lnTO	0.0879 (4.4881)***	0.0195 (0.8739)	0.0879 (4.4881)***	0.0862 (4.7199)***	0.0215 (0.9285)	0.0862 (4.7199)***
DBANK	-0.0191 (-0.1781)	0.0486 (1.7301)*	-0.0191 (-0.1781)	-0.0267 (-0.2182)	0.0436 (1.7387)*	-0.0267 (-0.2182)
DFIF	-0.0291 (-0.11)	-0.0661 (-0.5368)	-0.0291 (-0.11)	-0.0058 (-0.0226)	-0.0146 (-0.173)	-0.0058 (-0.0226)
DSG	0.2793 (1.8788)*	-0.0352 (-0.2028)	0.2793 (1.8788)*	0.2936 (1.5057)	-0.0645 (-0.3469)	0.2936 (1.5057)
DMY	0.3492 (1.4052)	0.1327 (0.4667)	0.3492 (1.4052)	0.3735 (1.1837)	0.1468 (0.4534)	0.3735 (1.1837)
Adj R²	0.5520%	87.6777%	0.5520%	0.9380%	87.3660%	0.9380%
#Fund		188			187	
SIC	3.6834	1.6259		3.6933	1.6609	
Hausman Test		Fixed *			Fixed *	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.66 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ
กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Information Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	-2.5236 (-0.6471)	1.1149 (2.3488)**	-2.5236 (-0.6471)	-3.2889 (-0.6581)	1.2924 (3.3919)***	-3.2889 (-0.6581)
ER	-0.0898 (-1.6361)	0.0161 (0.1844)	-0.0898 (-1.6361)			
MF				-0.0992 (-0.9501)	0.1458 (1.5577)	-0.0992 (-0.9501)
DFFEE	-0.1627 (-0.8828)	0.0336 (0.9238)	-0.1627 (-0.8828)	-0.2141 (-0.6205)	0.0064 (0.128)	-0.2141 (-0.6205)
DBFEE	0.0223 (0.238)	-0.0743 (-1.0794)	0.0223 (0.238)	0.0524 (0.2587)	-0.0851 (-0.9934)	0.0524 (0.2587)
lnTNA	0.0187 (0.5577)	0.0173 (1.604)	0.0187 (0.5577)	0.0278 (0.6399)	0.0203 (1.6275)	0.0278 (0.6399)
lnTNACOM	-0.0002 (-0.0025)	-0.0238 (-1.1525)	-0.0002 (-0.0025)	-0.0018 (-0.0234)	-0.0230 (-1.107)	-0.0018 (-0.0234)
lnAGE	0.3267 (1.0308)	0.0076 (0.235)	0.3267 (1.0308)	0.4164 (0.8919)	-0.0283 (-0.568)	0.4164 (0.8919)
lnTO	0.1383 (2.1334)**	-0.0110 (-0.7331)	0.1383 (2.1334)**	0.1306 (2.1668)**	-0.0115 (-0.7592)	0.1306 (2.1668)**
DBANK	-0.2763 (-1.0421)	0.0166 (0.5395)	-0.2763 (-1.0421)	-0.2772 (-1.1308)	0.0237 (1.1057)	-0.2772 (-1.1308)
DFIF	0.5141 (0.7057)	-0.0129 (-0.1511)	0.5141 (0.7057)	0.5059 (0.6547)	-0.0239 (-0.3112)	0.5059 (0.6547)
Adj R ²	9.8780%	9.7266%	1.4160%	1.4160%	9.7489%	1.4160%
#Fund		94			94	
SIC	3.4339	2.0817		3.4512	2.1419	
Hausman Test		Fixed *			Fixed *	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.67 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ
กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Information Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	5.3958 (1.4561)	0.1307 (0.0619)	5.8501 (1.4634)	5.0116 (1.6648)*	0.2685 (0.2026)	5.3380 (1.6626)*
ER	-0.0895 (-0.2948)	0.0918 (0.3421)	-0.0971 (-0.3004)			
MF				0.1133 (0.5311)	0.0366 (0.2319)	0.1241 (0.5503)
DFEE	0.1230 (0.4163)	0.1437 (1.1115)	0.1473 (0.4547)	0.1374 (0.454)	0.1553 (1.1469)	0.1547 (0.4746)
DBFEE	0.8249 (4.7888)***	0.0564 (0.5572)	0.8490 (4.6725)***	0.8386 (4.9181)***	0.1040 (1.1526)	0.8574 (4.8838)***
lnTNA	-0.0604 (-0.7665)	0.0281 (0.5255)	-0.0598 (-0.7272)	-0.0430 (-0.7551)	0.0144 (0.4197)	-0.0415 (-0.7006)
lnTNACOM	-0.1825 (-2.0974)**	-0.0207 (-0.5851)	-0.2065 (-2.1196)**	-0.1849 (-2.0461)**	-0.0350 (-1.0198)	-0.2027 (-2.0608)**
lnAGE	0.0290 (0.1585)	0.0420 (0.3146)	0.0329 (0.175)	0.0229 (0.1349)	0.1002 (0.9058)	0.0234 (0.1344)
lnTO	0.0077 (0.0553)	0.0551 (0.5315)	0.0016 (0.0108)	0.0117 (0.0975)	0.0438 (0.5113)	0.0074 (0.0581)
DBANK	0.3432 (2.1)**	0.1516 (1.7076)*	0.3610 (2.0838)**	0.3131 (2.2171)**	0.1689 (1.7084)*	0.3240 (2.187)**
DFIF	0.2376 (1.5519)	-0.0015 (-0.0141)	0.2616 (1.6247)	0.1721 (2.1074)**	0.0948 (1.6353)	0.1822 (2.1284)**
Adj R²	3.6477%	77.0578%	3.7606%	3.4970%	75.4993%	3.5878%
#Fund		34			34	
SIC	3.6782	2.2964		3.6667	2.3513	
Hausman Test		Fixed *			Fixed *	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.68 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ
กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Information Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	0.3572 (0.1304)	-0.2751 (-0.5132)	0.3572 (0.1304)	0.6748 (0.3106)	-0.6678 (-1.0826)	0.6748 (0.3106)
ER	0.0691 (0.2336)	-0.1766 (-2.5739)**	0.0691 (0.2336)			
MF				-0.0896 (-0.411)	-0.0836 (-0.7162)	-0.0896 (-0.411)
DFEE	0.1822 (1.31)	0.2732 (3.1475)***	0.1822 (1.31)	0.1611 (1.3995)	0.2994 (3.1482)***	0.1611 (1.3995)
DBFEE	0.4541 (2.33)**	0.0593 (1.5132)	0.4541 (2.33)**	0.4423 (2.553)**	0.0676 (1.5745)	0.4423 (2.553)**
lnTNA	0.0134 (0.2031)	-0.0419 (-4.7749)***	0.0134 (0.2031)	0.0020 (0.0482)	-0.0214 (-3.2195)***	0.0020 (0.0482)
lnTNACOM	-0.0473 (-1.4843)	0.0255 (2.8152)***	-0.0473 (-1.4843)	-0.0516 (-1.2732)	0.0258 (2.353)**	-0.0516 (-1.2732)
lnAGE	0.1279 (0.5151)	0.1631 (2.3578)**	0.1279 (0.5151)	0.1469 (0.5128)	0.1507 (2.1885)**	0.1469 (0.5128)
lnTO	0.0638 (1.0234)	0.0634 (2.3418)**	0.0638 (1.0234)	0.0638 (1.0607)	0.0625 (2.2675)**	0.0638 (1.0607)
DBANK	0.2180 (1.3595)	0.0228 (0.7618)	0.2180 (1.3595)	0.1874 (1.2132)	0.0537 (1.4362)	0.1874 (1.2132)
DFIF	-0.4338 (-0.9889)	-0.2648 (-1.5266)	-0.4338 (-0.9889)	-0.4040 (-0.9089)	-0.2479 (-1.5987)	-0.4040 (-0.9089)
Adj R²	2.2464%	94.0168%	2.2464%	2.2460%	93.9211%	2.2460%
#Fund		59			59	
SIC	4.1214	1.3603		4.1214	1.3761	
Hausman Test		Fixed *			Fixed *	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

4) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของกองทุนรวมตราสารหนี้ พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.65 และ 3.68 สรุปผลได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบว่าภาพรวมกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซีย ถ้าค่าธรรมเนียมการจัดการของกองทุนเปลี่ยนแปลงไป จะส่งผลกระทบต่อ Information Ratio เปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ากองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซียที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมี Information Ratio มากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนภาพรวมกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศ ไม่พบความแตกต่างของ Information Ratio ระหว่างกองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนกับกองทุนที่ไม่เก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

กองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซีย พบว่าเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนส่งผลกระทบต่อ Information Ratio ของกองทุนในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซีย เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. จะส่งผลกระทบต่อ Information Ratio ของกองทุนในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ากองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซียที่มีอายุมากขึ้นจะทำให้ Information Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ากองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศมาเลเซียมีอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ Information Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

พบเพียงกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์ที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมี Information Ratio สูงกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมของกองทุนตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศ ไม่พบความแตกต่างของ Information Ratio ระหว่างกองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศกับกองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

พบว่ากองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเทศมี Information Ratio ไม่แตกต่างกัน

ตารางที่ 3.69 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ
กองทุนรวมผสมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Information Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	0.7293 (0.258)	0.6185 (0.3767)	0.4543 (0.1339)	0.2933 (0.11)	0.3590 (0.2498)	0.1318 (0.0422)
ER	0.1253 (1.057)	0.1554 (1.9996)**	0.1352 (1.0863)			
MF				0.5158 (3.7957)***	0.5224 (5.3525)***	0.4898 (3.8287)***
DFEE	0.2745 (1.4703)	0.2805 (1.9675)**	0.2860 (1.3149)	0.2736 (1.539)	0.2782 (1.9946)**	0.2825 (1.3882)
DBFEE	0.8261 (1.7242)*	0.7913 (1.9861)**	0.8514 (1.5313)	0.7327 (1.4953)	0.7107 (1.7296)*	0.7634 (1.3665)
InTNA	0.0335 (0.7676)	0.0470 (1.7428)*	0.0357 (0.6902)	0.0358 (0.9533)	0.0416 (1.8379)*	0.0366 (0.8259)
InTNACOM	-0.0753 (-10.3721)***	-0.0557 (-1.5876)	-0.0756 (-4.5134)***	-0.0749 (-11.4312)***	-0.0537 (-1.6223)	-0.0760 (-5.4959)***
InAGE	0.2096 (0.8476)	0.1672 (1.4292)	0.2348 (0.8128)	0.2306 (0.9154)	0.1840 (1.5592)	0.2478 (0.863)
InTO	0.1680 (1.7387)*	0.1107 (1.0144)	0.1648 (1.6251)	0.1411 (1.5491)	0.0798 (0.8266)	0.1446 (1.5067)
DBANK	0.2653 (2.2218)**	0.2356 (2.1175)**	0.2364 (1.6255)	0.2401 (1.9659)**	0.2041 (1.8121)*	0.2199 (1.496)
DFIF	-0.8501 (-2.1779)**	-0.8949 (-3.5248)***	-0.8283 (-1.7146)*	-0.8753 (-2.1817)**	-0.9377 (-3.7502)***	-0.8588 (-1.7756)*
DSG	-1.0961 (-2.6214)***	-1.1240 (-2.6984)***	-1.0456 (-2.1276)**	-1.1535 (-2.445)**	-1.1419 (-2.5223)**	-1.0844 (-2.0062)**
DMY	-1.3344 (-2.6218)***	-1.2516 (-2.6274)***	-1.2927 (-2.1535)**	-1.5424 (-2.9296)***	-1.4430 (-2.8983)***	-1.4861 (-2.4135)**
Adj R ²	32.3388%	61.1139%	26.5171%	32.9024%	61.8674%	27.6842%
#Fund		169			169	
SIC	3.8578	3.3388		3.8519	3.3217	
Hausman Test		Fixed *			Fixed **	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.70 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ
กองทุนรวมผสมประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Information Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	2.6404	3.3581	2.0787	2.1900	3.3484	1.8080
	(0.63)	(1.1358)	(0.3801)	(0.505)	(1.1586)	(0.3393)
ER	0.4086	0.4590	0.3296			
	(1.3145)	(1.9486)*	(0.9027)			
MF				0.7863	0.6976	0.6876
				(2.8655)***	(3.2925)***	(2.0323)**
DFEE	0.6128	0.5963	0.6087	0.5568	0.5139	0.5674
	(1.3109)	(1.9085)*	(1.0583)	(1.1481)	(1.8335)*	(1.0041)
DBFEE	0.7595	0.7434	0.7808	0.6570	0.6907	0.6774
	(1.525)	(1.8767)*	(1.2957)	(1.1637)	(1.8181)*	(1.0306)
lnTNA	0.1830	0.1809	0.1842	0.1632	0.1473	0.1730
	(1.4364)	(1.5896)	(1.2402)	(1.3556)	(1.3835)	(1.2602)
lnTNACOM	-0.5374	-0.4817	-0.5165	-0.5177	-0.4510	-0.5066
	(-3.095)***	(-3.7941)***	(-2.2259)**	(-3.0664)***	(-3.5613)***	(-2.4052)**
lnAGE	0.7401	0.6005	0.7643	0.7754	0.6285	0.7799
	(3.4393)***	(3.5638)***	(2.8715)***	(3.4785)***	(4.4911)***	(3.0166)***
lnTO	0.3047	0.1410	0.3172	0.2746	0.0728	0.2916
	(1.7015)*	(0.6663)	(1.6016)	(1.4251)	(0.3691)	(1.4289)
DBANK	0.5087	0.6201	0.3691	0.4755	0.5678	0.3800
	(0.889)	(1.4391)	(0.5343)	(0.8378)	(1.3527)	(0.5762)
DFIF	-1.8586	-2.2482	-1.8056	-1.8874	-2.2893	-1.8514
	(-3.9949)***	(-5.6249)***	(-3.1302)***	(-3.5109)***	(-5.9348)***	(-2.9764)***
Adj R²	23.1126%	50.6407%	18.3636%	23.3658%	50.9974%	19.6196%
#Fund		54			54	
SIC	4.6088	4.2645		4.6072	4.2598	
Hausman Test		Fixed **			Fixed **	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.71 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ
กองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	Information Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	2.5262 (1.2573)	-2.4985 (-1.8535)*	2.5262 (1.2573)	0.0698 (0.0268)	-3.1762 (-2.4931)**	0.0698 (0.0268)
ER	-0.2639 (-1.6517)	0.0921 (0.5751)	-0.2639 (-1.6517)			
MF				0.1273 (0.4506)	0.3924 (1.6852)	0.1273 (0.4506)
DFEE	0.4496 (1.4782)	0.5192 (1.843)*	0.4496 (1.4782)	0.7121 (1.6345)	0.5124 (1.8128)*	0.7121 (1.6345)
DBFEE	-0.0868 (-0.3566)	-0.1904 (-1.826)*	-0.0868 (-0.3566)	-0.2299 (-0.9401)	-0.2889 (-2.5946)**	-0.2299 (-0.9401)
lnTNA	0.0095 (0.3024)	0.0691 (2.3597)**	0.0095 (0.3024)	0.0468 (1.5183)	0.0722 (2.8392)***	0.0468 (1.5183)
lnTNACOM	-0.0274 (-0.4195)	0.1028 (2.0221)**	-0.0274 (-0.4195)	0.0174 (0.2373)	0.1217 (2.7905)***	0.0174 (0.2373)
lnAGE	-0.1419 (-2.2385)**	-0.1054 (-5.6127)***	-0.1419 (-2.2385)**	-0.1236 (-1.8499)*	-0.1072 (-2.9129)***	-0.1236 (-1.8499)*
lnTO	-0.1130 (-1.1154)	0.0541 (1.9645)*	-0.1130 (-1.1154)	-0.1053 (-1.0113)	0.0536 (1.6923)*	-0.1053 (-1.0113)
DBANK	-0.0236 (-0.0903)	0.1659 (0.727)	-0.0236 (-0.0903)	0.0688 (0.2563)	0.2170 (0.9517)	0.0688 (0.2563)
DFIF	-0.0100 (-0.0315)	-0.3914 (-2.6067)**	-0.0100 (-0.0315)	-0.2219 (-0.7778)	-0.4690 (-3.3737)***	-0.2219 (-0.7778)
Adj R²	2.4782%	64.7907%	2.4782%	1.8051%	66.2559%	1.8051%
#Fund		28			28	
SIC	2.7430	1.8576		2.7440	1.8084	
Hausman Test		Fixed *			Fixed *	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.72 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio ของ
กองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 –2556

Independent Variable	Information Ratio					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	-1.5373 (-0.3191)	1.5509 (2.3751)**	-1.5373 (-0.3191)	-1.1923 (-0.2451)	1.4648 (3.2272)***	-1.1923 (-0.2451)
ER	-0.0044 (-0.0266)	-0.0681 (-0.8799)	-0.0044 (-0.0266)			
MF				-0.1834 (-0.4165)	-0.1042 (-0.3087)	-0.1834 (-0.4165)
DFFEE	-0.0266 (-0.2477)	-0.1078 (-0.5431)	-0.0266 (-0.2477)	-0.0450 (-0.4155)	-0.1105 (-0.559)	-0.0450 (-0.4155)
DBFEE	-0.2238 (-0.5233)	-0.3098 (-3.7723)***	-0.2238 (-0.5233)	-0.1932 (-0.4463)	-0.3138 (-4.5736)***	-0.1932 (-0.4463)
lnTNA	-0.0045 (-0.1017)	-0.0174 (-0.3053)	-0.0045 (-0.1017)	-0.0003 (-0.0091)	-0.0079 (-0.1441)	-0.0003 (-0.0091)
lnTNACOM	-0.0266 (-1.369)	-0.0143 (-0.3049)	-0.0266 (-1.369)	-0.0340 (-1.7369)*	-0.0160 (-0.3461)	-0.0340 (-1.7369)*
lnAGE	0.3305 (0.6446)	0.0394 (0.4058)	0.3305 (0.6446)	0.3347 (0.6455)	0.0438 (0.5214)	0.3347 (0.6455)
lnTO	0.1803 (3.4074)***	0.0485 (0.9734)	0.1803 (3.4074)***	0.1737 (2.7207)***	0.0385 (0.6767)	0.1737 (2.7207)***
DBANK	0.1821 (2.5485)**	0.1498 (2.5544)**	0.1821 (2.5485)**	0.2038 (3.5434)***	0.1646 (3.9102)***	0.2038 (3.5434)***
DFIF	-0.4898 (-0.6973)	-0.7786 (-2.9316)***	-0.4898 (-0.6973)	-0.4422 (-0.6692)	-0.7585 (-2.7879)***	-0.4422 (-0.6692)
Adj R²	6.2851%	67.5268%	6.2851%	6.2069%	67.6242%	6.2069%
#Fund		86			86	
SIC	3.5688	2.5639		3.5709	2.5620	
Hausman Test		Fixed **			Fixed **	

5) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนด Information Ratio
ของกองทุนรวมผสม พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.69 และ 3.72 สรุปผลได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบว่ากองทุนรวมผสมประเทศไทย ถ้าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายหรือ
ค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไปจะส่งผลกระทบต่อ Information Ratio ในทิศทาง
เดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ากองทุนรวมผสมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมี Information Ratio ที่แตกต่างกับกองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนรวมผสมประเทศไทยที่มีค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุนจะมี Information Ratio ที่สูงกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ แต่ประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียมีค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุนจะมี Information Ratio ที่ต่ำกว่ากองทุนที่ไม่เก็บอย่างมีนัยสำคัญ

(2) กลุ่มคุณลักษณะของกองทุนรวม

พบว่าภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์ที่มีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนจะส่งผลกระทบต่อ Information Ratio ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่าภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมผสมประเทศไทยและสิงคโปร์ ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. จะส่งผลกระทบต่อ Information Ratio ของกองทุนในทิศทางตรงกันข้ามและทิศทางเดียวกันตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญ

ภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมผสมประเทศไทย พบว่าถ้ากองทุนมีอายุมากขึ้นจะทำให้ Information Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนประเทศสิงคโปร์กองทุนมีอายุมากขึ้นจะทำให้ Information Ratio ของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ พบว่ากองทุนรวมผสมประเทศสิงคโปร์ที่มีอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไปจะส่งผลกระทบต่อ Information Ratio ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ และกองทุนรวมผสมประเทศมาเลเซียที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ จะมี Information Ratio มากกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(3) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมกองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ กองทุนรวมผสมทั้ง 3 ประเทศ ที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมี Information Ratio ต่ำกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มประเทศที่จัดตั้งกองทุน

พบว่ากองทุนรวมผสมประเทศไทยมี Information Ratio สูงที่สุดใน 3 ประเทศ รองลงมาคือ สิงคโปร์และมาเลเซีย ตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญ

3.4.2.5 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุน

โดยแบ่งผลการประมาณออกเป็นแบบจำลองที่ใช้ข้อมูล พ.ศ. 2556 และข้อมูล พ.ศ. 2552 – 2556 ของกองทุนรวมทุกนโยบายการลงทุน กองทุนตราสารทุน ตราสารหนี้ และผสม มีรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 3.73 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม
โดยให้ตัวแปรอิสระหลักคืออัตราส่วนค่าใช้จ่าย พ.ศ. 2556

Independent Variable	lnTNA			
	3 ประเทศ	ไทย	สิงคโปร์	มาเลเซีย
Constant	3.781 (2.88)***	6.6704 (2.92)***	3.0941 (0.77)	3.5809 (2.08)**
lnER	-0.4244 (-2.88)***	-0.3777 (-2.17)**	-0.9491 (-3.25)***	-0.8212 (-5.73)***
DFEE	-0.1504 (-0.77)	-0.4348 (-1.74)*	-1.2139 (-1.79)*	0.1451 (0.92)
DBFEE	0.1194 (0.57)	0.1884 (0.77)	-0.4845 (-1.01)	-0.3388 (-1)
SHR	-0.0335 (-0.98)	-0.0513 (-1.14)	-0.1186 (-0.86)	0.0125 (0.23)
DDIV	0.7072 (3.18)***	1.0558 (3.12)***	2.0807 (2.25)	0.3114 (1.01)
lnTNACOM	0.4881 (10.76)***	0.3731 (4.17)***	0.4996 (2.71)***	0.4927 (9.93)***
lnAGE	0.3172 (3.29)***	0.2897 (1.7)*	0.7124 (3.24)***	0.2952 (2.08)**
lnTO	-0.0733 (-1.31)	-0.0482 (-0.57)	-0.2536 (-1.62)	0.1467 (1.64)
DBANK	-0.0898 (-0.52)	0.549 (1.77)*	0.2159 (1.86)*	-0.519 (-1.51)
DFIF	-0.6355 (-3.99)***	-0.3773 (-1.22)	0.1631 (0.32)	-0.9188 (-5.02)***
DEQ	-0.0698 (-0.43)	-0.1045 (-0.46)	-0.2068 (-0.4)	0.4585 (1.24)
DFI	-0.2372 (-1.04)	-1.0053 (-2.88)***	1.0793 (2.03)**	1.0368 (2.00)**
DSG	1.5173 (4.74)***			
DMY	1.0058 (4.66)***			
Adj R²	24.76%	19.58%	19.20%	42.13%
#Fund	901	395	147	359

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.74 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม โดยให้ตัวแปรอิสระหลักคือค่าธรรมเนียมการจัดการ พ.ศ. 2556

Independent Variable	lnTNA					
	5 ประเทศ	ไทย	สิงคโปร์	มาเลเซีย	อินโดนีเซีย	ฟิลิปปินส์
Constant	3.5036 (3.22)***	6.793 (2.92)***	-1.5815 (-0.39)	0.3554 (0.08)	7.4759 (4.22)***	3.6953 (0.48)
lnMF	-0.1327 (-0.87)	0.0397 (0.25)	-0.0954 (-0.38)	-0.2096 (-0.62)	-0.0452 (-0.12)	-0.3367 (-0.61)
DFEE	-0.2207 (-1.51)	-0.5307 (-1.8)*	-1.6124 (-2.14)**	-0.4558 (-0.75)	-0.513 (-1.63)	1.0935 (1.32)
DBFEE	0.0216 (0.13)	0.1482 (0.61)	-0.7181 (-1.44)	-0.4574 (-0.71)	-0.1903 (-0.47)	-0.6414 (-1.05)
SHR	-0.0085 (-0.28)	-0.0755 (-1.58)	0.135 (1.39)	-0.1174 (-0.85)	0.0711 (1.19)	-0.0642 (-0.64)
DDIV	0.336 (1.57)	0.9803 (2.89)***	1.838 (2.85)***	1.0428 (1.37)	0.192 (0.37)	-1.7693 (-2.64)**
lnTNACOM	0.5092 (14.04)***	0.3417 (3.87)***	0.6203 (4.06)***	0.6088 (3.19)***	0.4481 (5.71)***	0.6038 (4.19)***
lnAGE	0.2309 (2.73)***	0.2993 (1.73)*	0.8189 (4.13)***	0.8 (3.48)***	0.0254 (0.18)	0.3233 (0.34)
lnTO	N/A	-0.0339 (-0.41)	-0.194 (-1.14)	-0.2013 (-1.23)	N/A	N/A
DBANK	-0.0563 (-0.39)	0.5524 (1.87)*	1.305 (2.1)**	0.0357 (0.08)	0.1464 (0.61)	-0.4977 (-0.63)
DFIF	-0.6735 (-4.87)***	-0.4287 (-1.38)	0.1478 (0.35)	-0.8713 (-5.53)***	-0.0052 (-0.01)	-0.1226 (-0.25)
DEQ	0.0811 (0.56)	-0.1969 (-0.86)	-0.2219 (-0.35)	-0.3559 (-0.72)	0.9757 (3.6)***	0.4136 (1.01)
DFI	-0.1388 (-0.8)	-0.8234 (-2.45)**	0.9749 (1.7)*	1.2413 (2.4)**	0.1302 (0.46)	-0.5787 (-1.11)
DSG	1.5627 (5.13)***					
DMY	1.0684 (5.16)***					
DID	1.5462 (6.24)***					
DPH	1.9157 (7.51)***					
Adj R ²	24.74%	18.66%	26.20%	16.00%	30.86%	42.31%
#Fund	1112	395	147	359	149	62

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

1) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวมโดยให้ตัวแปรอิสระหลักคืออัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการ พ.ศ. 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.73 และ 3.74 ซึ่งเป็นการประมาณโดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross-Section Data) พร้อมได้ทำการบรรเทาปัญหา Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว สรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบว่ากองทุนรวมทุกประเทศเมื่ออัตราส่วนค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้การเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่พบว่ามีกองทุนรวมประเทศใดเมื่อค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้การเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งพบด้วยว่าค่าสัมประสิทธิ์ของกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียมีค่าใกล้เคียง -1 มากกว่าประเทศไทย จึงแสดงได้ว่ากองทุนรวมของทั้งสองประเทศดังกล่าวมีการกำหนดค่าธรรมเนียมเพื่อให้ได้รายรับสูงสุด

กองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมในการขายหน่วยลงทุน จะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนน้อยกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญ แต่กองทุนในทุกประเทศที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมในการซื้อคืนหน่วยลงทุนกลับมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนไม่แตกต่างจากกองทุนที่ไม่เก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าว

(2) ปัจจัยกลุ่มผลตอบแทนจากการลงทุน

ไม่พบว่ามีกองทุนประเทศใดที่มี Sharpe Ratio เปลี่ยนแปลงไปจะทำให้มีการเปลี่ยนแปลงทรัพย์สินสุทธิอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่าภาพรวมของกองทุนทั้ง 3 และ 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนมากกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ ตรงข้ามกับกองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์ที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนน้อยกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(3) ปัจจัยกลุ่มคุณลักษณะของกองทุน

กองทุนในทุกประเทศที่มีทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. เปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ทรัพย์สินสุทธิรวมของบลจ.เปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

ส่วนภาพรวมของกองทุนทั้ง 3 และ 5 ประเทศ กองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซียที่มีอายุของกองทุนมากขึ้นจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมเปลี่ยนแปลงมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน

ไม่พบว่ามีกองทุนรวมของประเทศใดที่อัตราซื้อขายหมุนเวียนส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงทรัพย์สินสุทธิรวมอย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์จะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนมากกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

(4) กลุ่มนโยบายการลงทุน

ภาพรวมของกองทุนทั้ง 3 และ 5 ประเทศ และกองทุนรวมประเทศมาเลเซียที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนน้อยกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมตราสารทุนของประเทศอินโดนีเซียมีทรัพย์สินสุทธิรวมมากกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมตราสารหนี้ของประเทศไทยมีทรัพย์สินสุทธิรวมน้อยกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ ตรงข้ามกับกองทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมมากกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ

(5) ปัจจัยกลุ่มประเทศที่จัดตั้ง

กองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์มีทรัพย์สินสุทธิรวมมากที่สุด รองลงมาคือ กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ อินโดนีเซีย มาเลเซีย และกองทุนรวมประเทศไทยมีทรัพย์สินสุทธิรวมน้อยที่สุดใน 5 ประเทศ

ตารางที่ 3.75 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม
ทุกนโยบายการลงทุนในประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	lnTNA			
	Pool	Fixed	Pool	Fixed
Constant	4.5531 (18.13)***	4.4696 (17.87)***	3.8881 (10.02)***	3.7969 (9.61)***
lnER	-0.6397 (-10.35)***	-0.6346 (-10.14)***		
lnMF			-0.3291 (-8.88)***	-0.3252 (-8.95)***
DFEER	-0.1203 (-1.88)*	-0.0902 (-1.28)	-0.173 (-2.2)**	-0.1734 (-2.24)**
DBFEE	-0.0056 (-0.11)	-0.0057 (-0.12)	0.0223 (0.59)	0.0216 (0.59)
SHR	0.0424 (6.43)***	0.037 (5.76)***	0.0405 (6.81)***	0.0352 (6.8)***
DDIV	0.4308 (10.68)***	0.4339 (10.73)***	0.3891 (7.92)***	0.3922 (8.07)***
lnTNACOM	0.4415 (33.81)***	0.4428 (32.72)***	0.4709 (38.63)***	0.4723 (37.12)***
lnAGE	0.2903 (8.71)***	0.3009 (10.37)***	0.2799 (6.64)***	0.2919 (7.44)***
lnTO	-0.0213 (-0.89)	-0.0217 (-0.87)	-0.0119 (-0.65)	-0.0131 (-0.7)
DBANK	-0.0052 (-0.07)	-0.006 (-0.08)	0.0002 (0)	-0.0007 (-0.01)
DFIF	-0.3076 (-2.32)**	-0.297 (-2.16)**	-0.2638 (-1.69)*	-0.2539 (-1.59)
DEQ	-0.1018 (-2.34)**	-0.0986 (-2.2)**	-0.1386 (-3.63)***	-0.1357 (-3.39)***
DFI	-0.1609 (-1.4)	-0.164 (-1.43)	-0.0478 (-0.44)	-0.0509 (-0.47)
DSG	1.2859 (41.64)***	1.274 (34.94)***	1.1946 (24.58)***	1.1837 (19.94)***
DMY	1.0021 (13.25)***	0.9923 (12.87)***	1.1174 (21.1)***	1.1077 (17.98)***
Adj R²	24.26%	24.28%	22.34%	22.40%
#Fund	1030	1030	1022	1022
SIC	3.77	3.78	3.796	3.804

ตารางที่ 3.76 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม
ทุกนโยบายการลงทุนในประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	InTNA					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	6.9161 (10.01)***	7.192 (11.02)***	8.1692 (11.73)***	6.9283 (11.44)***	7.1586 (13.25)***	7.7166 (8.92)***
InER	-0.549 (-4.47)***	-0.5525 (-4.66)***	-0.4857 (-6.89)***			
InMF				-0.2479 (-1.99)**	-0.249 (-2.09)**	-0.2967 (-3.28)***
DFEE	-0.3931 (-4.37)***	-0.3955 (-4.31)***	-0.1715 (-0.66)	-0.5138 (-8.41)***	-0.5149 (-8.19)***	-0.3137 (-1.7)*
DBFEE	0.1607 (2.34)**	0.1554 (2.26)**	0.0971 (0.91)	0.1659 (3.74)***	0.161 (3.8)***	0.1176 (1.35)
SHR	0.0279 (3.42)***	0.0294 (2.28)**	0.0115 (1.52)	0.0196 (2.73)***	0.0182 (1.24)	0.0109 (1.73)*
DDIV	0.6819 (15.93)***	0.6705 (14.41)***	0.7243 (4.09)***	0.6085 (8.15)***	0.5989 (7.63)***	0.6579 (2.82)***
InTNACOM	0.3655 (29.05)***	0.3618 (24.48)***	0.3673 (7.75)***	0.3793 (16.96)***	0.3771 (16.12)***	0.3946 (14.77)***
InAGE	0.18 (2.94)***	0.1626 (2.85)***	0.03 (0.3)	0.1312 (1.95)*	0.1173 (1.95)*	0.0022 (0.02)
InTO	-0.0016 (-0.03)	-0.0149 (-0.28)	-0.0287 (-0.7)	0.0072 (0.13)	-0.0056 (-0.11)	-0.023 (-0.61)
DBANK	0.3919 (4.35)***	0.4032 (5)***	0.3143 (1.53)	0.4258 (3.91)***	0.4341 (4.45)***	0.3136 (1.67)*
DFIF	0.1102 (0.43)	0.0748 (0.29)	-0.1195 (-0.21)	0.085 (0.33)	0.0525 (0.21)	-0.1129 (-0.2)
DEQ	-0.1609 (-1.09)	-0.1603 (-1.04)	-0.2076 (-0.57)	-0.1497 (-1)	-0.146 (-0.95)	-0.1135 (-0.35)
DFI	-0.9408 (-4.37)***	-0.9088 (-4.4)***	-1.0269 (-2.24)**	-0.8873 (-4.02)***	-0.8627 (-3.96)***	-0.9316 (-2.03)**
Adj R²	20.93%	21.00%	11.61%	20.18%	20.24%	10.71%
#Fund	420	420	420	411	411	411
SIC	3.72	3.74		3.72	3.74	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.77 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม
 ทุกนโยบายการลงทุนประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	InTNA					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	7.5989 (6.51)***	7.6294 (6.41)***	8.1371 (8.88)***	6.4892 (5.97)***	6.4812 (5.87)***	7.5553 (9.71)***
InER	-0.6194 (-4.63)***	-0.6173 (-4.59)***	-0.1291 (-1.58)			
InMF				-0.2342 (-10.44)***	-0.2357 (-8.99)***	-0.34 (-2.72)***
DFFEE	-0.811 (-2.68)***	-0.8194 (-2.65)***	-0.9618 (-2.44)**	-1.1284 (-4.25)***	-1.1343 (-4.22)***	-0.869 (-2.18)**
DBFEE	-0.2333 (-1.12)	-0.2971 (-1.23)	0.051 (0.13)	-0.2803 (-1.15)	-0.3433 (-1.25)	0.037 (0.1)
SHR	0.0547 (4.25)***	0.0425 (3.06)***	0.0184 (4.92)***	0.0516 (4.02)***	0.0416 (3.14)***	0.0179 (5.04)***
DDIV	0.3921 (1.63)	0.4274 (1.62)	0.186 (1.54)	0.3835 (1.54)	0.4234 (1.52)	0.3051 (2.25)**
InTNACOM	0.2372 (4.57)***	0.2332 (4.2)***	0.3922 (11.48)***	0.2734 (5.78)***	0.2701 (5.42)***	0.4128 (13.24)***
InAGE	0.8104 (19.23)***	0.8215 (19.96)***	0.225 (1.81)*	0.8545 (19.34)***	0.8665 (20.2)***	0.2243 (1.77)*
InTO	-0.2109 (-7.79)***	-0.2057 (-6.94)***	-0.0067 (-0.44)	-0.1517 (-4.04)***	-0.1459 (-3.57)***	-0.0056 (-0.32)
DBANK	0.5835 (5.96)***	0.5959 (6.28)***	0.5542 (1)	0.5495 (6.35)***	0.5579 (6.39)***	0.6529 (1.13)
DFIF	-0.2832 (-3.71)***	-0.2809 (-3.49)***	-0.7095 (-1.85)*	-0.4479 (-3.34)***	-0.4406 (-3.25)***	-0.7042 (-1.74)*
DEQ	-0.7694 (-6.47)***	-0.7616 (-6.4)***	-0.0932 (-0.25)	-0.8578 (-8.46)***	-0.8525 (-8.41)***	-0.1654 (-0.44)
DFI	0.5251 (4.47)***	0.5401 (4.51)***	0.6946 (0.63)	0.6512 (5.46)***	0.664 (5.55)***	0.6111 (0.53)
Adj R ²	18.75%	18.80%	8.81%	17.98%	17.93%	8.96%
#Fund	197	197	197	197	197	197
SIC	4.26	4.29		4.27	4.30	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.78 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม
ทุกนโยบายการลงทุนประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	InTNA					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	3.9559 (9.03)***	3.5885 (10.38)***	8.3854 (11.75)***	4.0782 (15.04)***	3.7113 (17.1)***	8.0793 (15.81)***
InER	-0.7638 (-11.93)***	-0.7569 (-11.73)***	-0.5747 (-3.51)***			
InMF				-1.0689 (-16.23)***	-1.0558 (-14.38)***	-0.8248 (-3.12)***
DFFEE	0.2028 (2.79)***	0.2038 (2.8)***	0.2368 (0.96)	0.1464 (1.53)	0.1965 (2.53)**	0.2044 (0.72)
DBFEE	-0.2492 (-4.12)***	-0.2623 (-4.21)***	-0.3414 (-1.15)	-0.2822 (-4.02)***	-0.2939 (-4.1)***	-0.316 (-1.07)
SHR	0.0385 (7.65)***	0.0234 (4.45)***	0.0172 (8.58)***	0.0489 (8.52)***	0.0352 (9.05)***	0.0206 (8.11)***
DDIV	-0.0194 (-0.15)	-0.0137 (-0.11)	-0.0132 (-0.04)	-0.0914 (-0.85)	-0.0861 (-0.79)	-0.0501 (-0.19)
InTNACOM	0.4829 (49.6)***	0.4859 (49.98)***	0.4273 (13.34)***	0.487 (63.96)***	0.4907 (64.15)***	0.4391 (17.69)***
InAGE	0.2412 (5.41)***	0.2842 (7.35)***	-0.0939 (-1.7)*	0.2608 (7.22)***	0.3015 (8.49)***	-0.0784 (-1.27)
InTO	0.1794 (16.79)***	0.1797 (18.64)***	0.0438 (2.58)**	0.0761 (2.87)***	0.077 (3.17)***	0.0114 (0.52)
DBANK	-0.3763 (-4.93)***	-0.3786 (-5.05)***	-0.3475 (-1.77)*	-0.3689 (-5.83)***	-0.3718 (-5.99)***	-0.3453 (-2.24)**
DFIF	-0.4791 (-2.96)***	-0.4326 (-2.54)**	-0.723 (-1.23)	-0.1756 (-0.97)	-0.1347 (-0.7)	-0.4972 (-0.81)
DEQ	0.3314 (6.78)***	0.348 (6.18)***	0.2876 (1.92)*	0.4563 (13.22)***	0.4686 (12.12)***	0.4147 (2.75)***
DFI	0.325 (4.84)***	0.3317 (5.26)***	0.2579 (0.86)	0.3075 (4.16)***	0.3149 (4.44)***	0.2618 (1.04)
Adj R²	39.96%	40.18%	18.19%	38.75%	38.93%	15.85%
#Fund	413	413	413	414	414	414
SIC	3.33	3.34		3.37	3.38	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

2) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมทุกนโยบายการลงทุน พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.75 และ 3.78 ซึ่งเป็นการประมาณโดยใช้ข้อมูลภาคแบบพาแนล (Unbalanced Panel Data) ได้ทำการบรรเทาปัญหา Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว พร้อมทั้งได้เลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดโดยวิธีการทดสอบของ Huasman และค่า SIC ซึ่งพบว่าแบบจำลองที่ใช้ข้อมูลแบบพูล (Pool Data) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด สรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบว่ากองทุนรวมทุกประเทศเมื่ออัตราส่วนค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้การเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญ และพบว่ากองทุนรวมทุกประเทศเมื่อค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ทรัพย์สินสุทธิของกองทุนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งพบด้วยว่าค่าสัมประสิทธิ์ของกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียมีค่าใกล้เคียง -1 มากกว่าประเทศไทย จึงแสดงได้ว่ากองทุนรวมของทั้งสองประเทศดังกล่าวมีการกำหนดค่าธรรมเนียมเพื่อให้ได้รายรับสูงสุด

กองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมในการขายหน่วยลงทุน จะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนน้อยกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าว แต่ประเทศมาเลเซียให้ผลลัพธ์ตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนรวมประเทศไทยที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมในการซื้อคืนหน่วยลงทุนจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนสูงกว่ากองทุนที่ไม่เก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าว แต่ประเทศมาเลเซียให้ผลลัพธ์ตรงกันข้ามกับประเทศไทย

(2) ปัจจัยกลุ่มผลตอบแทนจากการลงทุน

พบว่ากองทุนทุกประเทศที่มี Sharpe Ratio เปลี่ยนแปลงไปจะทำให้มีการเปลี่ยนแปลงทรัพย์สินสุทธิในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนมากกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(3) ปัจจัยกลุ่มคุณลักษณะของกองทุน

กองทุนในทุกประเทศที่มีทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. เปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ทรัพย์สินสุทธิรวมของบลจ.เปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมทุกประเทศที่มีอายุของกองทุนมากขึ้นจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมเปลี่ยนแปลงมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ามีการลงทุนรวมของประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียที่อัตราซื้อขายหมุนเวียนส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงทรัพย์สินสุทธิรวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

การลงทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์จะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนมากกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ แต่ประเทศมาเลเซียให้ผลลัพธ์ตรงข้ามกับ 2 ประเทศดังกล่าว

(4) กลุ่มนโยบายการลงทุน

การลงทุนรวมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนน้อยกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

การลงทุนรวมตราสารทุนของประเทศสิงคโปร์มีทรัพย์สินสุทธิรวมโดยเฉลี่ยต่ำกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ แต่การลงทุนรวมตราสารทุนประเทศมาเลเซียมีทรัพย์สินสุทธิรวมโดยเฉลี่ยสูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนการลงทุนรวมตราสารหนี้ของประเทศไทยมีทรัพย์สินสุทธิรวมต่ำกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ ตรงข้ามกับการลงทุนรวมตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมมากกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ

(5) ปัจจัยกลุ่มประเทศที่จัดตั้ง

การลงทุนรวมประเทศสิงคโปร์มีทรัพย์สินสุทธิรวมมากที่สุด รองลงมาคือ กองทุนรวมประเทศมาเลเซีย และกองทุนรวมประเทศไทยมีทรัพย์สินสุทธิรวมน้อยที่สุดใน 3 ประเทศ

ตารางที่ 3.79 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม
ตราสารทุนประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	InTNA					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	5.8146 (16.72)***	5.5689 (14.41)***	8.432 (37.62)***	5.3369 (11.39)***	5.0917 (9.79)***	8.2996 (12.71)***
InER	-0.1664 (-5.42)***	-0.1619 (-5.12)***	-0.2098 (-3.95)***			
InMF				-0.077 (-1.91)*	-0.0749 (-1.81)*	-0.036 (-0.47)
DFFEE	-0.0544 (-1.37)	-0.0544 (-1.47)	0.0587 (0.25)	-0.15 (-4.3)***	-0.1491 (-4.56)***	-0.093 (-0.47)
DBFEE	-0.1631 (-4.69)***	-0.1512 (-4.56)***	-0.2232 (-1.71)*	-0.1369 (-4.13)***	-0.1281 (-3.79)***	-0.182 (-1.38)
SHR	0.0397 (6.58)***	0.0325 (5.21)***	0.0113 (17.83)***	0.0394 (6.94)***	0.0337 (5.88)***	0.0114 (12.4)***
DDIV	0.3759 (5.95)***	0.3837 (5.96)***	0.338 (1.64)	0.3539 (5.3)***	0.3624 (5.38)***	0.286 (1.2)
InTNACOM	0.455 (36.43)***	0.4581 (34.11)***	0.434 (12.75)***	0.4756 (36.93)***	0.4786 (35.68)***	0.4453 (19.26)***
InAGE	0.1863 (5.33)***	0.2108 (6.09)***	-0.164 (-5.55)***	0.1962 (6.38)***	0.2209 (6.61)***	-0.1659 (-3.68)***
InTO	-0.172 (-3.2)***	-0.1694 (-2.93)***	-0.0232 (-0.84)	-0.175 (-3.3)***	-0.1739 (-3.08)***	-0.0245 (-0.95)
DBANK	-0.0091 (-0.13)	-0.0103 (-0.14)	-0.1108 (-0.47)	-0.0218 (-0.34)	-0.0219 (-0.34)	-0.1145 (-0.47)
DFIF	-0.5428 (-3.74)***	-0.5194 (-3.37)***	-0.7524 (-1.12)	-0.5047 (-2.88)***	-0.4839 (-2.65)***	-0.688 (-0.96)
DSG	0.7754 (10.21)***	0.7667 (8.75)***	1.1089 (4.81)***	0.7029 (10.15)***	0.6949 (8.07)***	1.0015 (4.29)***
DMY	0.8223 (13.26)***	0.827 (12.1)***	0.8454 (13.37)***	0.8313 (13.59)***	0.8371 (11.74)***	0.7857 (10.55)***
Adj R²	23.39%	23.61%	11.75%	23.48%	23.65%	10.88%
#Fund	549	549	549	541	541	541
SIC	3.70	3.71		3.71	3.72	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.80 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม
ตราสารทุนประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	InTNA					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	13.3014 (13.43)***	13.4349 (13.99)***	8.6233 (7.21)***	13.7296 (15.66)***	13.9729 (15.96)***	7.9069 (4.72)***
InER	-0.2027 (-2.13)**	-0.172 (-1.81)*	-0.2624 (-5.16)***			
InMF				0.3531 (4.51)***	0.3614 (4.71)***	0.1254 (1.53)
DFEE	-0.5481 (-5.16)***	-0.5771 (-4.6)***	-0.3474 (-0.94)	-0.7892 (-7.83)***	-0.8144 (-6.48)***	-0.6994 (-2.13)**
DBFEE	0.071 (1.62)	0.0762 (2.71)***	-0.006 (-0.03)	0.1048 (1.4)	0.0958 (1.47)	0.1144 (0.42)
SHR	0.0049 (0.56)	0.0432 (2.9)***	0.0029 (0.27)	-0.0011 (-0.15)	0.0426 (2.58)**	0.0051 (0.55)
DDIV	0.6091 (4.4)***	0.5994 (4.01)***	0.8083 (2.52)**	0.4535 (2.6)***	0.4385 (2.33)**	0.7558 (1.81)*
InTNACOM	0.3248 (8.8)***	0.3245 (8.82)***	0.4113 (9.84)***	0.3844 (10.85)***	0.3827 (10.21)***	0.4823 (11.93)***
InAGE	-0.3098 (-2.86)***	-0.3532 (-3.34)***	-0.0897 (-0.94)	-0.4916 (-3.17)***	-0.542 (-3.46)***	-0.1732 (-1.7)*
InTO	-0.2702 (-2.15)**	-0.2854 (-2.36)**	-0.063 (-0.98)	-0.2817 (-2.36)**	-0.3054 (-2.76)***	-0.0571 (-0.99)
DBANK	0.2106 (2.1)**	0.2406 (2.13)**	-0.1312 (-2.13)**	0.0351 (0.46)	0.0655 (0.71)	-0.2876 (-4.78)***
DFIF	-0.8624 (-2.54)**	-0.814 (-2.54)**	-0.3804 (-0.58)	-0.9409 (-2.62)***	-0.8998 (-2.58)***	-0.212 (-0.36)
Adj R²	22.00%	22.71%	10.38%	25.17%	25.91%	11.58%
#Fund	199	199	199	191	191	191
SIC	3.54	3.56		3.49	3.51	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.81 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม
ตราสารทุนประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	InTNA					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	6.7281 (5.77)***	6.8415 (5.89)***	7.9591 (5.13)***	4.9574 (3.58)***	4.9898 (3.82)***	7.3465 (5.57)***
InER	0.0086 (0.03)	0.0197 (0.08)	-0.074 (-1.21)			
InMF				-0.1842 (-4.53)***	-0.1873 (-4.31)***	-0.2838 (-1.46)
DFEE	-2.992 (-3.98)***	-3.091 (-4.04)***	-0.3184 (-2.01)**	-2.8511 (-5.56)***	-2.9204 (-5.53)***	-0.1666 (-0.62)
DBFEE	-1.4169 (-5.39)***	-1.6111 (-4.46)***	-0.7424 (-1.3)	-1.5191 (-6.01)***	-1.7039 (-4.75)***	-0.7594 (-1.44)
SHR	0.0511 (4.21)***	0.038 (2.86)***	0.0123 (6.32)***	0.0511 (4.29)***	0.0397 (2.95)***	0.012 (6.18)***
DDIV	0.9476 (3.32)***	1.065 (3.01)***	-0.0172 (-0.03)	1.0759 (3.56)***	1.1952 (3.12)***	0.1122 (0.24)
InTNACOM	0.3293 (7.87)***	0.3157 (7.5)***	0.5555 (10.75)***	0.39 (7.47)***	0.379 (7.64)***	0.5701 (12.14)***
InAGE	0.9202 (19.69)***	0.9555 (21.15)***	-0.1875 (-3.1)***	0.937 (17.4)***	0.9703 (17.67)***	-0.1762 (-3.49)***
InTO	-0.2608 (-8.75)***	-0.2492 (-7.34)***	0.0061 (0.77)	-0.214 (-6.03)***	-0.2013 (-4.67)***	0.0079 (0.63)
DBANK	0.7538 (6.47)***	0.7562 (7.12)***	0.4073 (0.51)	0.7907 (7.44)***	0.7934 (7.77)***	0.5429 (0.68)
DFIF	-1.102 (-15.71)***	-1.0929 (-15.77)***	-1.4932 (-4.68)***	-1.0777 (-7.4)***	-1.0608 (-7.13)***	-1.5403 (-5.44)***
Adj R²	16.18%	16.57%	10.19%	16.89%	17.15%	10.17%
#Fund	122	122	122	122	122	122
SIC	4.26	4.30		4.26	4.29	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.82 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม
ตราสารทุนประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	InTNA					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	3.9608 (11.6)***	3.6918 (14.51)***	9.101 (9.92)***	3.2829 (11.4)***	2.9017 (7.45)***	8.4809 (9.72)***
InER	-0.1738 (-3.54)***	-0.1543 (-3.1)***	-0.3986 (-2.85)***			
InMF				0.4155 (4.12)***	0.4787 (4.9)***	0.28 (1.46)
DFEE	0.3382 (5.49)***	0.3337 (5.59)***	0.3947 (1.98)**	0.3229 (5.69)***	0.3219 (5.82)***	0.3459 (1.9)*
DBFEE	-0.2496 (-2.17)**	-0.2603 (-2.37)**	-0.3553 (-0.72)	-0.2117 (-1.71)*	-0.2159 (-1.78)*	-0.3222 (-0.65)
SHR	0.0389 (7.04)***	0.0203 (6.68)***	0.0127 (4.18)***	0.0411 (6.92)***	0.0234 (7.97)***	0.0155 (5.54)***
DDIV	-0.0348 (-0.34)	-0.0333 (-0.31)	0.0378 (0.15)	-0.0367 (-0.39)	-0.03 (-0.31)	-0.004 (-0.02)
InTNACOM	0.5314 (48.48)***	0.5342 (49.24)***	0.4366 (11.62)***	0.5485 (57.8)***	0.5535 (60.7)***	0.4504 (18.73)***
InAGE	0.2211 (7.3)***	0.2635 (10.02)***	-0.1874 (-4.74)***	0.2535 (8.06)***	0.299 (8.28)***	-0.1627 (-3.46)***
InTO	-0.0351 (-2.24)**	-0.0485 (-4.05)***	0.0274 (1.13)	-0.086 (-7.75)***	-0.095 (-8.79)***	-0.0139 (-0.55)
DBANK	-0.3596 (-4.37)***	-0.3604 (-4.4)***	-0.3668 (-1.26)	-0.3565 (-4.33)***	-0.3573 (-4.34)***	-0.3522 (-1.26)
DFIF	-0.4651 (-2.5)**	-0.4154 (-2.08)**	-0.7853 (-1.23)	-0.4443 (-2.21)**	-0.4057 (-1.89)*	-0.696 (-1.03)
Adj R ²	41.69%	42.27%	18.12%	43.14%	43.70%	16.41%
#Fund	228	228	228	228	228	228
SIC	3.22	3.24		3.24	3.25	
Hausman Test		Fixed ***			Fixed ***	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

3) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวม

กองทุนตราสารทุน พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.79 และ 3.82 ซึ่งเป็นการประมาณโดยใช้ข้อมูลภาคแบบพาแนล (Unbalanced Panel Data) ได้ทำการบรรเทาปัญหา Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว พร้อมทั้งได้เลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดโดยวิธีการทดสอบของ Huasman และค่า SIC ซึ่งพบว่าแบบจำลองที่ใช้ข้อมูลแบบพูล (Pool Data) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด สรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยและมาเลเซียเมื่ออัตราส่วนค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้การเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญ และพบว่ามีกองทุนรวมประเทศไทยและมาเลเซียเมื่อค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้การเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนประเทศสิงคโปร์พบว่าเมื่อค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้การเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งพบด้วยว่าค่าสัมประสิทธิ์ของกองทุนรวมทุกประเทศยังห่างจาก -1 จึงแสดงได้ว่ากองทุนรวมกำหนดค่าธรรมเนียมยังไม่เข้าใกล้จุดที่รายรับรวมสูงที่สุด

กองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมในการขายหน่วยลงทุน จะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนต่ำกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมในการซื้อคืนหน่วยลงทุนมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนต่ำกว่ากองทุนที่ไม่เก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าว

(2) ปัจจัยกลุ่มผลตอบแทนจากการลงทุน

พบว่ากองทุนประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียที่มี Sharpe Ratio เปลี่ยนแปลงไปจะทำให้มีการเปลี่ยนแปลงทรัพย์สินสุทธิในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนมากกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(3) ปัจจัยกลุ่มคุณลักษณะของกองทุน

กองทุนในทุกประเทศที่มีทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. เปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ทรัพย์สินสุทธิรวมของบลจ.เปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมประเทศไทยที่มีอายุของกองทุนมากขึ้นจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมเปลี่ยนแปลงมน้อยลงอย่างมีนัยสำคัญ แต่กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ และมาเลเซียที่มีอายุของกองทุนมากขึ้นจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมเปลี่ยนแปลงมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ากองทุนรวมของทุกประเทศ ถ้าอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงจะส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงทรัพย์สินสุทธิรวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์จะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนมากกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ ส่วนประเทศมาเลเซียให้ผลลัพธ์ต่างจาก 2 ประเทศดังกล่าว

(4) กลุ่มนโยบายการลงทุน

กองทุนรวมทุกประเทศที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนน้อยกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(5) ปัจจัยกลุ่มประเทศที่จัดตั้ง

กองทุนรวมประเทศมาเลเซียมีทรัพย์สินสุทธิรวมมากที่สุด รองลงมาคือ กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ และกองทุนรวมประเทศไทยมีทรัพย์สินสุทธิรวมน้อยที่สุดใน 3 ประเทศ

ตารางที่ 3.83 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	InTNA					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	0.9171 (0.91)	1.164 (1.18)	3.1447 (1.86)*	-0.0721 (-0.04)	0.008 (0)	2.492 (1.27)
InER	-0.8786 (-4.96)***	-0.9093 (-4.9)***	-0.6377 (-4.57)***			
InMF				-0.5381 (-2.86)***	-0.5537 (-2.87)***	-0.4753 (-2.35)**
DFFEE	0.7812 (8.74)***	0.7632 (8.58)***	0.8724 (3.11)***	0.7649 (8.41)***	0.7554 (7.81)***	0.8074 (3.19)***
DBFEE	0.0519 (0.23)	0.0748 (0.33)	-0.0611 (-0.17)	-0.0585 (-0.2)	-0.0519 (-0.17)	-0.0322 (-0.07)
SHR	0.03 (1.62)	0.0604 (2.28)**	0.0299 (2.01)**	0.0189 (1.12)	0.0354 (1.16)	0.0281 (2.1)**
DDIV	0.6012 (1.1)	0.587 (1.04)	0.0837 (0.08)	0.4196 (0.7)	0.4003 (0.66)	-0.4366 (-0.35)
InTNACOM	0.3765 (16.75)***	0.3709 (17.47)***	0.3045 (3.55)***	0.4024 (12.86)***	0.4011 (12.97)***	0.3413 (3.9)***
InAGE	0.7591 (8.71)***	0.7395 (8.13)***	0.6538 (5.78)***	0.7888 (5.59)***	0.7778 (5.3)***	0.6271 (3.58)***
InTO	0.0053 (0.11)	-0.0014 (-0.03)	0.0288 (1.2)	0.0214 (0.46)	0.0195 (0.4)	0.0203 (0.74)
DBANK	-0.1475 (-3.37)***	-0.1354 (-2.89)***	-0.0222 (-0.12)	-0.0751 (-1.45)	-0.1652 (-2.95)***	0.0385 (0.17)
DFIF	0.3626 (3.86)***	0.2915 (3.1)***	0.4912 (3.47)***	0.1558 (1.64)	0.2219 (2.84)***	0.3689 (4.09)***
DSG	1.9301 (19.98)***	1.9005 (19.24)***	1.6566 (6.3)***	2.0888 (8.15)***	2.081 (8.26)***	1.7498 (4.05)***
DMY	1.6473 (7.55)***	1.6309 (7.27)***	1.5706 (4.38)***	1.837 (4.69)***	1.8407 (4.62)***	1.7402 (3.02)***
Adj R²	40.13%	40.06%	22.43%	39.77%	39.44%	21.18%
#Fund	188	188	188	187	187	187
SIC	3.69	3.73		3.69	3.74	
Hausman Test		Fixed *			Fixed *	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.84 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	InTNA					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	-1.1863 (-0.57)	-1.5195 (-0.82)	5.4444 (6.47)***	-1.7789 (-0.57)	-2.9291 (-0.78)	3.8493 (1.89)*
InER	-0.3224 (-1.07)	-0.3682 (-1.12)	-0.6962 (-2.52)**			
InMF				-0.1879 (-0.68)	-0.2601 (-0.82)	-0.3222 (-1.38)
DFEE	0.2061 (0.79)	0.1319 (0.53)	0.8313 (2.4)**	0.234 (1.13)	0.1342 (0.54)	0.637 (1.35)
DBFEE	0.1115 (0.32)	0.202 (0.55)	-0.1046 (-0.23)	-0.0155 (-0.04)	0.1092 (0.23)	-0.1061 (-0.17)
SHR	0.0567 (1.6)	0.2969 (3.96)***	0.025 (1.69)*	0.0401 (0.94)	0.2755 (2.11)**	0.0219 (1.35)
DDIV	0.0199 (0.04)	-0.0974 (-0.2)	-0.2504 (-0.28)	-0.0685 (-0.16)	-0.2664 (-0.56)	-0.5898 (-0.62)
InTNACOM	0.4341 (7.53)***	0.4373 (8.69)***	0.1943 (2.65)***	0.4141 (9.09)***	0.4249 (10.17)***	0.2898 (2.62)***
InAGE	0.7262 (2.94)***	0.6905 (2.74)***	0.5229 (2.24)**	0.8792 (2.57)**	0.9061 (2.03)**	0.4779 (1.38)
InTO	0.1500 (2.23)**	0.1543 (2.22)**	0.0753 (3.44)***	0.1266 (1.86)*	0.1504 (2.22)**	0.0849 (4.04)***
DBANK	0.5323 (2.95)***	0.5231 (3.23)***	0.7679 (1.58)	0.5369 (2.15)**	0.5301 (2.03)**	0.8169 (1.49)
DFIF	1.4383 (4.2)***	0.9958 (2.54)**	1.4022 (3.5)***	1.2368 (4.39)***	0.9749 (2.66)***	1.1368 (3.22)***
Adj R ²	22.02%	22.71%	12.65%	23.80%	24.90%	10.64%
#Fund	95	95	95	94	94	94
SIC	3.76	3.82		3.67	3.73	
Hausman Test		Fixed **			Fixed **	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.85 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	InTNA					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	9.9758 (4.65)***	11.0651 (5.31)***	5.2717 (1.42)	8.7359 (4.14)***	9.6912 (4.64)***	3.9668 (1.25)
InER	-1.1331 (-10.85)***	-1.1612 (-11.13)***	-0.8397 (-2.02)**			
InMF				-0.7913 (-10.49)***	-0.8235 (-11.15)***	-0.9278 (-2.77)***
DFEE	-0.9103 (-3.02)***	-0.9415 (-2.84)***	-0.9806 (-1.19)	-1.055 (-4.06)***	-1.0974 (-3.74)***	-1.2535 (-2.05)**
DBFEE	0.3701 (1.26)	0.5669 (2.17)**	0.5793 (1.31)	0.4672 (1.47)	0.6514 (2.15)**	0.6229 (1.7)*
SHR	-0.0185 (-0.38)	0.0094 (0.27)	0.0206 (0.74)	-0.0102 (-0.23)	0.0206 (0.61)	0.0217 (0.82)
DDIV	0.3498 (1.51)	1.3837 (1.89)*	0.4417 (0.66)	0.7725 (2.48)**	0.8221 (2.49)**	0.955 (1.42)
InTNACOM	0.1024 (1.16)	0.058 (0.64)	0.275 (1.85)*	0.1302 (1.53)	0.091 (1.02)	0.3838 (2.56)**
InAGE	0.9761 (15.27)***	0.9695 (14.03)***	1.0584 (5.23)***	1.0067 (14.59)***	1.0008 (13.87)***	0.904 (3.94)***
InTO	-0.359 (-5.85)***	-0.4064 (-7.12)***	-0.2578 (-3.83)***	-0.2664 (-4.09)***	-0.3112 (-4.92)***	-0.2247 (-3.45)***
DBANK	0.6423 (7.05)***	0.6574 (6.56)***	0.4193 (1.62)	0.5493 (4.81)***	0.5609 (4.53)***	0.4573 (1.72)*
DFIF	0.6128 (3.65)***	0.6249 (3.66)***	0.5557 (2.78)***	0.4048 (1.99)**	0.409 (1.95)*	0.4617 (2.21)**
Adj R²	53.31%	53.40%	36.78%	49.15%	48.92%	33.53%
#Fund	34	34	34	34	34	34
SIC	3.63	3.76		3.73	3.86	
Hausman Test		Fixed *			Fixed *	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.86 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	InTNA					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	4.6228 (4.51)***	5.0616 (6.03)***	4.7124 (1.95)*	3.6933 (2.76)***	3.9343 (3.32)***	4.9334 (1.9)*
InER	-1.6299 (-7.93)***	-1.7046 (-8.34)***	-0.4957 (-2.31)**			
InMF				-1.0705 (-4.83)***	-1.1382 (-5.9)***	-0.8717 (-1.47)
DFEE	0.4645 (2.4)**	0.4701 (2.43)**	0.4258 (1.42)	0.4231 (2.75)***	0.4398 (2.77)***	0.4239 (1.48)
DBFEE	0.7687 (5.66)***	0.7367 (7.3)***	0.7861 (1.63)	0.8702 (4.51)***	0.8596 (5.65)***	0.7708 (1.47)
SHR	0.0921 (3.72)***	0.2909 (4.67)***	0.0439 (1.65)	0.1152 (3.91)***	0.2675 (3.34)***	0.0472 (1.83)*
DDIV	0.2549 (3.61)***	0.2848 (3.73)***	0.4979 (1.81)*	0.3724 (5.48)***	0.4038 (6.01)***	0.5107 (1.69)*
InTNACOM	0.3775 (9.76)***	0.3658 (9.49)***	0.398 (3.75)***	0.4289 (9.06)***	0.4189 (9.16)***	0.396 (3.35)***
InAGE	0.4584 (4.24)***	0.3814 (3.48)***	0.4453 (2.08)**	0.3756 (2.85)***	0.3289 (2.34)**	0.424 (1.83)*
InTO	0.2079 (5.92)***	0.188 (5.42)***	0.0502 (2.12)**	0.202 (6.57)***	0.1863 (6.79)***	0.0253 (0.76)
DBANK	-0.9009 (-6.81)***	-0.8991 (-6.54)***	-0.7066 (-3.21)***	-0.6699 (-8.42)***	-0.6684 (-8.11)***	-0.7471 (-3.67)***
DFIF	-0.2352 (-1.55)	-0.3723 (-2.59)**	-0.1282 (-0.34)	0.0074 (0.03)	-0.0617 (-0.22)	0.0265 (0.04)
Adj R²	44.59%	44.98%	18.37%	33.66%	33.24%	15.39%
#Fund	59	59	59	59	59	59
SIC	3.53	3.60		3.71	3.79	
Hausman Test		Fixed **			Fixed *	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

4) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวม
กองทุนรวมตราสารหนี้ พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.83 และ 3.86 ซึ่งเป็นการประมาณโดยใช้ข้อมูลภาคแบบพาแนล (Unbalanced Panel Data) ได้ทำการบรรเทาปัญหา Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว พร้อมทั้งได้เลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดโดยวิธีการทดสอบของ Huasman และค่า SIC ซึ่งพบว่าแบบจำลองที่ใช้ข้อมูลแบบพูล (Pool Data) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด สรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบว่ากองทุนรวมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียเมื่ออัตราส่วนค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้การเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญ และพบว่ามีกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียเมื่อค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้การเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน ซึ่งพบด้วยว่าค่าสัมประสิทธิ์ของกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์เข้าใกล้ -1 จึงแสดงได้ว่ากองทุนรวมกำหนดค่าธรรมเนียมเข้าใกล้จุดที่รายรับรวมสูงที่สุด

กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมในการขายหน่วยลงทุน จะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนต่ำกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญ แต่กองทุนรวมประเทศมาเลเซียมีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมในการขายหน่วยลงทุน จะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนสูงกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนประเทศมาเลเซียที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมในการซื้อคืนหน่วยลงทุนมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนสูงกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าว

(2) ปัจจัยกลุ่มผลตอบแทนจากการลงทุน

พบว่ากองทุนประเทศมาเลเซียที่มี Sharpe Ratio เปลี่ยนแปลงไป จะทำให้มีการเปลี่ยนแปลงทรัพย์สินสุทธิในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผล จะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนมากกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(3) ปัจจัยกลุ่มคุณลักษณะของกองทุน

กองทุนประเทศไทยและมาเลเซียที่มีทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. เปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ทรัพย์สินสุทธิรวมของบลจ.เปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมทุกประเทศที่มีอายุของกองทุนมากขึ้นจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ามียอดรวมของประเทศไทยและมาเลเซีย ถ้าอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงจะส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงทรัพย์สินสุทธิรวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่ประเทศสิงคโปร์ถ้าอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงจะส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงทรัพย์สินสุทธิรวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์จะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนมากกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ ส่วนประเทศมาเลเซียให้ผลลัพธ์ต่างจาก 2 ประเทศดังกล่าว

(4) กลุ่มนโยบายการลงทุน

กองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนมากกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(5) ปัจจัยกลุ่มประเทศที่จัดตั้ง

กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์มีทรัพย์สินสุทธิรวมมากที่สุด รองลงมาคือ กองทุนรวมประเทศมาเลเซีย และกองทุนรวมประเทศไทยมีทรัพย์สินสุทธิรวมน้อยที่สุดใน 3 ประเทศ

ตารางที่ 3.87 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม
ผสมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	InTNA					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	4.3975 (5.59)***	4.2582 (5.16)***	9.2648 (9.77)***	3.0371 (5.32)***	2.8713 (4.97)***	8.4418 (8.73)***
InER	-1.24 (-9.72)***	-1.2332 (-9.28)***	-1.0763 (-7.62)***			
InMF				-0.7175 (-5.65)***	-0.7137 (-5.37)***	-0.7478 (-5.43)***
DFFEE	-0.2118 (-3.28)***	-0.2106 (-3.37)***	-0.1233 (-0.57)	-0.1882 (-1.73)*	-0.1887 (-1.8)*	-0.0349 (-0.12)
DBFEE	0.747 (5.86)***	0.7344 (5.89)***	0.8841 (3.2)***	0.6411 (4.82)***	0.6303 (4.88)***	0.8665 (4.6)***
SHR	0.1058 (20.41)***	0.0989 (11.76)***	0.0383 (5.23)***	0.106 (15.33)***	0.0984 (7.67)***	0.036 (4.58)***
DDIV	-0.0757 (-0.71)	-0.275 (-2.68)**	0.225 (0.4)	-0.2214 (-2.23)**	-0.2186 (-2.06)**	0.1716 (0.33)
InTNACOM	0.3422 (8.94)***	0.3438 (9.23)***	0.2924 (3.06)***	0.3636 (9.57)***	0.3656 (10.09)***	0.3243 (3.08)***
InAGE	0.3977 (6.38)***	0.4149 (6.77)***	-0.0388 (-0.26)	0.4596 (7.33)***	0.4797 (7.86)***	-0.0669 (-0.4)
InTO	0.0462 (1)	0.0484 (1.04)	-0.017 (-0.67)	0.0407 (0.8)	0.0423 (0.81)	-0.0327 (-1.25)
DBANK	0.2548 (2.34)**	0.2547 (2.39)**	0.5196 (1.3)	0.3982 (3.8)***	0.3964 (3.87)***	0.6302 (1.84)*
DFIF	0.2899 (1.95)*	0.3007 (1.98)**	-0.0964 (-0.13)	0.436 (2.31)**	0.4491 (2.33)**	-0.0885 (-0.11)
DSG	2.4288 (13.3)***	2.4104 (14.27)***	1.9804 (2.4)**	2.0912 (12.73)***	2.079 (13.02)***	1.7659 (1.95)*
DMY	1.5721 (10.19)***	1.5509 (10.56)***	1.5654 (4.62)***	1.5321 (10.31)***	1.5163 (10.62)***	1.6245 (6.89)***
Adj R²	28.68%	28.26%	14.38%	24.63%	24.22%	9.93%
#Fund	169	169	169	169	169	169
SIC	3.75	3.79		3.81	3.85	
Hausman Test		Fixed **			Fixed **	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.88 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม
ผสมประเทศไทย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	InTNA					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	4.685 (2.36)**	4.8419 (2.65)***	7.4999 (3.37)***	4.3805 (2.3)**	4.4516 (2.44)**	6.8824 (4.06)***
InER	-0.7168 (-5.58)***	-0.7444 (-6.32)***	-0.9479 (-6.14)***			
InMF				-0.4132 (-4.08)***	-0.4099 (-3.96)***	-0.6299 (-4.34)***
DFEE	-0.81 (-5.21)***	-0.8172 (-5.01)***	-0.6957 (-4.42)***	-0.808 (-6.24)***	-0.8126 (-6.05)***	-0.6459 (-7.37)***
DBFEE	1.1812 (12.5)***	1.1653 (12)***	1.2258 (6.54)***	1.1413 (12.78)***	1.1316 (12.2)***	1.1874 (7.81)***
SHR	0.0385 (1.72)*	0.0299 (0.94)	0.0154 (1.35)	0.0394 (1.66)*	0.0344 (1.04)	0.0114 (0.89)
DDIV	-0.1936 (-1.32)	-0.2789 (-2.26)**	0.3489 (1.13)	-0.195 (-1.43)	-0.2195 (-1.53)	0.3591 (1.26)
InTNACOM	0.3609 (5.81)***	0.3575 (5.81)***	0.3525 (3.6)***	0.3449 (5.93)***	0.3434 (5.76)***	0.3535 (4.72)***
InAGE	0.4053 (4.34)***	0.4073 (5.24)***	0.1088 (1.75)*	0.423 (4.9)***	0.4257 (5.98)***	0.1412 (2.32)**
InTO	-0.1149 (-3.01)***	-0.1169 (-3.08)***	-0.1314 (-3)***	-0.0732 (-2.01)**	-0.0767 (-2.1)**	-0.132 (-2.47)**
DBANK	1.0068 (5.01)***	0.9937 (5.2)***	0.8935 (2.55)**	1.1018 (5.23)***	1.0992 (5.24)***	0.9987 (2.67)***
DFIF	0.1954 (0.47)	0.17 (0.4)	-0.2081 (-0.21)	0.2748 (0.58)	0.263 (0.55)	-0.3017 (-0.31)
Adj R ²	48.74%	47.71%	30.03%	46.64%	45.27%	28.24%
#Fund	54	54	54	54	54	54
SIC	3.26	3.38		3.32	3.44	
Hausman Test		Fixed *			Fixed *	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.89 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม
ผสมประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	InTNA					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	37.3707 (7.71)***	36.8769 (7.33)***	15.4676 (7.35)***	17.7437 (16.41)***	17.475 (11.55)***	9.7621 (3.15)***
InER	-7.3007 (-10.59)***	-7.0579 (-9.05)***	-2.233 (-6.1)***			
InMF				-1.9987 (-7.94)***	-1.9237 (-5.69)***	-1.2198 (-1.31)
DFEE	-1.5229 (-2.49)**	-1.5349 (-2.38)**	0.7035 (1.00)	-1.7383 (-6.36)***	-1.4848 (-6.34)***	1.6602 (1.32)
DBFEE	2.4752 (5.36)***	2.5463 (6.06)***	0.6253 (1.59)	1.4632 (4.42)***	1.6365 (4.56)***	0.5274 (0.83)
SHR	0.1724 (3.21)***	0.4038 (6.14)***	0.067 (7.21)***	0.2136 (4.38)***	0.5607 (9.74)***	0.0706 (4.72)***
DDIV	2.4162 (7.69)***	2.5172 (6.32)***	0.8398 (0.41)	0.2137 (0.58)	1.2137 (1.83)*	0.2438 (0.1)
InTNACOM	-0.8915 (-5.12)***	-0.8999 (-4.95)***	-0.1907 (-1.33)	-0.3669 (-13.23)***	-0.3849 (-6.38)***	-0.0015 (-0.01)
InAGE	0.0345 (0.25)	-0.2178 (-2.15)**	0.4804 (3.82)***	0.4279 (2.8)***	0.3376 (2.36)**	0.4978 (2.37)**
InTO	-0.2738 (-1.99)**	-0.2348 (-1.66)	0.0412 (0.58)	-0.285 (-1.46)	-0.2059 (-1.05)	0.0288 (0.37)
DBANK	-1.9301 (-7.17)***	-1.8932 (-5.81)***	-0.6856 (-1.85)*	-0.6607 (-2.05)**	-0.6785 (-2.28)**	-0.3015 (-0.68)
DFIF	4.9881 (8.99)***	4.9969 (9.17)***	2.7414 (4.76)***	3.219 (14.22)***	3.3087 (14.66)***	2.2259 (7.13)***
Adj R²	50.77%	51.76%	30.97%	25.62%	28.28%	20.25%
#Fund	28	28	28	28	28	28
SIC	3.96	4.08		4.42	4.51	
Hausman Test		Fixed *			Fixed *	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.90 ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวม
ผสมประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2552 – 2556

Independent Variable	InTNA					
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
Constant	6.5739 (10.77)***	5.5304 (9.56)***	13.4318 (10.67)***	4.7814 (6.21)***	3.3438 (4.62)***	13.3117 (11.83)***
InER	-1.1237 (-5.3)***	-1.0841 (-4.89)***	-0.7298 (-4.85)***			
InMF				0.0905 (0.47)	0.1776 (0.99)	-0.258 (-0.43)
DFEE	-0.0422 (-0.5)	-0.023 (-0.29)	0.2537 (1.64)	0.0048 (0.05)	0.019 (0.22)	0.3108 (1.85)*
DBFEE	-0.9349 (-9.11)***	-1.0132 (-9.64)***	-0.723 (-3.01)***	-1.2102 (-8.11)***	-1.3186 (-7.49)***	-0.7996 (-3.57)***
SHR	0.1255 (4.23)***	0.1198 (2.7)***	0.0275 (1.37)	0.1342 (4.63)***	0.1197 (2.83)***	0.0257 (1.24)
DDIV	-1.1774 (-3.97)***	-1.2093 (-3.62)***	-1.0481 (-0.86)	-1.0716 (-3.6)***	-1.1326 (-3.49)***	-1.1338 (-0.95)
InTNACOM	0.3402 (10.09)***	0.3474 (10.01)***	0.3445 (3.89)***	0.3763 (10.93)***	0.3838 (10.96)***	0.3632 (3.62)***
InAGE	0.2519 (2.57)**	0.3545 (3.28)***	-0.5268 (-2.38)**	0.3509 (3.31)***	0.4995 (4.65)***	-0.5891 (-2.41)**
InTO	0.1645 (2.09)**	0.1756 (1.79)**	-0.0179 (-0.65)	0.0459 (0.52)	0.0679 (0.74)	-0.0505 (-1.42)
DBANK	-0.0755 (-0.62)	-0.0818 (-0.68)	0.0298 (0.11)	0.0278 (0.28)	0.0157 (0.16)	0.1074 (0.5)
DFIF	0.0842 (0.47)	0.1837 (1.08)	-0.6069 (-0.8)	0.1461 (0.88)	0.2748 (1.61)	-0.632 (-0.81)
Adj R²	28.29%	28.30%	17.21%	23.34%	23.78%	13.70%
#Fund	86	86	86	86	86	86
SIC	3.30	3.35		3.36	3.41	
Hausman Test		Fixed *			Fixed **	

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

5) ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวม

กองทุนรวมผสม พ.ศ. 2552 – 2556

จากผลการประมาณในตารางที่ 3.87 และ 3.90 ซึ่งเป็นการประมาณโดยใช้ข้อมูลภาคแบบพาแนล (Unbalanced Panel Data) ได้ทำการบรรเทาปัญหา Heteroscedasticity และ Autocorrelation แล้วด้วยวิธี Newey-West เรียบร้อยแล้ว พร้อมทั้งได้เลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดโดยวิธีการทดสอบของ Hausman และค่า SIC ซึ่งพบว่าแบบจำลองที่ใช้ข้อมูลแบบพูล (Pool Data) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด สรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

(1) กลุ่มค่าธรรมเนียม

พบว่ากองทุนรวมทุกประเทศเมื่ออัตราส่วนค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้การเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญ และพบว่ามีกองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์เมื่อค่าธรรมเนียมการจัดการเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้การเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินสุทธิของกองทุนเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งพบด้วยว่าค่าสัมประสิทธิ์ของกองทุนรวมประเทศไทยและมาเลเซียเข้าใกล้ -1 จึงแสดงได้ว่ากองทุนรวมกำหนดค่าธรรมเนียมเข้าใกล้จุดที่รายรับรวมสูงที่สุด

กองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมในการขายหน่วยลงทุน จะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนต่ำกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญ และกองทุนประเทศไทยและสิงคโปร์ที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมในการซื้อคืนหน่วยลงทุนมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนสูงกว่ากองทุนที่ไม่เก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าว แต่ประเทศมาเลเซียให้ผลลัพธ์ตรงกันข้ามกับ 2 ประเทศดังกล่าว

(2) ปัจจัยกลุ่มผลตอบแทนจากการลงทุน

พบว่ากองทุนรวมทุกประเทศที่มี Sharpe Ratio เปลี่ยนแปลงไปจะทำให้มีการเปลี่ยนแปลงทรัพย์สินสุทธิในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนมากกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนรวมประเทศมาเลเซียที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนน้อยกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(3) ปัจจัยกลุ่มคุณลักษณะของกองทุน

กองทุนรวมประเทศไทยและมาเลเซียที่มีทรัพย์สินสุทธิรวมของบลจ. เปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ทรัพย์สินสุทธิรวมของบลจ.เปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่ประเทศสิงคโปร์จะให้ผลลัพธ์ในทิศทางตรงกันข้าม

กองทุนรวมทุกประเทศที่มีอายุของกองทุนมากขึ้นจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

พบว่ากองทุนรวมประเทศไทย ถ้าอัตราซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงจะส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงทรัพย์สินสุทธิรวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมประเทศไทยที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์จะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนมากกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครืออย่างมีนัยสำคัญ ส่วนประเทศสิงคโปร์ให้ผลลัพธ์ตรงกันข้าม

(4) กลุ่มนโยบายการลงทุน

กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนมากกว่ากองทุนที่ไม่มีนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ

(5) ปัจจัยกลุ่มประเทศที่จัดตั้ง

กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์มีทรัพย์สินสุทธิรวมมากที่สุด รองลงมาคือ กองทุนรวมประเทศมาเลเซีย และกองทุนรวมประเทศไทยมีทรัพย์สินสุทธิรวมน้อยที่สุดใน 3 ประเทศ

3.5 สรุปผลการศึกษา

ผลการดำเนินงานของกองทุน เป็นปัจจัยที่สำคัญปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนให้ความสนใจ ดังนั้นการศึกษาปัจจัยกำหนดผลการดำเนินงานจึงเป็นเรื่องที่สำคัญต่อบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่สามารถนำข้อมูลไปปรับปรุงเพื่อเพิ่มผลการดำเนินงานแก่กองทุนได้ ซึ่งจะทำให้กองทุนรวมของไทยสามารถแข่งขันในตลาดโลกได้

ภาพรวมของข้อมูลในการศึกษาส่วนนี้ พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยและอินโดนีเซียมีผลการดำเนินงานที่ดีที่สุดใน AEC นอกจากนี้พบว่ากองทุนรวมตลาดเงินมีขนาดที่ใหญ่ที่สุด ส่วนกองทุนผสมมีขนาดเล็กที่สุด เมื่อพิจารณาเป็นประเทศที่จัดตั้งกองทุน พบว่ากองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์มีขนาดใหญ่ที่สุด ส่วนกองทุนประเทศไทยมีขนาดเล็กที่สุด

ประเทศที่มีส่วนแบ่งตลาดของกองทุนรวมตราสารหนี้มากที่สุดคือ กองทุนรวมประเทศไทยและฟิลิปปินส์ ส่วนประเทศที่มีส่วนแบ่งตลาดของกองทุนรวมตราสารทุนมากที่สุดคือ กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย และฟิลิปปินส์

ประเทศที่มีส่วนแบ่งตลาดของกองทุนที่มีนโยบายบริหารเชิงรุกมากกว่ากองทุนที่มีนโยบายบริหารเชิงรับคือ กองทุนรวมประเทศไทย ส่วนประเทศที่มีส่วนแบ่งตลาดของกองทุนที่

มีนโยบายบริหารเชิงรุกน้อยกว่ากองทุนที่มีนโยบายบริหารเชิงรับคือ กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ และมาเลเซีย

ประเทศที่มีส่วนแบ่งตลาดของกองทุนที่บริหารโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์มากกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครือคือ กองทุนรวมประเทศไทย มาเลเซีย และฟิลิปปินส์ ส่วนประเทศที่มีส่วนแบ่งตลาดของกองทุนที่บริหารโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์น้อยกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครือคือ กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ และอินโดนีเซีย

จากการศึกษาปัจจัยกำหนดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ในช่วงเวลา พ.ศ. 2552 – 2556 พบว่า

กองทุนที่มีค่าธรรมเนียมการจัดการและอัตราส่วนค่าใช้จ่ายที่สูงจะมีผลการดำเนินงานที่ดี ไม่ว่าจะเป็นวัดผลการดำเนินงานด้วยผลตอบแทนก่อนหรือหลังปรับความเสี่ยงก็ตาม ซึ่งเมื่อพิจารณาแยกออกเป็นนโยบายกองทุนจะพบว่ากองทุนรวมประเทศไทยและมาเลเซีย ถ้ามีการปรับเปลี่ยนค่าธรรมเนียมการจัดการเพิ่มขึ้นจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในทางบวกในกองทุนรวมตราสารหนี้และผสมอย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน ส่วนกองทุนที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนให้ผลที่แตกต่างกันในกองทุนแต่ละประเทศและแต่ละนโยบายการลงทุน

การเปลี่ยนแปลงทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวมมีผลกระทบทางบวกต่อผลการดำเนินงานโดยเฉพาะการศึกษาผลการดำเนินงานด้วยผลตอบแทน แต่การศึกษาแบบจำลองที่วัดผลการดำเนินงานด้วยผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงพบว่าทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนจะมีผลที่ชัดเจนในกองทุนรวมตราสารหนี้มากกว่ากองทุนที่มีนโยบายลงทุนอื่นๆ ส่วนการเปลี่ยนแปลงทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ส่งผลกระทบด้านลบต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวมประเทศไทยในทุกนโยบาย แต่การเปลี่ยนแปลงทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. กลับส่งผลกระทบต่อผลทางด้านบวกต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์

กองทุนประเทศไทยที่มีอายุมากจะมีผลการดำเนินงานที่ดีมากกว่ากองทุนที่อายุน้อย ซึ่งเป็นประเทศเดียวที่ให้ผลอย่างชัดเจนในทุกนโยบายการลงทุน ส่วนอัตราการซื้อขายหมุนเวียนหลักทรัพย์สินส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ แต่ให้ผลที่แตกต่างกันขึ้นอยู่กับประเทศที่จัดตั้งกองทุนและนโยบายการลงทุน

กองทุนรวมที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ให้ผลที่แตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ โดยเฉพาะกองทุนรวมประเทศไทย ในภาพรวมพบว่ากองทุนรวมประเทศไทยที่บริหารโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารฯ ไม่มีผลการดำเนินที่แตกต่างจากกองทุนที่ไม่ได้อยู่อย่างมีนัยสำคัญ

กองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศส่วนมากมีผลการดำเนินงานที่น้อยกว่ากองทุนที่มีนโยบายลงทุนในประเทศ ยกเว้นกองทุนรวมตราสารหนี้ที่พบว่ากองทุนรวมที่มี

นโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีผลการดำเนินงานที่มากกว่ากองทุนที่มีนโยบายลงทุนในประเทศ

กองทุนรวมตราสารทุนมีผลการดำเนินงานที่ไม่ว่าวัดด้วยมาตรวัดแบบใดจะมีค่ามากกว่ากองทุนที่มีนโยบายการลงทุนประเภทอื่นๆ ส่วนกองทุนรวมตราสารหนี้พบว่ามีการดำเนินงานที่วัดด้วยผลตอบแทนก่อนปรับความเสี่ยงจะมีผลการดำเนินงานที่มากกว่ากองทุนรวมประเภทอื่นๆ แต่กองทุนรวมตราสารหนี้ที่ผลการดำเนินงานวัดด้วย Sharpe Ratio และ Information Ratio จะมีผลการดำเนินงานที่น้อยกว่ากองทุนรวมประเภทอื่นๆ

ถ้าจัดอันดับผลการดำเนินงานของกองทุนแต่ละประเทศ พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์มีผลการดำเนินงานอันดับที่ 2 ใน AEC ส่วนกองทุนรวมประเทศมาเลเซีย ถ้าวัดผลการดำเนินงานด้วยผลตอบแทนก่อนปรับความเสี่ยงจะมีผลการดำเนินงานเป็นอันดับ 1 ใน AEC แต่ถ้าวัดผลการดำเนินงานด้วยผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงพบว่ามีการดำเนินงานเป็นอันดับ 3 - 4 ใน AEC ส่วนกองทุนรวมประเทศอินโดนีเซีย ถ้าวัดผลการดำเนินงานด้วยผลตอบแทนก่อนปรับความเสี่ยงจะมีผลการดำเนินงานเป็นอันดับ 4 ใน AEC แต่ถ้าวัดผลการดำเนินงานด้วยผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงพบว่ามีการดำเนินงานเป็นอันดับสุดท้ายใน AEC และกองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์ ถ้าวัดผลการดำเนินงานด้วยผลตอบแทนก่อนปรับความเสี่ยงจะมีผลการดำเนินงานเป็นอันดับสุดท้ายใน AEC แต่ถ้าวัดผลการดำเนินงานด้วยผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงพบว่ามีการดำเนินงานเป็นอันดับที่ 1 ใน AEC ซึ่งแสดงได้ว่ากองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์มีผลตอบแทนที่ต่ำและความเสี่ยงที่ต่ำด้วย

นอกจากนี้การศึกษาปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนก็เป็นเรื่องที่สำคัญต่อบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เพราะจำนวนทรัพย์สินที่กองทุนบริหารสะท้อนถึงรายได้ที่บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนได้รับ

จากการศึกษาทั้งปัจจัยในการกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ในช่วงเวลา พ.ศ. 2552 – 2556

การปรับเพิ่มค่าธรรมเนียมการจัดการและอัตราส่วนค่าใช้จ่ายทำให้กองทุนรวมของไทยมีรายรับรวมเพิ่มขึ้น และกองทุนรวมประเทศไทยถ้าเพิ่มค่าธรรมเนียมจะทำให้รายรับรวมเพิ่มขึ้นสูงที่สุดถ้าเทียบกับกับกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียในกองทุนรวมตราสารหนี้และผสม

กองทุนที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญกับทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุน โดยกองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมต่ำกว่ากองทุนที่ไม่เก็บ ส่วนกองทุนรวมประเทศมาเลเซียกลับพบว่ากองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมมากกว่ากองทุนที่ไม่เก็บ นอกจากนี้กองทุนที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนพบว่ากองทุนประเทศไทยที่มีนโยบายเก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าวจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมมากกว่า

กองทุนที่ไม่มีนโยบายในกองทุนรวมทุกประเภท ส่วนกองทุนรวมประเทศอื่นให้ผลที่แตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับนโยบายการลงทุน

ทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ส่งผลกระทบด้านบวกต่อทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุน โดยเฉพาะกองทุนรวมตราสารทุนที่ให้ผลอย่างชัดเจนในทุกประเทศที่จัดตั้งกองทุน

กองทุนที่มีอายุมากจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนมากขึ้นเช่นกัน แต่ยกเว้นกองทุนรวมตราสารทุนประเทศไทยที่พบว่ากองทุนที่มีอายุมากจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนน้อยลง ส่วนปัจจัยอัตราซื้อขายหมุนเวียนหลักทรัพย์สินส่งผลกระทบต่อทรัพย์สินสุทธิรวมแตกต่างกันในแต่ละประเทศที่จัดตั้งกองทุนและแต่ละนโยบายการลงทุน

กองทุนรวมที่บริหารจัดการโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ ในภาพรวมพบว่ากองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่บริหารโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารฯ จะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนมากกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครือ แต่กองทุนรวมประเทศมาเลเซียพบว่ากองทุนที่บริหารโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารฯ จะมีทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนน้อยกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครือ เมื่อพิจารณาเป็นนโยบายการลงทุน พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยที่บริหารโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารฯ มีทรัพย์สินสุทธิรวมมากกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครือในทุกนโยบายการลงทุนอย่างชัดเจน ส่วนกองทุนรวมประเทศอื่นจะมีผลการศึกษที่แตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับนโยบายการลงทุน

กองทุนที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศ พบว่าถ้าพิจารณาเป็นกองทุนตราสารทุนกองทุนทุกประเทศที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมน้อยกว่ากองทุนที่ลงทุนในประเทศ ส่วนกองทุนตราสารหนี้พบว่า กองทุนรวมประเทศไทยและสิงคโปร์ที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมมากกว่ากองทุนที่ลงทุนในประเทศ และกองทุนรวมผสมพบว่า กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ที่มีนโยบายลงทุนในต่างประเทศจะมีทรัพย์สินสุทธิรวมมากกว่ากองทุนที่ลงทุนในประเทศ

ถ้าพิจารณาทุกนโยบายการลงทุน พบว่ากองทุนรวมประเทศฟิลิปปินส์จะมีทรัพย์สินสุทธิรวมมากที่สุด รองลงมาคือ กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์ อินโดนีเซีย มาเลเซีย ตามลำดับ และกองทุนรวมประเทศไทยมีทรัพย์สินสุทธิรวมน้อยที่สุด ถ้าพิจารณาแยกออกเป็นนโยบายการลงทุนโดยเปรียบเทียบเพียง 3 ประเทศ คือ กองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซียพบว่ากองทุนรวมตราสารทุน กองทุนรวมประเทศมาเลเซียมีทรัพย์สินสุทธิรวมมากที่สุด ส่วนกองทุนรวมตราสารหนี้และผสม กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์มีทรัพย์สินสุทธิรวมมากที่สุด ส่วนกองทุนรวมประเทศไทยมีทรัพย์สินสุทธิรวมน้อยที่สุดในทุกนโยบายการลงทุน

บทที่ 4

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

4.1 สรุปผลการวิจัย

งานศึกษาด้านทุนการทำธุรกรรมของอุตสาหกรรมกองทุนรวมใน AEC ได้ทำการศึกษาตั้งแต่ พ.ศ. 2552 – 2556 จากผลการศึกษาแบบจำลองทั้ง 3 เรื่อง ได้แก่ แบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียม แบบจำลองปัจจัยกำหนดผลการดำเนินงาน และแบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวม มีรายละเอียดดังนี้

1) แบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าธรรมเนียม

พบความประหยัดจากขนาดในกองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย โดยกองทุนรวมประเทศมาเลเซียมีระดับการประหยัดจากขนาดมากที่สุด ส่วนกองทุนรวมประเทศไทยมีระดับความประหยัดจากขนาดน้อยที่สุด ส่วนความประหยัดจากขอบเขตพบในกองทุนรวมประเทศมาเลเซียในทุกนโยบายการลงทุน ส่วนกองทุนรวมประเทศไทยพบความประหยัดจากขอบเขตในกองทุนรวมตราสารทุนเท่านั้น ดังนั้นการเปิดเสรีซื้อขายกองทุนรวมในโครงการจัดการลงทุนต่างประเทศในกลุ่มอาเซียน (ASEAN CIS) ที่จะทำให้เกิดการลงทุนในภูมิภาค AEC มากยิ่งขึ้น กองทุนรวมที่จะได้รับประโยชน์จากความประหยัดจากขนาดและขอบเขต คือ ประเทศมาเลเซียที่จะสามารถลดค่าธรรมเนียมได้มากที่สุด ส่วนกองทุนรวมประเทศไทยกลับสามารถลดค่าธรรมเนียมได้น้อยที่สุด ซึ่งจะทำให้กองทุนรวมของไทยกระทบกับความสามารถในการแข่งขันระยะยาวได้

ปัจจัยอื่นๆ ที่กำหนดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการ ได้แก่ นโยบายการเก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุน นโยบายการเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุน ผลการดำเนินงาน นโยบายจ่ายเงินปันผล อายุของกองทุน อัตราซื้อขายหมุนเวียนหลักทรัพย์ กองทุนที่บริหารโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ นโยบายลงทุนในต่างประเทศ นโยบายการลงทุนของกองทุน และประเทศที่จัดตั้งกองทุน ซึ่งปัจจัยประเทศที่จัดตั้งกองทุนทำให้ทราบว่ากองทุนรวมประเทศไทยมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมการจัดการต่ำที่สุดใน AEC

2) แบบจำลองปัจจัยกำหนดผลการดำเนินงาน

พบว่ากองทุนที่มีค่าธรรมเนียมการจัดการและอัตราส่วนค่าใช้จ่ายที่สูงจะมีผลการดำเนินงานที่ดี ไม่ว่าจะวัดผลการดำเนินงานด้วยผลตอบแทนก่อนหรือหลังปรับความเสี่ยงก็ตาม นอกจากนี้พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยและมาเลเซีย ถ้ามีการปรับเปลี่ยนค่าธรรมเนียมการจัดการเพิ่มขึ้นจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในทางบวกในกองทุนรวมตราสารหนี้และผสมอย่างมีนัยสำคัญ

ปัจจัยอื่นๆ ที่กำหนดผลการดำเนินงาน ได้แก่ นโยบายการเก็บค่าธรรมเนียมการขาย นโยบายการเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืน ทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุน ทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. ที่พบว่าส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในกองทุนรวมประเทศไทย นอกจากนี้ยังมีปัจจัย อายุของกองทุน อัตราซื้อขายหมุนเวียนหลักทรัพย์ กองทุนที่บริหารโดยบลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ ที่ไม่พบว่ากองทุนที่อยู่ในเครือธนาคารฯ จะมีผลการดำเนินงานแตกต่างกับกองทุนที่ไม่อยู่ในเครือในกองทุนรวมประเทศไทย นอกจากนี้ยังมีปัจจัยนโยบายลงทุนในต่างประเทศ นโยบายการลงทุนของกองทุน และประเทศที่จัดตั้งกองทุน

หนึ่งในสาเหตุที่ทำให้ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมประเทศไทยลดลงได้คือการเพิ่มขึ้นของทรัพย์สินสุทธิของ บลจ. โดยสอดคล้องกับเหตุผลที่พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยไม่มีความประหยัดจากขอบเขต จากภาพที่ 4.1 พบว่าเมื่อ บลจ. มีทรัพย์สินสุทธิรวมที่ต้องดูแลมากขึ้น กลับไม่ได้เพิ่มผู้จัดการกองทุนตาม ทำให้ผู้จัดการกองทุนต้องดูแลทรัพย์สินสุทธิของกองทุนมากยิ่งขึ้น ส่งผลให้การบริหารกองทุนให้มีผลการดำเนินงานที่ดีเหมือนเดิมนั้นอาจทำได้ยากขึ้นตามไปด้วย

ลำดับ	รายชื่อบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน	จำนวนกองทุน [#Fund]	ทรัพย์สินสุทธิรวม (ล้านบาท) [MTNA]	จำนวนผู้จัดการกองทุน [#Mgr]	#Fund / #Mgr	MTNA/#Mgr
1	กสิกรไทย	174	873,114	51	3.41	17,120
2	ไทยพาณิชย์	231	791,073	45	5.13	17,579
3	กรุงไทย	126	438,740	20	6.30	21,957
4	บัวหลวง	67	416,298	16	4.19	26,019
5	เอ็มเอฟซี	100	226,491	33	3.03	6,863
6	กรุงศรี	97	215,898	23	4.22	9,387
7	ทหารไทย	63	194,620	7	9.00	27,803
8	ธนชาต	125	135,482	18	6.94	7,527
9	ยูโอบี	108	123,691	28	3.86	4,418
10	อเบอร์ดีน	22	43,735	8	2.75	5,467
11	แลนด์ แอนด์ เฮาส์	43	39,030	8	5.38	4,879
12	วอร์เรน	64	36,211	23	2.78	1,574
13	ทีเอสโก้	71	29,704	23	3.09	1,291
14	ซีไอเอ็มบี-พรินซิเพิล	59	27,026	15	3.93	1,802
15	ภัทร	32	26,274	10	3.20	2,627
16	แอลเซก พลัส	57	22,297	18	3.17	1,239
17	ฟินันซ่า	28	20,855	10	2.80	2,086
18	โซลาริส	22	15,459	3	7.33	5,153
19	แมนูไลฟ์	14	6,782	3	4.67	2,261
20	ฟิลลิป	10	1,423	2	5.00	711
21	เมย์แบงก์	6	759	4	1.50	190

ตารางที่ 4.1 จำนวนกองทุนและทรัพย์สินสุทธิรวมต่อจำนวนผู้จัดการกองทุน พ.ศ. 2557

3) แบบจำลองปัจจัยกำหนดทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุน

การปรับเพิ่มค่าธรรมเนียมการจัดการและอัตราส่วนค่าใช้จ่ายทำให้กองทุนรวมของไทยมีรายรับรวมเพิ่มขึ้นเนื่องจากความยืดหยุ่นที่ต่ำต่อการปรับเปลี่ยนค่าธรรมเนียมที่ต่ำของนักลงทุนไทย และถ้ากองทุนรวมประเทศไทยเพิ่มค่าธรรมเนียมจะทำให้รายรับรวมเพิ่มขึ้นสูงสุดถ้าเทียบกับกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียในกองทุนรวมตราสารหนี้และผสม ดังนั้นเพื่อให้รายรับรวมของ บลจ. เพิ่มขึ้น บลจ. จึงควรค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมตราสารหนี้และผสม

ปัจจัยอื่นๆ ที่กำหนดผลการดำเนินงาน ได้แก่ นโยบายการเก็บค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนที่พบผลกระทบด้านลบต่อทรัพย์สินสุทธิรวม นโยบายการเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อคืนหน่วยลงทุนที่พบผลกระทบด้านบวกต่อทรัพย์สินสุทธิรวม นอกจากนี้ยังมีปัจจัย ผลการดำเนินงาน กองทุนที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผล ทรัพย์สินสุทธิรวมของ บลจ. อัตราซื้อขายหมุนเวียนหลักทรัพย์ กองทุนที่บริหารโดย บลจ. ที่อยู่ในเครือธนาคารพาณิชย์ ที่พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยที่อยู่ในเครือธนาคารฯ จะมีทรัพย์สินสุทธิรวมมากกว่ากองทุนที่ไม่ได้อยู่ในเครือ นอกจากนี้ยังมีปัจจัย นโยบายลงทุนในต่างประเทศ นโยบายการลงทุนของกองทุน และประเทศที่จัดตั้งกองทุน ที่พบว่ากองทุนรวมประเทศไทยมีทรัพย์สินสุทธิรวมที่น้อยที่สุดใน AEC

4.2 ข้อเสนอแนะที่ได้รับจากงานวิจัย

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งนี้ แบ่งข้อเสนอแนะออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ข้อเสนอแนะต่อบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน และข้อเสนอแนะต่อนักลงทุน มีรายละเอียดดังนี้

1) ข้อเสนอแนะต่อบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน

บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) สามารถได้รับโอกาสจากการเปิดเสรีซื้อขายกองทุนในโครงการต่างๆ ดังเช่น โครงการจัดการลงทุนต่างประเทศในกลุ่มอาเซียน (ASEAN CIS) แต่ บลจ. ควรให้ความสำคัญกับความสามารถในการแข่งขันและการเพิ่มรายรับรวมของกองทุนเพื่อให้สามารถได้รับประโยชน์จากการเปิดเสรีได้อย่างเต็มที่

ความสามารถในการแข่งขันที่ควรพิจารณาคือ อัตราส่วนค่าใช้จ่าย จากผลการศึกษาพบว่ากองทุนรวมประเทศไทยมีระดับความประหยัดจากขนาดและความประหยัดจากขอบเขตน้อยที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับกองทุนรวมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซีย ดังนั้นการเปิดเสรีซื้อขายกองทุนที่จะทำให้เกิดการเพิ่มขึ้นของทรัพย์สินสุทธิรวมของกองทุนได้ตามทฤษฎีความได้เปรียบโดยเปรียบเทียบ (Comparative Advantage Theory) ดังนั้นกองทุนรวมของประเทศที่มีระดับความประหยัดจากขนาดและขอบเขตมากกว่าดังเช่น กองทุนรวมประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียย่อมได้เปรียบมากกว่าไทย เพราะสามารถลดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายได้โดยไม่

กระทบกับกำไรของกองทุน ดังนั้นการเพิ่มความประหยัดจากขนาดและจากขอบเขตจึงเป็นเรื่องสำคัญที่ บลจ. ไทยควรให้ความสำคัญเพิ่มเพิ่มความสามารถในการแข่งขันระยะยาวได้

จากผลการศึกษา การเพิ่มรายรับรวมของกองทุนนั้นสามารถทำได้โดยการเพิ่มอัตราส่วนค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมการจัดการ เพราะความยืดหยุ่นของนักลงทุนไทยหรือประเทศอื่นๆ ใน AEC มีความยืดหยุ่นต่อการปรับเปลี่ยนค่าธรรมเนียมที่ต่ำและอัตราส่วนค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมประเทศไทยก็มีระดับที่น้อยเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ใน AEC แต่การเพิ่มค่าธรรมเนียมนั้นจากผลการศึกษาทำให้ทราบได้ว่ากองทุนรวมควรมีผลการดำเนินงานที่ดีจึงจะสามารถเพิ่มค่าธรรมเนียมได้ ดังนั้นการเพิ่มผลการดำเนินงานพร้อมกับเพิ่มค่าธรรมเนียมจึงจะสามารถทำได้ และยังจะทำให้กองทุนรวมมีรายรับที่เพิ่มสูงขึ้นอีกด้วย

2) ข้อเสนอแนะต่อนักลงทุน

นักลงทุนควรให้ความสำคัญกับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายน้อยลง แต่ควรให้ความสำคัญกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมมากขึ้น เพราะจากความเชื่อของนักลงทุนส่วนใหญ่คิดว่า การเพิ่มอัตราส่วนค่าใช้จ่ายจะทำให้ผลการดำเนินงานของกองทุนลดลง แต่จากผลการศึกษากลับไม่ได้พบเช่นนั้น เพราะการเพิ่มอัตราส่วนค่าใช้จ่ายก็จะทำให้ค่าธรรมเนียมการจัดการเพิ่มมากขึ้นด้วย เพราะค่าธรรมเนียมการจัดการเป็นสัดส่วนที่มากที่สุด ในอัตราส่วนค่าใช้จ่าย ดังนั้นผู้จัดการกองทุนก็จะได้รับรายได้ที่มากขึ้นจากการเพิ่มอัตราส่วนค่าใช้จ่าย ซึ่งเป็นแรงจูงใจส่วนหนึ่งที่ทำให้ผู้จัดการกองทุนบริหารกองทุนให้มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นได้

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไปนั้น จากงานศึกษาฐานข้อมูลที่ใช้พบว่าบางตัวแปร เช่น อัตราซื้อขายหมุนเวียนหลักทรัพย์ไม่เปิดเผยข้อมูลในบางกองทุนหรือบางประเทศ หรือข้อมูลของกองทุนรวมประเทศอินโดนีเซียและฟิลิปปินส์ไม่มีข้อมูลย้อนหลังในทุกตัวแปร ดังนั้นถ้าในอนาคตมีฐานข้อมูลที่สามารถเปิดเผยข้อมูลได้ครบถ้วนสมบูรณ์มากยิ่งขึ้นก็จะทำให้งานศึกษาสามารถเปรียบเทียบกองทุนรวมประเทศอินโดนีเซียและฟิลิปปินส์กับกองทุนรวมประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซียได้ดีมากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ใน พ.ศ. 2555 ที่โครงการ ASEAN CIS ได้เริ่มก่อตั้งขึ้น โดยใน พ.ศ. 2557 ได้เริ่มมีกองทุนประเทศไทยที่เข้าร่วม 1 กองทุน ดังนั้นในอนาคตย่อมมีกองทุนรวมของไทยเข้าร่วมมากขึ้น ซึ่งจะทำให้สามารถศึกษาผลกระทบและผลประโยชน์จากโครงการ ASEAN CIS ต่อกองทุนรวมประเทศไทยได้ ดังนั้นจึงเป็นโอกาสที่สำคัญในการศึกษาถึงโครงการ ASEAN CIS ได้ครอบคลุมมากยิ่งขึ้น

บรรณานุกรม

- นันทพร มังสาทอง. 2555. การตัดสินใจของประชาชนเพื่อลงทุนในกองทุนรวมประหยัดภาษี แบบฝึกหัดการวิจัยปัญหาเศรษฐกิจปัจจุบัน. เชียงใหม่: มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- ปริญดา สุขเจริญสิน. 2557. โครงการศึกษาความพร้อมของอุตสาหกรรมกองทุนรวมของไทยภายใต้การแข่งขันในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (AEC). เอกสารวิจัย เสนอต่อสำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ.
- พิชิต อัคราทิตย์, สุรีย์พร ยะมะชิตะ, เจริญชัย เล็งศิริวัฒน์, สรพงษ์ ปรารธนาดี และธนิกุล ศรีศิริโรจนกร. 2554. สภาวะการแข่งขันในธุรกิจจัดการกองทุนไทย. เอกสารวิจัย เสนอต่อสำนักงานวิจัยและพัฒนาตลาดทุน สำนักงานคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์.
- วรรณรัตน์ รัญญกิตติกุล. 2555. ปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเลือกกองทุนรวมผ่านทางบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน. ภาคนิพนธ์คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- สมาคมบริษัทจัดการลงทุน. 2558. ข้อมูลและสถิติกองทุนรวม. ค้นวันที่ 1 เมษายน 2558 จาก http://oldweb.aimc.or.th/21_infostats_overview_index.php
- Alpert, N. B.; John, R. and Sana, S. 2013. **Global Fund Investor Experience**. The Global Fund Investor Experience Report. Chicago: Morningstar.
- Anagol, S. V.; Marisetty, R. Sane and Venugopal, B. 2012. Distribution Fees and Mutual Fund Flows: Evidence from a Natural Experiment in the Indian Mutual Funds Market. **American Economic Review**. 102 (1): 576-593.
- Anolli, M. and Giudice, A. D. 2008. Italian Open End Mutual Fund Costs. **Conference Paper on European Financial Management**. 7(1).
- Arshad, M. 2013. Determinants of Expense Ratio in Open End Funds of Pakistan. **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business**. 5(3).
- ASEAN Secretariat. 2013. **ASEAN Investment Report 2012: The Changing FDI Landscape**. S.I.: Association of Southeast Asian Nations.
- Cesari, R. and Panetta, F. 1998. **Fees and Performance of Italian Equity Funds**. Banca d'Italia, Temi di Discussione. 325.

- Chalmers, J. M. R.; Edelen, R. M. and Kadlec, G. B. 1999. Transaction-Cost Expenditures and the Relative Performance of Mutual Funds. **Journal of Finance**. 56: 2209-2236.
- Chance, D. M. and Ferris, S. P. 1991. Mutual Fund Distribution Fees: An Empirical Analysis of the Impact of Deregulation. **Journal of Financial Services Research**. 45: 25-42.
- Chen, H. L.; Jegadeesh, N. and Wermers, R. 2000. The Value of Active Mutual Fund Management: An Examination of the Stockholdings and Trades of Mutual Fund Managers. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. 35: 343-368.
- Collinan, C. P. and Bline, D. M. 2005. An Analysis of Mutual Fund Custodial Fees. **The Journal of Applied Business Research**. 21(1): 13-21.
- Díaz-Mendoza, A. C. and Martínez, M. A. 2009. **The Choice of Performance-Based Fees in the Mutual Fund Industry: the Case of Spain**. Investment Management and Financial Innovations. 6 (3): 7-17.
- Edelen, R.; Evans, R. and Kadlec, G. 2013. Shedding Light on "Invisible" Costs: Trading Costs and Mutual Fund Performance. **Financial Analysts Journal**. 69: 33-44.
- European Federation of Investment Funds and Companies. 2000. The State of European Investment Funds Industry. **FEFSI** (Disc). Retrieved November 1, 2015 from <http://www.fefsi.org>
- Freeman, J. P. and Brown, S. L. 2001. Mutual Fund Advisory Fees: The Cost of Conflicts of Interest. **Journal of Corporation Law**. 26: 609-673.
- Gao, B. K. and Livingston, M. 2008. **The Components of Mutual Fund Fees**. New York: University Salomon Center.
- Geranio, M. and Zanotti, G. 2005. Can Mutual Funds Characteristics Explain Fees?. **Journal of Multinational Financial Management**. 15: 354-376.
- Gil-Bazo, J. and Ruiz-Verdu, P. 2007. The Relation between Price and Performance in the Mutual Fund Industry. **Journal of Finance**. 64 (5): 2153-2183.
- Haslem, J. A. 2008. Why Do Mutual Fund Investors Employ Financial Advisors?. **The Journal of Investing**. 17 (4): 91-94.

- Haslem, J. A. 2013. Identifying Stewardship Mutual Funds for Individual Investors
Journal of Investing. Journal of Economics. 22 (1).
- Hausman, J. A. 1978. Specification Tests in Econometrics. *Econometrica.* 46 (6): 1251-1271.
- Ho, H. M. and Vasilopoulos, E. 2013. Association of Southeast Asian Nations (ASEAN) CIS framework. *Invest Fund Update.* 27 (1): 9-18.
- Kahn, V. 1994. The 12b-1 Hurdle. *Financial World.* 163: 82-87.
- Khorana, A.; Servaes, H. and Tufano, P. 2008. Mutual Fund Fees Around the World. *Journal of Financial Economics.* 46: 321-355.
- Khorana, A.; Servaes, H. and Tufano, P. 2008. Mutual Fund Fees Around the World. The *Review of Financial Studies.* 47 (2): 199-214.
- Korkeamaki, T. P. and Smythe, T. I. J. 2004. Effects of Market Segmentation and Bank Concentration on Mutual Fund Expenses and Returns: Evidence from Finland. *European Financial Management.* 10 (3): 413-438.
- Korpela, M. and V. Puttonen. 2006. Innovative Mutual Fund Pricing. *European Financial Management.* 12 (5): 725-746.
- LaPlante, M. 2001. Influences and Trends in Mutual Fund Expense Ratios. *The Journal of Financial Research.* 24 (1): 45-63.
- Latzko, D. A. 2012. Mutual Fund Economies of Scale: A Longitudinal Study, 1993-2011. *Business and Economics Division Pennsylvania State University, York Campus.* 22 (3): 331-339.
- Low, S. W. 2008. A Cross-Sectional Analysis of Malaysian Unit Trust Fund Expense Ratios. *Journal of Asset Management.* 9 (4): 270-277.
- Malhotra, D and McLeod, R. 1997. An Empirical Analysis of Mutual Fund Expenses. *The Journal of Financial Research.* 20 (2): 175-190.
- McLeod, R. and Malhotra, D. 1994. A Re-Examination of the Effect of 12B-1 Plans on Mutual Funds Expense Ratios. *The Journal of Financial Research.* 18 (2): 231-240.
- Murcia, I. C. 2011. **Spanish Mutual Fund Performance: An Analysis of the Determinants.** Working Paper, National Securities Market Commission.
- Ning, Z. 2005. **Cost of Time and Household Choice between Direct and Delegated Investment.** Working Paper, University of California.

- Rea, J. D.; Reid, B. K. and Millar, K. W. 1999. Operating Expense Ratios, Assets, and Economies of Scale in Equity Mutual Funds. **Investment Company Institute – ICI Perspective**. 5 (5): 1-15.
- Rompotis, G. G. 2009. Interfamily Competition on Index Tracking: The Case of the Vanguard ETFs and Index Funds. **Journal of Asset Management**. 10 (4): 263-278.
- Ruckman, K. 2003. Expense Ratios in North American Mutual Funds. **Canadian Journal of Economics**. 36: 192-223.
- Sharpe, W. F. 1966. Mutual Fund Performance. **Journal of Business**. 39 (S1): 119-138.
- Siggelkow, N. 1999. **Expense Shifting: An Empirical Study of Agency Costs in the Mutual Fund Industry**. Pennsylvania, PA.: Wharton School, University of Pennsylvania.
- Sirri, E. R. and Tufano, P. 1998. Costly Search and Mutual Fund Flows. **Journal of Finance**. 53: 1589-1622.
- Webster, D. C. 2002. **Mutual Fund Performance and Fund Age**. Working Paper, University of Oxford.
- Wongsurawat, W. 2011. Management Fees and Total Expenses of Mutual Funds in Thailand. **Journal of the Asia Pacific Economy**. 16 (1): 15-28.
- Zera, S. P. and Wenyuh, T. 2007. An Examination of Mutual Fund Expense Ratios Before and After the 2003 Mutual Fund Late-Trading Scandals. **Review of Business Research**. 7 (2): 1-8.

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ ชื่อสกุล

นายชวิน ชูสกุล

ประวัติการศึกษา

ศิลปศาสตรบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์
(เกียรตินิยมอันดับ 2) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีที่สำเร็จการศึกษา พ.ศ. 2554

ผลงานทางวิชาการ

พ.ศ. 2557
รางวัลผลงานวิจัยด้านตลาดทุนระดับเกียรติคุณ
สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย