

ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับผลตอบแทนของดัชนี
ผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ของประเทศไทย



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2560

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับผลตอบแทนของดัชนี
ผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ของประเทศไทย



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2560

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับผลตอบแทนของดัชนี
ผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ของประเทศไทย

ได้รับการพิจารณาให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 28 พฤศจิกายน 2560



.....
วิรัตน์ ธรรมปัญญาวัฒน์

ผู้วิจัย

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ปิยภัทร ธาระวานิช

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ปิยภัทร ธาระวานิช

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

.....
รองศาสตราจารย์ อรรถพล ต้นละมัย, Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

.....
รองศาสตราจารย์ ธาตรี จันทร์ โกลิกา

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ของประเทศไทยสำเร็จลุล่วงได้ด้วยความกรุณาและการสนับสนุนที่ดีจากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ปิยภัทร ธาระวานิช อาจารย์ที่ปรึกษาในการศึกษาอิสระครั้งนี้ ที่ได้ให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะทั้งทางด้านวิชาการและให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไขเนื้อหาตลอดจนช่วยกำกับดูแลและกระบวนการจัดทำการศึกษาฉบับนี้ให้สำเร็จตามกำหนดเวลา ทั้งนี้ยังมีรองศาสตราจารย์ ดร.ชาติรี จันทร์โคติกา ที่ได้ให้คำแนะนำในส่วนของเนื้อหาและการทดสอบแบบจำลองต่างๆ ซึ่งคณะผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

นอกจากนี้คณะผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์วิทยาลัยการจัดการมหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาวิชาความรู้ และให้คำปรึกษาตลอดระยะเวลาการศึกษาของคณะผู้วิจัย

คณะผู้วิจัยขอขอบพระคุณบิดา มารดา พี่น้อง ผู้บังคับบัญชา และเพื่อนๆ ที่ช่วยเหลือสนับสนุน และให้กำลังใจคณะผู้วิจัยมาโดยตลอด สุดท้ายนี้คณะผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่ารายงานสารนิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจไม่มากก็น้อย และเป็นแนวทางต่อผู้ที่ทำการศึกษาเรื่องที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมต่อไปในอนาคต หากสารนิพนธ์ฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด คณะผู้วิจัยขอรับไว้และขออภัยมา ณ ที่นี้

วิรัตน์ ธรรมปัญญาวัฒน์

ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ของประเทศไทย

THE RELATIONSHIP BETWEEN THE POLICY INTEREST RATE CHANGES OF THE BANK OF THAILAND AND THE RETURN OF SET TOTAL RETURN INDEX (SET TRI) FROM THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

วิรัชพัชร ธรรมปัญญาวัฒน์ 5750041

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์ : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัศร ชารวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์ชนินทร์ อยู่เพชร, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย กับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด โดยใช้ข้อมูลการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากธนาคารแห่งประเทศไทยจำนวน 88 ฉบับ ข้อมูลศึกษาช่วงปี 2548 ถึง 2558 การศึกษานี้ใช้วิธีการเหตุการณ์ศึกษา (Event-Study Approach) โดยวิเคราะห์การถดถอยแบบเส้นตรงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square หรือ OLS)

ผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้เมื่อผู้วิจัยแยกการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายออกเป็นการเปลี่ยนแปลงที่เป็นไปตามคาดการณ์ และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดแล้วศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์เช่นเดียวกัน แสดงถึงความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ เคลื่อนไหวในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

คำสำคัญ : อัตราดอกเบี้ยนโยบาย/ ผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	จ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 ทบทวนวรรณกรรม	4
แนวคิดที่ใช้ในการศึกษา	4
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
บทที่ 3 วิธีการศึกษา	12
ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	12
ตัวแปร	12
วิธีการทางสถิติ	16
บทที่ 4 ผลการศึกษา	20
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	23
บรรณานุกรม	25
ภาคผนวก	26
ประวัติผู้วิจัย	31

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
2.1	สรุปผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	11
3.1	สถิติโดยสรุปของประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย	14
3.2	สรุปการจัดหมวดหมู่ของทิศทางการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงิน 9 เหตุการณ์แบ่งได้เป็น 6 ทิศทาง	14
3.3	สถิติโดยสรุปจำแนกประเภทประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามการตอบสนองต่อความคาดหวังของตลาดของศูนย์วิจัยกสิกรไทย ช่วงปี 2548-ปี 2558	15
3.4	สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ	19
4.1	ผลการทดสอบความสัมพันธ์การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย กับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์	20
4.2	ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด กับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์	21

บทที่ 1

บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ปัจจัยที่ทำให้ราคาค่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงไปประกอบด้วยหลายปัจจัย เช่น ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ อันได้แก่ อัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยน และอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ เป็นต้น ซึ่งส่งผลให้ราคาค่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในระยะสั้นและระยะยาวเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวกและทิศทางลบ อีกทั้งยังส่งผลที่แตกต่างกันไปในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม หมวดธุรกิจ และรายบริษัท มีงานวิจัย Bernanke and Blinder (1992) ศึกษาพบว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเป็นตัวแทนที่ดีของนโยบายการเงินและเครื่องมือที่สามารถบ่งบอกทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางได้เป็นอย่างดีอีกทั้งยังสามารถส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดผ่านทางปริมาณเงินสำรองของธนาคารได้ นอกจากนี้ยังพบว่าแต่ละบริษัทได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่เท่ากัน บริษัทที่ต้องพึ่งพาเงินกู้จากธนาคารได้รับผลกระทบจากการขึ้นนโยบายการเงินแบบเข้มงวด (Tightening Monetary Policy) เพราะไม่สามารถกู้เงินได้เนื่องจากปริมาณเงิน (Money Supply) จากธนาคารมีน้อยลงทำให้ไม่สามารถลงทุนเพื่อขยายกิจการได้อย่างที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง

ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นหน่วยงานที่มีหน้าที่ในการกำกับดูแลนโยบายการเงินในประเทศไทยมาตั้งแต่ปีพ.ศ. 2485 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อดำรงไว้ซึ่งเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตามก็ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อแบบยืดหยุ่น (Flexible Inflation Targeting) เป็นเป้าหมายหลักในการดำเนินนโยบายการเงินมาตั้งแต่ปีพ.ศ.2543 เนื่องจากเป็นกรอบนโยบายที่เอื้อให้เกิดวินัยในการดูแลเสถียรภาพราคาผ่านการประกาศเป้าหมายเงินเฟ้อที่ชัดเจนควบคู่ไปกับการให้ความยืดหยุ่นต่อการดำเนินนโยบายการเงินในการรองรับความผันผวนจากปัจจัยต่างๆ ได้ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจขยายตัวได้อย่างเต็มศักยภาพและยั่งยืน โดยกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยผ่านการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะมีผลต่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงิน นั้นหมายถึงอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ในขณะที่เดียวกันมีผลกระทบต่อระดับราคาสินทรัพย์ สินเชื่อ การคาดการณ์ของตลาด และอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งจะขยาย

วงกว้างไปสู่การเปลี่ยนแปลงของการใช้จ่ายและการลงทุนในระบบเศรษฐกิจและส่งผลกระทบต่อปริมาณการผลิตและอัตราเงินเฟ้อ รวมถึงส่งผลต่อราคาคำนีตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

มีงานวิจัยเชิงประจักษ์ในต่างประเทศศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อราคาหลักทรัพย์ เช่น Bernanke and Kuttner (2005); Basistha and Kurov (2008); Farka (2009) การศึกษาเหล่านี้พบว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาเฉพาะที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลการศึกษาของ Bernanke and Kuttner (2005) พบว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยการเพิ่มขึ้นเฉลี่ยของอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด 0.25% ทำให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์ลดลง 1% นอกจากนี้มีงานศึกษาของ Ehrmann and Fratzscher (2004) ศึกษาพบว่าการดำเนินนโยบายการเงินของสหรัฐโดยการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยนโยบายเฉลี่ย 0.50% ทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ใน S&P500 ลดลง 3% นอกจากประเด็นข้างต้นแล้ว Ehrmann and Fratzscher (2004) ศึกษาพบว่าในแต่ละอุตสาหกรรมได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่เท่ากัน โดยบริษัทที่ขายสินค้าที่มีความอ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ยของความต้องการสูง (High Interest- Sensitivity of the Demand for Product) และ อุตสาหกรรมที่ต้องใช้เงินลงทุนสูง (Capital Intensive) ได้รับผลกระทบมากกว่าอุตสาหกรรมอื่น

สำหรับบริบทของประเทศไทยได้ผลงานวิจัยที่ตรงข้ามกัน งานวิจัยของ Vithessonthia and Techarongrojwong (2012) ศึกษาพบว่าผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยเฉพาะที่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัย Khao-orn, Itsarangkoon na ayuttaya and Pluemprasertkul (2013)

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด กับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ จากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด โดยการคาดการณ์ของตลาดใช้ข้อมูลจากผลการประเมินของศูนย์วิจัยธนาคารกสิกรไทย การศึกษาใช้ข้อมูลการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากธนาคารแห่งประเทศไทยจำนวน 88 ฉบับ ในช่วงปี 2548 ถึง 2558 การศึกษานี้ใช้วิธีการเหตุการณ์ศึกษา (Event-

Study Approach) โดยวิเคราะห์การถดถอยแบบเส้นตรงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square หรือ OLS)

ผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้เมื่อผู้วิจัยแยกการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายออกเป็นการเปลี่ยนแปลงที่เป็นไปตามคาดการณ์ และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดแล้วศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์เช่นเดียวกัน แสดงถึงความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ เคลื่อนไหวในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ผลการศึกษานี้ไม่สอดคล้องกับการศึกษาก่อนหน้าในส่วนของ การคาดการณ์ Vithessonthia and Techarongrojwong (2012); Khao-orn, Itsarangkoon na ayuttaya and Pluemprasertkul (2013) ศึกษาพบว่าผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยเฉพาะที่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ความไม่สอดคล้องกันนี้เนื่องจากความแตกต่างของช่วงเวลาและระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาวิจัย และข้อมูลสถิติการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายของศูนย์วิจัยธนาคารกสิกรไทยในแต่ละช่วงการศึกษาวินิจฉัย ในขณะที่เดียวกันผลการศึกษาในตลาดทุนของประเทศที่พัฒนาแล้ว Bernanke and Kuttner (2005) ศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

รายงานฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็นห้าส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review), วิธีการดำเนินการวิจัย (Methodology), ผลการวิจัย (Results) และสรุปผล (Conclusion) ตามลำดับ

บทที่ 2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

การศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย (BOT) ทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด กับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จะอ้างอิงวิธีการทางสถิติของงานวิจัย Bernanke and Kuttner (2005); Ehrmann and Fratzscher (2004); Vithessonthi and Techarongrojwong (2012); Khao-orn, Itsarangkoon na ayuttaya and Pluemprasertkul (2013) เป็นแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องที่ใช้เป็นกรอบแนวคิดที่มาอธิบาย และสอดคล้องกับการศึกษารังนี้มีดังต่อไปนี้

Campbell and Shiller (1998) แนวคิดเกี่ยวกับกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน (Transmission Mechanisms of Monetary Policy) ศึกษาพบว่าการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยอาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นผ่าน 3 ช่องทาง นั่นคือ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real interest rates) ผลตอบแทนส่วนเกินที่คาดหวังในอนาคต (Expected future excess returns) หรือเงินปันผลที่คาดหวังในอนาคต (Expected future dividends) ถ้าการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเพิ่มขึ้น ต้นทุนเงินทุนของบริษัทก็จะเพิ่มสูงขึ้นและทำให้ราคาหุ้นลดลง ในทำนองเดียวกันถ้าอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นนำไปสู่อัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่คาดหวังในอนาคตที่สูงขึ้น ทำให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทเพิ่มขึ้นและส่งผลให้อัตราราคาคิดลด (Discount rate) สูงขึ้น ทำให้มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตทั้งหมดจากส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงจากอัตราราคาคิดลดที่สูงขึ้น และมีผลให้ราคาหุ้นลดลง นอกจากนี้การปรับสูงขึ้นของอัตราดอกเบี้ยอาจส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดในอนาคตและเงินปันผลของบริษัทในรูปแบบที่แตกต่างกัน

ในด้านอุปสงค์ การตอบสนองของความต้องการด้านสินเชื่อต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยจะแตกต่างกันไปจากอุตสาหกรรมหนึ่งสู่อุตสาหกรรมหนึ่ง ตามช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Channels) กล่าวคือบริษัทที่มีลักษณะเป็นวัฏจักร (Cyclical sectors) หรือ บริษัทที่มี

ความอ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ย (Interest-sensitive demands) จะพบว่ารายได้ที่คาดหวังในอนาคตนั้นจะได้รับผลกระทบมากขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย

ส่วนด้านอุปทาน ความต้องการปล่อยสินเชื่อของธนาคารจะได้รับผลกระทบโดยตรงจากการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการเงิน โดยมีความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร และเกณฑ์เงินสดสำรองตามกฎหมายที่ธนาคารกลางกำหนด กล่าวคือเมื่อธนาคารกลางใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัว (Expansionary monetary policy) ทำให้ปริมาณเงินสดสำรองและเงินฝากของธนาคาร (Bank Deposits) เพิ่มขึ้นส่งผลให้ธนาคารมีเงินทุนในการปล่อยสินเชื่อ (Bank Loans) มากขึ้นซึ่งเป็นผลให้การใช้จ่ายเพื่อการลงทุนเพิ่มขึ้นนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของอุปสงค์มวลรวม (Aggregate Demand) ในทางตรงกันข้ามบริษัทอาจเห็นว่าการที่จะได้มาซึ่งเครดิตสินเชื่อ (Credit) นั้นเป็นเรื่องที่ยากขึ้นเมื่อเงื่อนไขการปล่อยเครดิตสินเชื่อของธนาคารมีความเคร่งครัดมากขึ้น อันเป็นผลมาจากนโยบายการเงินแบบเข้มงวด (Tightening monetary policy) รายได้ที่คาดหวังในอนาคตของบริษัทจะได้รับผลกระทบจากข้อจำกัดทางด้าน การปล่อยเครดิตสินเชื่อ (Credit supply) จากการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อ (Credit Channel) นี้ สำหรับบริษัทที่มีข้อจำกัดทางการเงินแต่มีโอกาในการลงทุนที่ดี การลงทุนของบริษัทเหล่านี้อาจจะได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินแบบเข้มงวดของการปล่อยเครดิตสินเชื่อมากกว่าบริษัทที่ไม่มีข้อจำกัด สมมติฐานนี้คาดการณ์ว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดต่ำ (Low cash flow) และการจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ต่ำกว่า (Credit rating) จะตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยได้มากขึ้น นอกจากนี้ปัญหาการไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric information) คาดการณ์ได้ว่าบริษัทที่มีข้อมูลสาธารณะน้อยจะมีโอกาสได้เครดิตสินเชื่อยากกว่าและมีข้อจำกัดการเข้าถึงแหล่งเงินทุน ดังนั้นราคาหุ้นของบริษัทเหล่านี้จึงยังตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยมากขึ้น ในขณะที่ผู้ประกอบการรายใหญ่สามารถระดมทุนได้โดยตรงผ่านตราสารหนี้และตราสารทุน

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)

ที่ผ่านมา มีงานศึกษาเชิงประจักษ์ทั้งในประเทศและต่างประเทศหลายงานที่น่าสนใจเกี่ยวกับข้างต้นมาศึกษา ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ศึกษาผลการวิจัยที่เกี่ยวข้องเฉพาะในส่วนที่สอดคล้องกับงานวิจัยครั้งนี้ มีดังนี้

2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ต่างประเทศ

Bernanke & Blinder (1992) ใช้ข้อมูลดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) ปริมาณเงิน (Money Supply) อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Federal Fund Rate) อัตราดอกเบี้ยของตั๋วเงินคลัง (Treasury Bill Rate) และอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาล (Treasury Bond Rate) ในสหรัฐอเมริกาช่วงปี ค.ศ. 1959 ถึง ค.ศ. 1989 มาทำนายเศรษฐกิจซึ่งวัดโดยตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ต่างๆ เช่น การผลิตภาคอุตสาหกรรม อัตราการจ้างงาน อัตราการว่างงาน อัตราการบริโภค เป็นต้น พบว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายสามารถใช้ทำนายตัวแปรทางเศรษฐกิจในอนาคตได้ โดยกระทบผ่านทางปริมาณเงินสำรองของธนาคาร และยังพบว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นตัวแทนที่ดีของนโยบายการเงินอีกด้วย นอกจากนี้ยังพบว่าแต่ละบริษัทได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่เท่ากัน บริษัทที่ต้องพึ่งพาเงินกู้จากธนาคารได้รับผลกระทบจากการใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวด (Tightening Monetary Policy) เพราะไม่สามารถกู้เงินได้เนื่องจากปริมาณเงิน (Money Supply) จากธนาคารมีน้อยลงทำให้ไม่สามารถลงทุนเพื่อขยายกิจการได้อย่างที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง

การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อ (Credit Channel) พบว่าการใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวด (Tightening Monetary Policy) ส่งผลกระทบต่ออย่างมากกับบริษัทที่ต้องพึ่งพาเงินกู้จากธนาคาร เนื่องจากธนาคารสามารถควบคุมปริมาณการให้สินเชื่อได้

Bernanke and Kuttner (2005) ศึกษาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา กับราคาหลักทรัพย์ทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดด้วยวิธีเหตุการณ์ศึกษา (Event-study approach) ข้อมูลช่วงปี ค.ศ. 1989 ถึง ค.ศ. 2002 การคาดการณ์ของตลาดใช้ข้อมูลจากสัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยนโยบายล่วงหน้า (Fed Fund Future contract) โดยอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดคำนวณจากการเปลี่ยนแปลงสัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยนโยบายล่วงหน้า (FED fund future contract) ของเดือนปัจจุบันลบด้วยการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของคณะกรรมการกำหนดนโยบายการเงิน (FOMC)

จากการศึกษาพบว่าการตอบสนองเพียงเล็กน้อยของตลาดอาจเกิดจากผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง อย่างไรก็ตามการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์นั้นถูกผลักดันมาจากผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตและเงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต และพบว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดจะส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยการเพิ่มขึ้นเฉลี่ยของอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด 0.25% ทำให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์ลดลง 1% ทั้งนี้การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดนั้นไม่มี

ความสัมพันธ์ต่อราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากนักลงทุนได้ปรับประมาณการณ์ราคาหลักทรัพย์ตามการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่คาดการณ์ไว้โดยคิดลด (Discounted) มูลค่าสินทรัพย์นั้น

นอกจากนี้การตอบสนองต่อนโยบายการเงินมีแนวโน้มที่จะแตกต่างกันไปในกลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรม กล่าวคือ อุตสาหกรรมที่มีการใช้เทคโนโลยีขั้นสูงและอุตสาหกรรมสื่อสารโทรคมนาคม มีการตอบสนองต่อนโยบายการเงินมากขึ้นกว่า อุตสาหกรรมอื่น ๆ ส่วนอุตสาหกรรมพลังงานและอุตสาหกรรมสาธารณูปโภค กลับไม่ได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงิน

Ehrmann & Fratzscher (2004) การศึกษานี้ได้วิเคราะห์ถึงปฏิกริยาของดัชนีผลตอบแทนหลักทรัพย์ S&P500 ที่มีต่อนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ ศึกษาด้วยวิธี Event-study ข้อมูลช่วงปี ค.ศ.1994 ถึง ค.ศ.2003 ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยนโยบายของคณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) รวม 79 ครั้ง ซึ่งการศึกษานี้มุ่งเน้นไปที่ความเกี่ยวเนื่องกันของช่องทางสินเชื่อและช่องทางอัตราดอกเบี้ยจากการส่งผ่านนโยบายการเงิน ทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด ตามวิธีการของ Bernanke and Kuttner (2005) กำหนดให้การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด คิดจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบัน ณ วันที่ประกาศ ลบกับการเปลี่ยนแปลงดอกเบี้ยนโยบายที่ตลาดคาดหวัง

จากการศึกษาพบว่าผลตอบแทนหลักทรัพย์ S&P500 ได้รับผลกระทบอย่างมากจากนโยบายการเงิน อีกทั้งทดสอบความคาดหวังของตลาดจากการใช้ผลสำรวจของ Reuters ไม่สะท้อนความคาดหวังของตลาดเนื่องจากเป็นข้อมูลที่เก็บวันศุกร์ก่อนการประชุม FOMC ดังนั้นจึงใช้ข้อมูลการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายอ้างอิงจากสัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยนโยบายล่วงหน้า (Fed Fund Future contract) ตามวิธีของ Bernanke and Kuttner (2003) พบว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดจะส่งผลกระทบต่อดัชนีผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยเฉลี่ยการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด 0.50% ทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลง 3% ณ วันที่ประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และจะมีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์มากยิ่งขึ้นในช่วงที่ตลาดตราสารทุนมีความผันผวนสูง และช่วงการเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการนโยบายการเงินที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ รวมถึงช่วงที่มีแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงทิศทางนโยบายการเงินของธนาคารกลาง

นอกจากนี้ศึกษาความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรม (Industry-Specific Factors) ของบริษัทที่อยู่ใน S&P500 ข้อมูลอ้างอิงจาก Bloomberg พบว่าผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะแตกต่างกันในระดับอุตสาหกรรมด้วยเหตุผลหลายประการ เช่น อุตสาหกรรมนำเข้าส่งออกสินค้ามีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบมากขึ้นผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตรา

แลกเปลี่ยน (Exchange rate channel) หรือการเปลี่ยนแปลงต้นทุนเงินทุน (Cost of capital) ที่เกิดจากนโยบายการเงินมีความสำคัญต่ออุตสาหกรรมที่ต้องใช้ทุนมากยิ่งขึ้น ปัจจัยทั้งหมดนี้แสดงให้เห็นว่ารายได้ที่คาดหวังในอนาคตได้รับผลกระทบในรูปแบบที่แตกต่างในระดับอุตสาหกรรม ส่วนอุตสาหกรรมที่มีลักษณะเป็นวัฏจักร (Cyclical Sectors) เช่น อุตสาหกรรมเทคโนโลยีและการสื่อสาร อุตสาหกรรมอุปโภคบริโภค จะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายมากกว่าอุตสาหกรรมที่ไม่เป็นวัฏจักร นอกจากนี้พบว่าบริษัทที่ขายสินค้าที่มีความอ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ยของความต้องการสูง (High Interest-Sensitivity of the Demand for Product) และอุตสาหกรรมที่ต้องใช้เงินลงทุนสูง (Capital Intensive) เช่น ธุรกิจเทคโนโลยีและการสื่อสาร จะได้รับผลกระทบมากกว่าอุตสาหกรรมอื่น จากการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest rate channel)

อีกทั้งศึกษาความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับลักษณะเฉพาะของบริษัท (Firm-Specific Factors) ของบริษัทที่อยู่ใน S&P500 ข้อมูลอ้างอิงจาก Bloomberg ศึกษาพบว่าลักษณะเฉพาะของบริษัทซึ่งได้แก่ ขนาดธุรกิจ, สภาพคล่องทางธุรกิจ, โครงสร้างเงินทุนของบริษัท และการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัท (Credit rating) เป็นต้น เป็นตัวแปรสำคัญสำคัญที่ทำให้ผลตอบแทนรายหลักทรัพย์ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่เท่ากัน เช่น ธุรกิจที่มีสภาพคล่องทางการเงินต่ำจะได้รับผลกระทบมากกว่าธุรกิจที่มีสภาพคล่องสูง เนื่องจากตัวแปรเฉพาะของบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมากกับลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรม จึงใช้วิธีการศึกษาเชิงประจักษ์ด้วยเทคนิคการวิจัยเพื่อระบุสาเหตุ-ผลลัพธ์จากการวิจัยเชิงสำรวจ (Propensity score matching) เพื่อให้สามารถแยกแยะระหว่างตัวแปรที่เป็นลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรมและลักษณะเฉพาะของบริษัท ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าโดยเฉพาะอย่างยิ่งผลกระทบจากลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรมสามารถอธิบายการตอบสนองส่วนใหญ่ของลักษณะเฉพาะของบริษัทที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ได้

2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ในประเทศ

Vithessonthi and Techarongrojwong (2012) ศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด ด้วยวิธีเหตุการณ์ศึกษา (Event-study approach) ข้อมูลช่วงปี 2546 ถึงปี 2552 รวม 50 ฉบับ ตามวิธีการศึกษาของ Bermanke and Kuttner (2005) ในการทดสอบความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ เนื่องจากประเทศไทยไม่มีสัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยนโยบายล่วงหน้า

(Repurchase rate futures contract) ผู้วิจัยจึงไม่สามารถหาค่าขององค์ประกอบที่คาดหวังของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ตามวิธี market-based approach ที่ Bernanke and Kuttner (2005) ใช้ ดังนั้นจึงอนุมานความคาดหวังของตลาดโดยใช้ข้อมูลจากการสำรวจความคาดหวังในอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากฐานข้อมูลของ Bloomberg ซึ่งสอดคล้องกับวิธีการของ Reinhart and Simin (1997); Ehrmann & Fratzscher (2004) เป็นตัวแทนของการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายของตลาดซึ่งมีความเป็นกลางและมีประสิทธิภาพ โดยกำหนดให้การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด คือการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบัน ณ วันที่ประกาศโดยธนาคารแห่งประเทศไทย ลบกับการเปลี่ยนแปลงดอกเบี้ยนโยบายที่ตลาดคาดหวัง

จากการศึกษาพบว่าผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยเฉพาะที่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ส่วนการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้าของ Bernanke and Kuttner (2005) ศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดไม่มีความสัมพันธ์ทางสถิติเนื่องจากนักลงทุนได้ปรับประมาณการณ์ราคาหลักทรัพย์ตามการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่คาดการณ์ไว้โดยคิดลด (Discounted) มูลค่าสินทรัพย์นั้น

Khao-orn, Itsarangkoon na ayuttaya and Pluemprasertkul (2013) ศึกษา ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด ด้วยวิธีหาค่าเฉลี่ย (Even-study approach) ข้อมูลช่วงปี 2550 ถึงปี 2555 รวม 48 ฉบับ ข้อมูลครอบคลุมทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ตามวิธีการศึกษาของ Bernanke and Kuttner (2005) ในการทดสอบความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ เนื่องจากประเทศไทยไม่มีสัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า (Repurchase rate futures contract) ผู้วิจัยจึงไม่สามารถหาค่าขององค์ประกอบที่คาดหวังของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ตามวิธี market-based approach ที่ Bernanke and Kuttner (2005) ใช้ ดังนั้นจึงอนุมานความคาดหวังของตลาดตาม Ehrmann & Fratzscher (2004); Reinhart and Simin (1997); Vithessonthia and Techarongrojwong (2012) โดยใช้ข้อมูลจากการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายของตลาดจากศูนย์วิจัยกสิกรไทยและบทวิจัยของธนาคารกรุงศรี

อยุธยา ซึ่งสามารถคาดการณ์ได้สอดคล้องกันมีความถูกต้องประมาณร้อยละ 80 ของช่วงเวลา ถือเป็นตัวทำนายการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในอนาคตได้ดี

จากการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) อย่างมีนัยสำคัญ และมีเฉพาะการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์แต่อย่างใด ซึ่งผลการศึกษานี้สอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Khao-orn, Itsarangkoon na ayuttaya and Pluemprasertkul (2013) แต่ผลที่ได้ตรงกันข้ามกับผลการศึกษาของ Bernanke and Kuttner (2005)

ส่วนผลตอบแทนหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ไม่มีความสัมพันธ์ใดๆกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด



ตารางที่ 2.1 สรุปผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

	การศึกษาเชิงประจักษ์ของต่างประเทศ		การศึกษาเชิงประจักษ์ของประเทศไทย	
	Bernanke and Kuttner (2005)	Ehrmann & Fratzscher (2004)	Vithessonthi and Techarongrojwong (2012)	Khao-orn, Itsarangkoon na ayuttaya and Pluemprasertkul (2013)
ข้อมูลกลุ่มตัวอย่าง	ปี 1989 - 2002	ปี 1994 - 2003	ปี 2546-2552	ปี 2550-2555
ตัวแปรอิสระ	อัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐ		อัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย	
ตัวแปรตาม	ดัชนี S&P500		ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)
ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี	ดัชนี MSCI Asia Ex.Japan
วิธีการวิจัย	วิเคราะห์การถดถอยแบบเหตุการณ์ศึกษา (Regression-Based Event-Study approach)			
ข้อมูลการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายของตลาด	สัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยนโยบายล่วงหน้า (Fed Fund Future contract)	สัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยนโยบายล่วงหน้า (Fed Fund Future contract)	ผลการสำรวจของ Bloomberg	ศูนย์วิจัยธนาคารกสิกรไทยและบทวิจัยของธนาคารกรุงศรีอยุธยา
การคำนวณอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด	การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยปัจจุบัน ณ วันที่ประกาศ ลบกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของเดือนปัจจุบัน		การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบัน ณ วันที่ประกาศโดยธนาคารกลาง ลบกับการเปลี่ยนแปลงดอกเบี้ยนโยบายที่ตลาดคาดหวัง	
การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Raw changes)	มีความสัมพันธ์เชิงลบ (- Negative)			
การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด (Expected changes)	ไม่มีความสัมพันธ์		มีความสัมพันธ์เชิงลบ (- Negative)	
การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด (Unexpected changes)	มีความสัมพันธ์เชิงลบ (- Negative)		ไม่มีความสัมพันธ์	

บทที่ 3

วิธีการศึกษา

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลในการคำนวณตัวแปรต่างๆจากฐานข้อมูล ดังนี้คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศไทย ข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ข้อมูลจากศูนย์วิจัยธนาคารกสิกรไทย และดัชนี MSCI ข้อมูลจาก Bloomberg

ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย กับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด การศึกษาใช้ข้อมูลการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากธนาคารแห่งประเทศไทยจำนวน 88 ฉบับ ในช่วงปี 2548 ถึง 2558 การศึกษานี้ใช้วิธีการเหตุการณ์ศึกษา (Event-Study Approach) โดยวิเคราะห์การถดถอยแบบเส้นตรงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square หรือ OLS) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยอ้างอิงวิธีการทางสถิติของ Bernanke and Kuttner (2005); Ehrmann and Fratzscher (2004); Vithessonthi and Techarongrojwong (2012); Khao-orn, Itsarangkoon na ayuttaya and Pluemprasertkul (2013)

3.2 ตัวแปร (Variables)

3.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent variables)

ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI)

ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) คือ ดัชนีการคำนวณผลตอบแทนทุกประเภทของการลงทุนในหลักทรัพย์ให้สะท้อนออกมาในค่าดัชนี ทั้งผลตอบแทนที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าหลักทรัพย์ที่ลงทุน (Capital gain/loss) สิทธิในการจองซื้อหุ้น (Rights) ซึ่งเป็นสิทธิที่ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมในการซื้อหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งมักจะให้สิทธิซื้อในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาด ณ

ขณะนั้น และเงินปันผล (Dividends) ซึ่งเป็นส่วนแบ่งของกำไรที่จ่ายให้กับผู้ถือหุ้น โดยมีสมมติฐานเพิ่มเติมว่าเงินปันผลที่ได้รับนี้จะถูกนำไปลงทุนในหลักทรัพย์ด้วย (Reinvest)

การศึกษางานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่เดือนมกราคม 2548 ถึง เดือนธันวาคม 2558 การเก็บข้อมูลรายครั้ง ณ วันประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย ทั้งหมดอย่างละ 88 ข้อมูล

3.2.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables)

อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy interest rate) (-)

ในประเทศไทยอัตราดอกเบี้ยนโยบายถูกกำหนดโดยคณะกรรมการของธนาคารแห่งประเทศไทยที่ชื่อว่า คณะกรรมการนโยบายการเงิน ซึ่งเป็นคณะกรรมการที่มีหน้าที่กำหนดนโยบายการเงินเพื่อควบคุมเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและทำให้เงินเฟ้อเป็นไปตามเป้าหมาย (Inflation Targeting) โดยคณะกรรมการการเงินดังกล่าวจะมีการประชุมกันปีละ 8 ครั้งเพื่อกำหนดนโยบายการเงินของประเทศไทย หลังจากทีคณะกรรมการนโยบายการเงินได้มีการประชุมเพื่อกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยได้กำหนดอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (1-Day Repo Rate หรือ 1-Day Repurchase Rate หรือ RP1D)

Bernanke & Blinder (1992) พบว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเป็นตัวแทนที่ดีของนโยบายการเงินและเครื่องมือที่สามารถบ่งบอกทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางได้เป็นอย่างดีว่าเป็นนโยบายการเงินแบบขยายตัว (Expansionary Monetary Policy) หรือนโยบายการเงินแบบเข้มงวด (Tightening Monetary Policy) อีกทั้งยังสามารถส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดผ่านทางปริมาณเงินสำรองของธนาคารได้

การศึกษางานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยช่วงปี 2548 ถึง 2558 ทั้งหมด 88 ฉบับ เนื่องจากประเทศไทยไม่มีสัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า (Repurchase rate futures contract) ผู้วิจัยจึงไม่สามารถดำเนินการตามวิธี Bernanke and Kuttner (2005) ในการหาค่าขององค์ประกอบที่ไม่คาดหวังของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ ดังนั้นจึงอนุมานความคาดหว้งของตลาดโดยใช้ข้อมูลจากการสำรวจความคาดหว้งในอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากฐานข้อมูลของศูนย์วิจัยธนาคารกสิกรไทย ซึ่งสอดคล้องกับวิธีการของ Khao-orn, Itsarangkoon na ayuttaya and Pluemprasertkul (2013) เป็นตัวแทนของการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายของตลาด โดยกำหนดให้การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด คือการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบัน ณ วันที่ประกาศโดยธนาคารแห่งประเทศไทย ลบกับการเปลี่ยนแปลงดอกเบี้ยนโยบายที่ตลาดคาดหว้ง

ตารางที่ 3.1 สถิติโดยสรุปของประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย

ปี	จำนวนครั้ง ประกาศ/ปี	การจำแนกตามทิศทางการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย		
		เพิ่มขึ้น	ลดลง	ไม่เปลี่ยนแปลง
2548	8	6	0	2
2549	8	4	0	4
2550	8	0	5	3
2551	8	2	1	5
2552	8	0	3	5
2553	8	3	0	5
2554	8	6	1	1
2555	8	0	2	6
2556	8	0	2	6
2557	8	0	1	7
2558	8	0	2	6
ทั้งหมด	88	21	17	50

จากตารางที่ 3.1 แสดงสถิติโดยสรุปของประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งมีประกาศทั้งหมด 88 ฉบับ สามารถแยกออกเป็นประกาศที่มีการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายจำนวน 21 ฉบับ ประกาศที่มีการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจำนวน 17 ฉบับ และประกาศที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 50 ฉบับ

ตารางที่ 3.2 สรุปการจัดหมวดหมู่ของทิศทางการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงิน 9 เหตุการณ์แบ่งได้เป็น 6 ทิศทาง

ทิศทางนโยบายการเงิน	เหตุการณ์ที่เป็นไปได้	การแบ่งประเภท
เพิ่มขึ้น	อัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้นมากกว่าหรือน้อยกว่าที่คาดการณ์	การเพิ่มขึ้นอย่างไม่คาดการณ์ (Unexpected increase)
	อัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้นเท่ากับที่คาดการณ์	การเพิ่มขึ้นอย่างคาดหมาย (Expected increase)

ตารางที่ 3.2 สรุปการจัดหมวดหมู่ของทิศทางการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงิน 9 เหตุการณ์แบ่งได้เป็น 6 ทิศทาง (ต่อ)

ทิศทางนโยบายการเงิน	เหตุการณ์ที่เป็นไปได้	การแบ่งประเภท
ลดลง	อัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลงมากกว่าหรือน้อยกว่าที่คาดการณ์	การลดลงอย่างไม่คาดการณ์ (Unexpected decrease)
	อัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลงเท่ากับที่คาดการณ์	การลดลงอย่างคาดการณ์ (Expected decrease)
ไม่เปลี่ยนแปลง	อัตราดอกเบี้ยนโยบายยังคงที่ไม่เปลี่ยนแปลง ไม่เพิ่มขึ้นหรือลดลงตามคาดการณ์	ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างไม่คาดการณ์ (Unexpected no change)
	อัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่มีการเปลี่ยนแปลงสอดคล้องกับที่ตลาดคาดการณ์	ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างที่คาดการณ์ (Expected no change)

ตารางที่ 3.3 สถิติโดยสรุปจำแนกประเภทประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามการตอบสนองต่อความคาดหวังของตลาดของศูนย์วิจัยกสิกรไทย ช่วงปี 2548-ปี 2558

การแบ่งประเภทเหตุการณ์ตามทิศทางนโยบายการเงิน	จำนวนฉบับ	คิดเป็นเปอร์เซ็นต์
การเปลี่ยนแปลงที่เป็นไปตามคาดการณ์	58	65.91
- การเพิ่มขึ้นอย่างคาดการณ์ (Expected increase)	17	19.32
- การลดลงอย่างคาดการณ์ (Expected decrease)	5	5.68
- ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างที่คาดการณ์ (Expected no change)	36	40.91
การเปลี่ยนแปลงที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์	30	34.09
- การเพิ่มขึ้นอย่างไม่คาดการณ์ (Unexpected increase)	2	2.27
- การลดลงอย่างไม่คาดการณ์ (Unexpected decrease)	5	5.68
- ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างไม่คาดการณ์ (Unexpected no change)	23	26.14
รวมทั้งหมด	88	100

ตารางที่ 3.3 แสดงสถิติโดยสรุปจำแนกประเภทประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามการตอบสนองต่อความคาดหวังของตลาดของศูนย์วิจัยกสิกรไทย ช่วงปี 2548-ปี 2558 พบว่ามีประกาศการเปลี่ยนแปลงที่เป็นตามคาดหวัง 58 ฉบับ และประกาศการเปลี่ยนแปลงที่ไม่เป็นตามคาดหวังอีก 30 ฉบับ

ตัวแปรควบคุม (Controlled variable)

ตัวแปรควบคุมที่ใช้ในงานศึกษานี้ใช้ตามการศึกษาหน้า Khao-orn, Itsarangkoon na ayuttaya and Pluemprasertkul (2013) คือ ดัชนี MSCI หรือ Morgan Stanley Capital International เป็นดัชนีอ้างอิง (Benchmark) ที่ถูกจัดทำขึ้น โดยมีวัตถุประสงค์ เพื่อให้ผู้ลงทุนสถาบันที่ลงทุนในภูมิภาคต่างๆทั่วโลกได้นำมาใช้เป็นมาตรฐานในการวัดผลตอบแทนในการลงทุนของตนเองเทียบกับดัชนีมาตรฐานอื่นๆ โดยเริ่มตั้งแต่ดัชนีในระดับประเทศ (Country index) รวมทั้งสิ้นถึง 68 ประเทศด้วยกัน ซึ่งรวมถึงประเทศไทยด้วย คือ ดัชนี MSCI Thailand นอกจากดัชนีในระดับประเทศแล้ว ยังมีดัชนี MSCI ที่นำเอาดัชนีระดับประเทศมาจัดชุดรวมกันเป็นดัชนีต่างๆ หลากหลายประเภท เช่น ดัชนีที่แบ่งตามภูมิภาค ตัวอย่างเช่น ภูมิภาคยุโรป ภูมิภาคแปซิฟิก เป็นต้น ดัชนีที่แบ่งตามลักษณะของตลาด ได้แก่ ตลาดของประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed markets) ตลาดเกิดใหม่ (Emerging markets) เช่น ประเทศบราซิล เม็กซิโก ตุรกี จีน ไทย เป็นต้น

จากการศึกษาของ Khao-orn, Itsarangkoon na ayuttaya and Pluemprasertkul (2013) พบว่าดัชนีตลาดทุนในประเทศไทยเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันกับตลาดทุนในภูมิภาคเอเชีย การศึกษานี้ใช้ข้อมูลดัชนี MSCI (MSCI in All Country Asia Pacific ex Japan) ตั้งแต่เดือนมกราคม 2548 ถึง เดือนธันวาคม 2558 การเก็บข้อมูลรายครั้ง ณ วันประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย ทั้งหมด 88 ข้อมูล

3.3 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)

สำหรับการวิเคราะห์ในบทนี้จะเป็นการวิเคราะห์เชิงปริมาณเพื่อทดสอบการตอบสนองผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ ต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ในระดับมหภาคของธนาคารแห่งประเทศไทยและธนาคารกสิกรไทย ข้อมูลศึกษาช่วงปี 2548 ถึงปี 2558 การศึกษานี้ใช้วิธีการเหตุการณ์ศึกษา (Event-Study Approach) โดยวิเคราะห์การ

ถดถอยแบบเส้นตรงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square หรือ OLS) มีแบบจำลองเศรษฐมิติดังนี้

3.3.1 การหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI)

วิธีการวิจัยแบบวิเคราะห์การถดถอยแบบเหตุการณ์ศึกษา (Regression-Based Event-Study) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square หรือ OLS) ของ Bermanke and Kuttner (2005) และผู้วิจัยเพิ่มดัชนี MSCI (MSCI in All Country Asia Pacific ex Japan) เป็นตัวแปรควบคุมในการศึกษานี้ด้วย เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Khao-orn, Itsarangkoon na ayuttaya and Pluemprasertkul (2013) เพื่อดูทิศทาง การเคลื่อนไหวของตลาดทุนในประเทศไทยกับตลาดในภูมิภาคเอเชีย ตามรูปแบบสมการในการทดสอบ ดังนี้

$$R_{m,t} = \alpha + \beta^i \Delta i_t + \beta_1 MSCI_t + \varepsilon_t$$

เมื่อกำหนดให้

$R_{m,t}$ คือ ผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ณ เวลา t เช่น วันที่ประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

Δi_t คือ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบัน ณ เวลา t

คำนวณจากสมการ $\Delta i_t = i_t - i_{t-1}$ คืออัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบันของเดือน t ลบด้วยอัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบันของเดือน $t-1$ เช่น อัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งก่อน

$RMSCI_t$ คือ ผลตอบแทนของดัชนี MSCI in All Country Asia Pacific ex Japan ณ เวลา t เช่น วันที่ประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

ε_t คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

3.3.2 การหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด กับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI)

วิธีการวิจัยแบบวิเคราะห์การถดถอยแบบเหตุการณ์ศึกษา (Regression-Based Event-Study) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square หรือ OLS) ในงานวิจัยนี้ผู้วิจัยเพิ่มดัชนี MSCI (MSCI in All Country Asia Pacific ex Japan) เป็นตัวแปรควบคุมในการศึกษานี้ด้วย เพื่อ

คำนึงถึงการเคลื่อนไหวทิศทางเดียวกันกับตลาดในภูมิภาคเอเชีย และใช้ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยนโยบายของศูนย์วิจัยธนาคารกสิกรไทย เป็นตัวแทนของการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายของตลาด เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Khao-orn, Itsarangkoon na ayuttaya and Pluemprasertkul (2013) ตามรูปแบบสมการในการทดสอบ ดังนี้

$$R_{m,t} = \alpha + \beta^e \Delta i_t^e + \beta^u \Delta i_t^u + \beta_1 MSCI_t + \varepsilon_t$$

เมื่อกำหนดให้

$R_{m,t}$ คือ ผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ณ เวลา t เช่น วันที่ประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

Δi_t^e คือ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด ณ เวลา t คำนวณจากสมการ $\Delta i_t^e = i_t^e - i_{t-1}$ คือการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายของตลาดในเดือน t ลบด้วยอัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบันของเดือน $t-1$ เช่น อัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งก่อน

Δi_t^u คือ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด ณ เวลา t คำนวณจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยปัจจุบัน ณ เวลา t ลบกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด ณ เวลา t ตามสมการดังนี้

$$\Delta i_t^u = (i_t^e + i_t^u) - i_{t-1} - (i_t^e - i_{t-1}) + i_t^u - \Delta i_t^e + i_t^u$$

$$\Delta i_t^u \equiv i_t^u = \Delta i_t^e - \Delta i_t^e$$

$RMSCI_t$ คือ ผลตอบแทนของดัชนี MSCI in All Country Asia Pacific ex Japan ณ เวลา t เช่น วันที่ประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

ε_t คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

ตารางที่ 3.4 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ

กลุ่มตัวแปร	ตัวแปร	ตัวย่อ	วิธีคำนวณ	ความสัมพันธ์กับดอกเบี้ยนโยบาย	หน่วย
ตัวแปรตาม	ผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์	RSET TRI	$LN(SET TRI_t / SET TRI_{t-1})$ t คือ ณ วันประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย t-1 คือ วันก่อนการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย		%
ตัวแปรอิสระ	การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย	Δi_t	$i_t - i_{t-1}$ t คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายของเดือนปัจจุบัน t-1 คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายของเดือนก่อน	(-)	%
	การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด	Δi_t^e	$i_t^e - i_{t-1}^e$	(-)	%
	การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด	Δi_t^u	$\Delta i_t - \Delta i_t^e$	(-)	%
ตัวแปรควบคุม	ผลตอบแทนของดัชนีMSCI	$RMSCI_t$	$LN(MSCI_t / MSCI_{t-1})$ t คือ ณ วันประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย t-1 คือ วันก่อนการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบาย	(+)	%

บทที่ 4

ผลการศึกษา

ส่วนนี้เป็นการนำตัวแปรที่กำหนดข้างต้นมาทดสอบหาความสัมพันธ์ด้วยเทคนิคที่กำหนดไว้เพื่อหาความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย ทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์ และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ ที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) โดยแบ่งออกเป็น 2 ลักษณะ ดังนี้

1. อัตราดอกเบี้ยนโยบาย
2. อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามคาดการณ์ และที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์

โดยผลการศึกษาพบว่าตัวแปรอธิบายทุกตัวมีเครื่องหมายตามที่อธิบายไว้ในสมมติฐานของตารางที่ 6 ซึ่งก็เป็นไปตามที่ผู้วิจัยคาดการณ์ไว้ โดยสามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยผลการวิเคราะห์แบบจำลองเศรษฐมิติโดยใช้ค่า Standard Errors คำนวณด้วยวิธี Newey-West Standard Errors ได้ดังนี้

ตารางที่ 4.1 ผลการทดสอบความสัมพันธ์การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย กับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์

$R_{m,t} \%$	RSET TRI
$RMSCI_t \%$	0.5915 *** 0.1756
$\Delta i_t \%$	-1.3381 *** 0.3218
Constant	-0.0729 0.0969
N	88
F	12.9892 ***

หมายเหตุ *, **, *** แสดงถึงนัยสำคัญที่ระดับ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (Newey-West Standard Errors)

ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI)

ผู้วิจัยพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ที่ร้อยละ 1 นั่นคือเมื่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายเปลี่ยนแปลงลดลงร้อยละ 1 ทำให้ผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.3381 แสดงถึงพฤติกรรมโดยทั่วไป คือ เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จะส่งผลให้ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น

เมื่อผู้วิจัยแยกการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายออกเป็นการเปลี่ยนแปลงที่เป็นไปตามคาดการณ์ และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดแล้วผู้วิจัยพบว่า ทั้งการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามคาดการณ์ และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์

ตารางที่ 4.2 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด กับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์

$R_{m,t}\%$	RSET TRI
$RMSCI_t\%$	0.5917 ***
	0.1767
$\Delta i_t^e\%$	-1.3383 ***
	0.3237
$\Delta i_t^u\%$	-1.3372 ***
	0.3238
Constant	-0.0719
	0.0986
N	88
F	8.7012 ***

หมายเหตุ *, **, *** แสดงถึงนัยสำคัญที่ระดับ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (Newey-West Standard Errors)

ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI)

ผู้วิจัยพบว่าทั้งการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามคาดการณ์ และไม่
เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลตอบแทนของ
ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ที่ร้อยละ 1 อธิบายได้ว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไป
ตามคาดการณ์เปลี่ยนแปลงลดลงร้อยละ 1 ทำให้ผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาด
หลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.3383 และถ้าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตาม
คาดการณ์เปลี่ยนแปลงลดลงร้อยละ 1 จะทำให้ผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาด
หลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.3372 แสดงถึงพฤติกรรมโดยทั่วไป คือ เมื่อธนาคารแห่ง
ประเทศไทยประกาศลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่ว่าผลจะเป็นไปตามคาดการณ์หรือไม่เป็นไปตาม
คาดการณ์ จะส่งผลให้ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น

ดัชนี MSCI (MSCI in All Country Asia Pacific ex Japan)

ผลตอบแทนของดัชนี MSCI ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมในงานวิจัยมีความสัมพันธ์เชิงบวก
อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายเสมอทั้งการเปลี่ยนแปลง
อัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบัน และทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ กล่าวคือ
เมื่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลง ทำให้ผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทน
MSCI เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางเดียวกัน นั่นหมายความว่าผลตอบแทนของดัชนี
ผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ มีแนวโน้มที่จะเคลื่อนไหวทิศทางเดียวกันกับตลาดในภูมิภาค
เอเชีย

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

สรุปผลการศึกษา

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย กับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด โดยการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายของตลาดใช้ข้อมูลจากศูนย์วิจัยธนาคารกสิกรไทย การศึกษาใช้ข้อมูลการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากธนาคารแห่งประเทศไทยจำนวน 88 ฉบับ ในช่วงปี 2548 ถึง 2558 การศึกษานี้ใช้วิธีการเหตุการณ์ศึกษา (Event-Study Approach) โดยวิเคราะห์การถดถอยแบบเส้นตรงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square หรือ OLS)

ผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์ และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด ซึ่งก็เป็นไปตามที่ผู้วิจัยคาดการณ์ไว้ นักลงทุนมองว่าเป็นสัญญาณที่ดีเมื่อธนาคารกลางลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อตอบสนองต่อความคาดหวังให้เศรษฐกิจขยายตัวได้ดีขึ้น งานวิจัยนี้ได้ผลลัพธ์ที่แตกต่างจากการศึกษาเชิงประจักษ์ของประเทศไทยก่อนหน้านี้ในส่วนของ การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ (Unexpected changes) Vithessonthia and Techarongrojwong (2012); Khao-orn, Itsarangkoon na ayuttaya and Pluemprasertkul (2013) ศึกษาพบว่าผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยเฉพาะที่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ความไม่สอดคล้องกันนี้เนื่องจากความแตกต่างของระยะเวลาที่ใช้ในการวิจัย และที่มาของข้อมูลสถิติการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบาย และมุมมองการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกสิกรไทยในแต่ละช่วงศึกษา ในขณะที่เดียวกันผลการศึกษาในตลาดทุนของประเทศที่พัฒนาแล้วได้ผลการศึกษาที่ตรงข้ามกัน Bernanke and Kuttner (2005) ศึกษาพบว่า

การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ความไม่สอดคล้องกันนี้เนื่องจากความแตกต่างของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่ใช้วิจัยซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายธนาคารกลางสหรัฐกับดัชนี S&P 500 ศึกษาพบว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดนั้นไม่มีความสัมพันธ์ต่อราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากนักลงทุนได้ปรับประมาณการณ์ราคาหลักทรัพย์ตามการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่คาดการณ์ไว้โดยคิดลด (Discounted) มูลค่าสินทรัพย์นั้น

จากข้อมูลที่ว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด มีการเคลื่อนไหวในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์นั้น หมายความว่านักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลนี้เพื่อวางแผนการลงทุน โดยดูผลกระทบมากหรือน้อยต่อประเภทอุตสาหกรรมได้ ซึ่งผลดังกล่าวจะทำให้ให้นักลงทุนมีข้อมูลในการลงทุนเชิงลึกต่อไปได้

ทั้งนี้ งานศึกษานี้มีข้อจำกัดในการเก็บข้อมูล เนื่องจากประเทศไทยไม่มีสัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยนโยบายล่วงหน้า (Repurchase rate futures contract) ดังนั้นจึงอนุมานความคาดหวังของตลาดโดยใช้ฐานข้อมูลของศูนย์วิจัยธนาคารกสิกรไทย เป็นตัวแทนของการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งไม่ได้ใช้ข้อมูลความคาดหวังจากตลาด (Market-based expectations) นอกจากนี้ยังมีข้อจำกัดในด้านจำนวนตัวอย่างที่ใช้ทดสอบ

สำหรับข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป คณะผู้วิจัยเห็นว่าหากสามารถหาข้อมูลความคาดหวังอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากแหล่งอื่นๆก็อาจได้ผลการศึกษาน่าสนใจมากขึ้น และการใช้จำนวนตัวอย่างทดสอบที่มากขึ้นอาจทำให้พบผลการศึกษาที่แตกต่างออกไป

บรรณานุกรม

- Basistha, Arabinda, & Kurov, Alexander. (2008). Macroeconomic cycles and the stock market's reaction to monetary policy. *Journal of Banking & Finance*, 32(12), 2606–2616.
- Bernanke, Ben S., & Blinder, Alan S. (1992). The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. *American Economic Review*, 82(4), 901-921.
- Bernanke, Ben S., & Kuttner, Kenneth N. (2005). What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy? *Journal of Finance*, 60(3), 1221-1257.
- Ehrmann, Michael, & Fratzscher, Marcel. (2004). Taking stock: monetary policy transmission to equity markets. European Central Bank Working Paper No. 354, European Central Bank.
- Khao-orn, Benjaporn, Itsarangkoon na ayuttaya, Chatdow, & Pluemprasertkul, Wanwimol (2013). Policy interest rate announcements and stock returns: Evidence from Thailand. (Master of Management in Finance), The College of Management, Mahidol University.
- Vithessonthia, Chaiporn, & Techarongrojwong, Yaowaluk (2012). The impact of monetary policy decisions on stock returns: Evidence from Thailand. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 22(3), 487– 507.



ภาคผนวก

ภาคผนวก (Appendix)

ตาราง A-1 ข้อมูลสถิติอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามการตอบสนองต่อความคาดหวังของตลาดของ
ศูนย์วิจัยกสิกรไทย ช่วงปี 2548-ปี 2558

การจำแนกทิศทางประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามการตอบสนองต่อความคาดหวังของตลาด (จำนวนครั้งประกาศ/ปี)						
ปี	การเปลี่ยนแปลงที่เป็นไปตามคาดการณ์			การเปลี่ยนแปลงที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์		
	เพิ่มขึ้น	ลดลง	ไม่มีการเปลี่ยนแปลง	เพิ่มขึ้น	ลดลง	ไม่มีการเปลี่ยนแปลง
2548	5	-	1	1	-	1
2549	4	-	4	-	-	-
2550	-	2	2	-	1	3
2551	1	-	4	-	1	2
2552	-	2	4	-	1	1
2553	2	-	5	-	-	1
2554	5	-	1	1	1	-
2555	-	-	5	-	-	3
2556	-	-	2	-	1	5
2557	-	-	4	-	-	4
2558	-	1	4	-	-	3
ทั้งหมด	17	5	36	2	5	23

ตาราง A-2 ผลการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นไปตามคาดการณ์ และที่ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด

F-Test	$H_0 : \beta^s = \beta^u = 0$	$H_0 : \beta^s = \beta^u$
SET TRI	9.3400 ***	0.5700
AGRO TRI	19.7300 ***	33.6600 ***
CONSUMP TRI	5.0300 ***	1.2600
FINCIAL TRI	3.0600 *	2.3100
INDUS TRI	1.1500	0.2500
PROPCON TRI	8.6200 ***	10.2800 ***
RESOUR TRI	25.7700 ***	14.6800 ***
SERVICE TRI	12.1300 ***	17.9800 ***
TECH TRI	7.8300 ***	2.6700

หมายเหตุ *, **, *** แสดงถึงนัยสำคัญที่ระดับ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (Newey-West Standard Errors)

ตาราง A-3 ผลการทดสอบความสัมพันธ์การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย กับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ 50 อันดับแรกที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง (SET50 TRI) และผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดเอ็ม เอ ไอ (MAI TRI)

$R_{m,t} \%$	RSET50 TRI	RMAI TRI
$RMSCI_t \%$	0.6280 ***	0.3661 **
	0.1829	0.1683
$\Delta t_{t-1} \%$	-1.6825 ***	-0.6314 *
	0.3886	0.3462
Constant	-0.0854	0.0653
	0.1155	0.1136
N	88	88
F	14.8136 ***	3.6880 **
R^2	0.3786	0.1648
$Adjusted R^2$	0.3639	0.1451

หมายเหตุ *, **, *** แสดงถึงนัยสำคัญที่ระดับ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (Robust Standard Errors)

ตาราง A-4 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งที่เป็นไปตามคาดการณ์และไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด กับผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ 50 อันดับแรกที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง (SET50 TRI) และผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดเอ็ม เอ ไอ (MAI TRI)

$R_{m,t}\%$	RSET50 TRI	RMAI TRI
$RMSCI_t\%$	0.6284 ***	0.3648 **
	0.1840	0.1694
$\Delta t_t^5\%$	-1.6831 ***	-0.6298 *
	0.3908	0.3478
$\Delta t_t^{10}\%$	-1.6800 ***	-0.6391 *
	0.3911	0.3476
Constant	-0.0827	0.0572
	0.1175	0.1152
N	88	88
F	11.8852 ***	16.8473 ***
R^2	0.3789	0.1688
<i>Adjusted R²</i>	0.3567	0.1391

หมายเหตุ *, **, *** แสดงถึงนัยสำคัญที่ระดับ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (Robust Standard Errors)