



O-SS 015

การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 6

The 6th STOU National Research Conference

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ในประเทศไทย

An Analysis of the Relationships between Economic Factors and Bond Price in Thailand

กัญญารัตน์ ไชยสงคราม (Kanyarut Chaisongkram)¹¹ ณัฏฐพงษ์ แก้วสมพงษ์ (Nachatchapong Kaewsompong)²²

ชูเกียรติ ชัยบุญศรี (Dr. Chukiat Chaiboonsri)³³ จิราคม สิริศรีสกุลชัย (Jirakom Sirisrisakulchai)⁴⁴

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ในประเทศไทย ทำการศึกษาตราสารหนี้ 3 ประเภท ได้แก่ ตราสารหนี้ภาครัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และเอกชน ซึ่งศึกษาในสภาวะตลาดขาขึ้น และสภาวะตลาดขาลง ของตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทย ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลอนุกรมเวลารายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม 2550 ถึงเดือนพฤษภาคม 2559 โดยใช้วิธีการมาร์คอฟ-สวิตชิง เวกเตอร์ ออโตรีเกรสซีฟ ผลการศึกษาพบว่า 1.สภาวะตลาดขาขึ้น อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ มีผลต่อ ดัชนีราคาตราสารหนี้ทั้งสามประเภท โดยอัตราดอกเบี้ยเงินฝากมีผลในทิศทางเดียวกัน แต่ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์มีผลในทิศทางตรงกันข้าม สำหรับอัตราเงินเฟ้อมีผลต่อดัชนีราคาตราสารหนี้ในประเภทรัฐวิสาหกิจ และเอกชน โดยมีผลในทิศทางตรงกันข้าม ในทางกลับกันดัชนีราคาตราสารหนี้ก็มีผลต่อยังปัจจัยทางเศรษฐกิจเช่นกัน โดยในตลาดตราสารหนี้รัฐวิสาหกิจ ดัชนีราคาพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ มีผลต่ออัตราเงินเฟ้อ และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ในทิศทางตรงกันข้าม สำหรับในตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชน ดัชนีราคาหุ้นกู้ มีผลต่อ อัตราเงินเฟ้อ ในทิศทางเดียวกัน แต่มีผลต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ในทิศทางตรงกันข้าม 2. สภาวะตลาดขาลง ในตลาดตราสารหนี้ภาครัฐบาลนั้น ไม่มีปัจจัยทางเศรษฐกิจใดมีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาตราสารหนี้รัฐบาล สำหรับตลาดตราสารหนี้รัฐวิสาหกิจและเอกชนนั้น อัตราเงินเฟ้อ และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาตราสารหนี้ในทิศทางเดียวกัน สำหรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากนั้น มีผลต่อดัชนีราคาพันธบัตรรัฐวิสาหกิจในทิศทางเดียวกัน แต่มีผลต่อดัชนีราคาหุ้นกู้เอกชน ในทิศทางตรงกันข้าม ในทางกลับกัน ดัชนีราคาพันธบัตรรัฐวิสาหกิจมีผลต่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝากในทิศทางตรงกันข้าม แต่ดัชนีราคาหุ้นกู้เอกชนมีผลต่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝากในทิศทางเดียวกัน

คำสำคัญ ราคาตราสารหนี้ อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์

¹ นักศึกษาคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

² อาจารย์คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

³ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ อาจารย์คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

⁴ อาจารย์คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 6

The 6th STOU National Research Conference

Abstract

This research was aimed to analyze the relationship among economic factors and bond price in Thailand including Government Bond, State-Owned Enterprise Bond, and Private Corporate Bond within the regimes of bullish (high) and bearish (low) bond market in Thailand. In this study, we use the monthly time series data from January 2007 to May 2016 by using the method of Markov-Switching Vector Autoregressive in the analysis. The results from the study found that 1) In the high regime, all three kinds of bond prices were influenced by interest rate of savings in the positive direction and by SET index in the negative way. Moreover, inflation rate also made negative effect on two kinds of bond price, State-Owned Enterprise and Private Corporate. Nevertheless, bond prices also be able to make the effect on economic factors as the State-Owned Enterprise bond index gave the negative effect on inflation rate and SET index, but in the Private Corporate bond market, it positively affected to the inflation rate but negative to SET index. 2) In the low regime, there is no relationship among economic factors and Government bond price, but positive relations in the State-Owned Enterprise and Private Corporate bond markets with the inflation rate and SET index. For the interest rate for savings, it positively affected to the State-Owned Enterprise bond price, but made negative effect on the Private-Corporate bond price. Nevertheless, bond prices also be able to make the effect on economic factors as the State-Owned Enterprise bond index gave the negative effect on interest rate, but in the Private Corporate bond market, it positively affected to the interest rate.

Keywords: Bond price, Inflation rate, Interest rate, SET index



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 6

The 6th STOU National Research Conference

บทนำ

ตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทยก็เป็นตลาดสำคัญอีกอย่างหนึ่งในระบบการเงินของประเทศไทย และมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่องจากตลาดรองตราสารหนี้ที่มีสภาพคล่องต่ำมาในอดีตกว่า 10 ปีที่แล้ว กลายเป็นตลาดตราสารหนี้ที่มีสภาพคล่องสูงในอันดับต้นๆของภูมิภาคนี้ มีหลากหลายเหตุผลที่ทำให้ผู้ลงทุนหันมาสนใจลงทุนในตลาดตราสารหนี้ รวมถึงความสำคัญในการออกตราสารหนี้แต่ละประเภท ตราสารหนี้จึงกลายเป็นทางเลือกหนึ่งที่ได้รับ ความสนใจจากผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนซึ่งตลอดทศวรรษที่ผ่านมาตลาดตราสารหนี้ไทยได้ทวีความสำคัญอย่างต่อเนื่องทั้งภาครัฐ รัฐวิสาหกิจ และเอกชน ซึ่งจากการเพิ่มขึ้นของมูลค่าการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาล พันธบัตร รัฐวิสาหกิจ และหุ้นกู้เอกชน แสดงให้เห็นว่าตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเภทมีความสำคัญโดยส่งผลให้ตลาดเงินมีการพัฒนามากขึ้น เป็นโอกาสในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของภาครัฐและเอกชน เมื่อภาครัฐและเอกชนสามารถเข้าถึง แหล่งเงินทุนได้ส่งเสริมให้เศรษฐกิจขยายตัวได้อย่างเต็มที่ ซึ่งมีปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำหนดราคาตราสารหนี้ทั้ง 3 ประเภท คือ อัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยจากทฤษฎีของอัตราดอกเบี้ยได้กล่าวว่า อัตราดอกเบี้ยและราคาหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องกันและเป็นเรื่องที่มีความสำคัญทั้งระบบเศรษฐกิจและภาค การเงิน (กฤษฎา สังขมณี, 2550) ซึ่งจะแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ และดัชนี ราคาตลาดหลักทรัพย์ ว่ามีลักษณะแปรผกผันกับราคาตราสารหนี้ (ศุภชัย ศรีสุชาติ, 2556)

มีหลายการศึกษาที่ศึกษาเกี่ยวกับตราสารหนี้ในประเทศไทย โดยมีการศึกษาการวิเคราะห์ ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนตราสารหนี้ ราคาตราสารหนี้ รวมถึงมูลค่าการลงทุน กับปัจจัยทางเศรษฐกิจต่างๆ ซึ่งได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีพ้องเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ การกระจายผลตอบแทนในตลาดหุ้น วิฤตการณ์เมืองระหว่างประเทศ และข่าวเศรษฐกิจมหภาค

ซึ่งจากการศึกษาที่ผ่านมาเป็นการศึกษาแบบเส้นตรงแต่จากงานของ Takamitsu Kurita (2016) พบว่า อัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ มีลักษณะไม่เป็นเชิงเส้นตรง ซึ่งในประเทศไทยยังไม่มี การศึกษาใดศึกษา แบบ Non-Linear ในเรื่องการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสาร หนี้ในประเทศไทย และจากการศึกษาของ Peter Tillmann (2004) ที่ใช้แบบจำลอง Markov switching ในการศึกษาความสัมพันธ์ปัจจัยต่างๆต่อผลตอบแทนพันธบัตร Brady โดยศึกษาการเปลี่ยนแปลงสองสถานะคือ สถานะเกิดวิกฤติและสถานะที่ไม่เกิดวิกฤติผลการศึกษาพบว่าเกิด shock ในอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐ ส่งผล กระทบในเชิงบวกต่อตลาดเกิดใหม่ในช่วงเวลาที่ไม่เกิดวิกฤติแต่เกิดผลกระทบเชิงลบในช่วงการเกิดวิกฤติ เช่นเดียวกับการศึกษาของ Takamitsu Kurita (2016) ใช้แบบจำลอง Markovswitchingในการศึกษาการ เปลี่ยนแปลงโครงสร้างในข้อมูลของพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของญี่ปุ่นโดยแบ่งการศึกษาทั้งหมด 3 regime คือ สถานะที่มีความผันผวนสูง ความผันผวนปกติ และความผันผวนต่ำ จากการศึกษาพบว่ามีตลาดพันธบัตรระยะ ยาวญี่ปุ่นมีสถานะที่มีความผันผวนสูงเนื่องมาจากการเกิดเศรษฐกิจฟองสบู่

ทั้งนี้การศึกษาการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ในประเทศไทยที่ ผ่านมานั้นยังไม่ได้มีการนำแนวคิด Markovswitching มาร่วมในการหาคำตอบเพื่อที่จะวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลง ของเศรษฐกิจตามทฤษฎีวัฏจักรธุรกิจ โดย(Ellis, Dennies F. and valentine, Lloyd, 1991) สามารถแสดงให้เห็น ถึงความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ในช่วงเศรษฐกิจขยายตัวและเศรษฐกิจหดตัว โดยราคา



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 6 The 6th STOU National Research Conference

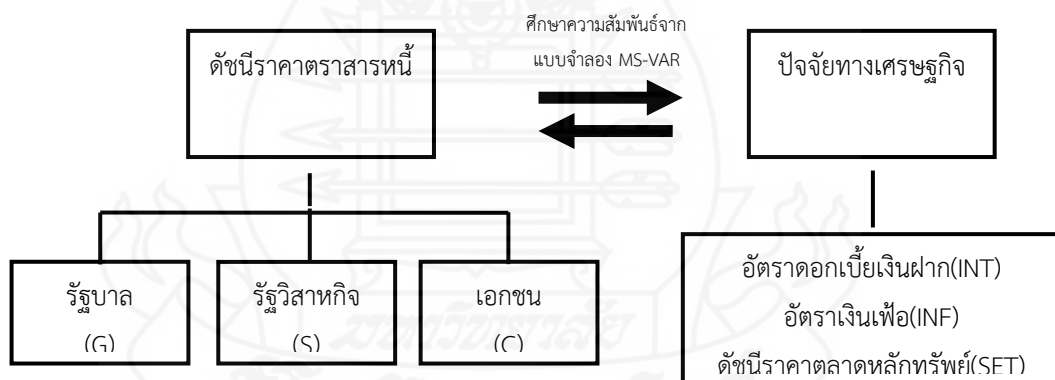
ตราสารหนี้จะลดลงเมื่อเศรษฐกิจกำลังขยายตัว และ ราคาตราสารหนี้จะเพิ่มขึ้นเมื่อเศรษฐกิจหดตัว ซึ่งแนวคิด Markov switching มีความเหมาะสมในการศึกษาเนื่องจากในตลาดตราสารหนี้โดยส่วนใหญ่แล้วมีการเคลื่อนไหวหลายลักษณะสลับไปมา (switching) ตามสถานะที่แตกต่างกัน คือ ในสภาวะเศรษฐกิจขยายตัว และสภาวะเศรษฐกิจหดตัวซึ่งทั้งในสองสถานะนี้ ราคาตราสารหนี้ทั้งสามประเภทจะมีลักษณะเคลื่อนไหวที่แตกต่างกัน

ดังนั้น เพื่อเป็นประโยชน์ในเชิงนโยบายต่อภาครัฐบาลในการส่งเสริมสภาพคล่องของตลาดตราสารหนี้ไทย ตลอดจนเป็นแนวทางในการส่งเสริมและสนับสนุนการพัฒนาตราสารหนี้ไทยต่อไปในอนาคต ทั้งยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่สามารถนำผลจากการศึกษามาประกอบการตัดสินใจและวิเคราะห์ความเสี่ยงจากการลงทุนตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ไทยในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ จึงใช้แบบจำลอง Markov-switching Vector Autoregressive: MS-VAR มาทำการศึกษาในครั้งนี้

วัตถุประสงค์การวิจัย

วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ในประเทศไทยโดยใช้แบบจำลอง Markov switching Vector Autoregressive

กรอบแนวคิด



ระเบียบวิธีวิจัย

1. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายเดือนโดยข้อมูลราคาตราสารหนี้ เราใช้ข้อมูลดัชนีราคาตราสารหนี้ภาครัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และเอกชนปัจจัยทางเศรษฐกิจที่นำมาศึกษาคือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี , อัตราเงินเฟ้อ และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2550ถึง เดือนพฤษภาคม พ.ศ.2559 รวมทั้งหมด 113 คำสังเกต โดยทำการรวบรวมข้อมูลจาก Thai bond market Association (ThaiBMA) ธนาคารแห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 6
The 6th STOU National Research Conference

2. แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

แบบจำลอง MS(M)-VAR(q) ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ โดยที่ M คือจำนวนสถานะ

q คือ จำนวนตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ดังนั้น ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ในประเทศไทย แบบจำลองที่ใช้คือ MS(2)-VAR(4) โดยใช้ข้อมูล y_t ดังนี้

$$y_t = v(s_t) + \gamma(s_t)y_{t-1} + \dots + \gamma_q(s_t)y_{t-q} + u_t$$

ซึ่งสามารถเขียนอยู่ในรูปเมทริกซ์ได้ ดังนี้

$$\begin{bmatrix} BOND_t^i \\ INT_t \\ INF_t \\ SET_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} v_{BOND_t}(s_t) \\ v_{INT_t}(s_t) \\ v_{INF_t}(s_t) \\ v_{SET_t}(s_t) \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \gamma_{s_t}^{BOND} \\ \gamma_{s_t}^{INT} \\ \gamma_{s_t}^{INF} \\ \gamma_{s_t}^{SET} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} BOND_{t-1}^i \dots BOND_{t-q}^i \\ INT_{t-1} \dots INT_{t-q} \\ INF_{t-1} \dots INF_{t-q} \\ SET_{t-1} \dots SET_{t-q} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} u_{BOND_t} \\ u_{INT_t} \\ u_{INF_t} \\ u_{SET_t} \end{bmatrix}$$

โดยที่ y_t คือ เวกเตอร์ของตัวแปรที่ทำการศึกษา ณ เวลา t ดังนั้น

BOND คือ ดัชนีราคาตราสารหนี้แต่ละประเภทที่นำมาศึกษา ได้แก่ ตราสารหนี้รัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และเอกชน

INT คือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก

INF คือ อัตราเงินเฟ้อ

SET คือ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์

$v(s_t)$ คือ เวกเตอร์ของเทอม intercept

$y_{t-1}, \dots, y_{t-q}$ คือ เวกเตอร์ของตัวแปรที่ทำการศึกษา ณ เวลา t-1 ถึง t-q

s_t คือ ตัวแปรที่ไม่ถูกสังเกตหรือตัวแปรซ่อน ซึ่งเป็นกระบวนการที่ทำให้ y_t เปลี่ยนจากสถานะหนึ่ง ไปยังอีกสถานะหนึ่ง

q คือ จำนวน lag

M คือ จำนวน regime

$\gamma(s_t)$ คือ เมทริกซ์ของค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของแต่ละตัวแปร ซึ่งขึ้นอยู่กับสถานะ (Regime Dependent) ณ เวลา t

u_t คือ เวกเตอร์ของค่าคลาดเคลื่อน $u_t | s_t \sim N(0, \Sigma_{s_t})$

ซึ่งทำการศึกษาในแบบจำลองที่มี 2 สถานะ(regime)

$$\Sigma_{s_t} = \begin{pmatrix} \theta_{11}(s_t) & \theta_{12}(s_t) \\ \theta_{21}(s_t) & \theta_{22}(s_t) \end{pmatrix}$$

$$\theta_{ii}(s_t) = \theta_i^2, \theta_{ii}(s_t) \geq 0$$



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 6

The 6th STOU National Research Conference

$$\theta_{ij}(s_t) = \rho_{ij}(s_t) \cdot \theta_i(s_t) \theta_j(s_t), \forall i \neq j \in \{1, 2\}$$

$$s_t = \{1, 2\}$$

- โดย 1 แทนสถานะตลาดขาขึ้น (High) ณ เวลา t
2 แทนสถานะตลาดขาลง (Low) ณ เวลา t

3. วิธีการศึกษา

วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ในประเทศไทยโดยวิธี มาร์คอฟ-สวิตซิง เวกเตอร์ออโตรีเกรสซีฟ ซึ่งมีขั้นตอนการศึกษาดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 ทดสอบ Unit Root ของตัวแปร BOND, INT, INF และ SET โดยวิธี ADF Test ถ้าข้อมูลมีความนิ่ง (Stationary) โดยที่มี Order of Integration เท่ากับ 0 หรือ I(0) ก็สามารถนำข้อมูลไปใช้ในการวิเคราะห์ผลได้ แต่หากข้อมูลไม่นิ่ง ให้ปรับข้อมูลในนึ่ง ที่ระดับ I(1)

ขั้นตอนที่ 2 หาความล่าช้า (Lag) ที่เหมาะสม จากแบบจำลอง VAR Model โดยใช้วิธีการ AIC และ SC ในการทดสอบโดยจะเลือกจำนวน Lag จากค่าที่มีค่าน้อยที่สุด

ขั้นตอนที่ 3 สามารถกำหนดการทดสอบความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจและราคาตราสารหนี้ในแต่ละประเภทเลือกค่า lag ที่ทำได้จากขั้นตอนที่ 2 และจำนวนสถานะ (regime) ที่ต้องการศึกษา คือ 2 โดยฟังก์ชันการเปลี่ยนแปลงหาได้จากวิธี Maximum Likelihood Estimation ในแบบจำลอง Markov Switching Vector Autoregressive (MS-VAR) Model

ขั้นตอนที่ 4 วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้แต่ละประเภท

ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ในประเทศไทยโดยวิธี มาร์คอฟ-สวิตซิง เวกเตอร์ออโตรีเกรสซีฟ เป็นดังนี้

1. ผลการทดสอบ Unit Root

การศึกษาในครั้งนี้ได้ทำการทดสอบ Unit Root ด้วยวิธี Augmented Dickey-Fuller (ADF) ซึ่งแบ่งรูปแบบตามโครงสร้างได้เป็น 3 รูปแบบ ได้แก่ None Intercept และ Trend and Intercept โดยผลการทดสอบ Unit Root สามารถแสดงได้ดังตารางที่ 1



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 6

The 6th STOU National Research Conference

ตารางที่ 1 ผลการทดสอบ Unit Root ด้วยวิธีการทดสอบ Augmented Dickey-Fuller

Variable	None		Intercept		Intercept and Trend	
	At Level	1 st Diff	At Level	1 st Diff	At Level	1 st Diff
BOND ^G	3.2355	-9.6610***	0.0519	-10.4817***	-2.5649	-10.4801***
BOND ^S	4.3275	-8.4474***	-0.5120	-9.6653***	-3.1628*	-9.6170***
BOND ^C	3.2401	-12.1369***	0.1548	-9.0099***	-7.4639	-9.0053***
INT	-2.5509**	-4.9065***	-2.1128	-4.8402***	-2.1549	-4.7058***
INF	-2.1009**	-8.2245***	-2.7765*	-8.1881***	-3.0719	-8.1539***
SET	0.9531	-8.9793***	-0.9623	-9.0538***	-1.6638	-9.0131***

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ : * , ** , *** หมายถึง ข้อมูลมีลักษณะหนึ่งที่ระดับนัยสำคัญ 0.10 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 1 แสดงผลการทดสอบ Unit Root ด้วยวิธี ADF ณ ระดับ Level พบว่า ข้อมูลที่นำมาทดสอบส่วนใหญ่มีลักษณะไม่นิ่ง จึงต้องทำการแก้ไขด้วยการทดสอบข้อมูลที่มีระดับ Order of Integration ที่สูงขึ้น ในลำดับต่อไป หรือ ที่ระดับ ที่ Order of Integration เท่ากับ 1 หรือ I(1) จากการปรับข้อมูลให้อยู่ในระดับ I(1) และนำมาทดสอบ Unit Root พบว่า ข้อมูลที่นำมาทดสอบสามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักในการทดสอบ Unit Root ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ทั้งในโครงสร้างสมการทุกรูปแบบ ได้แก่ None Intercept และTrend and Intercept

โดยสรุปแล้ว ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษามีลักษณะหนึ่งที่ระดับ I(1) ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 ดังนั้นสามารถนำข้อมูลไปใช้ในการวิเคราะห์ในแบบจำลอง MS-VAR ในลำดับต่อไปได้

2. ผลการประมาณค่า

การศึกษาในครั้งนี้ใช้แบบจำลอง MS-VAR โดยทำการศึกษา 2 สถานะ ได้แก่ สถานะเศรษฐกิจขยายตัว (High Growth Regime) และสถานะเศรษฐกิจหดตัว (Low Growth Regime) โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่

- การศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ ประเภทพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งตัวแปรที่ใช้ คือ BOND^G INT INF และ SET โดยแบบจำลอง MS-VAR
- การศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ ประเภทพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ ซึ่งตัวแปรที่ใช้ คือ BOND^S INT INF และ SET โดยแบบจำลอง MS-VAR
- การศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ ประเภทหุ้นกู้เอกชน ซึ่งตัวแปรที่ใช้ คือ BOND^C INT INF และ SET โดยแบบจำลอง MS-VAR



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 6
The 6th STOU National Research Conference

2.1 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ ประเภทพันธบัตร
รัฐบาล

จากการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ ประเภทพันธบัตร
รัฐบาล โดยใช้แบบจำลอง MS(2)-VAR(1) ผลการศึกษาแสดงได้ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ ประเภทพันธบัตรรัฐบาล

สถานะตลาดขาขึ้น	intercept	BOND ^G (-1)	INF(-1)	INT(-1)	SET(-1)
BOND	0.8226*	0.0190	-0.4063	2.8333***	-0.0163**
INF	0.0137	-0.0644	0.1795	-0.1142	0.0007
INT	-0.0361	0.0011	-0.0105	0.2293*	0.0002
SET	4.9399	0.1198	5.0278	11.7325	0.0883
สถานะตลาดขาลง	intercept	BOND ^G (-1)	INF(-1)	INT(-1)	SET(-1)
BOND	-0.2038	-0.0863	0.6114	-1.5527	0.0099
INF	-0.0054	0.0310	-0.1734	0.2267	-0.0007
INT	0.0000	0.0000	0.0000	-0.1276***	0.0000
SET	-5.9997	0.0612	1.4254	34.5424	-0.2110
	สถานะตลาดขาขึ้น		สถานะตลาดขาลง	Observations	
สถานะตลาดขาขึ้น	0.84		0.21	47	
สถานะตลาดขาลง	0.16		0.79	65	

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ : *, **, *** หมายถึง ข้อมูลมีลักษณะนึ่งที่ระดับนัยสำคัญ 0.10 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

2.1.1 ผลการประมาณค่าพารามิเตอร์

ผลการประมาณค่าพารามิเตอร์ของแบบจำลอง MS (2)-VAR (1) ของความสัมพันธ์ของปัจจัย
ทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ ประเภทพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งแสดงในตาราง 2 พบว่า การเปลี่ยนแปลงของตัวแปร
ที่สนใจในแต่ละสถานะสามารถอธิบายได้ด้วย ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของแต่ละตัวแปร (Autoregressive
Parameters) ซึ่งขึ้นอยู่กับสถานะ ในสถานะตลาดขาขึ้น (Regime 1) แสดงให้เห็นว่า อัตราดอกเบี้ยเงินฝากในเดือน
ปัจจุบัน ร้อยละ 1 ทำให้ดัชนีราคาพันธบัตรรัฐบาล และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในเดือนถัดไปเปลี่ยนแปลงไปใน
ทิศทางเดียวกัน ร้อยละ 283.33 และ 22.93 ตามลำดับ นอกจากนี้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ในเดือนปัจจุบัน ร้อยละ 1
ทำให้ดัชนีราคาพันธบัตรรัฐบาลเดือนถัดไปเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 1.63 ในทิศทางตรงกันข้ามและในสถานะตลาดขาลง
(Regime 2) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากในเดือนปัจจุบัน ร้อยละ 1 ทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากเดือนถัดไปเปลี่ยนแปลงไป
12.76 ในทิศทางตรงกันข้าม



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 6
The 6th STOU National Research Conference

2.1.2 ความน่าจะเป็นในการเปลี่ยนสถานะ

จากตารางที่ 2 เมื่อพิจารณาความน่าจะเป็นของการเปลี่ยนสถานะจากสถานะหนึ่งไปสู่อีกสถานะหนึ่ง (Transition Probability) พบว่า ความน่าจะเป็นในการเปลี่ยนสภาวะตลาดขาขึ้น หรือสถานะ High (Regime 1) มาสู่สภาวะตลาดขาลง หรือสถานะ Low (Regime 2) มีค่าเท่ากับ 0.16 (ร้อยละ 16) แต่มีความน่าจะเป็นที่จะคงอยู่สถานะ High ดังเดิมเท่ากับ 0.84 (ร้อยละ 84) โดยมีระยะเวลาในการคงอยู่สถานะ High ประมาณ 11 เดือน นอกจากนี้พบว่า ความน่าจะเป็นในการเปลี่ยนสถานะ Low มาสู่สถานะ High มีค่าเท่ากับ 0.21 (ร้อยละ 21) และมีความน่าจะเป็นที่จะคงอยู่ในสถานะ Low ดังเดิมเท่ากับ 0.79 (ร้อยละ 79) โดยมีระยะเวลาในการคงอยู่สถานะ Low ประมาณ 13 เดือน

2.2 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ ประเภทพันธบัตรรัฐบาล

จากการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ ประเภทพันธบัตรรัฐบาล โดยใช้แบบจำลอง MS(2)-VAR(1) ผลการศึกษาแสดงได้ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ ประเภทพันธบัตรรัฐบาล

สภาวะตลาดขาขึ้น	intercept	BOND ^S (-1)	INF(-1)	INT(-1)	SET(-1)
BOND ^S	0.5399***	0.0907***	-0.1976***	1.9563***	-0.0072***
INF	0.1308***	-0.1820***	0.0753***	-0.9209***	0.0008***
INT	0.000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***
SET	8.0346***	-0.4483***	2.8918***	-78.210***	0.3112***
สภาวะตลาดขาลง	intercept	BOND ^S (-1)	INF(-1)	INT(-1)	SET(-1)
BOND ^S	-0.3966***	0.0478***	0.3059***	0.0648***	0.0029***
INF	-0.1080***	0.4768***	0.2818***	0.4110***	-0.0003***
INT	0.022***	-0.0047***	-0.0037***	-0.0350***	-0.0001***
SET	-1.6785***	1.1035***	-3.2397***	-43.513***	0.2471***
	สภาวะตลาดขาขึ้น		สภาวะตลาดขาลง	Observations	
สภาวะตลาดขาขึ้น	0.57		0.09	81	
สภาวะตลาดขาลง	0.43		0.91	31	

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ : * , ** , *** หมายถึง ข้อมูลมีลักษณะหนึ่งที่ระดับนัยสำคัญ 0.10 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 6

The 6th STOU National Research Conference

2.2.1 ผลการประมาณค่าพารามิเตอร์

ผลการประมาณค่าพารามิเตอร์ของแบบจำลอง MS (2)-VAR (1) ของความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ ประเภทพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งแสดงในตาราง 3 พบว่า การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรที่สนใจในแต่ละสถานะสามารถอธิบายได้ด้วย ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของแต่ละตัวแปร (Autoregressive Parameters) ซึ่งขึ้นอยู่กับสถานะ ในสภาวะตลาดขาขึ้น (Regime 1) แสดงให้เห็นว่า ดัชนีราคาพันธบัตรรัฐบาลในเดือนปัจจุบัน ร้อยละ 1 ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อ และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ในเดือนปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 18.20 และ 44.83 ในทิศทางตรงกันข้าม นอกจากนี้พบว่าอัตราเงินเฟ้อ และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ในเดือนปัจจุบัน ร้อยละ 1 ส่งผลให้ดัชนีราคาพันธบัตรรัฐบาลในเดือนปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 19.76 และ 0.72 ในทิศทางตรงกันข้าม ในทางกลับกันอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในเดือนปัจจุบันร้อยละ 1 ทำให้ดัชนีราคาพันธบัตรรัฐบาลในเดือนถัดไปเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 195.63 ในทิศทางเดียวกัน ในสภาวะตลาดขาลง (Regime 2) แสดงให้เห็นว่า ดัชนีราคาพันธบัตรรัฐบาลในเดือนปัจจุบัน ร้อยละ 1 ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อ และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ในเดือนปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 47.68 และ 110.35 ในทิศทางเดียวกัน และส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝากในเดือนปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 0.47 ในทิศทางเดียวกัน นอกจากนี้พบว่าอัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ในเดือนปัจจุบัน ร้อยละ 1 ส่งผลให้ดัชนีราคาพันธบัตรรัฐบาลในเดือนปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 30.59 6.48 และ 0.29 ตามลำดับ ในทิศทางเดียวกัน

2.2.2 ความน่าจะเป็นในการเปลี่ยนสถานะ

จากตารางที่ 3 เมื่อพิจารณาความน่าจะเป็นของการเปลี่ยนสถานะจากสถานะหนึ่งไปสู่อีกสถานะหนึ่ง (Transition Probability) พบว่า ความน่าจะเป็นในการเปลี่ยนสภาวะตลาดขาขึ้นหรือสถานะ High (Regime 1) มาสู่สภาวะตลาดขาลง หรือสถานะ Low (Regime 2) มีค่าเท่ากับ 0.43 (ร้อยละ 43) แต่มีความน่าจะเป็นที่จะคงอยู่สถานะ High ดังเดิมเท่ากับ 0.57 (ร้อยละ 57) โดยมีระยะเวลาในการคงอยู่สถานะ High ประมาณ 14 เดือน นอกจากนี้พบว่า ความน่าจะเป็นในการเปลี่ยนสถานะ Low มาสู่สถานะ High มีค่าเท่ากับ 0.09 (ร้อยละ 9) และมีความน่าจะเป็นที่จะคงอยู่ในสถานะ Low ดังเดิมเท่ากับ 0.91 (ร้อยละ 91) โดยมีระยะเวลาในการคงอยู่สถานะ Low ประมาณ 5 เดือน

2.3 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ ประเภทหุ้นกู้

เอกชน

จากการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ ประเภทหุ้นกู้เอกชน โดยใช้แบบจำลอง MS(2)-VAR(1) ผลการศึกษาแสดงได้ดังตารางที่ 4



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 6
The 6th STOU National Research Conference

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ ประเภทหุ้นกู้เอกชน

สถานะตลาดขาขึ้น	intercept	BOND ^C (-1)	INF(-1)	INT(-1)	SET(-1)
BOND ^C	0.4165***	-0.0246***	-0.3468***	0.9098***	-0.0023***
INF	-0.0092***	0.0039***	0.4283***	-0.0134***	-0.0001***
INT	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***
SET	1.2596***	-0.9121***	7.1536***	-28.0525***	-0.1401***
สถานะตลาดขาลง	intercept	BOND ^C (-1)	INF(-1)	INT(-1)	SET(-1)
BOND ^C	0.5015***	0.0041***	0.2968***	-1.3728***	0.0012***
INF	0.0884***	0.0011***	-0.0210***	0.0109***	-0.0030***
INT	-0.0035***	0.0013***	0.0110***	-0.9307***	0.0000***
SET	-4.9814***	0.4728***	2.5499***	27.9890***	-0.4659***
	สถานะตลาดขาขึ้น		สถานะตลาดขาลง	Observations	
สถานะตลาดขาขึ้น	0.60		0.63	84	
สถานะตลาดขาลง	0.40		0.37	28	

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ : *, **, *** หมายถึง ข้อมูลมีลักษณะนัยที่ระดับนัยสำคัญ 0.10 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

2.3.1 ผลการประมาณค่าพารามิเตอร์

ผลการประมาณค่าพารามิเตอร์ของแบบจำลอง MS (2)-VAR (1) ของความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ ประเภทหุ้นกู้เอกชน ซึ่งแสดงในตาราง 4 พบว่า การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรที่สนใจในแต่ละสถานะสามารถอธิบายได้ด้วย ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของแต่ละตัวแปร (Autoregressive Parameters) ซึ่งขึ้นอยู่กับสถานะ ในสถานะตลาดขาขึ้น (Regime 1) แสดงให้เห็นว่า ดัชนีราคาหุ้นกู้เอกชนในเดือนปัจจุบัน ร้อยละ 1 ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อในเดือนปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 0.39 ในทิศทางเดียวกัน และส่งผลต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ในเดือนปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 91.21 ในทิศทางตรงกันข้าม ในทางกลับกันพบว่า อัตราเงินเฟ้อ และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ในเดือนปัจจุบัน ร้อยละ 1 ส่งผลให้ดัชนีราคาหุ้นกู้เอกชนในเดือนปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 34.68 และ 0.23 ในทิศทางตรงกันข้าม รวมถึงอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก โดยอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในเดือนปัจจุบันร้อยละ 1 ทำให้ดัชนีราคาหุ้นกู้เอกชน ในเดือนถัดไปเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 90.98 ในทิศทางเดียวกัน ในสถานะตลาดขาลง (Regime 2) แสดงให้เห็นว่าดัชนีราคาหุ้นกู้เอกชนในเดือนปัจจุบันร้อยละ 1 ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ในเดือนปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 0.11 0.13 และ 47.28 ในทิศทางเดียวกัน ในทางกลับกันพบว่า อัตราเงินเฟ้อ และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ในเดือนปัจจุบันร้อยละ 1 ส่งผลให้ดัชนีราคาหุ้นกู้เอกชน ในเดือนปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 29.68 และ 0.12



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 6

The 6th STOU National Research Conference

ในทิศทางเดียวกัน รวมถึงอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในเดือนปัจจุบันยังส่งผลต่อดัชนีราคาหุ้นกู้เอกชน โดยอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในเดือนปัจจุบันร้อยละ 1 ส่งผลให้ดัชนีราคาหุ้นกู้เอกชน เปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 137.28 ในทิศทางตรงกันข้าม

ความน่าจะเป็นในการเปลี่ยนสถานะ

จากตารางที่ 4 เมื่อพิจารณาความน่าจะเป็นของการเปลี่ยนสถานะจากสถานะหนึ่งไปสู่อีกสถานะหนึ่ง (Transition Probability) พบว่า ความน่าจะเป็นในการเปลี่ยนสถานะจากสถานะตลาดขาขึ้นหรือสถานะ High (Regime 1) มาสู่สถานะตลาดขาลง หรือสถานะ Low (Regime 2) มีค่าเท่ากับ 0.40 (ร้อยละ 40) แต่มีความน่าจะเป็นที่จะคงอยู่สถานะ High ดังเดิมเท่ากับ 0.60 (ร้อยละ 60) โดยมีระยะเวลาในการคงอยู่สถานะ High ประมาณ 14 เดือน นอกจากนี้พบว่า ความน่าจะเป็นในการเปลี่ยนสถานะ Low มาสู่สถานะ High มีค่าเท่ากับ 0.63 (ร้อยละ 63) แต่มีความน่าจะเป็นที่จะคงอยู่สถานะ Low ดังเดิมเท่ากับ 0.37 (ร้อยละ 37) โดยมีระยะเวลาในการคงอยู่สถานะ Low ประมาณ 4 เดือน

อภิปรายผลการวิจัย

จากผลการศึกษาการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ในประเทศไทย โดยใช้แบบจำลอง MS-VAR พบว่า ในสถานะตลาดขาขึ้น ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์มีผลต่อดัชนีราคาตราสารหนี้ทั้งสามประเภท ในทิศทางตรงกันข้าม และในทางกลับกันดัชนีราคาตราสารหนี้ก็มีผลต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ในทิศทางตรงกันข้าม แต่มีผลต่อตราสารหนี้ประเภทรัฐวิสาหกิจ และ เอกชนเท่านั้น ซึ่งสอดคล้องกับความสัมพันธ์ตลาดหุ้นและตลาดตราสารหนี้ ที่กล่าวว่า เมื่อตลาดหุ้นอยู่ในช่วงขาขึ้น เม็ดเงินมีแนวโน้มที่จะถูกโยกย้ายมาลงทุนในหุ้น แต่เมื่อราคาหุ้นปรับตัวลดลง ส่งผลให้ผู้ลงทุนหันไปลงทุนในตราสารหนี้ (ศุภชัย ศรีสุชาติ, 2556) และสอดคล้องกับการศึกษาของ เบญพล สุทธิวนิช(2546) แต่ความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากกับดัชนีราคาตราสารหนี้ทั้งสามประเภทนั้น เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก สำหรับอัตราเงินเพื่อมีผลต่อดัชนีราคาตราสารหนี้ ประเภทพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ และ หุ้นกู้เอกชน โดยมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีที่ว่า อัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นจะทำให้ ราคาตราสารหนี้มีมูลค่าลดลง (ศูนย์ส่งเสริมพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2558) โดยในทางกลับกัน ดัชนีราคาตราสารหนี้ของรัฐวิสาหกิจมีผลต่ออัตราเงินเฟ้อ ในทิศทางตรงกันข้าม แต่ในดัชนีราคาหุ้นกู้เอกชนกลับมีผล ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งความสอดคล้องกับการศึกษาของ นันทิกา วิญญูวนิช,สิริวรรณ โฉมจรรย์(2553) สำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ ในสถานะตลาดขาลง พบว่า ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ในประเทศไทยส่วนใหญ่แล้ว มีความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามทฤษฎีที่ได้ศึกษามา มีเพียงในตลาดตราสารหนี้รัฐวิสาหกิจที่ดัชนีพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ มีผลกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ในทิศทางตรงข้าม และในตลาดตราสารหนี้เอกชนที่ อัตราดอกเบี้ย มีผลต่อดัชนีหุ้นกู้เอกชน ในทิศทางตรงข้าม การที่ผลการศึกษาไม่เป็นไปตามทฤษฎี อาจจะเป็นผลเนื่องมาจากในสถานะตลาดขาลง ซึ่งช่วงระยะเวลาที่ศึกษาของสถานะที่มีการคงอยู่ของสถานะตลาดขาลง มีปัญหาเกี่ยวกับสถานการณ์ทางการเมือง รวมถึงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ซึ่งเป็นปัญหาเศรษฐกิจที่ปรากฏให้เห็นชัด โดยวิกฤตครั้งนี้มีผลหลายชิ้นและค่อย ๆ เผยให้เห็นความอ่อนแอในระบบการเงินและระบบการควบคุมทั่วโลก



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 6
The 6th STOU National Research Conference

ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาตราสารหนี้ประเทศไทย โดยการศึกษาในตลาดตราสารหนี้ 3 ประเภท คือรัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และเอกชน จะเห็นว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจต่างๆ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราเงินเฟ้อ และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ จะมีนัยสำคัญต่อราคาตราสารหนี้ รัฐวิสาหกิจ และเอกชนเป็นหลัก แต่ในตลาดตราสารหนี้รัฐบาลมีนัยสำคัญเฉพาะในช่วงสภาวะตลาดขาขึ้นเท่านั้น ดังนั้น ข้อมูลที่ได้จากการศึกษา รัฐบาลควรมีการส่งเสริมสภาพคล่องของตลาดตราสารหนี้ไทย ตลอดจนหาแนวทางในการส่งเสริมและสนับสนุนการพัฒนาตราสารหนี้ไทย โดยเฉพาะในตลาดตราสารหนี้ภาครัฐบาลมากยิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- กฤษฎา สังขมณี. (2550). *การเงินและการธนาคาร*. กรุงเทพมหานคร: ห้างหุ้นส่วนจำกัด เรื่องแสงการพิมพ์ (2002)จำกัด.
- ทรงศักดิ์ ศรีบุญจิตต์. (2547). *เศรษฐมิติทฤษฎีและการประยุกต์*. เชียงใหม่: คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- ศุภชัย ศรีสุชาติ. (2556). *รู้วิเคราะห์เจาะเรื่องตราสารหนี้*. กรุงเทพฯ: บริษัท บุญศิริการพิมพ์ จำกัด
- ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน. (2558). *ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์*. ครั้งที่พิมพ์ 24. กรุงเทพฯ: บริษัทอัมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน).
- Ellis, Dennies F. and valentine, Lloyd. (1991). *Business Cycle and Forecast*. Ohio :U.S.A.South - Ewstem Publishing Co.
- Lyn C. Thomasa, David E. Allenb and Nigel Morkel-Kingsbury. (2002). *A hidden Markov chain model for the term structure of bond credit risk spreads*. International Review of Financial Analysis, 2002, 311-329.
- Peter Tillmann. (2014). *External shocks and the non-linear dynamics of Brady bond spreads in a regime-switching VAR*. Int. Fin. Markets, Inst. and Money, 2014, 439-454
- Takamitsu Kurita. (2016). *Markov-switching variance models and structural changes underlying Japanese bond yields: An inquiry into non-linear dynamics*. The Journal of Economic Asymmetries, 2016, 74-80