

**ปัจจัยที่มีผลต่อการเติบโตของกองทุนรวม
ภายใต้โครงการจัดการลงทุนต่างประเทศในกลุ่มอาเซียน
Determinants of Mutual Fund Growth in ASEAN CIS**

บัญชา สีหะวงษ์ ปริญดา สุขเจริญสิน
Buncha Seehavong, Pariyada Sukcharoensin

คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
118 หมู่ 3 ถนนเสรีไทย แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร 10240
School of Development Economics, National Institute of Development Administration (NIDA)
118 Moo 3, Seri Thai Road, Klongchan, Bangkok, Bangkok 10240 Thailand
E-mail: pariyada.s@nida.ac.th

Received: August 2, 2018; Revised: October 3, 2018; Accepted: October 17, 2018

บทคัดย่อ

การศึกษานี้ได้ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมของประเทศในโครงการจัดการลงทุนต่างประเทศในกลุ่มอาเซียน (ASEAN Collective Investment Scheme: ASEAN CIS) ได้แก่ ประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศมาเลเซีย โดยเก็บข้อมูลแบบอนุกรมเวลาระหว่างปี 2554 – 2558 และใช้วิธีการประมาณสมการถดถอย โดยมีการศึกษาทั้งในรูปแบบของภาพรวมทุกประเทศและรายประเทศ ซึ่งในภาพรวมของ 3 ประเทศพบว่า อัตราเงินเฟ้อ มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด และปริมาณเงินในระบบที่เพิ่มขึ้นเป็นปัจจัยที่ทำให้การเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมเพิ่มมากขึ้น ส่วนอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลในทางตรงข้าม และเมื่อพิจารณาถึงความแตกต่างในแต่ละประเทศแล้วพบว่า ผลกระทบที่มวลรวมในประเทศที่เพิ่มสูงขึ้นเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ทำให้อุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศสิงคโปร์เติบโตขึ้น และยังพบว่าราคาของสินค้าโภคภัณฑ์ยังส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวม โดยที่ราคาทองคำที่เพิ่มสูงขึ้นส่งผลให้การเติบโตของกองทุนรวมในประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียลดลง ส่วนราคาน้ำมันดิบส่งผลให้การเติบโตของกองทุนรวมในประเทศไทยลดลง แต่ทำให้อุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศมาเลเซียมีการเติบโตมากขึ้น จากความแตกต่างของประเทศที่นำเข้าและประเทศที่ส่งออกน้ำมัน

คำสำคัญ: กองทุนรวม โครงการจัดการลงทุนต่างประเทศในกลุ่มอาเซียน ปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์มหภาค

Abstract

This study aims to investigate the factors determining growth of mutual fund industries under the ASEAN Collective Investment Scheme (ASEAN CIS) which are Thailand, Singapore, and Malaysia. The time-series data between 2011 and 2015 are employed to analyze both full and individual samples through regression analysis. From the empirical results of full sample consisting of three countries, inflation rate, stock market capitalization, and money supply are positively significant with mutual fund growth while opposite direction has been found with exchange rate. Further investigation of individual country, GDP is significant variable in Singapore mutual fund industry. When GDP increases, Singapore mutual funds grows. On the other hand, gold price is negatively related to mutual fund growth in Singapore and Malaysia while crude oil price is negatively related to Thai mutual fund growth but shows positive effect in Malaysia.

Keywords: ASEAN CIS, Macroeconomics Factor, Mutual Fund Growth

Paper type: Research

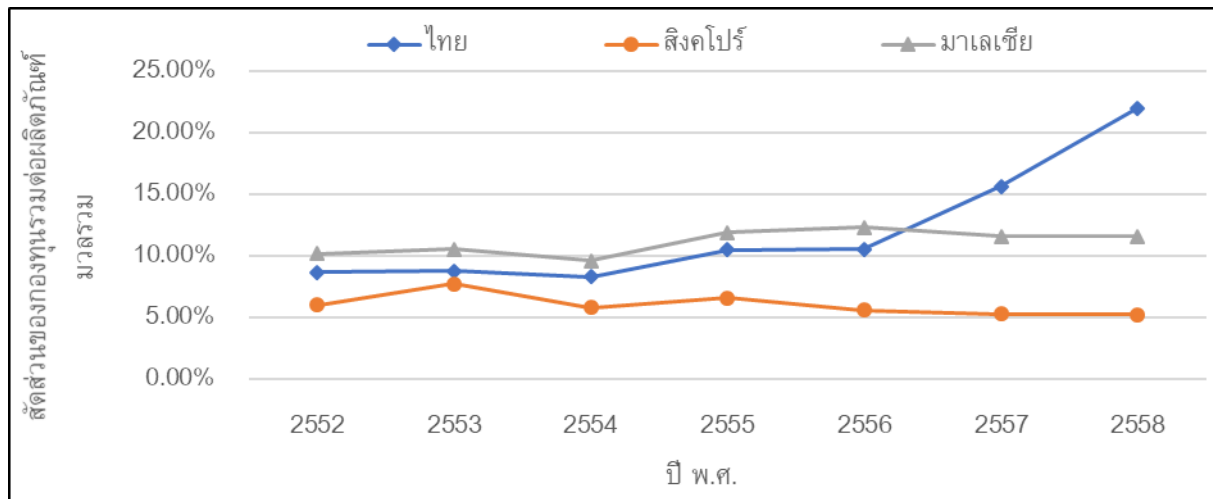


1. บทนำ

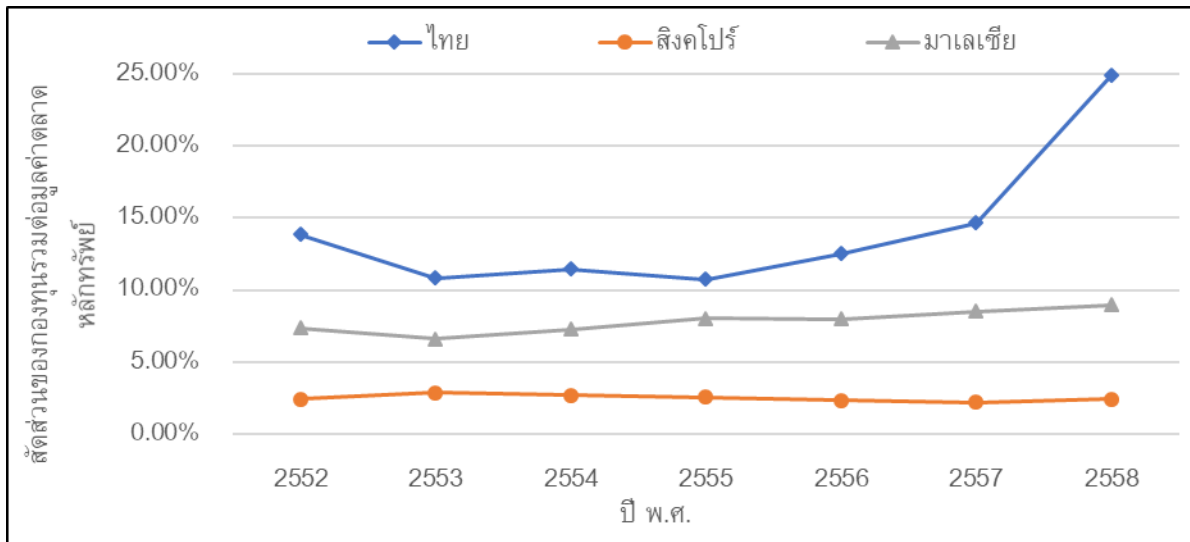
กองทุนรวม (Mutual Fund) นับเป็นอีกหนึ่งทางเลือกการลงทุนในปัจจุบัน ที่มีความสำคัญสำหรับผู้ที่ต้องการลงทุน โดยการลงทุนผ่านกองทุนรวมนั้น ผู้ลงทุนจะนำเงินที่ตนต้องการลงทุนไปซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนที่ผู้ลงทุนให้ความสนใจและต้องการลงทุน โดยผู้ลงทุนจะเลือกกองทุนรวมที่มีเป้าหมายการลงทุนและระดับความเสี่ยงตามที่ผู้ลงทุนสนใจ หลังจากนั้นกองทุนจะนำเงินที่ได้ไปลงทุนต่อ เช่น ลงทุนในตราสารทุน (Stock) ตราสารหนี้ (Bond) หรือ อสังหาริมทรัพย์ (Real Estate) เป็นต้น เพื่อให้ได้ผลตอบแทนจากการลงทุนผ่านทรัพย์สินดังกล่าวตามเป้าหมายที่กำหนด โดยที่กองทุนจะดำเนินการลงทุนตามระเบียบและนโยบายของกองทุนที่ได้กำหนดไว้ในโครงการจัดการ ซึ่งการลงทุนผ่านกองทุนรวมจะทำให้เกิดการรวมตัวของเงินจากนักลงทุนจำนวนมาก และเป็นแหล่งเงินทุนที่มีขนาดใหญ่ โดยที่การลงทุนในกองทุนรวมนั้นมีความเหมาะสมสำหรับนักลงทุนที่มีความต้องการลงทุน แต่มีความรู้เกี่ยวกับการลงทุนไม่มากนัก ซึ่งผู้ลงทุนสามารถเลือกรูปแบบของการลงทุนได้ตามความสามารถในการรับความเสี่ยงของผู้ลงทุน อีกทั้งการลงทุนในกองทุนรวมในปัจจุบันยังสามารถเริ่มต้นลงทุนได้โดยใช้เงินลงทุนไม่มากนัก ด้วยเหตุนี้ ทำให้การลงทุนในกองทุนรวมเป็นที่

นิยมมากยิ่งขึ้น ส่งผลให้เกิดการเพิ่มขึ้นของจำนวนกองทุนรวมและบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน และที่สำคัญทำให้เกิดการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวม

การเพิ่มขึ้นของปริมาณการลงทุนในอุตสาหกรรมกองทุนรวมส่งผลให้กองทุนรวมมีการเติบโตและมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง สังเกตได้จากรูปที่ 1 ซึ่งแสดงให้เห็นถึงสัดส่วนของกองทุนรวมต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในแต่ละประเทศ โดยจะเห็นได้ว่าอุตสาหกรรมกองทุนรวมมีการเติบโตเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศไทย ที่มีการเติบโตจากร้อยละ 10.5 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในปี 2556 มาเป็นร้อยละ 22 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในปี 2558 และไม่เพียงแต่ความสำคัญของกองทุนรวมต่อภาคเศรษฐกิจเท่านั้น การเติบโตของกองทุนรวมมีส่วนสำคัญต่อการพัฒนาการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ด้วยเช่นเดียวกัน โดยจากภาพที่ 2 จะเห็นได้ว่า สัดส่วนของกองทุนรวมต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศไทยที่มีการเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 11 ในปี 2555 เป็นร้อยละ 15 ในปี 2557 และร้อยละ 25 ในปี 2558 ซึ่งเป็นการเติบโตอย่างก้าวกระโดด ในขณะเดียวกัน ในประเทศมาเลเซียก็มีสัดส่วนของกองทุนรวมต่อมูลค่าตลาดที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น (Sukcharoensin, 2017)



ภาพที่ 1 สัดส่วนของกองทุนรวมต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในแต่ละประเทศ
ที่มา: (Sukcharoensin, 2017)



ภาพที่ 2 สัดส่วนของกองทุนรวมต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ

ที่มา : (Sukcharoensin, 2017)

สำหรับการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมนั้นส่งผลให้เกิดปริมาณการลงทุนที่เพิ่มมากขึ้นในตลาดทุน และยังทำให้มีแหล่งเงินทุนที่เพิ่มมากขึ้นเพื่อใช้สำหรับการลงทุนและการพัฒนาประเทศ โดยที่การเติบโตของการลงทุนมีความสำคัญอย่างมากต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศที่กำลังพัฒนา ซึ่งในทางทฤษฎีและในการศึกษาที่ผ่านมา (Sukcharoensin, 2017) แสดงให้เห็นว่าการลงทุนเป็นส่วนที่ทำให้เกิดการเติบโตทางเศรษฐกิจ ด้วยเหตุนี้การเพิ่มปริมาณการลงทุนจึงถือได้ว่าเป็นเป้าหมายหลักและความต้องการของประเทศสำหรับการพัฒนาเศรษฐกิจ แต่ในความเป็นจริงแล้วการเพิ่มปริมาณการลงทุนในตลาดทุนนั้นทำได้ค่อนข้างยาก เนื่องจากการให้ความรู้และความเข้าใจกับผู้ที่มีความต้องการลงทุนแต่ไม่มีความรู้ เป็นสิ่งที่ทำได้ยากและมีต้นทุนที่สูง และการจะเข้าไปลงทุนในตลาดทุนนั้นจำเป็นต้องใช้เงินจำนวนมาก อีกทั้งการลงทุนในตลาดทุนนั้นมีความเสี่ยงที่สูง ทำให้นักลงทุนหรือผู้ที่ต้องการลงทุนไม่กล้าที่จะเข้าไปลงทุนในตลาดทุน ดังนั้น การลงทุนในกองทุนรวม จึงถือได้ว่าเป็นทางเลือกที่สำคัญในการเพิ่มปริมาณการลงทุนในตลาดทุน เนื่องจากความสะดวกในการลงทุน ใช้เงินลงทุนต่ำ และผู้ลงทุนสามารถเลือกลงทุนในระดับความเสี่ยงที่ตนเองรับได้ จึงทำให้การลงทุนในกองทุนรวมเป็นทางเลือกสำหรับการลงทุนอีกทางหนึ่งที่เป็นส่วนช่วยในการเพิ่มปริมาณการลงทุนในตลาดทุน อีกทั้งในการศึกษาของ Chaisrisawatsuk และ Chaisrisawatsuk (2013) ได้แสดงให้เห็นด้วยว่า กองทุนรวมไม่ได้ส่งผลต่อการเติบโตของการลงทุนเพียงอย่างเดียว แต่ส่งผลต่อการพัฒนาของเศรษฐกิจและการบริโภคด้วยเช่นเดียวกัน ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความสำคัญของกองทุนรวมมากยิ่งขึ้น

ในปัจจุบันการลงทุนในกองทุนรวมมีการเปิดกว้างมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการทำข้อตกลงเกี่ยวกับการเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมข้ามประเทศ ภายใต้โครงการจัดการ

ลงทุนต่างประเทศในกลุ่มอาเซียน(ASEAN Collective Investment Scheme: ASEAN CIS) ซึ่งเป็นหนึ่งในโครงการที่ผลักดันการพัฒนาความเชื่อมโยงตลาดทุนในอาเซียน โดยเริ่มจากสามประเทศ ได้แก่ ประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศมาเลเซีย ภายใต้โครงการดังกล่าวจะส่งผลให้นักลงทุนของทั้งสามประเทศมีทางเลือกในการลงทุนเพิ่มมากยิ่งขึ้น โดยมีเป้าหมายเพื่อช่วยพัฒนาและยกระดับการลงทุนของประเทศสมาชิกให้ดียิ่งขึ้น

จะเห็นได้ว่ากองทุนรวมในปัจจุบันมีความสำคัญเพิ่มมากยิ่งขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการเพิ่มปริมาณการลงทุนในตลาดทุนหรือการพัฒนาประเทศ รวมถึงการเปลี่ยนแปลงของโลกในปัจจุบันที่ทำให้การลงทุนข้ามประเทศเป็นไปได้ง่ายยิ่งขึ้น แต่ทว่า การศึกษาเกี่ยวกับกองทุนรวมที่มีอยู่ในปัจจุบัน มุ่งเน้นไปที่การศึกษาภายในประเทศใดประเทศหนึ่งเป็นส่วนใหญ่ ในขณะที่การศึกษาที่เปรียบเทียบระหว่างอุตสาหกรรมกองทุนรวมของแต่ละประเทศที่มีอยู่ในปัจจุบัน เป็นการศึกษาในกลุ่มประเทศที่มีเศรษฐกิจขนาดใหญ่ อย่างเช่น สหรัฐอเมริกาและกลุ่มประเทศในยุโรป แต่ยังไม่มีการศึกษาในกลุ่มประเทศ ASEAN CIS ดังนั้น การศึกษาเพื่อหาปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในครั้งนี้จึงมุ่งเน้นไปที่การศึกษาในกลุ่มประเทศสมาชิก ASEAN CIS ทั้งสามประเทศ ได้แก่ ประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศมาเลเซีย เพื่อนำไปใช้ในการพัฒนากลยุทธ์สำหรับพัฒนาการลงทุนในกองทุนรวมและพัฒนาการลงทุนในตลาดทุน ให้เกิดการพัฒนาด้านเศรษฐกิจของประเทศ

2. วัตถุประสงค์ในการวิจัย

เพื่อวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในแต่ละประเทศ รวมถึงศึกษาถึงความแตกต่างของปัจจัยที่จะส่งผลต่อการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศสมาชิก ASEAN CIS

3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

สำหรับการศึกษาเพื่อหาปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวม ได้มีการศึกษาเพื่อเปรียบเทียบปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวมในแต่ละประเทศ อย่างเช่น การศึกษาของ Fernando, Klapper, Sulla and Vittas (2003) ซึ่งเป็นการศึกษาเปรียบเทียบปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวมในประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนาทั่วโลก ซึ่งแสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนเป็นส่วนที่ทำให้เกิดการเติบโตของกองทุนรวมไม่ว่ากองทุนรวมดังกล่าวจะอยู่ในประเทศที่พัฒนาแล้วหรือประเทศกำลังพัฒนา แต่ในขณะเดียวกันผลิตภัณฑ์มวลรวมหรือรายได้ต่อคนกลับส่งผลมากในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งแตกต่างจากการศึกษาของ Klapper, Sulla and Vittas (2004) ที่ทำการศึกษารูปแบบเดียวกันในปีต่อมา ที่แสดงให้เห็นว่าสำหรับประเทศพัฒนาแล้วปัจจัยที่เป็นลักษณะเฉพาะของกองทุนรวม เป็นปัจจัยที่ส่งผลทำให้เกิดการเติบโตของกองทุนรวม ส่วนประเทศที่กำลังพัฒนาปัจจัยที่เป็นปัจจัยระดับประเทศเป็นสิ่งที่ทำให้เกิดการเติบโตของกองทุนรวม ดังนั้น การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวม จึงไม่เพียงแต่จะมีการศึกษาเฉพาะปัจจัยที่เป็นลักษณะของกองทุนรวมเท่านั้น หากแต่ยังมีการศึกษาที่เป็นการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่เป็นปัจจัยในระดับประเทศที่ส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวมด้วย

Fernando et al. (2003) ได้ทำการศึกษากการเติบโตของกองทุนรวมทั่วโลกนั้นได้ให้ความเห็นไว้ว่า การศึกษาที่ผ่านมาเน้นการศึกษาในส่วนของปัจจัยจุลภาคอยู่มาก เช่นเดียวกับ Lemeshko and Rejnuš (2014) ที่มีความเห็นเช่นเดียวกัน จึงได้ทำการศึกษากปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวมในกลุ่มประเทศยุโรปกลางและยุโรปตะวันออก โดยเลือกใช้ปัจจัยระดับประเทศหรือปัจจัยระดับมหภาคในการศึกษา ซึ่งผลการศึกษาก็ได้แสดงให้เห็นว่า รายได้ต่อหัวของประชากร การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ หนี้สินของภาครัฐและทรัพย์สินของธนาคารพาณิชย์ภายในประเทศ มีผลต่อการเติบโตของกองทุนรวม ในขณะที่ ความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์และอัตราดอกเบี้ยส่งผลในทิศทางตรงกันข้าม เช่นเดียวกับการศึกษาของ Varga and Wengert (2010) ที่ทำการศึกษาในประเทศบราซิล ซึ่งแสดงให้เห็นว่าสำหรับประเทศบราซิลแล้ว อัตราดอกเบี้ย และความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการเติบโตของกองทุนรวม รวมไปถึงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินเรียลบราซิลและสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐก็ส่งผลให้เกิดการหดตัวในกองทุนรวมเช่นเดียวกัน แต่ทว่าผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศบราซิลกลับไม่มีความสัมพันธ์ต่อการเติบโตของกองทุนรวม ในขณะที่การศึกษาของ Sethapramote (2013) กลับบอกไว้ว่า สำหรับประเทศไทยแล้วผลิตภัณฑ์มวลรวมเป็นส่วนสำคัญที่ทำให้เกิดการเติบโตของกองทุนรวม และในการศึกษาของ Kopsch, Song and Wilhelmsson (2013) ที่ศึกษาในประเทศสวีเดน แสดงให้เห็นว่าอัตราแลกเปลี่ยนเป็นส่วนที่ทำให้เกิดการเติบโตของกองทุนรวมในประเทศสวีเดนส่วนดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์นั้น

ส่งผลในทิศทางตรงกันข้าม แต่สำหรับการศึกษาในประเทศอินเดียของ Kumar and Dash (2008) แสดงให้เห็นว่า ไม่เพียงแต่อัตราแลกเปลี่ยน ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ และอัตราเงินเฟ้อเท่านั้นที่ส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวม แต่ราคาของน้ำมันดิบในตลาดโลกก็ส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวมเช่นเดียวกัน

จากการที่ Fernando et al. (2003) และ Lemeshko and Rejnuš (2014) ได้กล่าวไว้ว่า การศึกษาปัจจัยในระดับมหภาคที่ส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวมยังมีไม่มากนัก อีกทั้งในการศึกษาของ Korpela and Puttonen (2005), Varga and Wengert (2010), Kopsch, Song and Wilhelmsson (2013) และ Kumar and Dash (2008) ต่างก็แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างตลาดทุนกับกองทุนรวม ดังนั้น จึงได้ทำการศึกษากงานวิจัยที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับตลาดทุน ซึ่งคาดหวังว่าปัจจัยมหภาคที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนจะส่งผลต่อกองทุนรวมเช่นเดียวกัน การศึกษาของ Rahman, Sidek and Tofri (2009) แสดงให้เห็นว่า อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน รวมถึงปริมาณเงินในระบบ รวมถึงดัชนีภาคการผลิตในอุตสาหกรรมส่งผลต่อการเติบโตของตลาดทุนในระยะยาวต่อประเทศมาเลเซีย และในการศึกษาของ Yartey (2008) ซึ่งศึกษาในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาแอฟริกาได้กว่า 42 ประเทศ แสดงให้เห็นว่า ผลิตภัณฑ์มวลรวม การลงทุน การพัฒนาของภาคธนาคารพาณิชย์ เงินลงทุนส่วนบุคคล และสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์เป็นปัจจัยที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของตลาดทุน รวมถึงความมั่นคงทางการเมืองและกฎหมาย เช่นเดียวกับการศึกษาของ Garcia and Liu (2009) ที่ศึกษาปัจจัยมหภาคที่ส่งผลต่อการเติบโตของตลาดทุนในประเทศมาเลเซียและผลิตภัณฑ์มวลรวมส่งผลให้เกิดการเติบโตของตลาดทุน อีกทั้งการพัฒนาทางด้านการเงิน และสภาพคล่องของตลาดทุนเป็นส่วนที่ทำให้ตลาดทุนมีการเติบโตเช่นกัน

จากการศึกษากงานวิจัยที่ได้เลือกใช้ปัจจัยระดับประเทศหรือปัจจัยมหภาค ที่ได้มีการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง Klapper, Sulla and Vittas (2004), Kumar and Dash (2008), Varga and Wengert (2010), Kopsch, Song and Wilhelmsson (2013) และ Lemeshko and Rejnuš (2014) ได้แสดงให้เห็นว่า ผลิตภัณฑ์มวลรวม อัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยน ดัชนีราคาหลักทรัพย์ เป็นปัจจัยในระดับมหภาคที่ทำให้เกิดการเติบโตของกองทุนรวม อีกทั้งการศึกษาของ Lemeshko and Rejnuš (2014) แสดงให้เห็นด้วยว่า สินทรัพย์สุทธิของธนาคารพาณิชย์ในประเทศ โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศยุโรปกลางและยุโรปตะวันออก และในการศึกษาของ Kumar and Dash (2008) ได้แสดงให้เห็นเช่นกันว่า ราคาของสินค้าโภคภัณฑ์ อย่างเช่น ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกต่างมีส่วนสำคัญที่ทำให้เกิดการเติบโตของกองทุนรวม

จะสังเกตได้ว่า การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการเติบโตของกองทุนรวมโดยส่วนใหญ่แล้ว จะมีการหยิบยกปัจจัยที่มีลักษณะใกล้เคียงกันมาทำการศึกษากในกลุ่มตัวอย่างที่แตกต่างกัน ซึ่ง ผลิตภัณฑ์มวลรวม อัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยน จะเป็นปัจจัยที่มักจะถูกนำมาใช้ในการศึกษา และจาก

การศึกษาจะสังเกตได้ว่า การศึกษาโดยส่วนใหญ่นั้นจะเป็นการศึกษาในกลุ่มประเทศขนาดใหญ่ อย่างเช่น ประเทศสหรัฐอเมริกาหรือกลุ่มประเทศในทวีปยุโรป มีบางการศึกษาที่ได้ทำการศึกษาในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาอย่าง แอฟริกา หรือกลุ่มประเทศอาราบิก ในขณะที่การศึกษาดังกล่าวในกลุ่มประเทศที่อยู่ในประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนยังมีอยู่น้อยมาก อีกทั้งการศึกษาต่างๆ ยังแสดงให้เห็นผลของการศึกษาที่ไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ด้วยเหตุผลดังกล่าว จึงเป็นที่น่าสนใจว่า สำหรับกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาและเป็นตลาดเปิดใหม่ของกองทุนรวมอย่าง ASEAN CIS รวมไปถึงกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนแล้ว จะมีปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลต่อการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวม

4. วิธีการดำเนินงานวิจัย

การศึกษานี้เป็นการวิเคราะห์ปัจจัยระดับประเทศหรือปัจจัยมหภาคที่ส่งผลต่อการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในแต่ละประเทศ โดยได้ทำการศึกษาทั้งในกลุ่มประเทศสมาชิก ASEAN CIS ทั้ง 3 ประเทศ โดยใช้ข้อมูลของอุตสาหกรรมกองทุนรวมและตัวเลขทางเศรษฐกิจที่คาดว่าจะส่งผลให้เกิดการเติบโตของกองทุนรวม ซึ่งได้ใช้ข้อมูลในรูปของอนุกรมเวลารายไตรมาสเป็นระยะเวลา 5 ปี จากไตรมาสที่ 1 ปี 2554 จนถึงไตรมาสที่ 4 ปี 2558 และสำหรับข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ถูกนำมาทดสอบปัญหา Heteroscedasticity และ Serial-Correlation และทำการปรับปรุงข้อมูลเพื่อไม่ให้เกิดปัญหา ก่อนที่นำข้อมูลดังกล่าวไปทำการทดสอบปัญหา Spurious Regression และทำการศึกษาต่อไป

ในส่วน ของวิธีการที่ใช้สำหรับการศึกษปัจจัยระดับประเทศหรือปัจจัยมหภาคที่ส่งผลต่อการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในโครงการจัดการลงทุนต่างประเทศในกลุ่มอาเซียนในครั้งนี้ ในการศึกษาในภาพรวมของ 3 ประเทศ เลือกใช้วิธีการศึกษาแบบ Panel Model ซึ่งได้เลือกใช้วิธีการประมาณค่าแบบผลกระทบคงที่ (Fixed Effect Regression Model) หรือผลกระทบแบบสุ่ม (Random Regression Model) หรือการวิเคราะห์โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Pooled OLS Regression) โดยผ่านการวิเคราะห์เพื่อหาวิธีการประมาณที่เหมาะสมด้วย Hausman Test และ Breusch-Pagan Lagrange Multiple test เพื่อให้ได้วิธีการประมาณค่าที่มีความเหมาะสมที่สุด ส่วนการศึกษาในรายประเทศจะใช้วิธีการกำลังสองน้อยที่สุด เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยระดับประเทศหรือปัจจัยมหภาคกับการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในแต่ละประเทศ

สำหรับข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยระดับประเทศหรือปัจจัยมหภาคที่ส่งผลต่อการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในครั้งนี้ ถูกจัดให้อยู่ในรูปของการเปลี่ยนแปลง เพื่อให้สะดวกในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยที่ แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาและการวิเคราะห์ปัจจัยระดับประเทศหรือปัจจัยมหภาคที่ส่งผลกระทบท่อการเติบโตของกองทุนรวมสามารถแสดงได้ดังสมการที่ (1)

$$GROWTH_i = \beta_0 + \beta_1 GDP_i + \beta_2 INF_i + \beta_3 INR_i + \beta_4 MKT_i + \beta_5 MS_i + \beta_6 EXR_i + \beta_7 GP_i + \beta_8 OIL_i + \epsilon \quad (1)$$

โดยที่ $GROWTH_i$ แทนการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมของประเทศ i ในช่วงเวลา t , GDP_i แทนการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ i ในช่วงเวลา t , INF_i แทนการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อของประเทศ i ในช่วงเวลา t , INR_i แทนการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยของประเทศ i ในช่วงเวลา t , MKT_i แทนการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตลาดในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศ i ในช่วงเวลา t , MS_i แทนการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินในระบบของประเทศ i ในช่วงเวลา t , EXR_i แทนการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศ i ต่อสกุลเงิน USD ในช่วงเวลา t , GP_i แทนการเปลี่ยนแปลงของราคาทองคำในตลาดลอนดอนในช่วงเวลา t , OIL_i แทนการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกในช่วงเวลา t , $\beta_0 - \beta_{10}$ แทนค่าสัมประสิทธิ์, ϵ คือ ค่าความคลาดเคลื่อนและ i แทนประเทศทั้ง 3 ประเทศ

สำหรับสมการที่ใช้ในการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยระดับประเทศหรือปัจจัยมหภาคกับการเติบโตของกองทุนรวม ซึ่งได้อ้างอิงปัจจัยต่างๆ มาจากงานวิจัยก่อนหน้านี้ที่ได้ศึกษาปัจจัยเหล่านี้ที่ส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวมในกลุ่มเขตเศรษฐกิจหรือกลุ่มประเทศอื่นๆ โดยที่ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (GDP) เป็นปัจจัยที่ทุกๆ การศึกษาได้ให้ความสำคัญและนำมาใช้ในงานวิจัย เนื่องจากผลิตภัณฑ์มวลรวมเป็นหนึ่งในตัวชี้วัดการเติบโตทางเศรษฐกิจ ที่แสดงให้เห็นถึงสถานะทางเศรษฐกิจของแต่ละประเทศ ซึ่งหากเป็นไปตามทฤษฎีแล้วการเติบโตของเศรษฐกิจของแต่ละประเทศย่อมส่งผลให้เกิดการเติบโตของตลาดเงินและตลาดทุนด้วย และที่สำคัญการเติบโตของเศรษฐกิจอาจส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวมด้วยเช่นเดียวกัน (Sethapramote, 2013) ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมจึงควรมีทิศทางเดียวกันกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ (Positive) เช่นเดียวกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อ (INF) ที่ค่าความสัมพัทธ์กับการเติบโตของกองทุนรวมในทิศทางเดียวกัน (Positive) จากการที่เมื่อเงินเฟ้อภายในประเทศเพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้เกิดความต้องการในการออมและการลงทุนเพิ่มมากขึ้น เพื่อเป็นการปกป้องมูลค่าของเงินของนักลงทุน และในอีกด้านหนึ่ง การเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อในระดับที่พอเหมาะ แสดงให้เห็นถึงสถานะเศรษฐกิจของประเทศนั้นๆ ที่กำลังขยายตัวอีกด้วย (Kumar & Dash, 2008) จึงคาดเดาได้ว่าอัตราเงินเฟ้อเป็นส่วนสำคัญที่ทำให้เกิดการเติบโตของกองทุนรวม แตกต่างจากการคาดการณ์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย (INR) ที่เมื่ออัตราดอกเบี้ยเพิ่มมากขึ้นส่งผลให้เกิดการลงทุนที่ลดน้อยลง (Negative) จากการที่นักลงทุนปรับเปลี่ยนการลงทุนจากเดิมที่เคยลงทุนในกองทุนรวม ไปลงทุนในสินทรัพย์ที่ได้รับผลประโยชน์จากการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ย อย่างเช่นการลงทุนในตั๋วเงินคลังหรือพันธบัตรรัฐบาลโดยตรง

(Varga & Wengert, 2018) โดยการศึกษาในครั้งนี้ได้เลือกใช้อัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลังของทุกประเทศเป็นตัวแทนของอัตราดอกเบี้ย

ในการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวม ได้วิเคราะห์ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนของประเทศ ซึ่งมูลค่าตลาดของตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ (MKT) เป็นปัจจัยสำคัญที่นำมาพิจารณาเหมือนกับการศึกษางานวิจัยก่อนหน้านี้ การเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศแสดงให้เห็นถึงการเพิ่มขึ้นของความต้องการที่จะลงทุนของนักลงทุน ในขณะที่เดียวกัน ส่งผลต่อกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตลาดหุ้น (Lemeshko & Rejnuš, 2014) ซึ่งปัจจัยเหล่านี้จะส่งผลต่อนักลงทุนให้เข้ามาลงทุนในกองทุนรวมมากยิ่งขึ้น จึงคาดเดาได้ว่าการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าของตลาดหลักทรัพย์จะส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวมในทิศทางเดียวกัน

ส่วนการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินในระบบ (MS) ที่เมื่อปริมาณเงินในระบบเพิ่มมากยิ่งขึ้น ก็จะส่งผลต่อปริมาณความต้องการในการลงทุนเพิ่มมากยิ่งขึ้นด้วย (Rahman, Sidek & Tofri, 2009) ดังนั้นสมมติฐานของการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินในระบบ (MS) ต่อการเติบโตของกองทุนรวมจึงคาดว่าจะไปในทิศทางเดียวกัน (Positive) โดยการศึกษาในครั้งนี้ได้ใช้ปริมาณเงินตามความหมายแคบ (Narrow Money) เป็นตัวแทนของปริมาณเงินในระบบ

ในภาคของต่างประเทศก็เป็นส่วนสำคัญที่คาดว่าจะส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวม โดยสำหรับการศึกษาในครั้งนี้ได้เลือกใช้การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินสกุลภายในของแต่ละประเทศเทียบกับเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ (EXR) ซึ่งเมื่อมีค่าเพิ่มมากขึ้นแสดงถึง ค่าเงินในประเทศอ่อนค่าลง เกิดจากการที่เงินไหลออกจากประเทศ (Varga & Wengert, 2010)

ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินสกุลภายในประเทศกับเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐคาดว่าจะส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนในทิศทางตรงกันข้าม (Negative)

ในการศึกษางานวิจัยก่อนหน้านี้จะเห็นได้ว่า ในบางประเทศราคาของสินค้าโภคภัณฑ์ ทั้ง ราคาทองคำในตลาดลอนดอน (GP) และราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก (OIL) เป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่คาดว่าจะปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวม ซึ่งปัจจัยทั้งสองเป็นปัจจัยที่นักลงทุนจะให้ความสนใจและจะเลือกลงทุนเพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนในสภาวะที่เศรษฐกิจตกต่ำ (Kumar & Dash, 2008) ทำให้สามารถคาดเดาได้ว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาทองคำในตลาดลอนดอนและการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกจะส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวมในทิศทางตรงกันข้าม

ตารางที่ 1 ภาพรวมข้อมูลระดับประเทศหรือข้อมูลมหภาคของทั้งสามประเทศ

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	
ประเทศไทย	GROWTH	0.0272	0.0257	-0.035	0.1119	0.0467
	GDP	0.0146	0.0069	-0.087	0.2411	0.0659
	INF	-0.0532	-0.0399	-1.4495	1.2614	0.4824
	INR	-0.02	-0.0181	-0.1912	0.2227	0.0934
	MKT	0.0228	0.0029	-0.1187	0.172	0.0809
	MS	0.0191	0.0218	-0.0051	0.0509	0.0153
	EXR	0.0097	0.0085	-0.4312	0.0768	0.0303
ประเทศสิงคโปร์	GROWTH	-0.0098	0.0007	-0.1048	0.0355	0.0367
	GDP	0.0056	0.0024	-0.0094	0.0305	0.0095
	INF	0.0007	0.0001	-0.0112	0.0199	0.0067
	INR	0.0029	-0.0002	-0.0062	0.0199	0.0079
	MKT	0.0082	0.0062	-0.1485	0.2369	0.0799
	MS	0.0127	0.0166	-0.0164	0.0353	0.0146
	EXR	0.0053	-0.0001	-0.0298	0.0505	0.0235
ประเทศมาเลเซีย	GROWTH	0.0704	0.0337	-0.0218	0.3635	0.1073
	GDP	0.016	0.0234	-0.042	0.0587	0.028
	INF	0.0061	0.0057	-0.0107	0.0175	0.0057
	INR	0.0079	0.0022	-0.0177	0.0713	0.0212
	MKT	0.015	0.0238	-0.1266	0.0958	0.053
	MS	0.0192	0.0161	-0.0049	0.0452	0.0137
	EXR	0.0187	0.0078	-0.0291	0.1088	0.0363
GP	-0.0102	-0.0114	-0.1323	0.1285	0.0567	
OIL	-0.0365	-0.0085	-0.036	0.1676	0.1177	

5. ผลการวิจัย

การศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีผลต่อการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในโครงการจัดการลงทุนต่างประเทศในกลุ่มอาเซียนในครั้งนี้ ได้มีการเก็บข้อมูลแบบทิวภูมิ จากฐานข้อมูล Morningstar, Thomson Reuters Eikon และ CEIC เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ เป็นการเก็บข้อมูลของ 3 ประเทศที่ใช้ทำการทดสอบ ได้แก่ ประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศมาเลเซีย ทำให้การใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูลใดฐานข้อมูลหนึ่งเพียงฐานเดียวไม่เพียงพอที่จะใช้สำหรับการศึกษาในครั้งนี้ โดยสกุลเงินที่ใช้สำหรับการศึกษาในครั้งนี้ ได้เลือกใช้สกุลเงินหลักของแต่ละประเทศสำหรับการศึกษา เพื่อเป็นการขจัดปัญหาที่เกิดจากความผันผวนของค่าเงินที่มีการเปลี่ยนแปลงสำหรับภาพรวมของข้อมูลที่จะใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยระดับประเทศหรือปัจจัยมหภาคที่ส่งผลต่อการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวม จากตารางที่ 1 ได้แสดงให้เห็นการเติบโตของกองทุนรวมเฉลี่ยในทั้งสามประเทศ พบว่า กองทุนรวมในประเทศไทยและประเทศมาเลเซีย มีค่าเฉลี่ย การเติบโตของกองทุนรวมในทิศทางที่เพิ่ม

สูงขึ้น โดยค่าเฉลี่ยการเติบโตของกองทุนรวมในประเทศมาเลเซีย สูงกว่าค่าเฉลี่ยการเติบโตของกองทุนรวมในประเทศไทย แต่ในขณะเดียวกัน กลับพบว่าการเติบโตของกองทุนรวมในประเทศสิงคโปร์มีทิศทางของค่าเฉลี่ยการเติบโตที่ลดลง ในช่วงเวลาที่ใช้สำหรับการศึกษา

ในด้านภาพรวมของข้อมูลที่น่าสนใจในการศึกษา พบว่าการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมของทั้ง 3 ประเทศมีค่าเฉลี่ยที่มีทิศทางเพิ่มสูงขึ้น โดยมีค่าเฉลี่ยที่เพิ่มมากที่สุดในประเทศไทยรองลงมาคือประเทศมาเลเซีย และมีค่าเฉลี่ยน้อยที่สุดในประเทศสิงคโปร์ และในด้านของการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อ พบว่ามีค่าเฉลี่ยลดลงในประเทศไทย แต่ในอีกสองประเทศพบว่าค่าเฉลี่ยดังกล่าวมีค่าเพิ่มมากขึ้นส่วนการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยพบว่า ในประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยของปัจจัยดังกล่าวมีค่าที่ลดลง ในขณะที่อีกสองประเทศพบว่าค่าเฉลี่ยดังกล่าวมีทิศทางที่เพิ่มมากขึ้น ส่วนการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์พบว่า มีค่าเฉลี่ยเพิ่มมากขึ้นในทั้ง 3 ประเทศ โดยที่ในประเทศไทย

มีค่าเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้นมากที่สุด ในด้านของปัจจัยการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินในระบบ พบว่า มีค่าเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้นในทุกๆ ประเทศ โดยประเทศมาเลเซียและประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้นใกล้เคียงกัน ส่วนการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนทั้ง 3 ประเทศ พบว่ามีค่าเฉลี่ยที่มีค่ามากขึ้นเช่นเดียวกัน โดยในประเทศมาเลเซียมีค่าเพิ่มขึ้นมากที่สุด สำหรับค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินค้าโภคภัณฑ์ พบว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาทองคำในตลาดลอนดอนมีค่าเฉลี่ยที่ลดลง เช่นเดียวกับค่าเฉลี่ยของราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่มีค่าเฉลี่ยที่ลดลงเช่นเดียวกัน

ในการศึกษาแยกรายประเทศเนื่องจากข้อมูลมีลักษณะเป็นอนุกรมเวลา ดังนั้นจึงต้องทำการทดสอบ Unit Root โดยใช้วิธีของ Augmented Dickey-Fuller เพื่อหาความเป็น Stationary ของข้อมูลที่จะนำมาใช้ในการศึกษา โดยจาก

เห็นว่าข้อมูลที่จะใช้สำหรับการศึกษาในครั้งนี้ ไม่มีปัญหา Spurious Regression

สำหรับผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยระดับประเทศหรือปัจจัยมหภาคที่ส่งผลกระทบต่อเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมของ 3 ประเทศนำร่องโครงการ ASEAN CIS โดยในส่วนนี้ได้ทำการศึกษาทั้งใน ภาพรวมของ 3 ประเทศ และ Newey-West โดยที่การศึกษาในภาพรวมของ 3 ประเทศ ได้เลือกใช้วิธีการ Panel Data เพื่อทำการศึกษา ซึ่งได้เลือกใช้วิธีการประมาณค่าระหว่าง วิธีการประมาณค่าแบบผลกระทบคงที่ (Fixed Effect Regression Model) หรือผลกระทบแบบสุ่ม (Random Regression Model) หรือการวิเคราะห์โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Pooled OLS Regression) สำหรับการประมาณค่า โดย Hausman Test และ Breusch-Pagan Lagrange Multiple

ตารางที่ 3 ผลการประมาณค่าปัจจัยระดับประเทศหรือปัจจัยมหภาคต่อการเติบโตของกองทุนรวม

ตัวแปรอิสระ	ไทย	สิงคโปร์	มาเลเซีย	ASEAN CIS
C	0.015 -1.44	-0.0325*** (-4.90)	0.0982* -2.04	0.0495*** -2.7
GDP	-0.1065 (-1.01)	0.8573** -2.36	0.288 -0.4	-0.2405 (-1.18)
INF	0.0556*** -3.45	0.0182** -2.33	-1.5042 (-1.67)	0.0380** -2.05
INR	-0.0286 (-0.49)	-0.0123* (-2.05)	-0.9265** (-2.35)	0.0189 -1.01
MKT	0.2729*** -5.51	0.2928*** -3.03	-0.4014 (-0.88)	0.2287* -1.74
MS	0.7998* -2.07	0.6100** -1.61	2.2309* -1.77	1.1742* -1.85
EXR	-0.6746* (-2.01)	-0.1481 (-0.39)	-0.8831* (-1.86)	-0.8380** (-2.43)
GP	-0.1283 (-1.19)	-0.3328** (-2.92)	-1.5322*** (-3.56)	
OIL	-0.2331*** (-6.66)	-0.0044 (-0.09)	0.4261* -1.79	
DSG				-0.0857*** (-4.12)
DMY				0.0070*** -0.36
R ²	0.869	0.854	0.648	0.553
Method	OLS	OLS	OLS	Pooled***

หมายเหตุ *, **, *** ระดับนัยสำคัญที่ 0.10, 0.05 และ 0.01

ตารางที่ 2 พบว่า ตัวแปรทั้งหมดที่นำมาศึกษาในครั้งนี้ มีลักษณะความ Stationary ที่ข้อมูลระดับ Level ในทั้งระดับ None Intercept และ Trend & Intercept ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงให้

test ในขณะการศึกษาในรายประเทศได้เลือกใช้วิธีการกำลังสองน้อยที่สุด (OLS)

จากตารางที่ 3 เป็นการแสดงผลการศึกษาปัจจัยระดับประเทศหรือปัจจัยมหภาคที่ส่งผลกระทบต่อเติบโตของ

อุตสาหกรรมกองทุนรวมใน ASEAN CIS สำหรับภาพรวม 3 ประเทศหรือ ASEAN CIS วิธีการประมาณค่าแบบ Pooled OLS regression เป็นวิธีการที่เหมาะสมที่จะใช้สำหรับการศึกษา ซึ่งผลการศึกษาของปัจจัยระดับประเทศหรือปัจจัยมหภาคที่ส่งผลต่อการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมใน 3 ประเทศ พบว่า สำหรับภาพรวมของ 3 ประเทศสมาชิกโครงการ ASEAN CIS การเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อ การเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ และการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินในระบบ มีความสัมพันธ์ต่อการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับการศึกษาของ Rahman, Sidek and Tofri (2009) ซึ่งได้พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินในระบบกับตลาดทุน และการศึกษาของ Kumar & Dash (2008) ที่พบว่าในประเทศอินเดียอัตราเงินเฟ้อส่งผลต่อการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวม ส่วนการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินสกุลหลักต่อเงินดอลลาร์สหรัฐก็มีความสัมพันธ์กับการเติบโตของกองทุนรวม แต่เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับการศึกษาของ Varga and Wengert (2010) ซึ่งเมื่อพิจารณาผลการศึกษาในส่วนของแต่ละประเทศพบว่า ตัวแปรเหล่านี้ต่างแสดงให้เห็นถึงความแตกต่างระหว่างอุตสาหกรรมกองทุนรวมในแต่ละประเทศอย่างมีนัยสำคัญ

จากผลการศึกษาที่แสดงให้เห็นถึงความแตกต่างของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในแต่ละประเทศ จึงได้ทำการศึกษาแยกในแต่ละประเทศ โดยผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า การเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวม มีความสัมพันธ์กับการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศสิงคโปร์อย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับการศึกษาของ Sethapramote (2013) ซึ่งพบความสัมพันธ์ดังกล่าวในประเทศไทย ในขณะที่ การเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญในประเทศไทยและประเทศสิงคโปร์ เช่นเดียวกับการศึกษาของ Kumar & Dash (2008) ที่ศึกษาในประเทศอินเดีย ส่วนการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย พบว่า มีความสัมพันธ์กับการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทั้งในประเทศสิงคโปร์ และในประเทศมาเลเซีย เช่นเดียวกับการศึกษาของ Varga and Wengert (2018) ที่พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามนี้ในประเทศบราซิล

ในส่วนของการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์อย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับการศึกษาของ Lemeshko and Rejnuš (2014) ที่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวในทั้งกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วและกำลังพัฒนา ส่วนการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินในระบบ พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีความสัมพันธ์ในทั้ง 3 ประเทศเช่นเดียวกับการศึกษาของ Rahman, Sidek and Tofri (2009)

ในด้านของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามทั้งในประเทศไทยและประเทศมาเลเซีย เช่นเดียวกับการศึกษาของ Varga and Wengert (2010) ซึ่งพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามนี้ในประเทศบราซิล และในส่วนของประเทศอินเดียเป็นสินค้าโภคภัณฑ์แสดงให้เห็นว่า ราคาทองคำในตลาดลอนดอนส่งผลในทิศทางตรงกันข้ามกับการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมอย่างมีนัยสำคัญ ในประเทศสิงคโปร์และประเทศมาเลเซีย เช่นเดียวกับการศึกษาของ Kumar and Dash (2008) ในขณะที่ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ในประเทศไทย เหมือนกับที่พบในประเทศอินเดียในการศึกษาของ Kumar and Dash แต่กลับมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมอย่างมีนัยสำคัญในประเทศมาเลเซีย

6. สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

การศึกษาปัจจัยระดับประเทศหรือปัจจัยมหภาคที่ส่งผลต่อการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวม ที่ได้ศึกษาใน 3 ประเทศสมาชิกโครงการ ASEAN CIS ได้ใช้ข้อมูลแบบ อนุกรมเวลาในช่วงปี 2554-2558 โดยแบ่งการศึกษาเป็นภาพรวมของ 3 ประเทศสมาชิกโครงการ ASEAN CIS และการศึกษาในรายประเทศ ซึ่งผลการศึกษาในภาพรวม 3 ประเทศ พบว่า อัตราเงินเฟ้อ มูลค่าตลาดหลักทรัพย์และปริมาณเงินในระบบ ที่เพิ่มสูงขึ้นเป็นปัจจัยที่ทำให้เกิดการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวม แต่ในขณะเดียวกัน อัตราแลกเปลี่ยนเงินสกุลหลักของประเทศต่อเงินดอลลาร์สหรัฐที่เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้ การเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมลดลง และเมื่อพิจารณาจากตัวแปรอื่น ซึ่งแสดงให้เห็นความแตกต่างของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในแต่ละประเทศ และได้ทำการศึกษาแยกในรายประเทศ พบว่า ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศสิงคโปร์ เป็นปัจจัยที่ทำให้อุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศสิงคโปร์เติบโตขึ้น เช่นเดียวกับ อัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นส่งผลให้เกิดการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศไทย และประเทศสิงคโปร์ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มสูงขึ้น เป็นปัจจัยที่ทำให้การเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศสิงคโปร์ และประเทศมาเลเซียลดลง ส่วนของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศที่เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้เกิดการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ เช่นเดียวกับปริมาณเงินในระบบที่เพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้เกิดการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในทั้ง 3 ประเทศ ส่วนอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินสกุลหลักกับเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐเป็นปัจจัยที่ทำให้การเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมลดลงในประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์และประเทศมาเลเซีย อีกทั้ง ยังพบด้วยว่าราคาทองคำในตลาดลอนดอนที่เพิ่มสูงขึ้นทำให้การเติบโตของกองทุนรวมในประเทศสิงคโปร์และประเทศมาเลเซียลดลง และราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่ทำให้การเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศไทยลดลง แต่ทำให้การเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศ

มาเลเซียเพิ่มขึ้น จากความแตกต่างของทั้งสองประเทศที่เป็นผู้นำเข้าและผู้ส่งออกน้ำมัน

ข้อเสนอแนะสำหรับการพัฒนาอุตสาหกรรมกองทุนรวมของประเทศไทย การดำเนินนโยบายทางการเงินในฝั่งของอัตราดอกเบี้ยอาจจะไม่ส่งผลต่อการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวม แต่ก็ทำให้กองทุนรวมมีการเติบโตมากขึ้นจากอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น และในขณะเดียวกัน การดำเนินนโยบายทางการเงินที่มีความเกี่ยวข้องกับปริมาณเงินในระบบ เป็นปัจจัยที่สำคัญส่งผลต่อการเติบโตของกองทุนรวม อีกทั้งการพัฒนาตลาดทุนให้มีการเติบโตมากขึ้น จะเป็นส่วนช่วยในการพัฒนาอุตสาหกรรมกองทุนรวมของประเทศด้วย โดยในการศึกษาครั้งต่อไปหากสามารถเข้าถึงข้อมูลได้มากขึ้น อาจพิจารณารวบรวมข้อมูลของกองทุนรวมในประเทศอื่นๆ ใน ASEAN เพิ่มเติม และขยายเวลาในการศึกษาได้

7. กิตติกรรมประกาศ

ผู้วิจัยขอขอบคุณสำนักงานคณะกรรมการการวิจัยแห่งชาติ สำหรับทุนสนับสนุนการวิจัย

8. References

Chaisrisawatsuk, W., & Chaisrisawatsuk, S. (2013). *botbat̄ khōngkōng thun ruām tō̄ kānphatthanā sēthakit Thai*. [Roles of mutual fund on economic development in Thailand]. *NIDA Economic Review*, 7(2), 73–100.

Fernando, D., Klapper, L., Sulla, V., & Vittas, D. (2003). Global growth of mutual funds. *World Bank Policy Research Working Paper*, 3. 3055.

Garcia, V. F., & Liu, L. (1999). Macroeconomic determinants of stock market development. *Journal of Applied Economics*, 2(1), 29–59.

Klapper, L., Sulla, V. & Vittas, D. (2004). The development of mutual funds around the world. *Emerging Market Review*, 5(1), 1–38.

Kopsch, F., Song, H.-S. & Wilhelmsson, M. (2013). Determinants of mutual fund flows. *Managerial Finance*, 41(1), 10–15.

Korpela, M. & Puttonen, V. (2005). Mutual fund expenses: Evidence on the effect of distribution channels. *Journal of Financial Services Marketing*, 11(1), 17–

29.

Kumar, G. D. & Dash, M. (2008). *A study on the effect of macroeconomic variable on Indian mutual funds*. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1316442>.

Lemeshko, O. & Rejnuš, O. (2014). Determinants of mutual fund industry development in countries of Central and Eastern Europe. *European Financial System 2014 Proceeding of the 11th International Scientific Conference, Brno: Masaryk University*, 372–378.

Rahman, A. A., Sidek, N. Z. M. & Tafri, F. H. (2009). Macroeconomic Determinants of Malaysian stock market. *African Journal of Business Management*, 3(3), 95–106.

Sethapramote, Y. (2013). *nəōnōm sēthakit mahaphāk lə talāt kōngthun ruām Thai*. [Macroeconomic trend and the mutual fund market in Thailand]. *NIDA Economic Review*, 7(2), 43–72.

Sukcharoensin, P. (2017). *khōngkān wikhō̄ tua chí wat phŭa kānphatthanā utsāhākam kōngthun ruām khōng Thai phāilang kām ruām klum prachākhom sēthakit phūmiphāk ‘Ēchā tawan ‘ōk chiāng tai (AEC)*. [The analysis of Thai mutual fund industry development indicators after ASEAN Economic Community (AEC) liberalization], Bangkok: National Institute of Development Administration.

Varga, G. & Wengert, M. (2010). *The growth and size of the Brazilian mutual fund industry*. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=1575510>.

Yartey, C. A. (2008). The determinants of stock market development in emerging economies: Is South Africa different? *IMF Working Paper* 08/32.