

บทที่ 4

ผลการศึกษา

การศึกษานี้ได้ศึกษาถึงผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อราคาสินทรัพย์ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงินในระยะสั้นแล้วจะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์อย่างไร และมีทิศทางของความสัมพันธ์ในทิศทางใด ในขณะเดียวกัน การเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจะส่งผลกระทบกลับไปยังนโยบายการเงินด้วยหรือไม่ อย่างไร ดังแสดงเป็นสมการแบบจำลองได้ดังนี้

$$\Delta i_t = \beta \Delta s_t + \gamma z_t + \varepsilon_t$$

$$\Delta s_t = \alpha \Delta i_t + \mu z_t + \eta_t$$

โดยที่	Δi_t	คือ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย
	Δs_t	คือ การเปลี่ยนแปลงราคาสินทรัพย์
	z_t	คือ ตัวแปรอื่นที่อาจมีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายและราคาสินทรัพย์
	ε_t	คือ การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงิน
	η_t	คือ การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันด้านราคาสินทรัพย์

ในการศึกษาแบบจำลองทางเศรษฐศาสตร์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยทั่วไป การประมาณค่าพารามิเตอร์หรือค่าสัมประสิทธิ์ทางเศรษฐมิติมักนิยมใช้วิธี OLS (Ordinary Least Squares) หรือการวิเคราะห์การถดถอย เป็นวิธีทางสถิติอย่างหนึ่งที่ใช้ศึกษาลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตั้ง 2 ตัวขึ้นไป ซึ่งวิธี OLS มีข้อสมมติบางประการหนึ่งในนั้นคือค่าความคลาดเคลื่อนระหว่างตัวแปรต้องไม่เกิดสหสัมพันธ์ต่อกัน แต่ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการเงินและราคาสินทรัพย์นั้น ตัวแปรต้นคือนโยบายการเงินกับตัวแปรตามคือราคาสินทรัพย์ชนิดต่างๆ จะมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันใน 2 ทาง ทำให้เกิดปัญหาค่าความคลาดเคลื่อนจะไม่เป็นอิสระต่อกัน การศึกษานี้จึงไม่สามารถวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยใช้วิธี OLS ได้ และในแบบจำลองนี้มีตัวแปรที่ได้รับอิทธิพลจากตัวแปรอื่นๆ ในระบบ (endogenous variable by problem) ดังนั้นการศึกษานี้จึงต้องใช้การวิเคราะห์ความถดถอยแบบสองชั้น (Two-Stage Least Squares : 2SLS) 2SLS เป็นเทคนิคการวิเคราะห์ความ

ถดถอยที่จะใช้เมื่อ ค่าความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ ในความหมายของ Endogenous variable และ Instrumental variable นั้น Endogenous variable เป็นตัวแปรที่ก่อให้เกิดความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ ที่อยู่ในสมการพยากรณ์ ส่วน Instrumental variable เป็นตัวแปรที่ไม่มีอิทธิพลต่อตัวแปรอื่น ๆ แต่มีอิทธิพลต่อ Endogenous variable โดยการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรจากสมการข้างต้นจะใช้วิธี The event – study method เพื่อประมาณค่าสัมประสิทธิ์หรือการตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อนโยบายการเงิน เนื่องจากเครื่องมือของนโยบายการเงินคืออัตราดอกเบี้ยระยะสั้น จะมีความเอนเอียง (bias) เกิดขึ้นในการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอย่างฉับพลัน ทำให้การประมาณค่าสัมประสิทธิ์อาจเกิดความคลาดเคลื่อนได้ จึงต้องใช้วิธี The heteroskedasticity - based method ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรด้วย ซึ่งเป็นวิธีที่ใช้ขจัดความเอนเอียงจากวิธี The event – study method ในช่วงเวลาที่นโยบายการเงินมีการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน

เครื่องมือของนโยบายการเงินหรือตัวแปรต้นที่นำมาศึกษาคือ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Rate) ที่ประกาศจากคณะกรรมการนโยบายการเงิน หรือ กนง. โดยใช้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร (Interbank Overnight Rate) เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ใช้ข้อมูลทศัญฉฎมิ ที่มีลักษณะเป็นอนุกรมเวลารายวัน ในช่วงตั้งแต่วันที่ 19 กรกฎาคม พ.ศ. 2549 ถึงวันที่ 9 มกราคม พ.ศ. 2556 โดยเลือกอัตราดอกเบี้ยในวันที่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายการเงิน (Policy Date) และอัตราดอกเบี้ยนโยบายในวันก่อนที่มีการประกาศดอกเบี้ยนโยบาย 1 วัน (Non-Policy Date) รวมทั้งสิ้น 106 ครั้ง โดยข้อมูลอัตราดอกเบี้ยนโยบายในวันที่มีการประกาศดอกเบี้ยนโยบาย แสดงได้ดังตารางต่อไปนี้

ตาราง 4.1 วันที่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายการเงิน

ครั้งที่	วันที่	อัตราดอกเบี้ยนโยบาย
1	19 กรกฎาคม พ.ศ. 2549	5
2	6 กันยายน พ.ศ. 2549	5
3	18 ตุลาคม พ.ศ. 2549	5
4	13 ธันวาคม พ.ศ. 2549	5
5	17 มกราคม พ.ศ. 2550	4.75
6	28 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2550	4.5
7	11 เมษายน พ.ศ. 2550	4
8	23 พฤษภาคม พ.ศ. 2550	3.5

ตาราง 4.1 วันที่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายการเงิน (ต่อ)

ครั้งที่	วันที่	อัตราดอกเบี้ยนโยบาย
9	18 กรกฎาคม พ.ศ. 2550	3.25
10	29 สิงหาคม พ.ศ. 2550	3.25
11	10 ตุลาคม พ.ศ. 2550	3.25
12	4 ธันวาคม พ.ศ. 2550	3.25
13	16 มกราคม พ.ศ. 2551	3.25
14	27 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2551	3.25
15	9 เมษายน พ.ศ. 2551	3.25
16	21 พฤษภาคม พ.ศ. 2551	3.25
17	16 กรกฎาคม พ.ศ. 2551	3.5
18	27 สิงหาคม พ.ศ. 2551	3.75
19	8 ตุลาคม พ.ศ. 2551	3.75
20	3 ธันวาคม พ.ศ. 2551	2.75
21	14 มกราคม พ.ศ. 2552	2
22	25 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2552	1.5
23	8 เมษายน พ.ศ. 2552	1.25
24	20 พฤษภาคม พ.ศ. 2552	1.25
25	15 กรกฎาคม พ.ศ. 2552	1.25
26	26 สิงหาคม พ.ศ. 2552	1.25
27	21 ตุลาคม พ.ศ. 2552	1.25
28	2 ธันวาคม พ.ศ. 2552	1.25
29	13 มกราคม พ.ศ. 2553	1.25
30	10 มีนาคม พ.ศ. 2553	1.25
31	21 เมษายน พ.ศ. 2553	1.25
32	2 มิถุนายน พ.ศ. 2553	1.25
33	14 กรกฎาคม พ.ศ. 2553	1.5
34	25 สิงหาคม พ.ศ. 2553	2
35	20 ตุลาคม พ.ศ. 2553	1.75

ตาราง 4.1 วันที่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายการเงิน (ต่อ)

ครั้งที่	วันที่	อัตราดอกเบี้ยนโยบาย
36	1 ธันวาคม พ.ศ. 2553	2
37	12 มกราคม พ.ศ. 2554	2.25
38	9 มีนาคม พ.ศ. 2554	2.5
39	20 เมษายน พ.ศ. 2554	2.75
40	1 มิถุนายน พ.ศ. 2554	3
41	13 กรกฎาคม พ.ศ. 2554	3.25
42	24 สิงหาคม พ.ศ. 2554	3.5
43	19 ตุลาคม พ.ศ. 2554	3.5
44	30 พฤศจิกายน พ.ศ. 2554	3.25
45	25 มกราคม พ.ศ. 2555	3
46	21 มีนาคม พ.ศ. 2555	3
47	2 พฤษภาคม พ.ศ. 2555	3
48	13 มิถุนายน พ.ศ. 2555	3
49	25 กรกฎาคม พ.ศ. 2555	3
50	5 กันยายน พ.ศ. 2555	3
51	17 ตุลาคม พ.ศ. 2555	2.75
52	28 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555	2.75
53	9 มกราคม พ.ศ. 2556	2.75

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ตัวแปรตามของการศึกษาในครั้งนี้คือ ราคาสินทรัพย์ชนิดต่างๆ ที่นำมาศึกษา ประกอบด้วย ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand : SET Index) อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (Government Bond) จำแนกเป็น 5 กลุ่ม คือ 1) อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 1 ปี แต่ไม่เกิน 3 ปี 2) อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 3 ปี แต่ไม่เกิน 7 ปี 3) อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 7 ปี แต่ไม่เกิน 10 ปี 4) อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุเกิน 10 ปี ขึ้นไป 5) อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ (Zero Rate Return Index) อายุ 2 ปี 3 ปี 4 ปี และ 5 ปี ข้อมูลเป็นข้อมูลทุดียูมิ ที่มีลักษณะเป็นอนุกรมเวลารายวัน ในช่วงตั้งแต่วันที่ 19 กรกฎาคม พ.ศ. 2549 ถึงวันที่ 9 มกราคม พ.ศ. 2556

โดยแบ่งข้อมูลเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มข้อมูลในวันที่มีการประกาศดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Date) และกลุ่มข้อมูลในวันที่ไม่มีการประกาศดอกเบี้ยนโยบาย (Non-Policy Date) โดยเลือกข้อมูลจากวันก่อนหน้าการประกาศดอกเบี้ยนโยบาย 1 วัน รวมจำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 106 ครั้ง

4.1 ลักษณะตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาครั้งนี้เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการเงินกับราคาสินทรัพย์ในประเทศไทย โดยวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในระยะสั้น ว่าเมื่อนโยบายการเงินมีการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันจะส่งสัญญาณหรือมีผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์ต่างๆ ในตลาดเงินอย่างไร พร้อมทั้งดูทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแต่ละตัว ตัวแปรต้นที่ใช้ในการวิเคราะห์ครั้งนี้คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Rate) ซึ่งเป็นเครื่องมืออย่างหนึ่งของนโยบายการเงิน (Monetary Policy) ที่คอยควบคุมดูแลกิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศให้อยู่ในกรอบเป้าหมายที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้วางไว้ ซึ่งในปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเพื่อแบบยืดหยุ่น (Flexible Inflation Targeting) เพื่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจให้เป็นไปอย่างมีเสถียรภาพ มีคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ที่ได้รับการแต่งตั้งจากธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้พิจารณากำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยจะมีการประชุมหารือเพื่อประเมินสถานการณ์ทางเศรษฐกิจการเงินและร่วมกันพิจารณากำหนดนโยบายการเงินของประเทศปีละ 8 ครั้ง และเพื่อประโยชน์ของธุรกิจทั้งในและต่างประเทศและประชาชนทั่วไปในการติดตามผลการประชุมและทิศทางนโยบายการเงินของประเทศได้อย่างใกล้ชิด จึงได้กำหนดตารางการประชุมล่วงหน้าในแต่ละปี ซึ่งโดยปกติคณะกรรมการนโยบายการเงินจะจัดการประชุมในช่วงเช้าและแถลงผลการประชุมในช่วงบ่าย เมื่อมีการแถลงผลการประชุมและประกาศดอกเบี้ยนโยบาย ถือเป็นการส่งสัญญาณไปยังตลาดเงิน ตลาดเงินจะมีการปรับตัวให้สอดคล้องกับนโยบายการเงิน โดยอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Rate) จะทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร (Interbank Overnight Rate) มีการปรับขึ้นหรือปรับลงตามการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคารจะส่งผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในที่สุด โดยตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษาคือราคาสินทรัพย์ ประกอบด้วยดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลจำแนกเป็น 5 ประเภท และอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่จำแนกเป็น 4 ประเภท

จากการเก็บข้อมูลทุติยภูมิชนิดรายวันของตัวแปรต่างๆ ในระหว่างวันที่ 19 กรกฎาคม พ.ศ. 2549 ถึงวันที่ 9 มกราคม พ.ศ. 2556 และแบ่งข้อมูลออกเป็น 2 กลุ่ม คือกลุ่มข้อมูลในวันที่มีการ

ประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และกลุ่มข้อมูลในวันที่ไม่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ย รวมจำนวนทั้งสิ้น 106 ครั้ง ปรากฏค่าเฉลี่ยของตัวแปรต่างๆ ดังแสดงในตาราง 4.2 ดังนี้

ตาราง 4.2 ค่าเฉลี่ยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล และอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยตราสารหนี้อายุคงที่

	วันที่ไม่มีการประกาศ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Non-Policy Dates)	วันที่มีการประกาศ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Dates)
อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร	2.872	2.830
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์	850.0755	850.2413
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ย อายุตั้งแต่ 1 ปี แต่ไม่เกิน 3 ปี	3.113	3.098
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ย อายุตั้งแต่ 3 ปี แต่ไม่เกิน 7 ปี	3.587	3.574
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ย อายุตั้งแต่ 7 ปี แต่ไม่เกิน 10 ปี	3.919	3.914
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ย อายุเกิน 10 ปีขึ้นไป	4.331	4.299
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี	3.666	3.655
อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 2 ปี	3.162	3.150
อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 3 ปี	3.348	3.338
อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 4 ปี	3.550	3.535
อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 5 ปี	3.676	3.664

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

: www.thaibma.or.th

จากตาราง 4.2 แสดงค่าเฉลี่ยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล และอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยตราสารหนี้อายุคงที่ พบว่า ค่าเฉลี่ยอัตราดอกเบี้ยนโยบายของวันที่มีการประกาศดอกเบี้ยนโยบายมีค่าน้อยกว่าค่าเฉลี่ยในวันที่ไม่มีการประกาศดอกเบี้ยนโยบายเล็กน้อย คือ 2.830 และ 2.872 ตามลำดับ หรือคิด

เป็นร้อยละ 1.46 เมื่อพิจารณาที่ราคาสินทรัพย์แต่ละชนิด พบว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย คือ ร้อยละ 0.02 ด้านอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวลดลงตามทุกกลุ่ม โดยกลุ่มที่มีการปรับตัวลดลงมากที่สุดคือกลุ่มพันธบัตรรัฐบาลอายุเกิน 10 ปีขึ้นไป ลดลงร้อยละ 0.73 ส่วนกลุ่มพันธบัตรรัฐบาลที่ปรับตัวลดลงตามน้อยที่สุดคือ กลุ่มพันธบัตรรัฐบาลอายุตั้งแต่ 7 ปี แต่ไม่เกิน 10 ปี ปรับตัวลดลงร้อยละ 0.11 ด้านอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ปรับตัวลดลงตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายทุกกลุ่ม โดยกลุ่มที่มีการปรับตัวลดลงมากที่สุดคือ กลุ่มตราสารหนี้อายุคงที่ 4 ปี ลดลงร้อยละ 0.41 ส่วนกลุ่มที่ปรับตัวลดลงตามน้อยที่สุดคือ กลุ่มตราสารหนี้อายุคงที่ 3 ปี กล่าวได้ว่า การเปลี่ยนแปลงของนโยบายการเงินจะตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ โดยดัชนีตลาดหลักทรัพย์จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับนโยบายการเงิน ส่วนอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลและอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับนโยบายการเงิน

การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อนโยบายการเงิน สามารถพิจารณาได้จากอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ในวันที่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากคณะกรรมการนโยบายการเงิน (Policy Dates) เปรียบเทียบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ในวันที่ไม่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Non-Policy Dates) โดยอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ในวันที่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Dates) หาได้จาก ราคาสินทรัพย์ในวันที่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ลบด้วย ราคาสินทรัพย์ 1 วันก่อนหน้าที่มีการประกาศ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ในวันที่ไม่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Non-Policy Dates) หาได้จาก ราคาสินทรัพย์ 1 วันก่อนหน้าที่มีการประกาศ ลบด้วยราคาสินทรัพย์ของ 2 วันก่อนหน้าที่มีการประกาศ

จากข้อมูลอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ในวันที่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Dates) จำนวน 53 ครั้ง และอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ในวันที่ไม่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จำนวน 53 ครั้ง ปรากฏค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานและความแปรปรวนร่วมของราคาสินทรัพย์กับนโยบายการเงิน ในวันที่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และในวันที่ไม่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ดังแสดงในตาราง 4.3

ตาราง 4.3 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานและความแปรปรวนร่วมของราคาสินทรัพย์ในวันประกาศ
ดอกเบี้ยนโยบายและวันที่ไม่มีการประกาศดอกเบี้ยนโยบาย

ชนิดของสินทรัพย์	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ ราคาสินทรัพย์		ความแปรปรวนร่วมของราคา สินทรัพย์กับนโยบายการเงิน	
	วันที่ไม่มีการ ประกาศ ดอกเบี้ย นโยบาย	วันประกาศ ดอกเบี้ย นโยบาย	วันที่ไม่มีการ ประกาศ ดอกเบี้ย นโยบาย	ก่อนการ ประกาศ ดอกเบี้ย นโยบาย
ดอกเบี้ยนโยบาย	1.96	24.91		
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์	10.946	9.490	4.92	-14.01
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล เฉลี่ยอายุตั้งแต่ 1 ปี แต่ไม่เกิน 3 ปี	4.76	4.43	11.46	45.36
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล เฉลี่ยอายุตั้งแต่ 3 ปี แต่ไม่เกิน 7 ปี	5.09	4.67	-2.53	34.10
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล เฉลี่ยอายุตั้งแต่ 7 ปีแต่ไม่เกิน 10 ปี	8.36	6.78	-9.29	16.29
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล เฉลี่ยอายุเกิน 10 ปี ขึ้นไป	5.02	14.04	-0.2	2.5
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล อายุ 10 ปี	5.12	4.86	-6.63	24.82
อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 2 ปี	4.28	4.57	1.51	42.22
อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 3 ปี	14.19	4.46	-1.41	28.24
อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 4 ปี	4.71	5.03	-6.09	22.29
อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 5 ปี	5.32	5.55	-7.82	27.69

ที่มา: จากการคำนวณ

จากตาราง 4.3 แสดงส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและราคาสินทรัพย์และความแปรปรวนร่วมของราคาสินทรัพย์กับอัตราดอกเบี้ยนโยบายในวันที่ไม่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายและวันที่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย พบว่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราดอกเบี้ยนโยบายในวันที่มีการประกาศมีค่าสูงคือ 24.91 มากกว่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราดอกเบี้ยนโยบายในวันที่ไม่มีการประกาศที่มีค่าเพียง 1.96 เมื่อพิจารณาในด้านราคาสินทรัพย์พบว่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ไม่มีการประกาศและในวันที่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีค่าใกล้เคียงกัน คือ 10.946 และ 9.49 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงินไม่ส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากนัก ในด้านอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลพบว่า ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของวันที่ไม่มีการประกาศมีค่าสูงกว่าในวันที่มีการประกาศเกือบทุกกลุ่ม ยกเว้นกลุ่มพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุเกิน 10 ปี ขึ้นไป ที่มีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของวันที่มีการประกาศสูงกว่าในวันที่ไม่มีการประกาศคือ 14.04 และ 5.02 ตามลำดับ และในด้านอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่พบว่า ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของวันที่มีการประกาศสูงกว่าในวันที่ไม่มีการประกาศเกือบทุกกลุ่ม ยกเว้นกลุ่มตราสารหนี้อายุคงที่ 3 ปี ที่มีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในวันที่ไม่มีการประกาศสูงกว่าในวันที่มีการประกาศ คือ 14.19 และ 4.46 ตามลำดับ

ความแปรปรวนร่วมระหว่างตัวแปรต้นคือนโยบายการเงินกับตัวแปรตามคือราคาสินทรัพย์ในวันที่ไม่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Non – Policy Date) พบว่าค่าความแปรปรวนร่วมของนโยบายการเงินกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีค่าเป็นบวก คือ 4.92 ในกลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลจำแนกเป็น 5 ประเภท พบว่า ความแปรปรวนร่วมของนโยบายการเงินกับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยเกือบทุกกลุ่มมีค่าเป็นลบ โดยความแปรปรวนร่วมของนโยบายการเงินกับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 7 ปี แต่ไม่เกิน 10 ปี มีค่าติดลบมากที่สุด คือ -9.29 และค่าความแปรปรวนร่วมของนโยบายการเงินกับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุเกิน 10 ปี ขึ้นไปมีค่าติดลบน้อยที่สุด คือ -0.2 ส่วนความแปรปรวนร่วมของนโยบายการเงินกับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 1 ปี แต่ไม่เกิน 3 ปี มีค่าเป็นบวก ในกลุ่มอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่จำแนกเป็น 4 ประเภท พบว่า ค่าความแปรปรวนร่วมของนโยบายการเงินกับอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 2 ปี มีค่าเป็นบวก คือ 1.51 กลุ่มอื่นๆ ที่เหลือมีค่าความแปรปรวนร่วมเป็นลบ โดยความแปรปรวนร่วมของนโยบายการเงินกับอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 5 ปี มีค่าติดลบมากที่สุด คือ -7.82 และความแปรปรวนร่วมของนโยบายการเงินกับอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 3 ปี มีค่าติดลบน้อยที่สุด คือ -1.41

ความแปรปรวนร่วมระหว่างนโยบายการเงินกับราคาสินทรัพย์ในวันที่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Date) พบว่า ค่าความแปรปรวนร่วมของนโยบายการเงินกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีค่าเป็นลบ คือ -14.01 ในกลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลจำแนกเป็น 5 ประเภท พบว่า ค่าความแปรปรวนร่วมของนโยบายการเงินกับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลทุกประเภทมีค่าเป็นบวก โดยความแปรปรวนร่วมของนโยบายการเงินกับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 1 ปี แต่ไม่เกิน 3 ปี มีค่ามากที่สุด คือ 45.36 และความแปรปรวนร่วมของนโยบายการเงินกับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุเกิน 10 ปีขึ้นไป มีค่าน้อยที่สุด คือ 2.5 ในกลุ่มอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่จำแนกเป็น 4 ประเภท พบว่าความแปรปรวนร่วมของนโยบายการเงินกับอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ทุกประเภทมีค่าเป็นบวก โดยความแปรปรวนร่วมของนโยบายการเงินกับอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 2 ปี มีค่ามากที่สุด คือ 42.22 และความแปรปรวนร่วมของนโยบายการเงินกับอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 4 ปี มีค่าน้อยที่สุดคือ 22.29

4.2 การศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อราคาสินทรัพย์

การศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อราคาสินทรัพย์ในแบบจำลองนี้ จะศึกษาการตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อนโยบายการเงินโดยใช้วิธี the event-study method และ heteroskedasticity – based method เพื่อประมาณค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อนโยบายการเงิน หลังจากนั้นจึงทำการทดสอบความแตกต่างของค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จาก 2 วิธีข้างต้น ว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่ โดยใช้การทดสอบของ Hausman Test ทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

จากข้อมูลราคาสินทรัพย์ประกอบด้วย ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลจำแนกตามช่วงอายุ และอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่จำแนกตามปี จำนวนอย่างละ 53 กลุ่มตัวอย่าง นำมาคำนวณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยวิธี the event-study method และ heteroskedasticity – based method แล้วทำการทดสอบความแตกต่างค่าสัมประสิทธิ์โดยใช้ Hausman Test ได้ผลดังตาราง 4.4 ดังนี้

ตาราง 4.4 การประมาณค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อนโยบายการเงิน และทดสอบความแตกต่างของค่าสัมประสิทธิ์ โดยใช้การทดสอบ Hausman Test

ชนิดของสินทรัพย์	การประมาณค่า สัมประสิทธิ์: $\hat{\alpha}_{es}^i$ ด้วย วิธี The event-study method		การประมาณค่า สัมประสิทธิ์: $\hat{\alpha}_{het}^i$ ด้วยวิธี ใช้ heteroskedasticity – based method		Hausman Test (P-Value)
	ค่า สัมประสิทธิ์	ส่วน เบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่า สัมประสิทธิ์	ส่วน เบี่ยงเบน มาตรฐาน	
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์	-5.292	5.152	-5.501	5.624	0.01 (0.99)
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตร รัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 1 ปี แต่ไม่เกิน 3 ปี	8.84	2.25	8.73	2.44	0.02 (0.98)
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตร รัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 3 ปี แต่ไม่เกิน 7 ปี	7.08	2.47	7.16	2.65	0.01 (0.99)
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตร รัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 7 ปี แต่ไม่เกิน 10 ปี	4.60	3.67	4.86	4.18	0.02 (0.98)
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตร รัฐบาลเฉลี่ยอายุ 10 ปี ขึ้นไป	3.53	7.88	3.55	5.93	0.00 (1.00)
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตร รัฐบาลอายุ 10 ปี	5.49	2.63	5.63	2.73	0.03 (0.97)
อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้ อายุคงที่ 2 ปี	8.39	2.33	8.41	2.35	0.00 (1.00)
อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้ อายุคงที่ 3 ปี	5.60	2.38	5.66	5.86	0.00 (1.00)

ตาราง 4.4 การประมาณค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อนโยบายการเงิน และทดสอบความแตกต่างของค่าสัมประสิทธิ์ โดยใช้การทดสอบ Hausman Test (ต่อ)

อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้ อายุคงที่ 4 ปี	5.38	2.77	5.50	2.69	0.03 (0.97)
อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้ อายุคงที่ 5 ปี	6.82	2.97	6.99	2.96	0.02 (0.98)

หมายเหตุ: ** ระดับนัยสำคัญ 0.05

ที่มา: จากการคำนวณ

จากตาราง 4.4 แสดงการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อ นโยบายการเงินด้วยวิธี The event-study method และวิธี heteroskedasticity – based method พร้อมทั้งทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นคืออัตราดอกเบี้ยนโยบาย กับตัวแปรตามคือราคาสินทรัพย์ประเภทต่างๆ นอกจากนี้ยังทดสอบความแตกต่างของการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อนโยบายการเงินที่คำนวณจากวิธี The event-study method และวิธี heteroskedasticity – based method โดยใช้การทดสอบ Hausman Test ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 (ช่วงความเชื่อมั่น 95%)

ผลการศึกษาพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงิน (α) ที่คำนวณได้จากวิธี The event-study method และวิธี heteroskedasticity – based method มีค่าใกล้เคียงกัน โดยค่าสัมประสิทธิ์ที่คำนวณได้จากวิธี heteroskedasticity มีค่ามากกว่าค่าสัมประสิทธิ์ที่คำนวณได้จากวิธี The event – study ของตัวแปรตามทุกประเภท ยกเว้น อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 1 ปี แต่ไม่เกิน 3 ปี ที่คำนวณค่าสัมประสิทธิ์จากวิธี The event – study ได้มากกว่าวิธี heteroskedasticity คือ 8.84 และ 8.73 ตามลำดับ ผลการศึกษาส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อนโยบายการเงินพบว่า ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่คำนวณได้จากวิธี The event – study และวิธี heteroskedasticity มีค่าใกล้เคียงกัน ยกเว้นอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุเกิน 10 ปีขึ้นไป และอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 3 ปี ที่มีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าสัมประสิทธิ์แตกต่างกันอย่างเห็นได้ชัด กล่าวคือในอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุเกิน 10 ปีขึ้นไป ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าสัมประสิทธิ์จากวิธี The event – study และ heteroskedasticity ได้ 7.88 และ 5.93 ตามลำดับ และในอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 3 ปี

คำนวณค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าสัมประสิทธิ์จากวิธี The event – study และ heteroskedasticity ได้ 2.38 และ 5.86 ตามลำดับ

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นคือการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับตัวแปรตามคือการเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ด้วยวิธี The event – study ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 (ช่วงความเชื่อมั่น 95%) พบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญ ในกลุ่มตัวแปรอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลจำแนกเป็น 5 กลุ่มพบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาพันธบัตรรัฐบาล 3 กลุ่มอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ 1.อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 1 ปี แต่ไม่เกิน 3 ปี 2.อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 3 ปี แต่ไม่เกิน 7 ปี และ 3.อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุ 10 ปี โดยกลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 1 ปี แต่ไม่เกิน 3 ปี มีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายมากที่สุด พิจารณาได้จากค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองที่คำนวณได้คือ 8.84 รองลงมาคือ กลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 3 ปี แต่ไม่เกิน 7 ปี มีค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนอง 7.08 และกลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี มีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายน้อยที่สุด คือมีค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนอง 5.49 ส่วนในกลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 7 ปี แต่ไม่เกิน 10 ปี และ กลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุเกิน 10 ปี ขึ้นไป ผลการทดสอบพบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม 2 กลุ่มนี้ อย่างมีนัยสำคัญ

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นคือการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับตัวแปรตามคือการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่จำแนกเป็น 4 กลุ่ม พบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ทุกกลุ่ม อย่างมีนัยสำคัญ โดยอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 2 ปี มีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายมากที่สุด พิจารณาได้จากค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองที่คำนวณได้คือ 8.39 รองลงมาคือ อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 5 ปี มีค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนอง 6.82 และอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 4 ปี มีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายน้อยที่สุด คือมีค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนอง 5.38 ส่วน

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นคือการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับตัวแปรตามคือการเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ด้วยวิธี heteroskedasticity ที่ระดับนัยสำคัญ

0.05 (ช่วงความเชื่อมั่น 95%) พบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญ ในกลุ่มตัวแปรอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลจำแนกเป็น 5 กลุ่ม พบว่าการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาพันธบัตรรัฐบาล 3 กลุ่ม อย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ 1. อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 1 ปี แต่ไม่เกิน 3 ปี 2. อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 3 ปี แต่ไม่เกิน 7 ปี และ 3. อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุ 10 ปี โดยกลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 1 ปี แต่ไม่เกิน 3 ปี มีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายมากที่สุด พิจารณาได้จากค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองที่คำนวณได้คือ 8.73 รองลงมาคือ กลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 3 ปี แต่ไม่เกิน 7 ปี มีค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนอง 7.16 และกลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี มีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายน้อยที่สุด คือมีค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนอง 5.63 ส่วนในกลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 7 ปี แต่ไม่เกิน 10 ปี และ กลุ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุเกิน 10 ปี ขึ้นไป ผลการทดสอบพบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม 2 กลุ่มนี้ อย่างมีนัยสำคัญ

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นคือการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับตัวแปรตามคือการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่จำแนกเป็น 4 กลุ่ม พบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 3 กลุ่ม อย่างมีนัยสำคัญ คือ อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 2 ปี 4 ปี และ 5 ปี โดยอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 2 ปี มีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายมากที่สุด พิจารณาได้จากค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองที่คำนวณได้คือ 8.41 รองลงมาคือ อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 5 ปี มีค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนอง 6.99 และอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 4 ปี มีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายน้อยที่สุด คือมีค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนอง 5.50 ส่วนอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 3 ปี ผลการทดสอบพบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่มีความสัมพันธ์ต่อตัวแปรตามนี้ อย่างมีนัยสำคัญ

ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตามด้วยวิธี The event – study และ heteroskedasticity เมื่อผลการทดสอบตัวแปรต้นและตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กันในระยะสั้นอย่างมีนัยสำคัญ ตัวแปรทั้งสองจะมีทิศทางความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือเมื่อตัวแปรต้นคืออัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับตัวเพิ่มขึ้น จะทำให้ตัวแปรตามคืออัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล

และอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามด้วย ในทางกลับกันหากอัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับตัวลดลง จะทำให้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลและอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ปรับตัวลดลงตามด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยเรื่อง “Impact of Monetary Policy on Asset Prices” (Piyaluk Buddhawongsa, 2002) ที่ศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อราคาสินทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา โดยได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายและตัวเงินคลัง ผลการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างฉับพลันในระยะสั้นจะมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลัง อย่างมีนัยสำคัญ โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน

จากการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงินในระยะสั้น ไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พันธบัตรรัฐบาล และตราสารหนี้อายุคงที่บางชนิด อย่างมีนัยสำคัญ อธิบายได้ว่า เนื่องจากตลาดเงินของประเทศไทยยังมีขนาดเล็กเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศใหญ่ๆ เช่น สหรัฐอเมริกา อังกฤษ จึงไม่สามารถเห็นการตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงินได้อย่างชัดเจน อีกทั้งยังมีปัจจัยอื่นๆ ที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ในประเทศไทย เช่น ปัจจัยด้านการเมือง ที่ในระยะหลังมีความผันผวนอย่างรุนแรง มีการชุมนุมทางการเมืองบ่อยครั้ง ปัจจัยด้านภัยธรรมชาติ เช่น เกิดวิกฤติน้ำท่วมใหญ่ในปี 2554 ปัจจัยภายนอก เช่น การเกิดวิกฤติเศรษฐกิจตกต่ำของสหรัฐอเมริกาในปี 2553 และวิกฤติการณ์หนี้ของกรีซในปี 2554 นอกจากนี้ในความเป็นจริงแล้วนักลงทุนส่วนมากมักมีการคาดการณ์แนวโน้มของนโยบายการเงินล่วงหน้า เช่น ได้คาดคะเนอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งใหม่ที่มาจากการประกาศของคณะกรรมการนโยบาย ทำให้ราคาสินทรัพย์ในตลาดเงินมีการปรับตัวให้สอดคล้องกับนโยบายการเงินไว้ล่วงหน้าแล้ว

ผลการทดสอบความแตกต่างค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินอย่างฉับพลันที่คำนวณได้จากวิธี The event – study และ heteroskedasticity โดยใช้การทดสอบของ hausman Test ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 (ช่วงความเชื่อมั่น 95%) โดยมีสมมติฐานดังนี้

$$H_0 : \hat{\alpha}_{es} = \hat{\alpha}_{het}$$

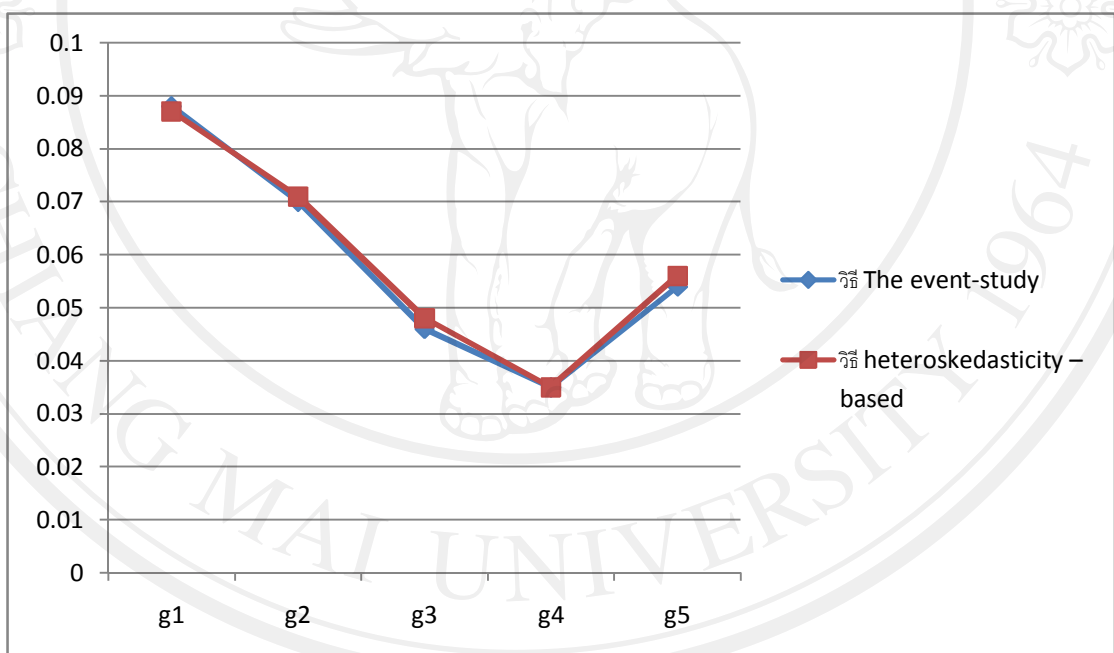
$$H_1 : \hat{\alpha}_{es} \neq \hat{\alpha}_{het}$$

เมื่อ $\hat{\alpha}_{es}$ คือ ค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการเงินอย่างฉับพลันในระยะสั้นที่คำนวณโดยวิธี The event - study

$\hat{\alpha}_{het}$ คือ ค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการเงินอย่างฉับพลันในระยะสั้นที่คำนวณโดยวิธี heteroskedasticity

ผลการทดสอบสมมติฐานพบว่า ตัวแปรตามทุกชนิดยอมรับสมมติฐาน H_0 กล่าวคือ ค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงินในระยะสั้นที่คำนวณได้จากวิธี The event – study และ heteroskedasticity ไม่มีความแตกต่างกัน อย่างมีนัยสำคัญ การศึกษาในครั้งนี้จะใช้การประมาณค่าสัมประสิทธิ์เพื่อดูการตอบสนองของราคาสินทรัพย์ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงินด้วยวิธีใดก็ได้ จะให้ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ไม่แตกต่างกัน

จากการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ชนิดต่างๆ ที่มีต่อ นโยบายการเงินที่คำนวณได้จากวิธี The event – study และ heteroskedasticity จะเห็นว่าถึงแม้จะเป็นสินทรัพย์ชนิดเดียวกัน เช่น เป็นพันธบัตรรัฐบาล ตราสารหนี้อายุคงที่เหมือนกัน แต่ค่าสัมประสิทธิ์ที่ประมาณได้ของราคาสินทรัพย์ชนิดเดียวกันมีค่าแตกต่างกัน ดังแสดงในรูปที่ 4.1



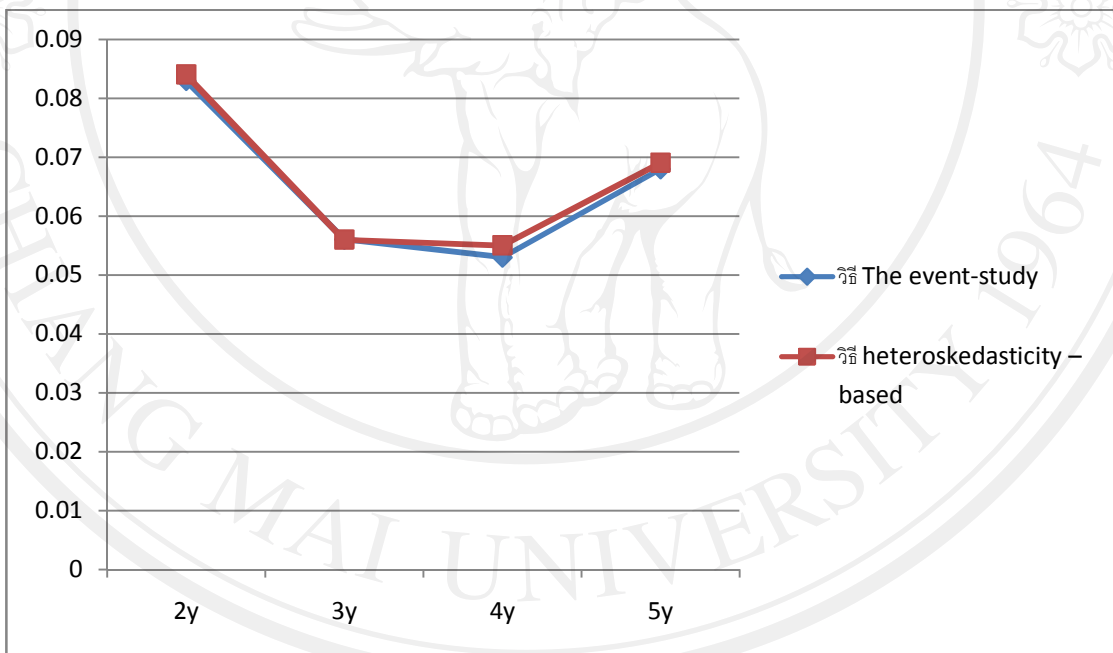
หมายเหตุ : g1 คือ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 1 ปี แต่ไม่เกิน 3 ปี
 g2 คือ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 3 ปี แต่ไม่เกิน 7 ปี
 g3 คือ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 7 ปี แต่ไม่เกิน 10 ปี
 g4 คือ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยอายุตั้งแต่ 10 ปีขึ้นไป
 g5 คือ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี

ที่มา: จากการคำนวณ

รูปที่ 4.1 เปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของพันธบัตรรัฐบาลที่มีต่อนโยบายการเงิน

จากวิธี the event – study และ heteroskedasticity

รูปที่ 4.1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลที่มีต่อนโยบายการเงินด้วยวิธี the event – study และ heteroskedasticity พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ที่ประมาณได้จากทั้งสองวิธีมีค่าใกล้เคียงกัน นอกจากนี้ยังพบว่าค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลแต่ละชนิดมีค่าไม่เท่ากัน แสดงว่าความว่องไวของการตอบสนองของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงินแตกต่างกัน จากกราฟข้างต้นจะเห็นว่าพันธบัตรรัฐบาลอายุตั้งแต่ 1 ปี แต่ไม่เกิน 3 ปี (g1) มีค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองมากที่สุด ในขณะที่พันธบัตรรัฐบาลอายุเกิน 10 ปีขึ้นไป (g4) มีค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองน้อยที่สุด แสดงให้เห็นว่าอายุของพันธบัตรรัฐบาลมีความว่องไวของการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการเงินแตกต่างกัน โดยพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุได้ถือน้อยจะมีค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองต่อนโยบายการเงินได้ดีกว่าพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุได้ถือนาน



หมายเหตุ : 2y คือ อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 2 ปี

3y คือ อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 3 ปี

4y คือ อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 4 ปี

5y คือ อัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ 5 ปี

ที่มา: จากการคำนวณ

รูปที่ 4.2 เปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของตราสารหนี้อายุคงที่ที่มีต่อนโยบายการ

เงินจากวิธี the event – study และ heteroskedasticity

จากรูปที่ 4.2 แสดงการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของตราสารหนี้อายุคงที่ที่มีต่อนโยบายการเงินด้วยวิธี the event – study และ heteroskedasticity พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ที่ประมาณได้จากทั้งสองวิธีมีค่าใกล้เคียงกัน นอกจากนี้ยังพบว่าค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของตราสารหนี้อายุคงที่ชนิดต่างๆ มีค่าไม่เท่ากัน แสดงให้เห็นถึงความว่องไวของการตอบสนองของอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้อายุคงที่ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของนโยบายการเงินมีค่าแตกต่างกัน จากกราฟข้างต้นจะเห็นว่าตราสารหนี้อายุคงที่ 2 ปี (2y) มีค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองต่อนโยบายการเงินมากที่สุด ในขณะที่ตราสารหนี้อายุคงที่ 4 ปี (4y) มีค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองต่อนโยบายการเงินน้อยที่สุด นั่นคือ อายุของตราสารหนี้อายุคงที่ที่มีความว่องไวของการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการเงินแตกต่างกันเช่นเดียวกับพันธบัตรรัฐบาล โดยตราสารหนี้อายุคงที่ที่มีระยะเวลาได้ถอนยิ่งมาก การตอบสนองต่อนโยบายการเงินจะน้อยกว่าตราสารหนี้อายุคงที่ที่มีระยะเวลาได้ถอนน้อยกว่า