

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อราคาสินทรัพย์ในประเทศไทย ในการศึกษาได้ใช้ข้อมูลทศวรรษรายวันตั้งแต่วันที่ 19 กรกฎาคม พ.ศ. 2549 ถึงวันที่ 9 มกราคม พ.ศ. 2556 จำนวนทั้งสิ้น 106 ตัวอย่าง โดยมีตัวแปรต้นคืออัตราดอกเบี้ยนโยบาย และมีตัวแปรตามประกอบด้วย 1) ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2) พันธบัตรรัฐบาลจำแนกเป็น 5 กลุ่ม และ 3) ตราสารหนี้อายุคงที่จำแนกเป็น 4 ประเภท ทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยใช้ทฤษฎีทางเศรษฐมิติ คือการวิเคราะห์ความถดถอยแบบสองชั้น (Two – Stage Least Squares : 2SLS) โดยการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อนโยบายการเงิน ด้วยวิธี The event – study method และ heteroskedasticity – based approach พร้อมทั้งทดสอบความแตกต่างของการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้ด้วยการทดสอบ Hausman Test ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 สามารถสรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

5.1 สรุปผลการศึกษา

ผลการวิเคราะห์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงินในระยะสั้น ด้วยวิธี the event – study ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 พบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลพบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงินมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาพันธบัตรรัฐบาล 3 กลุ่ม ได้แก่ 1.อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 1 ปี แต่ไม่เกิน 3 ปี 2.อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 3 ปี แต่ไม่เกิน 7 ปี และ 3.อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุ 10 ปี โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับกลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 7 ปี แต่ไม่เกิน 10 ปี และกลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุเกิน 10 ปี ขึ้นไป และในกลุ่มตราสารหนี้อายุคงที่ พบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ทุกกลุ่ม

ผลการวิเคราะห์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงินในระยะสั้น ด้วยวิธี heteroskedasticity ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 พบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลพบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงินมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาพันธบัตรรัฐบาล 3 กลุ่ม ได้แก่ 1. อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 1 ปี แต่ไม่เกิน 3 ปี 2. อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 3 ปี แต่ไม่เกิน 7 ปี และ 3. อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุ 10 ปี โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับกลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 7 ปี แต่ไม่เกิน 10 ปี และกลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุเกิน 10 ปี ขึ้นไป และในกลุ่มตราสารหนี้อายุคงที่ พบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 2 ปี 4 ปี และ 5 ปี แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 3 ปี

ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อนโยบายการเงินที่คำนวณได้จากวิธี the event-study และ heteroskedasticity โดยใช้การทดสอบ Hausman Test ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลการทดสอบสมมติฐานพบว่า ตัวแปรตามทุกชนิดยอมรับสมมติฐาน H_0 กล่าวคือ ค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อนโยบายการเงินโดยวิธี The event – study และ heteroskedasticity ไม่มีความแตกต่างกัน อย่างมีนัยสำคัญ

จากผลการศึกษารูปได้ว่านโยบายการเงินมีผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์ในประเทศไทยนั้นมีความสมเหตุสมผล เนื่องจากเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยต้องการใช้นโยบายการเงินเพื่อควบคุมทิศทางเศรษฐกิจให้เป็นไปตามกรอบเป้าหมายที่วางไว้ จะใช้ดอกเบี้ยนโยบายเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณไปยังตลาดเงิน โดยหลังจากคณะกรรมการนโยบายการเงินแถลงผลการประชุมและประกาศดอกเบี้ยนโยบายแล้ว ธนาคารพาณิชย์ทั้งหลายจะปรับอัตราดอกเบี้ยของตนเองให้เพิ่มขึ้นหรือลดลงตามการเปลี่ยนแปลงของดอกเบี้ยนโยบายที่ประกาศออกมา ซึ่งรวมทั้งอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล และอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้ต่างๆ ก็จะมีการปรับเพิ่มขึ้นหรือลดลงสอดคล้องกับดอกเบี้ยนโยบาย และอัตราดอกเบี้ยถือได้ว่าเป็นต้นทุนหรือเป็นกำไรของสินทรัพย์ในแต่ละชนิดต่างๆ กัน เมื่ออัตราดอกเบี้ยของสินทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงจะทำให้ราคาสินทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงด้วย เช่น ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ราคาพันธบัตรรัฐบาล ราคาตราสารหนี้อายุคงที่ เป็นต้น ดังนั้นนโยบายการเงินจึงมีผลกระทบมายังราคาสินทรัพย์นั่นเอง แต่ใน

บางครั้งผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อราคาสินทรัพย์อาจจะเห็นได้ไม่ชัดเจน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่นๆ ที่อาจมีผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์ นอกเหนือจากนโยบายการเงิน เช่น ขนาดของตลาดเงิน ความผันผวนทางเศรษฐกิจ ความมีเสถียรภาพด้านการเมือง การเกิดภัยธรรมชาติ การคาดการณ์แนวโน้มเศรษฐกิจล่วงหน้าของนักลงทุน เป็นต้น

5.2 ข้อเสนอแนะ

ในการศึกษาครั้งนี้ได้ใช้ข้อมูลสถิติรายวันของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล และอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ โดยเลือกข้อมูลในวันที่มีการประกาศดอกเบี้ยนโยบาย และข้อมูล 1 วันก่อนมีการประกาศดอกเบี้ยนโยบาย พบว่า

1) ผลการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงของนโยบายการเงินอย่างฉับพลัน โดยใช้เครื่องมือคืออัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมถึงราคาพันธบัตรรัฐบาลและราคาตราสารหนี้อายุคงที่บางชนิด ดังนั้นจึงควรใช้เครื่องมือชนิดอื่นๆ ร่วมด้วย เช่น การเข้าไปซื้อหรือขายหลักทรัพย์รัฐบาลในท้องตลาดทั่วไป (Open Market Operation) การกำหนดอัตราส่วนลดธนาคาร (Discount Rate) การกำหนดอัตราเงินสดสำรองตามกฎหมาย (Legal Cash Reserve) เพื่อให้นโยบายการเงินมีประสิทธิภาพมากขึ้น

2) ผลการศึกษาพบว่า ผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อราคาสินทรัพย์มีขนาดและทิศทางของความสัมพันธ์ไม่แน่นอน และบางชนิดสังเกตได้ไม่ชัดเจน อันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ไม่ได้เกิดจากอิทธิพลของนโยบายการเงินเพียงอย่างเดียว แต่การเปลี่ยนแปลงอาจมาจากปัจจัยอื่นๆ ร่วมด้วย เช่น ปัจจัยทางด้านการเมือง ปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจ ปัจจัยทางด้านภัยธรรมชาติ ดังนั้นนักลงทุนทั่วไปตลอดจนองค์กรต่างๆ ที่เกี่ยวข้องในด้านการลงทุนควรจะศึกษาข้อมูลอื่นๆ ประกอบให้รอบด้าน เพื่อประสิทธิภาพและความแม่นยำในการบริหารความเสี่ยงด้านการลงทุน

3) สินทรัพย์อย่างเดียวกันแต่มีลักษณะที่แตกต่างกัน ผลการศึกษาพบว่าการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการเงินที่แตกต่างกันด้วย เช่น ราคาพันธบัตรรัฐบาล ราคาตราสารหนี้อายุคงที่ ที่มีช่วงระยะเวลาไถ่ถอนต่างๆ กัน ก็จะมีการตอบสนองต่อนโยบายการเงินที่แตกต่างกัน ทั้งนี้เป็นเพราะปัจจัยภายในของสินทรัพย์ชนิดนั้นๆ ดังนั้นผู้ที่สนใจจะลงทุนในสินทรัพย์ชนิดใด ควรศึกษาลักษณะของสินทรัพย์ให้เข้าใจอย่างถ่องแท้เสียก่อน เพื่อจะได้เลือกลงทุนในสินทรัพย์ที่ต้องการและเป็นไปตามที่คาดหวังในเรื่องความเสี่ยงและผลตอบแทนที่จะได้รับ โดยเฉพาะผู้ลงทุน

ในตลาดเงินมักจะคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ล่วงหน้าอยู่แล้ว จึงมีการปรับตัวทางด้านราคาสินทรัพย์ก่อนจะมีการเปลี่ยนแปลงด้านนโยบายการเงินเสียอีก ทำให้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างราคาสินทรัพย์กับนโยบายการเงินไม่เห็นผลอย่างชัดเจน

2) ในการศึกษาครั้งต่อไปควรนำข้อมูลราคาสินทรัพย์ชนิดอื่นๆ มาวิเคราะห์ด้วย เช่น ตัวเงินคลัง พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ ราคาทองคำ เป็นต้น เพื่อให้การวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อราคาสินทรัพย์มีความครอบคลุม ชัดเจนมากยิ่งขึ้น

3) ผู้ที่สนใจควรมีการศึกษาข้อมูลอื่นๆ ประกอบเพิ่มเติม เช่น ข้อมูลด้านนโยบายการคลัง ข้อมูลภาวะเศรษฐกิจจากประเทศใหญ่ๆ ที่อาจมีอิทธิพลต่อเศรษฐกิจของไทย เพื่อความแม่นยำและน่าเชื่อถือของผลการศึกษา