

ผลกระทบของนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์ภายใต้สภาวะตลาดขาขึ้นและขาลง

นางสาว กฤษณี พิสิฐศุภกุล

ศูนย์วิทยุทรัพยากร

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต


สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์

คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2552

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE IMPACTS OF MONETARY POLICY THROUGH STOCK PRICE CHANNEL UNDER
BOOM AND BUST



Miss Kritsanee Pisitsupakul

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Economics Program in Economics

Faculty of Economics

Chulalongkorn University

Academic Year 2009

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์

ผลกระทบของนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์
ภายใต้สภาวะตลาดขาขึ้นและขาลง

โดย

นางสาว กฤษณี พิสิฐศุภกุล

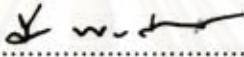
สาขาวิชา

เศรษฐศาสตร์

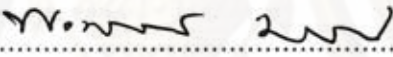
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

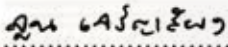
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. จุน เจริญเสียง


คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้หัวข้อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็น
ส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

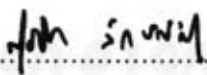

..... คณบดีคณะเศรษฐศาสตร์
(ศาสตราจารย์ ดร. ทิรณ พงศ์มัทธมน)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์


..... ประธานกรรมการ
(อาจารย์ ดร. พงศ์ศักดิ์ เหลืองอร่าม)


..... อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. จุน เจริญเสียง)


..... กรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พรชนก คัมภีรยส คุณเวเนิร์ต)


..... กรรมการภายนอกมหาวิทยาลัย
(ดร. สุรจิต ลักษณะสุด)

ศูนย์วิจัยและพัฒนาการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

กฤษฎณี พิธิรัฐศุภกุล : ผลกระทบของนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์ภายใต้
สภาวะตลาดขาขึ้นและขาลง. (The Impacts of Monetary Policy through Stock Price
Channel under Boom and Bust) อ.ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก : ผศ.ดร. จูน เจริญเสียง
, 92หน้า.

งานวิจัยครั้งนี้ ทำการศึกษาผลกระทบนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์
ภายใต้แต่ละสภาวะตลาด คือ ตลาดขาขึ้น ตลาดขาลง และตลาดปกติ การแบ่งแยกสภาวะตลาด
ใช้เครื่องมือที่เรียกว่า CMAX ratio และ MINC ratio แล้วทำการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลอง Vector
Autoregressive (VAR) 2 แบบจำลอง คือ กรณีที่ไม่มีตัวแปรสภาวะตลาด และกรณีมีตัวแปร
สภาวะตลาด

ผลการศึกษาพบว่า ช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะปกติ ราคาหลักทรัพย์จะ
ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย RP 1 day ทิศทางตรงกันข้าม ในช่วงตลาดขาขึ้น
การใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวดจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ตอบสนองในทิศทางที่ลดลง แต่จะ
ลดลงในระยะเวลาสั้นๆ 2-3 เดือน ขณะที่ช่วงตลาดขาลง การเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินจะ
กระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน แต่การดำเนินนโยบายการเงินในช่วงนี้ไม่สามารถ
ส่งผลกระทบผ่านไปยังผลผลิตและอัตราเงินเฟ้อได้ เมื่อเปรียบเทียบขนาดของผลกระทบนโยบาย
การเงินต่อราคาหลักทรัพย์ภายใต้สภาวะตลาดขาขึ้น ขาลง และปกติ พบว่า นโยบายการเงินจะ
ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงตลาดขาลงมากที่สุด รองลงมา คือ ตลาดขาขึ้น และตลาด
ปกติ อย่างไรก็ตามผลการศึกษาจากแบบจำลอง VAR ที่ไม่มีตัวแปรสภาวะตลาดพบว่า
ผลกระทบนโยบายการเงินมีค่าน้อยมาก นั่นคือ สภาวะตลาดหลักทรัพย์เป็นตัวแปรสำคัญที่ทำให้
ให้ผลกระทบนโยบายการเงินมีมากขึ้น และขนาดผลกระทบจะแตกต่างกันออกไป

นัยเชิงนโยบายที่ได้จากการศึกษาครั้งนี้ คือ ธนาคารกลางควรระมัดระวังการใช้นโยบาย
การเงินช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะขาลง เนื่องจากการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะส่งผล
ให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงจนตลาดหลักทรัพย์ซบเซาติดต่อกันเป็นเวลานาน ขณะที่การใช้นโยบาย
การเงินในช่วงตลาดขาขึ้นและปกติ ราคาหลักทรัพย์จะตอบสนองต่อนโยบายในทางตรงกันข้าม
โดยที่นโยบายการเงินในช่วงดังกล่าวสามารถส่งผ่านไปยังตัวแปรเป้าหมายได้ นอกจากนี้นักลงทุน
สามารถคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์จากสัญญาณการใช้นโยบายการเงิน อย่างไรก็ตาม นักลงทุน
ควรระมัดระวังผลกระทบจากนโยบายที่แตกต่างกันในแต่ละสภาวะตลาดร่วมด้วย

ภาควิชา.....เศรษฐศาสตร์.....

ปีการศึกษา.....2552.....

ลายมือชื่อ.....

ลายมือชื่อ.....อ.ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก.....จูน เจริญเสียง

508 51544 29 : MAJOR ECONOMICS

KEYWORDS : MONETARY POLICY / STOCK PRICE / BOOM AND BUST

KRITSANEE PISITSUPAKUL : THE IMPACTS OF MONETARY POLICY
THROUGH STOCK PRICE CHANNEL UNDER BOOM AND BUST.

ADVISOR : ASST.PROF.JUNE CHAROENSEANG,Ph.D.,92 pp.

This paper analyzes the impacts of monetary policy through stock price channel under different stock market conditions, namely boom, bust and normal. Stock market conditions are identified using CMAX and MINC ratio. The impacts of monetary policy are then analyzed via two different VAR model setups; VAR without stock market conditions and VAR with stock market conditions.

The results from VAR with stock market conditions show that monetary policy's impacts on stock market are various depend on the respective stock market conditions. Stock market boom, stock price responds negatively to change in overnight repurchase rate, but it is only short-lived losing its effect after a few months. Stock market bust, by contrast, change in overnight repurchase rate positively affects stock price, but insignificant pass-through effect on output and inflation. Regarding stock market bust, monetary policy has the strongest impact on stock price followed in rank by stock market boom and normal. On the other hands, the result from VAR without considering different stock market conditions shows only little impact on stock market. We can conclude that stock market condition is an important variable to evaluate the impacts of monetary policy through stock price channel.

In policy implication, BOT should prudentially implement monetary policy during bust because increased policy rate severely decreases stock price then it is likely to depress long-lived bust. On the other hand, monetary policy during boom and normal negatively affect stock prices. Monetary policy implementation during boom and normal can take effect target variables. Furthermore, investors can predict stock price from monetary policy's signal, nevertheless they should be cautious the various impacts.

Field of Study : Economics

Academic Year : 2009

Student's Signature 

Advisor's Signature 

กิตติกรรมประกาศ

งานเขียนวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สามารถสำเร็จลุล่วงได้ด้วยความช่วยเหลือจากบุคคล 3 กลุ่มดังต่อไปนี้ ในส่วนของความรู้ที่ปรากฏในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ข้าพเจ้าขอขอบพระคุณบุคคลท่านต่างๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ผศ.ดร. จูน เจริญเสียง อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ประสิทธิ์ประสาทความรู้ คำแนะนำ ตลอดจนการดูแลเอาใจใส่ในทุกรายละเอียดเสมอมา อาจารย์ ดร. พงศ์ศักดิ์ เหลืองอร่าม ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และ ผศ.ดร. พรชนก คัมภีรยส คุณเวเนเบิร์ต กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ได้ให้ความกรุณาและคำแนะนำที่เป็นประโยชน์อย่างยิ่งในการปรับปรุงวิทยานิพนธ์ให้มีความละเอียดและสมบูรณ์มากที่สุด ดร.สุรจิต ลักษณะสุด กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ผู้ทรงคุณวุฒิ ที่กรุณาสละเวลาชี้แนะแนวทางให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยดี และขอบพระคุณ รศ.ดร.พงศา พรชัยวิเศษกุล สำหรับความกรุณาสละเวลาให้ความรู้และคำแนะนำต่างๆด้านเศรษฐมิติ ทำให้งานวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความถูกต้องสมบูรณ์ และมีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น ท้ายที่สุดของส่วนนี้ ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณอาจารย์ทุกท่าน ที่ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้และการอบรมสั่งสอนในทุกระดับการศึกษา

ความช่วยเหลือและกำลังใจที่ได้รับในการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ไม่สามารถเอ่ยนามได้ทั้งหมด อย่างไรก็ตาม ข้าพเจ้าขอขอบคุณ นายสราวุธ ขุนเพชร สำหรับความช่วยเหลือและกำลังใจที่ให้ในทุกขณะเวลา และเพื่อนๆ รุ่นพี่ รุ่นน้อง สม. ที่ได้ให้ความช่วยเหลือและความเป็นมิตรที่ดีเสมอมา

ในส่วนสุดท้าย กราบขอบพระคุณบิดามารดา ผู้ให้กำเนิด เลี้ยงดู อบรมสั่งสอนอย่างดีที่สุด เพื่อให้ข้าพเจ้าเป็นคนดีในสังคมและประสบความสำเร็จในการศึกษา นอกจากนี้ขอใจสำหรับความรักและกำลังใจจากน้องสาวที่น่ารักทั้งสองคนของข้าพเจ้า

คุณประโยชน์ของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ข้าพเจ้าขอมอบแต่ บิดามารดา คุณยายผู้ล่วงลับ และอาจารย์ทุกท่าน ในส่วนของความผิดพลาดที่เกิดขึ้น ข้าพเจ้าขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

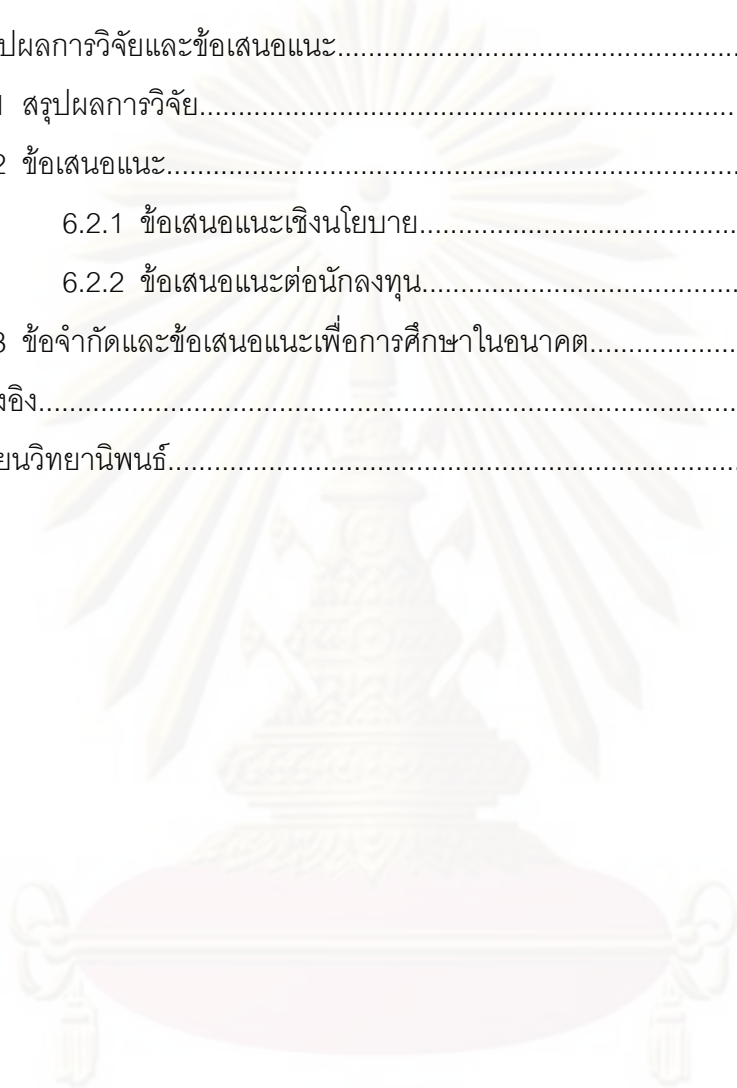
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ญ
สารบัญภาพ.....	ฎ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
1.3 สมมติฐานของการวิจัย.....	3
1.4 ขอบเขตของการวิจัย.....	3
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	3
1.6 วิธีดำเนินการวิจัย.....	4
1.7 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย.....	4
1.8 ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการวิจัย.....	5
บทที่ 2 แนวคิดและทฤษฎีในการวิจัยและวรรณกรรมปริทัศน์.....	6
2.1 แนวคิดและทฤษฎีในการวิจัย.....	6
2.1.1 แนวคิดเกี่ยวกับนโยบายการเงินกับราคาหลักทรัพย์.....	6
2.1.2 กลไกการทำงาน และช่องทางการส่งผ่านของนโยบายการเงิน.....	8
2.1.3 การกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ.....	11
2.2 วรรณกรรมปริทัศน์.....	12
2.2.1 งานศึกษาเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจและตลาดหลักทรัพย์.....	12
2.2.2 งานศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการเงิน อัตราเงินเฟ้อ และตลาดหลักทรัพย์.....	14
2.2.3 งานศึกษาเกี่ยวกับการบ่งชี้สภาวะตลาดหลักทรัพย์.....	18
2.2.3 งานศึกษาเกี่ยวกับวิธีการศึกษาภายใต้แบบจำลอง VAR.....	20

	หน้า
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	23
3.1 การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	23
3.2 ตัวแปรในการวิจัย.....	23
3.3 ลำดับขั้นตอน และเครื่องมือในการวิจัย.....	24
3.3.1 ขั้นที่ 1: การระบุสภาวะตลาดหลักทรัพย์.....	24
3.3.2 ขั้นที่ 2: การวิเคราะห์ผลกระทบนโยบายการเงินต่อตลาด หลักทรัพย์.....	25
บทที่ 4 นโยบายการเงินและตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย.....	36
4.1 นโยบายการเงินของประเทศไทย.....	36
4.1.1 นโยบายการเงินของประเทศไทยในอดีตจนถึงปัจจุบัน.....	36
4.1.2 การนำกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อมาใช้สำหรับประเทศไทย.....	43
4.2 ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน.....	45
4.2.1 ตลาดหลักทรัพย์ในช่วงขาลง (stock market bust).....	45
4.2.2 ตลาดหลักทรัพย์ในช่วงขาขึ้น (stock market boom).....	50
บทที่ 5 ผลการวิจัย.....	54
5.1 ผลการระบุสภาวะตลาดโดยตัวแปร CMAX ratio และ MINC ratio.....	54
5.2 การทดสอบ Stationary โดย Unit Root Test.....	61
5.3 การทดสอบจำนวนความล่าช้าที่เหมาะสม (Optimal Lag).....	63
5.4 ผลการวิเคราะห์ภายใต้แบบจำลอง VAR 1: กรณีไม่มีตัวแปรสภาวะตลาด หลักทรัพย์.....	65
5.4.1 ผลการวิเคราะห์ Impulse Response Function.....	65
5.4.2 ผลการวิเคราะห์ Variance Decomposition.....	68
5.4.3 ผลการวิเคราะห์ขนาดผลกระทบนโยบายการเงินต่อดัชนีราคา หลักทรัพย์.....	69
5.5 ผลการวิเคราะห์ภายใต้แบบจำลอง VAR 2: กรณีตลาดหลักทรัพย์อยู่ใน สภาวะขาขึ้น ขาลง และ ปกติ.....	70
5.5.1 ผลการวิเคราะห์ Impulse Response Function.....	70
5.5.2 ผลการวิเคราะห์ Variance Decomposition.....	73

5.5.3 ผลการวิเคราะห์ขนาดผลกระทบนโยบายการเงินต่อดัชนีราคา หลักทรัพย์.....	74
บทที่ 6 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ.....	80
6.1 สรุปผลการวิจัย.....	80
6.2 ข้อเสนอแนะ.....	83
6.2.1 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย.....	83
6.2.2 ข้อเสนอแนะต่อนักลงทุน.....	84
6.3 ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะเพื่อการศึกษาในอนาคต.....	84
รายการอ้างอิง.....	86
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	92



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 5.1	สรุประยะเวลาการเกิดตลาดขาลง (bust) โดยใช้ตัวแปร 24m-CMAX..... 55
ตารางที่ 5.2	สรุประยะเวลาการเกิดตลาดขาขึ้น (boom) โดยใช้ตัวแปร 24m-MINC..... 56
ตารางที่ 5.3	สรุประยะเวลาการเกิดตลาดขาลง (bust) โดยใช้ตัวแปร 12m-CMAX..... 57
ตารางที่ 5.4	สรุประยะเวลาการเกิดตลาดขาขึ้น (boom) โดยใช้ตัวแปร 12m-MINC..... 58
ตารางที่ 5.5	สรุประยะเวลาการเกิดตลาดขาลง (bust) โดยใช้ตัวแปร 24m-CMAX ที่ ปรับใหม่ (Adjusted 24m-CMAX)..... 60
ตารางที่ 5.6	สรุประยะเวลาการเกิดตลาดขาขึ้น (boom) โดยใช้ตัวแปร 24m-MINC ที่ ปรับใหม่ (Adjusted 24m-MINC)..... 60
ตารางที่ 5.7	ผลการทดสอบ Unit Root โดย ADF Test at level..... 61
ตารางที่ 5.8	ผลการทดสอบ Unit Root โดย ADF Test at 1 st difference..... 62
ตารางที่ 5.9	ผลการทดสอบ Cointegration test ระหว่างตัวแปร RP_1_DAY, LOGSET_INDEX, LOGMPI และ LOGCPI..... 63
ตารางที่ 5.10	ผลการทดสอบ Optimal Lag โดยค่า Akaike Information Criterion (AIC) ในแบบจำลอง VAR 1..... 64
ตารางที่ 5.11	ผลการทดสอบ Optimal Lag โดยค่า Akaike Information Criterion (AIC) ในแบบจำลอง VAR 2..... 64
ตารางที่ 5.12	ผลการทดสอบสัมประสิทธิ์ด้วย Wald Test..... 75
ตารางที่ 5.13	สรุปผลกระทบของนโยบายการเงินต่อตัวแปรต่างๆ ผ่านช่องทางราคา หลักทรัพย์ พิจารณาตามสภาวะตลาดขาขึ้น ขาลง และปกติ..... 78
ตารางที่ 5.14	สรุปผลการแยกส่วนความแปรปรวนค่าผิดพลาดจากการพยากรณ์ของตัว แปรต่างๆ พิจารณาตามสภาวะตลาดขาขึ้น ขาลง และปกติ..... 79

สารบัญญภาพ

		หน้า
รูปที่ 2.1	ผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อราคาหุ้นผ่านเครื่องมือทางการเงิน.....	7
รูปที่ 2.2	เป้าหมายและเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน.....	9
รูปที่ 2.3	กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน.....	11
รูปที่ 3.1	แผนภาพแสดงขั้นตอนการวิจัย.....	35
รูปที่ 5.1	ค่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และตัวแปร 24m-CMAX ตั้งแต่ปี 2518-2551.....	54
รูปที่ 5.2	ค่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และตัวแปร 24m-MINC ตั้งแต่ปี 2518-2551.....	55
รูปที่ 5.3	ค่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และตัวแปร 12m-CMAX ตั้งแต่ปี 2518-2551.....	57
รูปที่ 5.4	ค่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และตัวแปร 12m-MINC ตั้งแต่ปี 2518-2551.....	58
รูปที่ 5.5	ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม และดัชนีราคาผู้บริโภค.....	65
รูปที่ 5.6	ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาหลักทรัพย์ ต่อดัชนีผลผลิต อุตสาหกรรมและดัชนีราคาผู้บริโภค.....	67
รูปที่ 5.7	แผนภาพผลกระทบนโยบายการเงินแบบเข้มงวดต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจ ผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์.....	67
รูปที่ 5.8	Variance Decomposition ของตัวแปรต่างๆ ที่ถูกอธิบายโดย RP 1 day.....	68
รูปที่ 5.9	Variance Decomposition ของตัวแปรต่างๆ ที่ถูกอธิบายโดยดัชนีราคา หลักทรัพย์.....	68
รูปที่ 5.10	ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจผ่าน ช่องทางราคาหลักทรัพย์ กรณีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะขาขึ้น (boom).....	70
รูปที่ 5.11	แผนภาพผลกระทบนโยบายการเงินแบบเข้มงวดต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจ ผ่าน ช่องทางราคาหลักทรัพย์กรณีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะขาขึ้น (boom).....	70
รูปที่ 5.12	ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจผ่าน ช่องทางราคาหลักทรัพย์ กรณีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะขาลง (bust).....	71
รูปที่ 5.13	แผนภาพผลกระทบนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจ ผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์กรณีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะขาลง (bust)...	71

รูปที่ 5.14	ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์ กรณีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะปกติ (normal).....	71
รูปที่ 5.15	แผนภาพผลกระทบนโยบายการเงินแบบเข้มงวดต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์กรณีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะปกติ (normal).....	72
รูปที่ 5.16	ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงิน ต่อดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม และดัชนีราคาผู้บริโภค.....	72
รูปที่ 5.17	Variance Decomposition ของดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดทั้ง 3 สภาวะที่อธิบายโดย RP 1 day.....	73
รูปที่ 5.18	Variance Decomposition ของดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ที่อธิบายโดยดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดทั้ง 3 สภาวะ.....	73
รูปที่ 5.19	Variance Decomposition ของอัตราเงินเฟ้อ ที่อธิบายโดยดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดทั้ง 3 สภาวะ.....	74

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญ

การเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ เป็นแรงกระตุ้นทางการเงินที่มีบทบาทต่อระบบเศรษฐกิจ ด้วยเหตุผลใหญ่ๆ 2 ประการ เหตุผลประการแรก คือ ราคาสินทรัพย์เป็นปัจจัยหนึ่งที่มีบทบาทในการกำหนดการบริโภค ตามแนวความคิดของฟรังโก โมดิเกลียนี (Franco Modigliani) ในทฤษฎีการบริโภคในวงจรชีวิต (Life Cycle Theory of Consumption) และแนวความคิดของมิลตัน ฟรีดแมน (Milton Friedman) ในทฤษฎีการบริโภคที่สัมพันธ์กับรายได้ถาวร (Permanent Income Theory of Consumption) ซึ่งทั้งสองทฤษฎีนี้อธิบายฟังก์ชันการบริโภคว่าถูกกำหนดมาจากรายได้ครัวเรือน ประกอบไปด้วยรายได้จากการทำงานและรายได้จากสินทรัพย์ (รัตนา, 2544: 235) ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงราคาสินทรัพย์ทางการเงิน จะกระทบต่อความมั่งคั่ง (Wealth effect) ส่งผลต่อไปยังปริมาณการบริโภค ส่วนเหตุผลประการที่สองนั้น เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์หรือหลักทรัพย์นั้นกระทบต่อมูลค่าตลาดของธุรกิจเปรียบเทียบกับต้นทุนค่าใช้จ่ายในการทดแทนทุน (replacement cost of capital) ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในการลงทุนของธุรกิจที่รู้จักกันในนามทฤษฎีโทบินส์-คว จากผลกระทบด้านการบริโภคและการลงทุน ทำยที่สุดก็ จะกระทบต่อระดับรายได้ประชาชาติหรือการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

หากพิจารณาในแง่เหตุผลทางทฤษฎีตาม Wealth effect และ Tobin's q theory นั้น สามารถสรุปได้ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะเป็นตัวกลางหนึ่งที่มีบทบาทสำคัญในการระดมทุนจากผู้ที่ต้องการออมหรือลงทุน ไปสู่ผู้ที่ต้องการเงินทุนเพื่อประกอบกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ครัวเรือนจะสะสมความมั่งคั่งผ่านการซื้อขายหลักทรัพย์ทางการเงิน และรับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์นั้นๆ และธุรกิจจะตัดสินใจลงทุน โดยใช้ราคาหลักทรัพย์เป็นเครื่องมือในการระดมทุน ดังนั้นในการกระตุ้นการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ คือ การกระตุ้นกิจกรรมในตลาดหลักทรัพย์ โดยแนวทางหนึ่งในการกระตุ้นกิจกรรมในตลาดหลักทรัพย์ คือ การใช้นโยบายการเงิน

สำหรับการใช้นโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทยจะกำหนดมาตรการและเครื่องมือทางการเงิน เช่น การปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยทางการ เป็นต้น เพื่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงตัวแปรทางการเงินที่ต้องการ โดยต้องการให้การเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นนี้ส่งผลกระทบต่อไปยังระบบเศรษฐกิจโดยรวม และสุดท้ายก็จะตอบสนองเป้าหมายทางเศรษฐกิจของประเทศได้ โดยเฉพาะ

อย่างยิ่งในการรักษาเสถียรภาพของระดับราคา และความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ปัจจุบันประเทศไทยใช้นโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) ธนาคารแห่งประเทศไทยได้กำหนดเป้าหมายของอัตราเงินเฟ้อไว้ โดยปัจจุบันกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อให้อยู่ในช่วงร้อยละ 0-3.5 จากนั้นจึงทำการพยากรณ์อัตราเงินเฟ้อที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต มาเปรียบเทียบกับผลต่างกับอัตราเงินเฟ้อที่กำหนดไว้ แล้วใช้เครื่องมือทางการเงิน เช่น อัตราดอกเบี้ยนโยบายในการบริหารจัดการดังกล่าว ความพยายามรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ ทำให้เกิดผลกระทบผ่านไปยังตลาดหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจในตลาดทุน คือ มูลค่าหลักทรัพย์ในรูปของราคาลดลง อย่างไรก็ตาม การที่ผู้ใช้นโยบายขึ้นอัตราดอกเบี้ยให้สูง ทำให้เงินเฟ้อสามารถบรรเทาได้ ประชาชนมีอำนาจซื้อของเงินสูงขึ้นและสามารถนำไปประกอบกิจกรรมทางเศรษฐกิจในรูปของการลงทุนมากขึ้น ผลประกอบการของธุรกิจดีขึ้น ทำายที่สุดมูลค่าหลักทรัพย์จะสูงขึ้น กล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่า ราคาหลักทรัพย์และอัตราเงินเฟ้อมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม

จะเห็นว่า ราคาหลักทรัพย์ได้รับผลกระทบจากการใช้นโยบายการเงิน และได้รับผลกระทบจากอัตราเงินเฟ้อ นอกจากนี้จากงานศึกษาในต่างประเทศ ยังพบว่า ในช่วงที่เกิด asset price bubbles หรือช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์กำลังเจริญเติบโตมากๆ การใช้นโยบายการเงินยังประสบกับความยุ่งยากขึ้นไปอีก เนื่องจากหากระบวนการเศรษฐกิจที่สอดคล้องกับอัตราเงินเฟ้อที่สูง ธนาคารกลางจะใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวดเพื่อแก้ปัญหาเงินเฟ้อ และเมื่ออัตราเงินเฟ้อลดลงแล้วจะกระทบต่อราคาต่อกำไรสุทธิ (price-earnings ratios) ในทิศทางที่เพิ่มสูงขึ้นไปอีก ซึ่งหมายความว่า ในบางสถานการณ์ ผู้ใช้นโยบายการเงินอาจต้องประสบกับการแลกเปลี่ยนได้แลกเปลี่ยน (Trade-off) ระหว่างความสำเร็จในการลดเงินเฟ้อ และการที่ต้องปล่อยให้ตลาดหลักทรัพย์เกิด bubbles ต่อไป (Greenspan, 1996 cited in Michael D. Bordo and David C. Wheelock, 2004) ทำให้ผู้ศึกษามองเห็นว่าการวิเคราะห์สภาวะตลาดหลักทรัพย์ว่าอยู่ในช่วงขาขึ้น (boom) หรือขาลง (bust) มีความสำคัญมากขึ้นหากเราต้องการพิจารณาผลกระทบของการใช้นโยบายการเงินแต่ละครั้ง ดังนั้นงานศึกษาครั้งนี้มุ่งศึกษาว่า สภาวะตลาดหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน ทำให้ผลกระทบของนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์ มีความแตกต่างกันหรือไม่ อย่างไร

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

ศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์ในสภาวะตลาดขาขึ้น (boom) ตลาดขาลง (bust) และตลาดปกติ (normal)

1.3 สมมติฐานของการวิจัย

- 1) ผลกระทบของนโยบายการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ในแต่ละตลาดมีขนาดไม่เท่ากัน
- 2) การวิเคราะห์สภาวะตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ทราบว่าผลกระทบของนโยบายการเงินมีมากกว่ากรณีที่ไม่วิเคราะห์สภาวะตลาดหลักทรัพย์

1.4 ขอบเขตของการวิจัย

1) ศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์ (Stock Price Channel) โดยจะใช้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET INDEX) เป็นตัวแทนของช่องทางดังกล่าว ในการระบุสภาวะตลาดหลักทรัพย์จะแบ่งเป็น 3 สภาวะ คือ ตลาดขาขึ้น (boom) ตลาดขาลง (bust) และตลาดปกติ (normal)

2) ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ประเภทอนุกรมเวลา (Time series) รายเดือน 2 ชุด ได้แก่ ข้อมูลตั้งแต่ เมษายน 2518 ถึง ธันวาคม 2551 ในการระบุสภาวะตลาดหลักทรัพย์ และข้อมูลตั้งแต่ มกราคม 2532 ถึง ธันวาคม 2551 ในการวิเคราะห์ผลกระทบนโยบายการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ ข้อมูลทั้งหมดรวบรวมจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย และฐานข้อมูลระบบ CEIC

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

- 1) นักลงทุนสามารถคาดการณ์ความเคลื่อนไหวของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ และแนวโน้มสภาวะตลาด ภายหลังจากที่มีการส่งสัญญาณทางการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ในช่วงจังหวะและระยะเวลาที่เหมาะสม
- 2) เป็นแนวทางสำหรับธนาคารแห่งประเทศไทย ในการประกอบการตัดสินใจใช้นโยบาย เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์

1.6 วิธีดำเนินการวิจัย

1) การเก็บรวบรวมข้อมูลเชิงคุณภาพ รวบรวมจากธนาคารแห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เอกสาร วารสาร และงานวิจัยต่างๆ เป็นต้น

2) การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ ประกอบด้วย 2 ขั้นตอนดังนี้

2.1) ทำการระบุสถานะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ การใช้ตัวแปร CMAX ratio และ MINC ratio ทำการระบุช่วงที่ตลาดขาขึ้น (boom) ตลาดขาลง (bust) และตลาดปกติ (normal)

2.2) ขั้นตอนต่อไป เป็นการวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ โดยจะนำตัวแปรสถานะตลาด ที่เรียกว่า ตัวแปรหุ่น (dummy variables) ใสในการวิเคราะห์ภายใต้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) พร้อมทั้งพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ Impulse Response Function และ Variance Decomposition

1.7 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

1) นโยบายการเงิน (Monetary Policy) หมายถึง การจัดการปริมาณเงินอย่างระมัดระวังของธนาคารกลาง เพื่อบรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจประการใดประการหนึ่งหรือหลายประการ โดยเจ้าหน้าที่ทางการเงินเป็นผู้กำหนดมาตรการต่างๆ ที่เหมาะสมในการควบคุมตัวแปรขั้นกลาง (intermediate target) ซึ่งจะนำไปสู่การบรรลุเป้าหมายขั้นสุดท้ายในที่สุด (Ultimate target)

2) เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) คือ การที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำการประกาศเป้าหมายช่วงพิสัยสำหรับอัตราเงินเฟ้อเป็นการล่วงหน้า (ทั้งอัตราขั้นต่ำและอัตราขั้นสูง) สำหรับช่วงเวลา 1-2 ปีข้างหน้า เพื่อเป็นเป้าหมายหลักในการดำเนินนโยบายการเงิน และธนาคารแห่งประเทศไทยจะดำเนินนโยบายการเงินเพื่อรักษาอัตราเงินเฟ้อไม่ให้ต่ำกว่าหรือเกินกว่าเป้าหมายที่กำหนดไว้

3) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange Thailand Index: SET INDEX) หมายถึง ดัชนีที่แสดงการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการเปรียบเทียบมูลค่าตลาดรวมในปัจจุบันกับมูลค่าตลาดรวม ณ วันฐาน

4) ตลาดขาขึ้น หมายถึง สภาวะที่ตลาดกำลังเติบโต (boom) กล่าวคือ ราคาหลักทรัพย์ในตลาดมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องหลายเดือนหรือหลายปีต่อเนื่องจนอาจถึงจุดสูงสุดของราคาหลักทรัพย์ โดยสภาวะที่ตลาดกำลังเติบโตนี้ จะสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนในการซื้อหลักทรัพย์ เนื่องจากมีการคาดการณ์ว่าราคาหลักทรัพย์มีทิศทางสูงขึ้นต่อเนื่อง (long term uptrend)

5) ตลาดขาลง หมายถึง สภาวะที่ตลาดกำลังซบเซา (bust) กล่าวคือ ราคาหลักทรัพย์ในตลาดมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องหลายเดือนหรือหลายปีต่อเนื่องจนอาจก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ราคาหลักทรัพย์ได้ โดยสภาวะที่ตลาดอยู่ในช่วงขาลงนี้จะทำให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนลดลง นักลงทุนมีแนวโน้มขายหลักทรัพย์มากขึ้น เนื่องจากมีการคาดการณ์ว่าราคาหลักทรัพย์มีทิศทางลดลงอย่างต่อเนื่อง (long term downtrend)

1.8 ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการวิจัย

งานวิจัยครั้งนี้แบ่งเนื้อหาออกเป็น 5 บท ดังนี้

- บทที่ 1 บทนำ กล่าวถึงที่มาและความสำคัญ วัตถุประสงค์ สมมติฐาน ขอบเขตการวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ วิธีดำเนินการวิจัย และคำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย
- บทที่ 2 แนวคิดและทฤษฎีที่ใช้ในการวิจัยและวรรณกรรมปริทัศน์
- บทที่ 3 วิธีการดำเนินการวิจัย
- บทที่ 4 ผลการวิจัย อธิบายถึงการระบุตัวแปรสภาวะตลาด และการวิเคราะห์ผลที่ได้จาก VAR
- บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายและข้อเสนอแนะการศึกษาในอนาคต

ศูนย์วิทยทรัพยากร

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 2

แนวคิดและทฤษฎีในการวิจัยและวรรณกรรมปริทัศน์

2.1 แนวคิดและทฤษฎีในการวิจัย

การวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายการเงิน อัตราเงินเฟ้อ ที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อยู่บนพื้นฐานของหลายแนวคิดดังนี้ คือ แนวคิดเกี่ยวกับนโยบายการเงินและราคาหลักทรัพย์ แนวคิดกลไกการทำงานและช่องทางการส่งผ่านของนโยบายการเงิน และการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ

2.1.1 แนวคิดเกี่ยวกับนโยบายการเงินกับราคาหลักทรัพย์ (ศรีบุญพร, 2548: 27)

นโยบายการเงิน ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ทั้งโดยตรงและโดยอ้อม ผลโดยอ้อมได้แก่ การที่นโยบายการเงินส่งผลต่อเศรษฐกิจ และอุตสาหกรรมต่างๆ และการคาดหมายผลประกอบการของอุตสาหกรรมในลักษณะที่ว่า เมื่ออัตราการเพิ่มของปริมาณเงินเปลี่ยนแปลง ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในความต้องการใช้จ่ายใช้สอย ซึ่งจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับกำไรและการจ้างงานของธุรกิจ เช่น เมื่ออัตราการเพิ่มของปริมาณเงินสูงขึ้น ประชาชนต้องการใช้จ่ายใช้สอยมากขึ้น ทำให้ธุรกิจมียอดขายและกำไรสูงขึ้น ธุรกิจก็จะขยายการผลิต ทำให้มีการจ้างงานส่งผลให้รายได้ประชาชาติสูงขึ้น ซึ่งจะกระตุ้นให้เกิดการใช้จ่ายที่สูงขึ้นต่อไปอีก และจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น ผลจะกลับกันในทางทิศทางตรงข้ามเมื่อการเพิ่มของปริมาณเงินลดลง ราคาหลักทรัพย์ก็จะต่ำลง เนื่องจากกำไรของธุรกิจจะต่ำลงจากผลที่เกิดจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่กล่าวมาข้างต้น

ในทำนองเดียวกัน เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงอัตราการเพิ่มของปริมาณเงิน จะส่งผลต่อความตั้งใจของแต่ละบุคคลที่จะนำเงินไปซื้อหลักทรัพย์ กล่าวคือ ถ้าอัตราการเพิ่มของปริมาณเงินสูงขึ้น ก่อให้เกิดสภาพคล่องส่วนเกิน ความไม่สมดุลระหว่างปริมาณเงินกับความต้องการใช้จ่ายใช้สอย ทำให้ภาคเอกชนต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ (เช่น หุ้นสามัญ เป็นต้น) มากขึ้น เมื่อมีความต้องการซื้อหลักทรัพย์มากขึ้น ราคาหลักทรัพย์ก็จะสูงขึ้น ถ้าอัตราการเพิ่มของปริมาณเงินลดลง ก่อให้เกิดการขาดสภาพคล่อง จะนำไปสู่ความต้องการเปลี่ยนจากการถือครองหลักทรัพย์ซึ่งมีสภาพคล่องต่ำกว่าเงิน เป็นการถือเงินมากขึ้น ผลเช่นนี้จะทำให้ภาคเอกชนต่างขายหลักทรัพย์ ทำให้ราคาหลักทรัพย์โดยทั่วไปลดลง

รูปที่ 2.1 ผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อราคาหุ้นผ่านเครื่องมือทางการเงิน



ที่มา: ศรีบุญพร (2548: 28)

นอกจากผลทางอ้อมตามดังกล่าวข้างต้นแล้ว นโยบายการเงินก็จะส่งผลกระทบโดยตรงต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ย กล่าวคือ เมื่อปริมาณเงินเปลี่ยนแปลงจะทำให้อัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงข้าม และการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยก็จะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ดังนี้

1) อัตราดอกเบี้ยเป็นส่วนประกอบส่วนหนึ่งของอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่ผู้ลงทุนต้องการ ถ้าอัตราดอกเบี้ยลดลง (โดยที่ปัจจัยอื่นๆ คงที่) อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการย่อมลดลงด้วย ทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น

2) อัตราดอกเบี้ย ส่งผลโดยตรงต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในรูปการให้กู้ยืม เช่น การซื้อหุ้นกู้ หรือพันธบัตรรัฐบาล ผู้ลงทุนจะเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น สัมพันธ์กับการลงทุนในช่องทางอื่น ตัวอย่างเช่น อัตราดอกเบี้ยลดลง อัตราผลตอบแทนจนถึง ระยะเวลาครบกำหนด (Yield to Maturity) ของหุ้นกู้จะลดลง เมื่อเปรียบเทียบกับอัตรา ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ผู้ลงทุนจะเปลี่ยนมาเป็นการลงทุนในหุ้น อันจะส่งผลให้ราคาหุ้นสามัญ สูงขึ้น

3) อัตราดอกเบี้ยเป็นตัวกำหนดต้นทุนการกู้ยืมเงินมาซื้อหลักทรัพย์ (การซื้อหลักทรัพย์ โดยใช้ Margin) ถ้าอัตราดอกเบี้ยลดลง ดอกเบี้ยเงินกู้จากนายหน้าค้าหลักทรัพย์ก็จะลดลงด้วย ทำให้ความต้องการลงทุนซื้อหลักทรัพย์มีมากขึ้น ราคาหลักทรัพย์จะสูงขึ้น และในทางกลับกัน ถ้า อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น จะทำให้ปริมาณเงินเพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลง และราคาหลักทรัพย์จะลดลง

2.1.2 กลไกการทำงาน และช่องทางการส่งผ่านของนโยบายการเงิน

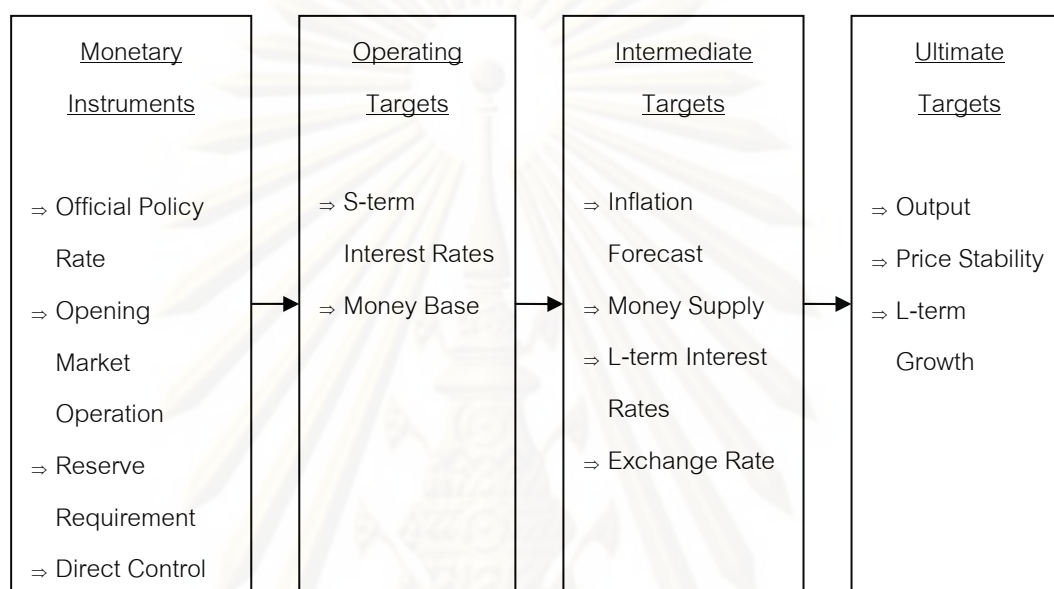
กอบศักดิ์ และเมทินี(2543) อธิบายว่ากลไกการทำงานของนโยบายการเงิน เริ่มจากการ กำหนดนโยบายการเงินของธนาคารกลาง เพื่อควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณ การผลิต และอัตราเงินเฟ้อ ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมและสอดคล้องกับโครงสร้างของระบบ เศรษฐกิจ โดยที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับสภาพคล่องของระบบการเงินและอัตราดอกเบี้ย ระยะสั้นของตลาดเงินผ่านเครื่องมือทางการเงินต่างๆ เช่น (รูปที่ 2.2)

- การซื้อขายพันธบัตรในตลาดซื้อคืน และการซื้อขายพันธบัตรโดยตรง
- การปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ย Discount Rate
- การปรับสัดส่วนการสำรองสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ (Reserve Requirement)
- การซื้อขาย Swap และการเข้าแทรกแซงในตลาดอัตราแลกเปลี่ยน

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากธนาคารกลางไม่สามารถควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และภาวะเงินเฟ้อได้โดยตรง ดังนั้น การดำเนินนโยบายการเงินในแต่ละวัน (Day-to-day Operation) ของธนาคารแห่งประเทศไทย จึงได้ใช้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นหรือฐานเงินเป็น เป้าหมายขั้นต้น (Operating Targets) สำหรับการดำเนินนโยบาย โดยเป้าหมายขั้นต้นดังกล่าวจะเป็น เครื่องมือสำคัญของธนาคารกลางที่จะใช้ในการปรับเปลี่ยนปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ของธนาคารพาณิชย์ อัตราดอกเบี้ยระยะยาว หรือการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (Intermediate

Targets) ให้เป็นไปในทิศทางที่ธนาคารกลางต้องการ ซึ่งในที่สุดแล้วจะช่วยในการควบคุมอัตรา
การเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และภาวะเงินเฟ้อโดยทางอ้อม

รูปที่ 2.2 เป้าหมายและเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน



ที่มา: กอบศักดิ์ และเมทินี, 2543

ภายหลังจากการที่ธนาคารกลางใช้เครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน จะส่งผ่านกลไกการทำงานไปยังช่องทางต่างๆ โดยกอบศักดิ์และเมทินี ได้ทำการศึกษากลไกการทำงานของนโยบายการเงินในระบบเศรษฐกิจของประเทศที่พัฒนาแล้วซึ่งใช้ Inflation Targeting เปรียบเทียบกับกลไกการทำงานของนโยบายการเงินของไทย พบว่าช่องทางในการดำเนินนโยบายการเงินประกอบด้วย 5 ช่องทาง ได้แก่

1) Interest Rate Channel การทำงานของนโยบายการเงินผ่านอัตราดอกเบี้ย นับเป็นช่องทางหลักในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยเมื่อธนาคารกลางประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในระยะต่างๆ ของตลาดปรับตัวขึ้นตาม โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญที่สุดแหล่งหนึ่งปรับตัวขึ้นจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนในการลงทุนและการบริโภคของประชาชน ทำให้ระดับการใช้จ่ายระดับการบริโภค ระดับการลงทุนในระบบเศรษฐกิจชะลอลง

2) Credit Channel ช่องทางนี้เน้นถึงปัญหาของ Asymmetric Information ของตลาดการเงิน ที่ทำให้ผู้กู้บางรายไม่สามารถกู้จากตลาดการเงินโดยตรงได้ ดังนั้น ธนาคารพาณิชย์ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการปล่อยกู้ในระบบเศรษฐกิจ จึงเป็นองค์ประกอบที่มีบทบาทสำคัญในการทำงานของนโยบายการเงิน

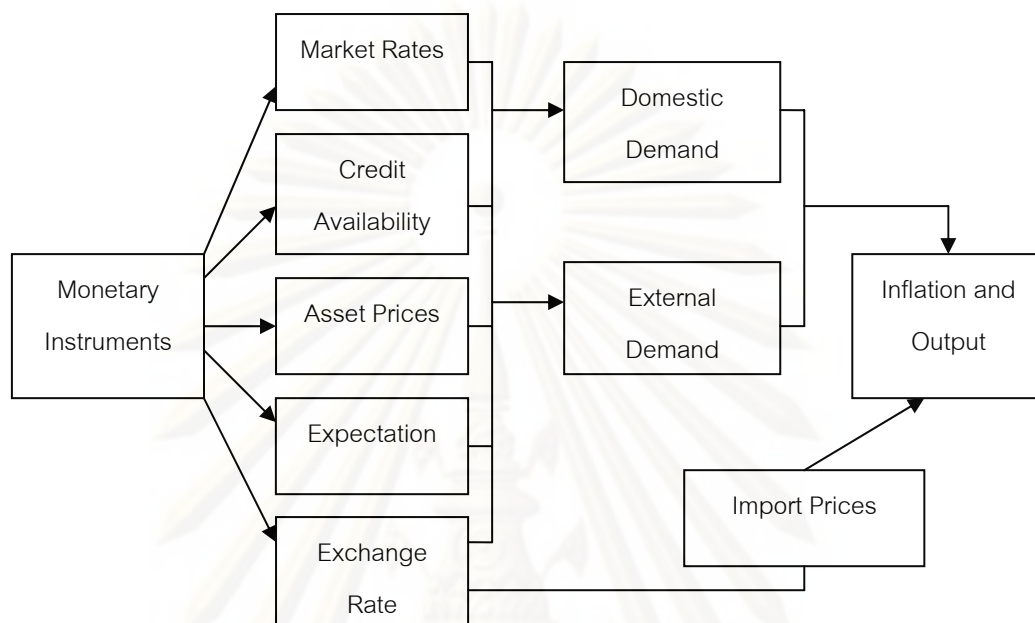
3) Asset Prices Channel ในช่องทางที่สาม การเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และราคาของตราสารหนี้ โดยราคาจะปรับตัวลดลงเมื่ออัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้น เนื่องจาก Present Value ของผลตอบแทนจากการถือครองหลักทรัพย์หรือการถือครองตราสารหนี้ จะถูกปรับด้วยอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ทำให้ความมั่งคั่งของผู้บริโภคจะลดลง และการบริโภคในระบบลดลงตาม ซึ่งมีผลสืบเนื่องจาก Wealth Effect

4) Expectation Channel การปรับเปลี่ยนนโยบายการเงิน จะส่งผลกระทบต่อคาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจของประชาชน โดยเฉพาะการคาดการณ์เกี่ยวกับภาวะเงินเฟ้อ การจ้างงาน การขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ รายได้ในอนาคต และกำไร/ขาดทุน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจของภาคเอกชน โดยที่ผลกระทบของนโยบายการเงินผ่านช่องทางนี้ มีความไม่แน่นอนขึ้นอยู่กับความดีความของภาคเอกชนเกี่ยวกับผลกระทบจากการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงิน

5) Exchange Rate Channel ในช่องทางสุดท้ายนี้ การปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อระดับอัตราแลกเปลี่ยน โดยที่อัตราดอกเบี้ยในประเทศซึ่งปรับตัวสูงขึ้น จากการตรึงนโยบายการเงินเพื่อต่อสู้กับภาวะเงินเฟ้อเป็นต้น จะทำให้การลงทุนในตลาดการเงินไทยมีผลตอบแทนที่สูงขึ้นโดยเปรียบเทียบกับการลงทุนในต่างประเทศเงินทุนจะไหลเข้าจากต่างประเทศ ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวแข็งขึ้น

จากการที่อัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวแข็งขึ้น จะส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงใน 2 ด้าน คือ ผู้ส่งออกไทยสูญเสียความสามารถในการแข่งขัน ขณะที่ความต้องการสินค้านำเข้าจากต่างประเทศจะปรับตัวสูงขึ้น ทำให้ระดับของความต้องการซื้อสินค้าโดยรวม (Aggregate Demand) ลดลงตามด้วย

รูปที่ 2.3 กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน



ที่มา: กอบศักดิ์ และเมทีนี, 2543

2.1.3 การกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ (ถวิล, 2543)

เสถียรภาพทางเศรษฐกิจวัดได้จากเสถียรภาพทางด้านราคา (Price Stability) โดยดัชนีที่ใช้วัดคือ ภาวะเงินเฟ้อ (Inflation) การดำเนินนโยบายทางการเงินเพื่อบรรลุเป้าหมายดังกล่าว ธนาคารกลางมักจะกำหนดเป้าหมายชั้นกลางที่จะควบคุมดูแล (Intermediate Target) เพราะเป็นเป้าหมายที่สามารถดูแลและจัดการได้ง่ายกว่า และเชื่อว่าเป้าหมายชั้นกลางมีความสัมพันธ์โดยตรงกับเป้าหมายขั้นสุดท้าย (Ultimate Target) ซึ่งหากธนาคารกลางสามารถดูแลเป้าหมายชั้นกลางได้ก็จะสามารถบรรลุเป้าหมายสุดท้ายได้ การเลือกใช้ตัวแปรใดเป็นเป้าหมายขึ้นอยู่กับ การตัดสินใจของธนาคารกลาง โดยการนำเป้าหมายเงินเฟ้อมาใช้เท่ากับว่า ธนาคารกลางเข้ามาจัดการกับเป้าหมายขั้นสุดท้ายโดยตรง

แนวทางในการปฏิบัติธนาคารกลางจะกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งสามารถกำหนดเป็นเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อเป็นค่าคงที่ (Single Point Target) หรือกำหนดเป็นช่วง (Target Band) จากนั้นทำการพยากรณ์อัตราเงินเฟ้อที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต เปรียบเทียบกับอัตราเงินเฟ้อที่กำหนด และธนาคารกลางจะใช้เครื่องมือทางการเงินเพื่อจัดผลต่างดังกล่าว การดำเนินนโยบายภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อเช่นนี้ เสมือนกับว่าธนาคารกลางดำเนินการแก้ปัญหาเงินเฟ้อก่อนที่ปัญหาเงินเฟ้อจะเกิดขึ้น

สำหรับดัชนีที่นิยมใช้ในการวัดภาวะเงินเฟ้อ คือ ดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index: CPI) โดยดัชนีราคาผู้บริโภคที่ธนาคารกลางใช้เป็นเป้าหมายอาจเลือกใช้ CPI ที่มีการคำนวณตามปกติ หรือ CPI ที่มีการปรับปรุงการคำนวณใหม่ แต่ประเทศส่วนใหญ่ที่ใช้เป้าหมายเงินเฟ้อมักจะใช้ดัชนีราคาที่คำนวณขึ้นเอง ซึ่งแตกต่างจากดัชนีราคาที่คำนวณขึ้นโดยหน่วยงานที่รับผิดชอบโดยตรง เช่น กรณีของประเทศไทยของดัชนีราคา กรมการค้าภายใน กระทรวงพาณิชย์ เป็นผู้คำนวณ และใช้เป็นดัชนีอ้างอิงถึงภาวะเงินเฟ้อของประเทศ เรียกดัชนีราคาประเภทนี้ว่า “Headline Inflation” ในขณะที่ดัชนีราคาที่คำนวณโดยธนาคารกลางจะเรียกว่า “Core Inflation” หรือ “Underlying Inflation”

วิธีการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ในการตัดสินใจว่าควรที่จะทำการปรับเครื่องมือในการส่งผ่านนโยบายการเงินหรือไม่นั้น จะทำการวัดความสูญเสียที่เกิดขึ้นกับระบบ โดยทำการวัดว่านโยบายการเงินที่กำหนดไว้มีความเหมาะสมหรือไม่ (Policy Optimization) ผ่าน Loss Function โดยในสมการ Loss Function ของธนาคารแห่งประเทศไทยจะประกอบไปด้วยเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ และระดับผลผลิตศักยภาพ (Potential Output)

ธนาคารกลางต้อง Minimize Loss Function ในช่วงเวลาที่นโยบายการเงินส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ (ประมาณ 1-8 ไตรมาส) ซึ่งสามารถเขียนให้อยู่ในรูปของสมการทางคณิตศาสตร์ Quadratic Function ได้ดังนี้ คือ

$$\text{Min}L = \sum_{T=1}^8 \frac{1}{2} [\alpha(\pi_t - \pi_t^*)^2 + \lambda(y_t - y_t^*)^2]$$

Subject to: Macroeconomic model

โดยที่ $\pi_t - \pi_t^*$ คือ ส่วนต่างระหว่างอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์และเป้าหมายที่เวลา t

$y_t - y_t^*$ คือ ส่วนต่างระหว่างผลผลิตคาดการณ์และเป้าหมายที่เวลา t

α, λ คือ น้ำหนักที่ให้ต่อเป้าหมายของเงินเฟ้อ และผลผลิต

ผลของการ Optimization โดยใช้แบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคนี้ ผลที่ได้จะแสดง path ของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นนโยบาย (ดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน) ในไตรมาสต่างๆ ที่เหมาะสมกับเป้าหมายของนโยบายการเงิน

2.2 วรรณกรรมปริทัศน์

2.2.1 งานศึกษาเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจและตลาดหลักทรัพย์

ในต่างประเทศ การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์และกิจกรรมทางเศรษฐกิจเป็นที่ได้รับความสนใจมานาน Barro, Robert J.(1990) ได้ให้ข้อสรุปว่าการเปลี่ยนแปลง

ในราคาหลักทรัพย์ จะเป็นสาเหตุสำคัญในการกำหนดความเจริญเติบโตด้านการลงทุนของประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งจะนำไปสู่การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ นั่นคือ ตลาดหลักทรัพย์มีนัยสำคัญในการอธิบายภาวะเศรษฐกิจและมีความสัมพันธ์โดยตรง ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาของ Comincioli Brad(1996) ซึ่งทดสอบความเป็นเหตุเป็นผลด้วย Granger Causality Test ระหว่างตลาดหลักทรัพย์กับภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงของประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า อัตราการเจริญเติบโตของราคาหลักทรัพย์จะเป็นสาเหตุให้เกิดอัตราการเจริญเติบโตภาคเศรษฐกิจจริง ขณะเดียวกันในประเทศเกาหลี Chun S. Kwon and Tai S. Shin(1999) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคและผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ นอกจากต้องการตรวจสอบความสัมพันธ์ดังกล่าวแล้ว ยังต้องการตรวจสอบว่าตัวแปรมหภาค มีนัยสำคัญในการเป็นตัวแปรอธิบายให้กับราคาหลักทรัพย์หรือไม่ ผลปรากฏว่า ตัวแปรมหภาคแต่ละตัวไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ได้ แต่ตัวแปรมหภาคทุกตัวมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวกับราคาหลักทรัพย์จากการทดสอบ Granger Causality และ Cointegration ตามลำดับ ขณะที่ในประเทศอินเดีย Basabi Bhattacharya and Jaydeep Mukherjee(2002) ทำการศึกษาในเรื่องเดียวกันคือการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์ และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคของประเทศอินเดีย แต่เปลี่ยนวิธีการศึกษาที่ซับซ้อนขึ้น คือ การทดสอบภายใต้แบบจำลอง Augmented VAR ซึ่งใช้ long-run Granger causality test ที่ปรับปรุงตามแบบฉบับของ Toda and Yamamoto(1995) ผลการศึกษาที่ได้ไม่แตกต่างกันมากนัก ส่วนที่แตกต่างกันคือ มีเพียงดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และอัตราเงินเฟ้อที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์

Michael D. Bordo and David C. Wheelock(2004) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ในช่วงขาขึ้น และตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค พบว่าตลาดหลักทรัพย์อยู่ช่วงขาขึ้น จะเป็นช่วงที่เกิดการเจริญเติบโตในผลผลิตและการเจริญเติบโตในผลผลิตภาพ นอกจากนี้จะพบว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจพื้นฐานจะเป็นตัวทำให้เกิดการเจริญเติบโตในตลาดหลักทรัพย์แล้ว ตัวแปรทางด้านการเงินและนโยบายการเงินยังมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ กล่าวคือ ช่วงที่มีการขยายปริมาณเงินและฐานเงิน จะทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่ม ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะขาขึ้น ทั้งนี้ผู้ศึกษาระบุช่วงที่ราคาหลักทรัพย์กำลังเติบโต (boom) โดยใช้ 9-year Moving Average

สำหรับงานศึกษาในประเทศไทย ผู้ที่ทำการศึกษาคือความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจและดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยตรง คือ **ศราวุธ(2539)** และ **สุวิมล(2540)** วิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ไทยเพื่อศึกษาหาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์โดยรวม ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่นำมาใช้ได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำเฉลี่ย 3 เดือน ดัชนีอสังหาริมทรัพย์ ดัชนีนิคมเกออิ ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์

และอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น พบว่า มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ไทย สอดคล้องกับงานศึกษาของ ศิราณี(2548) แต่สำหรับปัจจัยทางเศรษฐกิจที่นำมาศึกษา ได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภค ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ อัตราแลกเปลี่ยน ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และดุลบัญชีเดินสะพัด และใช้การวิเคราะห์ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด เหมือนงานศึกษาของศราวุธ(2539) และ สุวิมล(2540) ผลการศึกษาปรากฏว่า ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน ปริมาณเงิน และดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์

ประโยชน์ที่ได้รับจากการตรวจเอกสารเหล่านี้ คือ ปัจจัยทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์และสภาวะตลาดหลักทรัพย์ โดยตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจที่เลือกมาอธิบายสภาวะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตราดอกเบี้ย ผลผลิตภายในประเทศ และอัตราแลกเปลี่ยน

2.2.2 งานศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการเงิน อัตราเงินเฟ้อ และตลาดหลักทรัพย์

เป็นที่ทราบกันทั่วไปว่า ช่องทางหนึ่งในการดำเนินนโยบายการเงิน คือ ช่องทางราคาสินทรัพย์ ในต่างประเทศได้ให้ความสำคัญกับช่องทางนี้มาก ถือได้ว่าเป็นช่องทางสำคัญ ที่เป็นเครื่องมือในการควบคุมการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจและรักษาเสถียรภาพ โดยเฉพาะอย่างยิ่งนโยบายการเงินควรจัดการหรือคำนึงถึงความผันผวนของตลาดทุนหรือไม่ เนื่องจากราคาหุ้นที่พุ่งสูงขึ้นจะทำให้ความไม่สมดุล หรือทำให้เป้าหมายในการรักษาเสถียรภาพของราคาบิดเบือนไป (Greenspan, 1996 cited in Marc D. Hayford and A.G. Malliaris, 2003) และเศรษฐกิจที่โตมากเกินไปจะก่อให้เกิดความไม่สมดุลทางการเงิน หากทราบข้อมูลราคาสินทรัพย์ทำให้ทราบถึงเสถียรภาพของเศรษฐกิจได้ จะเห็นว่า ราคาสินทรัพย์เป็นสิ่งสำคัญในการปกป้องเศรษฐกิจมหภาค ตลอดจนเสถียรภาพทางการเงิน (อมรา และศุภพิณรัฐ, 2550) ดังนั้นจึงมีความจำเป็นต้องทำความเข้าใจในความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการเงินและตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นตลาดทุนขนาดใหญ่ที่สะท้อนกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ผู้ทำการศึกษาคือ Ben S. Bernanke and Kenneth N. Kuttner(2003) ศึกษาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลง Fed fund rate ที่มีต่อราคาสินทรัพย์ และศึกษาเหตุผลของการตอบสนองของตลาดสินทรัพย์ (asset market) ภายใต้แบบจำลอง Vector autoregressive (VAR) เนื่องจากเชื่อว่าหากนโยบายถูกคาดการณ์ไว้แล้ว ตลาดสินทรัพย์จะตอบสนองน้อยมากหรือไม่ตอบสนองเลยต่อการกระทำทางนโยบาย ดังนั้นจึงแยกศึกษาระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยที่คาดการณ์ (expected interest rate change) และการเปลี่ยน

แปลงอัตราดอกเบี้ยที่ไม่ได้คาดการณ์ (unexpected (surprised) interest rate change) ที่ส่งผลต่อผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ (CRST value-weighted index) พบว่า ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ตอบสนองต่ออัตราดอกเบี้ยที่ไม่ได้คาดการณ์สูงมาก และเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ขณะที่ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ตอบสนองต่ออัตราดอกเบี้ยที่คาดการณ์น้อยกว่าและเป็นไปในทิศทางเดียวกัน นอกจากนี้เหตุผลของการที่ราคาหลักทรัพย์ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงนโยบาย เนื่องจากนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าสินทรัพย์ผ่านทางอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง เงินปันผลในอนาคต (expected future dividends) และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคต (expected future stock returns) กล่าวโดยสรุปคือ นโยบายการเงินที่เข้มงวดจะทำให้ความเสี่ยงของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น และทำให้ความเต็มใจถือความเสี่ยงของนักลงทุนลดลง ซึ่งสิ่งเหล่านี้จะทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง ในปีเดียวกัน Millard, S.P. and S. Wells(2003) ศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินต่อราคาหลักทรัพย์และราคาอสังหาริมทรัพย์ ภายใต้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) ผลการศึกษาพบว่า เมื่อมีการดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวดทำให้เกิดการลดลงของผลผลิต (output) ฐานเงินและระดับราคา แต่ผลกระทบต่อระดับราคามีเพียงเล็กน้อย ส่วนอัตราแลกเปลี่ยนจะแข็งค่าขึ้นในระยะสั้น และในท้ายที่สุดจะอ่อนค่าลง อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่เพิ่มขึ้นหลังจากมีการเปลี่ยนแปลงนโยบาย จะทำให้ราคาอสังหาริมทรัพย์ลดลงอย่างรวดเร็วและลดลงมากกว่าการลดลงของระดับราคาทั่วไป ส่วนราคาหลักทรัพย์จะลดลงในระยะสั้นเท่านั้น นอกจากนี้ยังพัฒนาแบบจำลองในการวิเคราะห์การตอบสนองของราคาสินทรัพย์ต่อวิกฤตการณ์ต่างๆ เพื่อศึกษาถึงความสามารถในการสะท้อนข้อมูลข่าวสารของราคาสินทรัพย์ โดยกำหนดให้เป็นข้อมูลเกี่ยวกับวิกฤตการณ์ที่สำคัญที่มีผลต่อระบบเศรษฐกิจ ผลการศึกษาพบว่า ราคาสินทรัพย์สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารจากวิกฤตการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจได้ในบางครั้งเท่านั้น ประโยชน์ที่ได้จากงานศึกษาของ Millard, S.P. and S. Wells(2003) คือการเปลี่ยนแปลงราคาสินทรัพย์ขึ้นอยู่กับการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการเงิน และการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับปัจจัยพื้นฐานทางด้านเศรษฐกิจ

Michael D. Bordo, Michael J. Dueker and David C. Wheelock(2007) ศึกษาความเชื่อมโยงระหว่างนโยบายการเงิน และตลาดหลักทรัพย์ในช่วงขาขึ้น (booms) และขาลง (busts) ใน 3 ประเทศ คือ สหรัฐอเมริกา อังกฤษ และเยอรมนี ในขั้นแรกของการศึกษา ผู้ศึกษาได้ทำการสร้างตัวแปร latent variables ซึ่งแสดงสถานะตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 สถานะ คือ สถานะขาขึ้น (booms) สถานะขาลง (busts) และสถานะปกติ (normal) โดยค่าของ latent variables ถูกกำหนดจากสองส่วน คือ dynamic probit model และ dynamic factor model จากนั้นทำการศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินต่อสถานะตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ โดยนำตัวแปร

ทั้งหมด 7 ตัว คือ ผลผลิตอุตสาหกรรม อัตราเงินเฟ้อ อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในระยะยาว อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง และตัวแปรกำหนดสภาวะตลาด (latent variables) ทำการประมาณภายใต้แบบจำลอง Qualitative Vector Autoregressive (Qual-VAR) พบว่าในสามประเทศให้ผลการศึกษาที่เหมือนกัน คือ ในช่วงที่ตลาดเติบโต (booms) จะทำให้ผลผลิตเติบโต และอัตราเงินเฟ้อจะเพิ่มสูงขึ้นโดยนโยบายการเงินที่เข้มงวดจะถูกนำมาใช้ในเวลาต่อมา อัตราเงินเฟ้อที่สูงและการขึ้นอัตราดอกเบี้ยส่งผลให้ตลาดซบเซาทั้งในสภาวะตลาดขาขึ้นและขาลง ประโยชน์ที่ได้จากงานศึกษาในครั้งนี้ คือ ธนาคารกลางสามารถทำให้เกิดเสถียรภาพของตลาดทุนได้โดยการลดการเปลี่ยนแปลงอัตราเงินเฟ้อที่ไม่ได้คาดการณ์ (minimizing unanticipated changes in inflation)

ในปีต่อมา Michael D. Bordo, and others(2008) ได้ทำการศึกษากลับครั้งด้วยวิธีการเดิม โดยทำการศึกษาเฉพาะในประเทศสหรัฐอเมริกา และอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการเงิน อัตราเงินเฟ้อ และสภาวะตลาดหลักทรัพย์เพิ่มเติม ผลการศึกษาที่ได้คือ อัตราเงินเฟ้อจะกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ทั้งทางตรงและทางอ้อม ทางตรงคือ อัตราเงินเฟ้อที่สูงทำให้มูลค่าที่แท้จริงของราคาหลักทรัพย์ลดลง ส่วนในทางอ้อมคือ อัตราเงินเฟ้อที่สูง จะกดดันให้ตลาดเข้าสู่สภาวะซบเซา และทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง นอกจากนี้ความพยายามจัดการกับภาวะเงินเฟ้อด้วยการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงและสภาวะตลาดแย่ลง

ขณะที่งานศึกษาในประเทศไทยมีผู้ทำการศึกษาในประเด็นต่างๆ เช่น **ปิติ และพินรัฐ (2545)** ศึกษาผลกระทบของการส่งผ่านของนโยบายการเงินในประเทศไทยผ่านทาง 4 ช่องทางหลัก คือ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางสินเชื่อ ช่องทางราคาสินทรัพย์ และช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน พบว่า อิทธิพลของอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน ส่งผลให้เกิดการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเร็วกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม ในด้านผลกระทบของนโยบายการเงินต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค จะส่งผ่านทางช่องทางอัตราดอกเบี้ยและสินเชื่อ มากกว่าช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนและช่องทางการราคาสินทรัพย์

ศรัญพร(2548) ทำการศึกษาเรื่อง ผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เปรียบเทียบระหว่างการดำเนินนโยบายภายใต้กรอบเป้าหมายปริมาณเงิน และกรอบเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ โดยการนำปัจจัยที่มีผลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหลักทรัพย์มาวิเคราะห์จากสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple regression) และใช้ตัวแปรหุ่นแทนช่วงเวลาก่อนและหลังการดำเนินนโยบายภายใต้กรอบเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ ผลการศึกษาพบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราแลกเปลี่ยน และตัวแปรหุ่นที่แทนช่วงเวลาก่อนและหลังการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อเป็น

ตัวแปรในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาหลักทรัพย์ไทย จากผลการศึกษาทั้งหมดสามารถกล่าวได้ว่า การดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อมีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ มากกว่าการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายปริมาณเงิน โดยที่ช่วงกรอบเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยส่งผลกระทบต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ไม่แตกต่างจากช่วงกรอบเป้าหมายปริมาณเงิน ทั้งนี้เป็นเพราะนักลงทุนส่วนใหญ่ในประเทศให้ความสำคัญกับทิศทางการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศมากกว่าการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย ขณะที่ **แก้วตา(2548)** ศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินต่อราคาสินทรัพย์ทางการเงิน ภายใต้กรอบกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อที่มีต่อราคาสินทรัพย์ทางการเงิน 2 ชนิด คือ หุ้นสามัญและพันธบัตรรัฐบาล โดยมีอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วันเป็นตัวแทนของนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยและช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน โดยอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน จะกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะข้ามคืนระหว่างธนาคาร อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ สินเชื่อภายในประเทศตามลำดับ และท้ายที่สุดจะส่งผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์ทางการเงิน ในส่วนของช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนนั้น อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน จะกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนและเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิภาคเอกชน ตามลำดับ และท้ายที่สุดจะส่งผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์ทางการเงิน จากการศึกษาพบว่า นโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อมีผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ โดยผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยเท่านั้นและมีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้าม และนโยบายการเงินส่งผลต่อดัชนีพันธบัตรรัฐบาลผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนในทิศทางเดียวกัน

แม้ว่าจากงานศึกษาของปิติ และพิณรัฐ(2545) ให้ข้อสรุปว่าช่องทางราคาสินทรัพย์มีประสิทธิผลน้อยกว่าช่องทางอื่นๆ แต่ **วรุณยุพา และสันติยา(2550)** กลับพบว่าการใช้นโยบายการเงินช่องทางราคาสินทรัพย์มีประสิทธิผลมาก จากการศึกษาผลกระทบของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในช่องทางต่างๆ ได้แก่ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางสินเชื่อ ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ช่องทางการคาดการณ์ และช่องทางราคาสินทรัพย์ โดยเปรียบเทียบผลกระทบที่มีต่อการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนภายใต้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) ผลการศึกษาพบว่า ช่องทางราคาสินทรัพย์ส่งผลกระทบต่อการบริโภคภาคเอกชนมากที่สุด ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ส่งผลกระทบต่อการลงทุนของภาคเอกชนมากที่สุด และช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงินทั้ง 5 ช่องทางส่งผลกระทบต่อการลงทุนของภาคเอกชนมากกว่าการบริโภคภาคเอกชน

ในทำนองเดียวกัน **อมรา และศุภนิรันดร(2550)** เชื่อว่ากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์มีความสำคัญน้อย แต่จะมีบทบาทมากขึ้นในอนาคต จากการศึกษา กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์ โดยพิจารณาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายส่งผ่านไปยังปริมาณการถือหลักทรัพย์ และราคาอสังหาริมทรัพย์ และท้ายที่สุดจะกระทบต่อปริมาณการบริโภค ผลการศึกษาคล้ายผลที่ได้จากงานของปีติ และพินรัฐ(2545) คือ ราคาหลักทรัพย์และราคาบ้านตอบสนองต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบาย (RP 14 วัน) ในทิศทางตรงกันข้าม โดยราคาหลักทรัพย์จะตอบสนองต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายมากกว่าที่ราคาบ้านตอบสนองต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบาย ดังนั้นการส่งผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์มีประสิทธิผลกว่าการส่งผ่านช่องทางราคาอสังหาริมทรัพย์ ทั้งนี้เนื่องจาก คนมักซื้อบ้านเพื่อที่อยู่อาศัยมากกว่าเก็งกำไร ราคาบ้านจึงตอบสนองต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายน้อยกว่า ความแตกต่างของงานศึกษานี้กับงานศึกษาของปีติ และพินรัฐ(2545) คือ การขยายช่วงเวลาการศึกษาเป็นช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ หลังวิกฤตเศรษฐกิจ และช่วงปัจจุบัน เมื่อแบ่งแยกข้อมูลเป็นช่วงต่างๆแล้ว พบว่าช่วงก่อนวิกฤต ช่องทางราคาสินทรัพย์มีบทบาทสูงมากจากการลงทุนในหุ้นและอสังหาริมทรัพย์ในปี 2536-2539 และมีบทบาทลดลงในช่วงหลังวิกฤต แต่ในช่วงหลังจากที่เศรษฐกิจฟื้นตัวจากวิกฤตแล้ว ช่องทางราคาสินทรัพย์ก็กลับมามีบทบาทอีกครั้งแม้ว่าบทบาทจะยังน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับช่องทางอื่น แต่เมื่อขยายช่วงเวลาการศึกษาจนปัจจุบัน (2549) กลับมีบทบาทมากขึ้นกว่าในอดีต

ประโยชน์ที่ได้จากงานศึกษาดังกล่าวในประเทศไทย คือ ทำให้ทราบว่า การดำเนินนโยบายการเงินผ่านช่องทางที่เรียกว่า asset price channel ยังคงมีบทบาทสำคัญ และจะมีบทบาทมากขึ้นในอนาคต นอกจากนี้ยังเป็นช่องทางหนึ่งนำไปประกอบการเลือกใช้นโยบายการเงินเพื่อให้เกิดเสถียรภาพทางการเงินและเสถียรภาพทางเศรษฐกิจไปพร้อมๆกัน อย่างไรก็ตาม จะเห็นได้ว่า การแยกประเด็นศึกษาถึงสภาวะตลาดหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน ยังคงไม่เกิดขึ้นในงานศึกษาของประเทศไทย ขณะที่งานศึกษาของต่างประเทศได้ให้ความสำคัญกับตัวแปรสภาวะตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น งานวิจัยครั้งนี้จึงมุ่งให้ประเด็นการศึกษผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์มีความละเอียดและสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

2.2.3 งานศึกษาเกี่ยวกับการบ่งชี้สภาวะตลาดหลักทรัพย์

สภาวะตลาดหลักทรัพย์ สามารถแบ่งเป็น 2 สภาวะใหญ่ๆ คือ ตลาดขาขึ้น และตลาดขาลง แม้ว่าจะยังไม่มีคำจำกัดความที่แน่ชัด แต่จากงานศึกษาหลายงานให้ข้อสรุปที่เหมือนกันว่า ตลาดขาขึ้น จะเป็นช่วงที่ราคาหลักทรัพย์กำลังเพิ่มสูงขึ้น และตลาดขาลงจะเป็นช่วงที่ราคา

หลักทรัพย์กำลังลดลง นั่นคือเราต้องพิจารณาแนวโน้มที่เพิ่มขึ้น (upward trend) และแนวโน้มที่ลดลง (downward trend) นำไปสู่การพิจารณาเรื่องความต่อเนื่องของเวลาในการเกิดสภาวะตลาดต่างๆ W.P. Hamilton(1919, cited in Adrian R. Pagan and Kirill A. Sossounov, 2003) ให้คำจำกัดความการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงขาลงไว้ว่าเป็นช่วงที่มีการขายหลักทรัพย์มากกว่าการซื้อ และมีแนวโน้มต่อเนื่อง 3 สัปดาห์ขึ้นไป ขณะที่ Adrian R. Pagan and Kirill A. Sossounov(2003) กำหนดความต่อเนื่องของเวลาเป็น 4 เดือนขึ้นไป อย่างไรก็ตาม การกำหนดความต่อเนื่องโดยไม่พิจารณาขนาดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ อาจทำให้ละเลยการระบุสภาวะตลาดในบางช่วงไป ทั้งที่เป็นเหตุการณ์สำคัญต่อระบบเศรษฐกิจ ดังนั้น Adrian R. Pagan and Kirill A. Sossounov(2001) จึงให้นิยามไว้ว่า ช่วงที่ตลาดอยู่ในภาวะขาลง จะเป็นช่วงที่มีแนวโน้มการลดลงของราคาหลักทรัพย์มากกว่า 20% นานติดต่อกัน 4 เดือนขึ้นไป จะเห็นว่าวิธีการศึกษาที่แตกต่างกันจะให้ผลลัพธ์และนิยามความหมายของสภาวะตลาดในช่วงต่างๆแตกต่างกันออกไป วิธีการแบ่งแยกสภาพตลาดที่ Adrian R. Pagan and Kirill A. Sossounov(2003) ใช้เรียกว่า DGP (Data Generating Process) เป็นขั้นตอนในการระบุตลาด bull และ bear โดยพิจารณาขนาดของราคาที่เปลี่ยนแปลงเป็นตัวกำหนดการเปลี่ยนแปลงสภาวะจาก bull (bear) เป็น bear (bull) พบว่า ตลาดในช่วงขาลงจะเกิดในระยะเวลาสั้นกว่า และมีการเปลี่ยนแปลงของราคาน้อยกว่าตลาดในช่วงขาขึ้น

เพื่อหลีกเลี่ยงการกำหนดขนาดและระยะเวลาตามดุลพินิจ หลายงานศึกษาจึงทำการระบุสภาวะตลาดตลาดหลักทรัพย์ด้วยวิธี Markov-Switching Model เช่น Michael D. Bordo, and others(2007) Michael D. Bordo, and others(2008) Maheu, J.M. and McCurdy, T.H.(2000) Shiu-Sheng Chen(2009) เป็นต้น แบบจำลองนี้เรียกอีกอย่างหนึ่งว่าแบบจำลองสลับเปลี่ยน จะมีฟังก์ชันที่เป็นเกณฑ์หรือฟังก์ชันการตัดสินใจว่าตัวแปรจะอยู่ในกลุ่มใด โดยการแบ่งกลุ่มถูกกำหนดภายในโครงสร้างของแบบจำลอง หรือมีตัวแปรอธิบายสำหรับการตัดสินใจดังกล่าวอยู่แล้ว อย่างไรก็ตามยังมีวิธีการระบุหรือแบ่งแยกสภาพตลาดที่ง่ายขึ้น เช่น การใช้ตัวแปร CMAX ratio และ MINC ratio ในการระบุช่วงเกิดวิกฤตการณ์ราคาหลักทรัพย์ (crisis) และช่วงที่ราคาหลักทรัพย์กำลังเกิดฟองสบู่ (bubble) จากงานศึกษาของ Sandeep Petal and Asani Sarkar(1998) และ Anne Vila(2000) หรือการใช้ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่อย่างง่าย (Moving Average) ในงานศึกษาของ Michael D. Bordo and David C. Wheelock(2004) และ Shiu-Sheng Chen(2009)

นอกจากการแบ่งแยกสภาวะตลาดเป็นขาขึ้นและขาลงแล้ว J.Cunado, L.A. Gil-Alana and F. Perez de Gracia(2008) ทำการศึกษาถึงเรื่องความผันผวน ซึ่งเชื่อว่าเป็นตัวแปรสำคัญที่

ทำให้ตลาดขาขึ้นและตลาดขาลงมีความแตกต่างกัน พบว่า หลังจากเกิดฟองสบู่ในราคาหลักทรัพย์แตก (burst) ความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์จะมีมากขึ้น และความผันผวนจะคงอยู่ต่อไปอีกระยะหนึ่ง (persistent) โดยในตลาดขาลงจะมีความผันผวนมากกว่าในตลาดขาขึ้น ทั้งนี้เนื่องจาก ความเสี่ยงและสภาพคล่องที่เกิดขึ้นในตลาดทั้งสองแตกต่างกัน สอดคล้องกับหลายงานศึกษาที่ให้ข้อสรุปว่า ในตลาดขาลง (bear market) ตลาดจะมีความผันผวนในราคาหลักทรัพย์สูงกว่าในช่วงตลาดขาขึ้น (bull market) โดย Jones(2004, cited in J.Cunado, and others, 2008) ให้เหตุผลว่า ความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นในตลาดขาลง จะทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ลดลง และนักลงทุนจะตอบโต้ต่อข่าวร้ายได้รวดเร็ว ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ยังมีความผันผวนมากขึ้นไปอีก

การที่ตลาดเกิดความผันผวนแตกต่างกันในตลาดขาขึ้นและตลาดขาลง อธิบายได้ว่า เป็นเพราะการคาดการณ์ของนักลงทุน Haim Levy and James Yoder(1991) อธิบายว่านักลงทุนจะตอบสนองต่อวิกฤตการณ์ราคาหลักทรัพย์ โดยจะคาดการณ์ผลตอบแทน และการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทน ทำให้ตลาดหลักทรัพย์หลังจากเกิดเหตุการณ์ร้าย เช่น ราคาหลักทรัพย์ลดลงอย่างรุนแรง (stock market crash) มีความผันผวนมากขึ้น ตลาดยังคงไม่มีเสถียรภาพ ในช่วงหลังการเกิดเหตุการณ์ร้าย 2-3 วัน นอกจากนี้จากงานศึกษาของ Kent Daniel, David Hirshleifer and Siew Hong Teoh(2002) พบว่านักลงทุนจะมีความเอนเอียงทางจิตวิทยา (Psychological biases) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่ออารมณ์ตลอดจนพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ กล่าวโดยสรุปคือ ในช่วงตลาดขาลง ตลาดจะมีความผันผวนมากกว่าในช่วงขาขึ้น เนื่องจาก ปัญหาด้านสภาพคล่อง ความเสี่ยงที่สูงกว่า และผลกระทบทางจิตวิทยาของนักลงทุน ทำให้มีการคาดการณ์ในแง่ลบ จึงทำการขายหลักทรัพย์มากกว่าซื้อ และราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง

จากงานศึกษาทั้งหมดสรุปได้ว่า สิ่งที่แตกต่างกันในตลาดขาขึ้นและตลาดขาลง คือ การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ ความผันผวน ความเสี่ยง ความเอนเอียงทางจิตวิทยา และพฤติกรรมของนักลงทุน

2.2.4 งานศึกษาเกี่ยวกับวิธีการศึกษาภายใต้แบบจำลอง VAR

โดยปกติ การศึกษาผลกระทบนโยบายการเงินที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์ ยังขาดประเด็นการศึกษาเรื่องผลกระทบนโยบายการเงินต่อสภาวะตลาดหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันเมื่อแบ่งตามสภาวะตลาดหลักทรัพย์ เพื่อความละเอียดและครอบคลุมประเด็นการศึกษามากขึ้น งานศึกษาครั้งนี้จึงได้พิจารณาผลของสภาวะตลาดไว้ด้วย ดังนั้นตัวแปรที่ใส่ในแบบจำลอง VAR จะมีทั้งตัวแปรเชิงปริมาณและตัวแปรเชิงคุณภาพ ซึ่งการใส่ตัวแปรเชิงคุณภาพจะทำให้การพิจารณา Impulse Response Function ไม่ชัดเจน เนื่องจาก Impulse Response Function เป็นการ

วิเคราะห์ผลของการเปลี่ยนแปลงตัวรบกวน (shock) ที่มีต่อตัวแปรภายใน แต่การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรเชิงคุณภาพ (ตัวแปรหุ่น) จะเป็นลักษณะการเปลี่ยนแปลงจาก 0 ไป 1 หรือจาก 1 ไป 0 ทำให้มองเห็น time path ไม่ชัดเจน ดังนั้นผู้ศึกษาจึงใช้วิธีการนำ Interaction term ของตัวแปรเชิงคุณภาพและตัวแปรเชิงปริมาณ ใส่ในแบบจำลองแทนการใช้ตัวแปรเชิงคุณภาพตัวเดียว ตัวอย่างงานศึกษาที่ใช้วิธีการใส่ตัวแปรเชิงคุณภาพภายใต้แบบจำลอง VAR ได้แก่

เริ่มด้วยงานศึกษาของ Jose A. Pagan and Gokce A. Soydemir(2001) ทำการศึกษาผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอาร์เจนตินา บราซิล และชิลีที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงตลาดหลักทรัพย์ประเทศเม็กซิโก พบว่า ดัชนีราคาหลักทรัพย์จะมีการตอบสนองต่อการเคลื่อนไหวดัชนีราคาหลักทรัพย์เม็กซิโกในแง่ขนาด ความรวดเร็ว และความยาวนานแตกต่างกัน กล่าวคือช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์เม็กซิโกซบเซา จะส่งผลกระทบต่อรุนแรง รวดเร็ว และยาวนานกว่าช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์เม็กซิโกกำลังเติบโต ทั้งนี้ผู้ศึกษาได้ให้เหตุผลของผลตอบแทนที่ไม่เท่ากัน (Asymmetric Response) นี้ว่าเป็นเพราะการคาดการณ์ผลตอบแทนจากการลงทุนของนักลงทุนในสภาวะตลาดที่แตกต่างกัน นักลงทุนจะให้ความสนใจกับช่วงตลาดขาลงมากกว่าตลาดขาขึ้น ขณะเดียวกันทางด้านตลาดหุ้นเอเชีย Joshua Seungwook Bahng and Seung-myoo Shin(2003) ทำการศึกษาลักษณะของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ต่างประเทศในสามประเทศ ได้แก่ จีน ญี่ปุ่น และเกาหลีใต้ พบว่าให้ผลการศึกษาที่คล้ายกัน โดยดัชนีราคาหลักทรัพย์จะมีการตอบสนองต่อการเคลื่อนไหวดัชนีราคาหลักทรัพย์ต่างประเทศในแง่ขนาดและความรวดเร็วในการปรับตัวแตกต่างกัน กล่าวคือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ตอบสนองต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ต่างประเทศในช่วงตลาดขาลง (market downturn) มากกว่าในช่วงตลาดขาขึ้น (market upturn) นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาตลาดหลักทรัพย์ในเอเชียของสามประเทศข้างต้น พบว่า ตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาเมื่อพิจารณาขนาดพบว่า ในช่วงที่ตลาดหุ้นในสหรัฐอเมริกาประสบกับภาวะซบเซา จะส่งผลกระทบต่อที่รุนแรงและรวดเร็วต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์เอเชียมากกว่าในช่วงที่ตลาดหุ้นในสหรัฐอเมริการุ่งเรือง ในทำนองเดียวกัน เราจะพบว่าผลตอบแทนของดัชนีตลาดหุ้นของประเทศแถบละตินอเมริกาที่มีต่อตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาช่วงขาขึ้นและขาลงแตกต่างกัน จากงานศึกษาของ Rahul Verma and Priti Verma(2005) โดยการลดลงเพียงเล็กน้อยของตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกา สามารถส่งผลกระทบต่อขนาดใหญ่แก่ตลาดหุ้นประเทศเม็กซิโก บราซิล อาร์เจนตินา และชิลี ทั้งนี้เนื่องจากนักลงทุนส่วนใหญ่เป็นกังวลเกี่ยวกับตลาดขาลงมากกว่าตลาดขาขึ้น ทำให้คาดการณ์ได้ว่ารายได้จะแตกต่างไปจากเดิมมาก ดังนั้นจึงตอบสนองได้อย่างรวดเร็วและรุนแรง

จากงานศึกษาทั้งหมดข้างต้น มีวิธีการศึกษาที่คล้ายคลึงกัน คือทำการระบุตัวแปรเชิงคุณภาพ คือแบ่งแยกสภาพตลาดว่าเป็นช่วง downturn หรือ upturn แล้วนำไปเป็น Interaction term กับตัวแปรเชิงปริมาณที่สอดคล้องกันคือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ จากนั้นนำตัวแปรทั้งหมดเข้าไปในแบบจำลอง VAR ทำการประมาณค่า พร้อมทั้งพิจารณาผลตอบสนองผ่านทาง Impulse Response Function นั่นคือ งานวิจัยครั้งนี้จะใช้วิธีการศึกษาเช่นเดียวกันกับสามงานข้างต้นแต่วิธีการระบุสภาพตลาดหลักทรัพย์ จะใช้เครื่องมือที่แตกต่างออกไป



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย

3.1 การเก็บรวบรวมข้อมูล

1) การเก็บรวบรวมข้อมูลเชิงคุณภาพ รวบรวมจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย เอกสาร วารสาร และงานวิจัยต่างๆ เป็นต้น

2) ข้อมูลเชิงคุณภาพ เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ประเภทอนุกรมเวลา (Time series) รายเดือน 2 ชุด ได้แก่ ข้อมูลตั้งแต่ เมษายน 2518 ถึง ธันวาคม 2551 ในการระบุสถานะตลาดหลักทรัพย์ และข้อมูลตั้งแต่ มกราคม 2532 ถึง ธันวาคม 2551 ในการวิเคราะห์ผลกระทบนโยบายการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ โดยข้อมูลทั้งหมดรวบรวมจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย และฐานข้อมูลระบบ CEIC

3.2 ตัวแปรในการวิจัย

ตัวแปรที่ใช้ในงานศึกษาครั้งนี้ประกอบด้วย ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย และดัชนีราคาผู้บริโภค มีรายละเอียดดังนี้

1) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index)

ดัชนีราคาหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถคำนวณได้ ดังนี้

$$\text{ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย} = \frac{\text{มูลค่าตลาดรวม ณ วันปัจจุบัน}}{\text{มูลค่าตลาดรวม ณ วันฐาน}} \times 100$$

2) ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) เป็นตัวแทนของภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง (real sector) ซึ่งมีความสัมพันธ์กับสถานะตลาดและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามข้อมูล GDP ไม่ได้แสดงเป็นรายเดือน ดังนั้นจึงใช้ตัวแปรดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (MPI) เป็นตัวแทนของตัวแปร GDP

3) อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 1 วัน (RP 1 day) เป็นตัวแทนของอัตราดอกเบี้ยนโยบายซึ่งเป็นเครื่องมือหลักในการส่งสัญญาณนโยบายการเงิน

4) ดัชนีราคาผู้บริโภค (Core Consumer Price Index: CPI) เป็นตัวแทนของอัตราเงินเฟ้อ เนื่องจากเป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงินและเป็นตัวแปรที่นักลงทุนให้ความสนใจ

3.3 ลำดับขั้นตอน และเครื่องมือในการวิจัย

3.3.1 ขั้นที่ 1: การระบุสภาวะตลาดหลักทรัพย์

Sandeep Petal and Asani Sarkar(1998) และ Anne Vila(2000) ทำการสร้างตัวแปรที่ชื่อว่า CMAX ratio เพื่อนำมาระบุช่วงเวลาที่เกิดวิกฤตการณ์กับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งคำนวณจากสัดส่วนราคาหลักทรัพย์ ณ ปัจจุบัน ต่อราคาหลักทรัพย์สูงสุดที่เกิดขึ้นในช่วงเวลา 24 เดือนก่อนหน้า

$$CMAX_t = \text{Index level at time } t / \text{Maximum index over the past 24 months}$$

ประโยชน์ในการใช้ตัวแปร CMAX คือ เป็นวิธีที่คำนวณได้ง่าย และสามารถพิจารณาการลดลงของราคา (price decline) ได้อย่างชัดเจน ตัวส่วนของค่า CMAX จะทำการถอยหลังไปเรื่อยๆ (rolling) ตามช่วงเวลา 24 เดือนก่อนหน้าราคาหลักทรัพย์ ณ เวลา t ทำให้การคำนวณค่า CMAX เป็นดังนี้

$$CMAX_t = \text{Index level at time } t / \text{Maximum index in period } t-24$$

งานศึกษาครั้งนี้ ได้นำตัวแปรดังกล่าวมาประยุกต์กับการระบุสภาวะตลาดขาลง สำหรับนิยามของวิกฤตการณ์ราคาหลักทรัพย์ ตามนิยามของ Sandeep Petal and Asani Sarkar (1998) แบ่งเป็น

1) The beginning of crisis: คือ เดือนที่ตัวแปร CMAX มีค่าสูงสุดก่อนถึงเดือนที่เกิดการลดลงของราคาหลักทรัพย์ที่เรียกว่า crash

2) The beginning of crash: คือ เดือนที่ตัวแปร CMAX มีค่าลดลงจนถึงระดับการตัดสินใจ (trigger level)

3) The trough: คือ เดือนที่ตัวแปร CMAX ลดลงถึงจุดต่ำสุด

4) The recovery: คือ เดือนที่ตัวแปร CMAX มีค่าเพิ่มขึ้นมาสูงสุด

ระดับการตัดสินใจ (Trigger level) คำนวณจาก 1.5 เท่าของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานทางด้านต่ำกว่าค่าเฉลี่ย ($\overline{CMAX} - 1.5sd$)

ในทำนองเดียวกัน การวัดการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์จะพิจารณาจากตัวแปร MINC ซึ่งคำนวณจาก สัดส่วนราคาหลักทรัพย์ต่ำสุดที่เกิดขึ้นในช่วงเวลา 24 เดือนก่อนหน้า ต่อราคาหลักทรัพย์เวลาปัจจุบัน

$$MINC_t = \text{Minimum index level for 24 months period prior to time } t$$

$$/ \text{Index level at time } t$$

งานศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ได้นำตัวแปร MINC มาประยุกต์กับการระบุสภาวะตลาดขาขึ้น เนื่องจาก Sandeep Petal and Asani Sarkar(1998) ไม่ได้นิยามลักษณะของการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์เอาไว้ จึงทำการระบุช่วงต่างๆในลักษณะตรงกันข้ามกับนิยามของวิกฤตการณ์ราคาหลักทรัพย์ ระดับการตัดสินใจ (Trigger level) คำนวณจาก 1.5 เท่าของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานทางด้านต่ำกว่าค่าเฉลี่ย ($\overline{MINC} - 1.5sd$)

สำหรับตลาดที่พัฒนาแล้ว (developed markets) วิกฤตการณ์ราคาหลักทรัพย์จะเป็นช่วงที่ราคาหลักทรัพย์ปัจจุบัน (เทียบกับราคาสูงสุดในอดีต) มีค่าลดลงมากกว่า 20 เปอร์เซ็นต์ สำหรับตลาดที่เพิ่งเกิดใหม่ (emerging markets) วิกฤตการณ์ราคาหลักทรัพย์จะเป็นช่วงที่ราคาหลักทรัพย์ปัจจุบัน (เทียบกับราคาสูงสุดในอดีต) มีค่าลดลงมากกว่า 35 เปอร์เซ็นต์ อย่างไรก็ตาม เพื่อป้องกันการสูญเสียช่วงเวลาที่มากเกินไป งานศึกษานี้จึงทำการระบุช่วงเวลาตลาดขาลงโดยใช้ตัวแปร CMAX และ MINC พร้อมกับการใช้เกณฑ์ราคาลดลงมากกว่า 20 เปอร์เซ็นต์ เป็นเกณฑ์ในการกำหนดช่วงตลาดขาลง ในทำนองเดียวกันจะใช้เกณฑ์ราคาเพิ่มขึ้นมากกว่า 20 เปอร์เซ็นต์ เป็นเกณฑ์ในการกำหนดช่วงตลาดขาขึ้น ทำให้สามารถระบุสภาวะตลาดได้ 3 สภาวะ คือ สภาวะตลาดขาขึ้น ตลาดขาลง และตลาดปกติ

3.3.2 ขั้นที่ 2: การวิเคราะห์ผลกระทบนโยบายการเงินต่อตลาดหลักทรัพย์

การศึกษาถึงผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ที่แบ่งตามสภาวะตลาดนั้น จะทำการวิเคราะห์ภายใต้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) ซึ่งรายละเอียดอ้างอิงจาก งานศึกษาของ Enders(1995) ทรงศักดิ์(2547) และ ถวิล(2548)

VAR มีลักษณะเหมือนกับวิธีระบบสมการต่อเนื่อง (Simultaneous-equation modeling) ลักษณะที่ว่า จะพิจารณาตัวแปรภายในหลายๆตัวพร้อมๆกัน (several endogenous variables) แต่ใน VAR นั้นตัวแปรภายในแต่ละตัว (endogenous variables) จะถูกอธิบายโดยค่าในอดีตของตัวมันเอง (lagged variables) และถูกอธิบายโดยตัวแปรล่าช้าของตัวแปรภายในตัวอื่นๆ (all other endogenous variables) ที่มีอยู่ในแบบจำลอง

1) รูปแบบมาตรฐานของ VAR และรูปแบบโครงสร้างของ VAR

การนำเสนอตัวแบบ VAR โดยทั่วไปมักจะนิยมนำเสนอในรูปแบบมาตรฐาน (Standard VAR) อย่างไรก็ตาม การนำเสนออาจใช้อีกรูปแบบที่เรียกว่า รูปแบบโครงสร้าง (Structural VAR) เพื่อให้เข้าใจความแตกต่างระหว่างรูปแบบทั้งสอง จึงได้ยกตัวอย่างระบบสมการอย่างง่ายที่มีสองตัวแปรดังนี้

$$y_t = b_{10} - b_{12}z_t + \gamma_{11}y_{t-1} + \gamma_{12}z_{t-1} + \varepsilon_{yt} \quad (1)$$

$$z_t = b_{20} - b_{21}y_t + \gamma_{21}y_{t-1} + \gamma_{22}z_{t-1} + \varepsilon_{zt} \quad (2)$$

โดยที่มีข้อสมมติว่า

- ทั้ง y_t และ z_t มีลักษณะนิ่ง (stationary)
- ε_{yt} และ ε_{zt} คือ white noise disturbance โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ σ_y และ σ_z ตามลำดับ
- $\{\varepsilon_{yt}\}$ และ $\{\varepsilon_{zt}\}$ จะเป็น uncorrelated white-noise disturbances

สมการ (1) และ (2) มีชื่อเรียกว่า Structural VAR หรือ the primitive system ซึ่งมีลักษณะเหมือนกับสมการโครงสร้างในระบบสมการต่อเนื่องของแบบจำลองทางเศรษฐมิติ ภายใต้แบบจำลอง Structural VAR จะเห็นว่า นอกจากตัวแปรแต่ละตัวจะถูกกำหนดโดยค่าตัวแปรล่าช้าของตัวมันเองและของตัวแปรอื่นแล้ว ยังถูกกำหนดโดยตัวแปรภายในตัวอื่นในช่วงเวลาปัจจุบัน (Contemporaneous value of endogenous variables) รวมทั้งค่าตัวรบกวน (shocks)

หากปรับสมการ Structural VAR โดยนำตัวแปรภายใน ณ ช่วงเวลาปัจจุบันที่อยู่ทางขวามือของสมการ คือ y_t และ z_t ไปไว้ทางซ้ายมือ แล้วจัดอยู่ในรูปเมตริกซ์ จะได้

$$\begin{bmatrix} 1 & b_{12} \\ b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt} \\ \varepsilon_{zt} \end{bmatrix} \quad (3)$$

หรือ

$$Bx_t = \Gamma_0 + \Gamma_1 x_{t-1} + \xi_t \quad (4)$$

นำค่า B^{-1} คูณข้างหน้าทั้งสองข้าง

$$x_t = A_0 + A_1 x_{t-1} + e_t \quad (5)$$

โดยที่ $A_0 = B^{-1}\Gamma_0$ $A_1 = B^{-1}\Gamma_1$ และ $e_t = B^{-1}\xi_t$

สมการที่ (5) เรียกว่า Standard VAR ที่อยู่ในรูปเมตริกซ์ เป็นแบบจำลองที่ได้มาจากการจัดสมการ Structural VAR โดยให้ตัวแปรภายในช่วงเวลาปัจจุบันทุกตัวปรากฏอยู่ทางซ้ายของสมการเท่านั้น เพื่อให้ทางขวาของทุกสมการมีแต่เฉพาะค่าของตัวแปรล่าช้า การจัดให้อยู่ในรูปแบบ Standard VAR มีผลทำให้วิธีคำนวณแบบ Ordinary Least Squares (OLS) สามารถนำมาใช้

คำนวณหาค่าพารามิเตอร์ของตัวแปรได้อย่างมีประสิทธิภาพ คือ ตัวคำนวณมีคุณสมบัติ Unbiased และ efficiency

ภายใต้การวิเคราะห์ของงานวิจัยครั้งนี้มีตัวแปรภายในแบบจำลองมากกว่า 2 ตัวซึ่งแตกต่างไปจากที่ยกตัวอย่างข้างต้น นั่นคือ แบบจำลอง VAR จะอยู่ในรูป

$$x_t = A_0 + \sum_{i=1}^n A_i x_{t-i} + e_t \quad (6)$$

สามารถนำตัวแปรมาเขียนในรูปเมตริกซ์ได้ดังนี้

$$\begin{bmatrix} RP_t \\ SET_t \\ MPI_t \\ CPI_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} A_{10} \\ A_{20} \\ A_{30} \\ A_{40} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} A_{11}(L) & A_{12}(L) & A_{13}(L) & A_{14}(L) \\ A_{21}(L) & A_{22}(L) & A_{23}(L) & A_{24}(L) \\ A_{31}(L) & A_{32}(L) & A_{33}(L) & A_{34}(L) \\ A_{41}(L) & A_{42}(L) & A_{43}(L) & A_{44}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} RP_{t-i} \\ SET_{t-i} \\ MPI_{t-i} \\ CPI_{t-i} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_t^{RP} \\ e_t^{SET} \\ e_t^{MPI} \\ e_t^{CPI} \end{bmatrix} \quad (7)$$

โดยที่ $A_{ij}(L)$ คือ The Polynomials in the Lag Operator L

ก่อนที่จะนำแบบจำลอง VAR ไปประมาณค่าด้วยวิธี OLS จำเป็นที่จะต้องทำการทดสอบคุณสมบัติ Stationary ของตัวแปรที่จะใส่ในแบบจำลอง เนื่องจากแบบจำลอง VAR มีข้อสมมติว่า ข้อมูลอนุกรมเวลาจะต้องมีลักษณะ Stationary และทำการระบุจำนวนความล่าช้า (lag length) ที่เหมาะสมเสียก่อน

2) วิธีการคำนวณแบบจำลอง VAR

ภายใต้ Standard VAR เราสามารถใช้วิธี OLS คำนวณพารามิเตอร์ได้ เพราะตัวคำนวณมีคุณสมบัติ Unbiased และมีความแปรปรวนน้อยที่สุด อย่างไรก็ตาม การนำ VAR มาวิเคราะห์เชิงเศรษฐศาสตร์ บางกรณีจำเป็นต้องกลับไปคำนวณหาพารามิเตอร์ของ Structural VAR เช่น ถ้าจะนำ VAR ไปวิเคราะห์การสนองตอบของตัวแปรเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงของตัวรบกวน ซึ่งเรียกว่า Impulse Response Function จะต้องกระทำผ่านตัวรบกวนที่ได้จากรูปแบบ Structural VAR แต่การนำวิธี OLS มาใช้กับ Structural VAR ผลการคำนวณของค่าพารามิเตอร์ที่ได้จะไม่มีคุณสมบัติเป็น efficiency ทั้งนี้เพราะเทอมขวามือของ Structural VAR มีตัวแปรภายในปนอยู่ แนวทางแก้ไขประการหนึ่ง คือ การคำนวณค่าพารามิเตอร์ของ Structural VAR โดยผ่านค่าพารามิเตอร์ของ Standard VAR ที่คำนวณได้โดยตรงจากวิธี OLS แนวทางนี้เรียกว่า Indirect Least Squares ที่ใช้กันในการคำนวณระบบสมการต่อเนื่อง แต่อย่างไรก็ตาม การใช้วิธีนี้จะมีความเสี่ยงเรื่องความชี้ชัด (Identification problem) กล่าวคือ แบบจำลอง Structural VAR จะ

ลักษณะเป็น Underidentification เพราะจำนวนพารามิเตอร์ใน Structural VAR มีมากกว่าพารามิเตอร์ที่คำนวณได้จาก standard VAR แนวทางการแก้ไขปัญหา Underidentification ที่นิยมใช้คือ Choleski decomposition วิธีนี้จะกำหนดเงื่อนไข หรือข้อกำหนด (restrictions) เกี่ยวกับค่าพารามิเตอร์ของแบบจำลอง Structural VAR เพิ่มเติมเพื่อปรับให้เกิด exactly identified ในงานศึกษาครั้งนี้ได้กำหนดเงื่อนไขโดยมีรายละเอียดดังนี้

เริ่มจากการเขียนระบบสมการในรูป Structural VAR และเพื่อความสะดวกในการทำ ความเข้าใจ จะเขียนในรูป first order structural VAR ดังสมการที่ (8)

$$\begin{aligned}
 RP_t &= b_{10} - b_{12}SET_t - b_{13}MPI_t - b_{14}CPI_t + \gamma_{11}RP_{t-1} + \gamma_{12}SET_{t-1} + \gamma_{13}MPI_{t-1} + \gamma_{14}CPI_{t-1} + \varepsilon_t^{RP} \\
 SET_t &= b_{20} - b_{21}RP_t - b_{23}MPI_t - b_{24}CPI_t + \gamma_{21}RP_{t-1} + \gamma_{22}SET_{t-1} + \gamma_{23}MPI_{t-1} + \gamma_{24}CPI_{t-1} + \varepsilon_t^{SET} \\
 MPI_t &= b_{30} - b_{31}RP_t - b_{32}SET_t - b_{34}CPI_t + \gamma_{31}RP_{t-1} + \gamma_{32}SET_{t-1} + \gamma_{33}MPI_{t-1} + \gamma_{34}CPI_{t-1} + \varepsilon_t^{MPI} \\
 CPI_t &= b_{40} - b_{41}RP_t - b_{42}SET_t - b_{43}MPI_t + \gamma_{41}RP_{t-1} + \gamma_{42}SET_{t-1} + \gamma_{43}MPI_{t-1} + \gamma_{44}CPI_{t-1} + \varepsilon_t^{CPI}
 \end{aligned} \tag{8}$$

นำตัวแปรภายใน ณ ช่วงเวลาปัจจุบันที่อยู่ทางขวามือของสมการไปไว้ทางซ้ายมือ แล้วจัด อยู่ในรูปเมตริกซ์ จะได้สมการที่ (9)

$$\begin{bmatrix} 1 & b_{12} & b_{13} & b_{14} \\ b_{21} & 1 & b_{23} & b_{24} \\ b_{31} & b_{32} & 1 & b_{34} \\ b_{41} & b_{42} & b_{43} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} RP_t \\ SET_t \\ MPI_t \\ CPI_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \\ b_{30} \\ b_{40} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} & \gamma_{13} & \gamma_{14} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} & \gamma_{23} & \gamma_{24} \\ \gamma_{31} & \gamma_{32} & \gamma_{33} & \gamma_{34} \\ \gamma_{41} & \gamma_{42} & \gamma_{43} & \gamma_{44} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} RP_{t-1} \\ SET_{t-1} \\ MPI_{t-1} \\ CPI_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_t^{RP} \\ \varepsilon_t^{SET} \\ \varepsilon_t^{MPI} \\ \varepsilon_t^{CPI} \end{bmatrix} \tag{9}$$

จากนั้นทำการใส่เงื่อนไขในแบบจำลอง ดังนี้

- การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (RP-1 day) ทำให้เกิด shocks to RP
- จากนั้นดัชนีราคาหลักทรัพย์ (SET) จะถูกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงิน
- ตัวแปร MPI ถูกระทบจาก SET และ RP
- จากนั้นตัวแปร CPI จะถูกระทบจาก การใช้นโยบายการเงินผ่านราคาหลักทรัพย์ และตัวแปร MPI

ทำให้สามารถเขียนแบบจำลองในรูปแบบ first order structural VAR ดังสมการที่ (10)

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} RP_t \\ SET_t \\ MPI_t \\ CPI_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \\ b_{30} \\ b_{40} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} & \gamma_{13} & \gamma_{14} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} & \gamma_{23} & \gamma_{24} \\ \gamma_{31} & \gamma_{32} & \gamma_{33} & \gamma_{34} \\ \gamma_{41} & \gamma_{42} & \gamma_{43} & \gamma_{44} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} RP_{t-1} \\ SET_{t-1} \\ MPI_{t-1} \\ CPI_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_t^{RP} \\ \varepsilon_t^{SET} \\ \varepsilon_t^{MPI} \\ \varepsilon_t^{CPI} \end{bmatrix} \quad (10)$$

แบบจำลองดังสมการที่ (10) ยังไม่สมบูรณ์เนื่องจากยังไม่ได้รวมผลของตัวแปรสถานะตลาดเนื่องจากตัวแปรสถานะตลาดเป็นตัวแปรเชิงคุณภาพ ดังนั้นจะใช้สัญลักษณ์ D_3 แทนสถานะตลาดปกติ D_2 แทนสถานะตลาดขาลง และ D_1 แทนสถานะตลาดขาขึ้น แบบจำลองที่เหมาะสมและพร้อมนำไปวิเคราะห์ในขั้นต่อไป เป็นไปดังสมการที่ (11)

$$\begin{bmatrix} RP_t \\ D_3.SET_t \\ D_2.SET_t \\ D_1.SET_t \\ MPI_t \\ CPI_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \\ b_{30} \\ b_{40} \\ b_{50} \\ b_{60} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} & \gamma_{13} & \gamma_{14} & \gamma_{15} & \gamma_{16} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} & \gamma_{23} & \gamma_{24} & \gamma_{25} & \gamma_{26} \\ \gamma_{31} & \gamma_{32} & \gamma_{33} & \gamma_{34} & \gamma_{35} & \gamma_{36} \\ \gamma_{41} & \gamma_{42} & \gamma_{43} & \gamma_{44} & \gamma_{45} & \gamma_{46} \\ \gamma_{51} & \gamma_{52} & \gamma_{53} & \gamma_{54} & \gamma_{55} & \gamma_{56} \\ \gamma_{61} & \gamma_{62} & \gamma_{63} & \gamma_{64} & \gamma_{65} & \gamma_{66} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} RP_{t-1} \\ D_3.SET_{t-1} \\ D_2.SET_{t-1} \\ D_1.SET_{t-1} \\ MPI_{t-1} \\ CPI_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_t^{RP} \\ \varepsilon_t^{D_3.SET} \\ \varepsilon_t^{D_2.SET} \\ \varepsilon_t^{D_1.SET} \\ \varepsilon_t^{MPI} \\ \varepsilon_t^{CPI} \end{bmatrix} \quad (11)$$

เหตุผลของการใส่ตัวแปรเชิงคุณภาพให้เป็น Interaction term ของดัชนีราคาหลักทรัพย์ เนื่องจาก การวิจัยครั้งนี้ต้องการศึกษาการดำเนินนโยบายการเงินผ่านราคาหลักทรัพย์ในสถานะตลาดที่แตกต่างกัน ดังนั้นจึงทำการแยกสถานะตลาดจากตัวแปรดัชนีราคา SET Index นอกจากนี้ จะใส่ตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนเป็นตัวแปรภายนอก เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ประกอบด้วยข้อมูลก่อนและหลังการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน

สามารถเขียนแบบจำลองให้อยู่ในรูปแบบ Standard VAR ได้ดังสมการที่ (12)

$$\begin{bmatrix} RP_t \\ D_3.SET_t \\ D_2.SET_t \\ D_1.SET_t \\ MPI_t \\ CPI_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} A_{10} \\ A_{20} \\ A_{30} \\ A_{40} \\ A_{50} \\ A_{60} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} A_{11}(L) & A_{12}(L) & A_{13}(L) & A_{14}(L) & A_{15}(L) & A_{16}(L) \\ A_{21}(L) & A_{22}(L) & A_{23}(L) & A_{24}(L) & A_{25}(L) & A_{26}(L) \\ A_{31}(L) & A_{32}(L) & A_{33}(L) & A_{34}(L) & A_{35}(L) & A_{36}(L) \\ A_{41}(L) & A_{42}(L) & A_{43}(L) & A_{44}(L) & A_{45}(L) & A_{46}(L) \\ A_{51}(L) & A_{52}(L) & A_{53}(L) & A_{54}(L) & A_{55}(L) & A_{56}(L) \\ A_{61}(L) & A_{62}(L) & A_{63}(L) & A_{64}(L) & A_{65}(L) & A_{66}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} RP_{t-i} \\ D_3.SET_{t-i} \\ D_2.SET_{t-i} \\ D_1.SET_{t-i} \\ MPI_{t-i} \\ CPI_{t-i} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} C_{10} \\ C_{20} \\ C_{30} \\ C_{40} \\ C_{50} \\ C_{60} \end{bmatrix} [ER_t] + \begin{bmatrix} e_t^{RP} \\ e_t^{D_3.SET} \\ e_t^{D_2.SET} \\ e_t^{D_1.SET} \\ e_t^{MPI} \\ e_t^{CPI} \end{bmatrix} \quad (12)$$

โดยที่ $A_{ij}(L)$ คือ The Polynomials in the Lag Operator L

3) การทดสอบ Stationary โดย Unit Root Test (อัศวพงศ์, 2546)

เพื่อทดสอบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล (Stationary) เหตุผลการทดสอบ คือ

- 1) Time series data มักมีความไม่นิ่ง
- 2) การนำข้อมูลที่ไม่นิ่งมาวิเคราะห์ในสมการถดถอยจะทำให้เกิด Spurious regression
- 3) ค่าสถิติ R-square, t-stat และ F-stat ที่ได้จากสมการถดถอยที่เกิด Spurious regression จะไม่ถูกต้อง ไม่สามารถเชื่อถือได้ เนื่องจากการกระจายที่ไม่ได้มาตรฐานและตัวประมาณที่ได้จากวิธี OLS จะไม่มีความคงตัว (consistent)

วิธีการทดสอบ Unit Root โดยวิธีการ Augmented Dickey-Fuller test (ADF Test) ซึ่งมีสมการที่ต้องการทดสอบ 3 สมการ (At level) คือ

$$\Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad \dots\dots\dots(a) \text{ (Random walk process)}$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad \dots\dots\dots(b) \text{ (Random walk with drift)}$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta t + \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad \dots\dots\dots(c) \text{ (Random walk with drift \& time trend)}$$

สมมติฐานที่ทดสอบ

$$H_0 : \gamma = 0$$

$$H_a : \gamma \neq 0$$

หากไม่สามารถปฏิเสธ H_0 ได้ แสดงว่า ข้อมูลมีลักษณะไม่นิ่ง (Nonstationary) และหากค่า Durbin-Watson (DW) มีค่าต่ำกว่าค่าวิกฤต ให้เพิ่ม lag ของ Y เข้าไป จนกว่าค่า Durbin-Watson (DW) จะมีค่าสูงกว่าค่าวิกฤต ทำเช่นนี้ไปเรื่อยๆทุกตัวแปร เพื่อดูว่าแต่ละตัวแปรมี Stationary ที่เท่าไร

4) Impulse Response Function (IRF)

วัตถุประสงค์ของ VAR นอกจากจะนำมาใช้ในการพยากรณ์แล้ว ยังสามารถนำมาใช้ในการวิเคราะห์การสนองตอบของตัวแปรภายในที่เราสนใจ เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงของตัวรบกวน (shocks or innovations) ตัวใดตัวหนึ่งในแบบจำลอง การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรภายในที่เกิดขึ้น จะใช้เวลาปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพใหม่ เส้นทางเดิน (time path) ของการปรับตัวเรียกว่า Impulse Response

การใช้ VAR วิเคราะห์ภายใต้ Impulse Response Functions จำเป็นที่จะต้องกลับไปใช้ Structural VAR โดยผ่านตัวรบกวนของ Structural VAR ซึ่งเป็น structural shock ของตัวแปรที่

กำหนด ไม่ใช่ตัวรบกวนที่ได้จาก Standard VAR ซึ่งเป็นเพียงแค่ forecasting errors รายละเอียด
การหา Impulse Response Function เริ่มจากแบบจำลอง Standard VAR

$$y_t = a_{10} + a_{11}y_{t-1} + a_{12}z_{t-1} + e_{1t} \quad (13)$$

$$z_t = a_{20} + a_{21}y_{t-1} + a_{22}z_{t-1} + e_{2t} \quad (14)$$

เขียนในรูปเมตริกซ์

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_{10} \\ a_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} \quad (15)$$

นำสมการที่ (15) เขียนในรูป Moving Average จะได้

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y} \\ \bar{z} \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix}^i \begin{bmatrix} e_{1t-i} \\ e_{2t-i} \end{bmatrix} \quad (16)$$

\bar{y} และ \bar{z} คือ เวกเตอร์ของค่าดุลยภาพ (steady state) ของตัวแปร endogenous แต่ละตัว ดังนั้น สมการ (16) ทำให้ทราบว่า การที่ค่าในปัจจุบันของตัวแปร endogenous แตกต่างจากค่าที่ดุลยภาพในระยะยาว (steady state) เพราะการเกิดเหตุการณ์ที่ไม่สามารถคาดการณ์ได้ (shocks) ในตัวแปร endogenous แต่ละตัวนั่นเอง

เราสามารถเปลี่ยนสมการที่ (16) ที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร endogenous กับค่าตัวรบกวนของ Standard VAR ($\text{var}(e_{it})$) มาอยู่ในรูปความสัมพันธ์กับตัวรบกวนของ Structural VAR ($\text{var}(\varepsilon_{it})$) โดยอาศัยความสัมพันธ์ของตัวรบกวนทั้งสอง ดังนี้

$$\begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} = \frac{1}{(1-b_{12}b_{21})} \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt} \\ \varepsilon_{zt} \end{bmatrix} \quad (17)$$

จากสมการที่ (16) และ (17) จะได้

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y} \\ \bar{z} \end{bmatrix} + \frac{1}{(1-b_{12}b_{21})} \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix}^i \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt} \\ \varepsilon_{zt} \end{bmatrix} \quad (18)$$

ถ้ากำหนดให้ $\phi_I = \left(\frac{A'}{(1-b_{12}b_{21})} \right) \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix}$

ทำให้ได้ผลลัพธ์

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y} \\ \bar{z} \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} \phi_{11}(i) & \phi_{12}(i) \\ \phi_{21}(i) & \phi_{22}(i) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt-i} \\ \varepsilon_{zt-i} \end{bmatrix} \quad (19)$$

ดังนั้นแบบจำลองในการศึกษาครั้งนี้ สามารถเขียน Impulse Response Functions ในรูปเมตริกซ์

$$\begin{bmatrix} RP_t \\ D_3.SET_t \\ D_2.SET_t \\ D_1.SET_t \\ MPI \\ CPI \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \overline{RP} \\ \overline{D_3.SET} \\ \overline{D_2.SET} \\ \overline{D_1.SET} \\ \overline{MPI} \\ \overline{CPI} \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} \phi_{11}(i) & \phi_{12}(i) & \phi_{13}(i) & \phi_{14}(i) & \phi_{15}(i) & \phi_{16}(i) \\ \phi_{21}(i) & \phi_{22}(i) & \phi_{23}(i) & \phi_{24}(i) & \phi_{25}(i) & \phi_{26}(i) \\ \phi_{31}(i) & \phi_{32}(i) & \phi_{33}(i) & \phi_{34}(i) & \phi_{35}(i) & \phi_{36}(i) \\ \phi_{41}(i) & \phi_{42}(i) & \phi_{43}(i) & \phi_{44}(i) & \phi_{45}(i) & \phi_{46}(i) \\ \phi_{51}(i) & \phi_{52}(i) & \phi_{53}(i) & \phi_{54}(i) & \phi_{55}(i) & \phi_{56}(i) \\ \phi_{61}(i) & \phi_{62}(i) & \phi_{63}(i) & \phi_{64}(i) & \phi_{65}(i) & \phi_{66}(i) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{t-i}^{RP} \\ \varepsilon_{t-i}^{D_3SET} \\ \varepsilon_{t-i}^{D_2SET} \\ \varepsilon_{t-i}^{D_1SET} \\ \varepsilon_{t-i}^{MPI} \\ \varepsilon_{t-i}^{CPI} \end{bmatrix} \quad (20)$$

ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวประกอบของ Structural VAR ทั้ง 36 ค่า คือ $\phi_{11}(i), \dots, \phi_{66}(i)$ มีชื่อเรียกว่า Impulse Response Function ซึ่งสามารถนำมาใช้วิเคราะห์หาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงของค่าตัวประกอบ (shocks) ที่มีต่อตัวแปรภายในแต่ละตัว เช่น $\phi_{23}(i)$ คือ ผลตอบสนองของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ในช่วงตลาดปกติ ($D_3.SET_t$) อันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงในหนึ่งหน่วยของค่าตัวประกอบของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (ε_{t-i}^{RP})

การนำเสนอ Impulse response function จะนำแต่ละฟังก์ชันมาแสดงในรูปกราฟ ซึ่งกระทำได้โดยนำค่าสัมประสิทธิ์แต่ละตัว $\phi_{jk}(i)$ มาแสดงพร้อมกับเวลาจากนั้นสามารถวิเคราะห์ผลกระทบโดยพิจารณากราฟ

มีข้อสังเกตเกี่ยวกับการกำหนดข้อจำกัดตามแนวทางของ Choleski decomposition ที่กล่าวมา คือ การกำหนดข้อจำกัดจะมีผลต่อการเรียงลำดับ (ordering) ของตัวแปรภายใน และการจัดลำดับก่อนหลังมีผลทำให้ Impulse Response Functions เปลี่ยนแปลงไป งานศึกษาครั้งนี้จะเรียงลำดับจากแนวคิดที่ว่า การกระทำทางนโยบายการเงินผ่านทางช่องทางราคาหลักทรัพย์ในแต่ละสภาวะตลาด จะกระทบต่อตัวแปรมหภาค คือ ระดับผลผลิตและอัตราเงินเฟ้อ ทำให้ได้ลำดับตามแบบจำลอง (20)

5) Variance Decomposition (VD)

Variance Decomposition เป็นเครื่องมือการวิเคราะห์ภายใต้ VAR ที่ช่วยศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (interrelationships) ทั้งนี้โดยการแยกส่วนความแปรปรวนของการ

พยากรณ์ (forecast error variance decomposition) แล้วเปรียบเทียบสัดส่วนระหว่างส่วนที่ผันแปรอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของตัวมันเอง กับการเปลี่ยนแปลงอันเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอื่น

จากสมการที่ (19) สามารถเขียนอยู่ในรูปเมตริกซ์แสดง Moving Average ณ ช่วงเวลาที่ n

$$x_{t+n} = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \phi_i \varepsilon_{t+n-i} \quad (21)$$

ค่าคลาดเคลื่อนจากการพยากรณ์ในช่วงเวลาที่ n จะเป็น

$$x_{t+n} - E(x_{t+n}) = \sum_{i=0}^{n-1} \phi_i \varepsilon_{t+n-i} \quad (22)$$

เมื่อพิจารณาความคลาดเคลื่อนของการพยากรณ์กรณีของตัวแปรภายในทั้ง 6 ในแบบจำลอง ณ ช่วงเวลาที่ n จะได้ (เพื่อความสะดวก ขอยกตัวอย่างเพียงแค่ตัวแปร RP_t)

$$\begin{aligned} RP_{t+n} - E(RP_{t+n}) &= \phi_{11}(0)\varepsilon_{t+n}^{RP} + \phi_{11}(1)\varepsilon_{t+n-1}^{RP} + \dots + \phi_{11}(n-1)\varepsilon_{t+1}^{RP} \\ &+ \phi_{12}(0)\varepsilon_{t+n}^{D-3SET} + \phi_{12}(1)\varepsilon_{t+n-1}^{D-3SET} + \dots + \phi_{12}(n-1)\varepsilon_{t+1}^{D-3SET} \\ &+ \phi_{13}(0)\varepsilon_{t+n}^{D-2SET} + \phi_{13}(1)\varepsilon_{t+n-1}^{D-2SET} + \dots + \phi_{13}(n-1)\varepsilon_{t+1}^{D-2SET} \\ &+ \phi_{14}(0)\varepsilon_{t+n}^{D-1SET} + \phi_{14}(1)\varepsilon_{t+n-1}^{D-1SET} + \dots + \phi_{14}(n-1)\varepsilon_{t+1}^{D-1SET} \\ &+ \phi_{15}(0)\varepsilon_{t+n}^{MPI} + \phi_{15}(1)\varepsilon_{t+n-1}^{MPI} + \dots + \phi_{15}(n-1)\varepsilon_{t+1}^{MPI} \\ &+ \phi_{16}(0)\varepsilon_{t+n}^{CPI} + \phi_{16}(1)\varepsilon_{t+n-1}^{CPI} + \dots + \phi_{16}(n-1)\varepsilon_{t+1}^{CPI} \end{aligned} \quad (23)$$

ความแปรปรวนของการคาดการณ์ค่าคลาดเคลื่อนในการพยากรณ์ RP_{t+n} จะเป็น $\sigma_{RP}(n^2)$

$$\begin{aligned} \sigma_{RP}(n^2) &= \sigma_{RP}^2 [\phi_{11}(0)^2 + \phi_{11}(1)^2 + \dots + \phi_{11}(n-1)^2] \\ &+ \sigma_{D-3SET}^2 [\phi_{12}(0)^2 + \phi_{12}(1)^2 + \dots + \phi_{12}(n-1)^2] \\ &+ \sigma_{D-2SET}^2 [\phi_{13}(0)^2 + \phi_{13}(1)^2 + \dots + \phi_{13}(n-1)^2] \\ &+ \sigma_{D-1SET}^2 [\phi_{14}(0)^2 + \phi_{14}(1)^2 + \dots + \phi_{14}(n-1)^2] \\ &+ \sigma_{MPI}^2 [\phi_{15}(0)^2 + \phi_{15}(1)^2 + \dots + \phi_{15}(n-1)^2] \\ &+ \sigma_{CPI}^2 [\phi_{16}(0)^2 + \phi_{16}(1)^2 + \dots + \phi_{16}(n-1)^2] \end{aligned} \quad (24)$$

สัดส่วนของการผันแปร $\sigma_{RP}(n^2)$ เนื่องจาก shocks ใน ε_t^{RP} , $\varepsilon_t^{D_3SET}$, $\varepsilon_t^{D_2SET}$, $\varepsilon_t^{D_1SET}$, ε_t^{MPI} และ ε_t^{CPI} เป็นดังนี้

$$\begin{aligned} \text{สัดส่วนของ shocks ใน } \varepsilon_t^{RP} & ; \frac{\sigma_{RP}^2 [\phi_{11}(0)^2 + \phi_{11}(1)^2 + \dots + \phi_{11}(n-1)^2]}{\sigma_{RP}(n)^2} \\ \text{สัดส่วนของ shocks ใน } \varepsilon_t^{D_3SET} & ; \frac{\sigma_{D_3SET}^2 [\phi_{12}(0)^2 + \phi_{12}(1)^2 + \dots + \phi_{12}(n-1)^2]}{\sigma_{RP}(n)^2} \\ \text{สัดส่วนของ shocks ใน } \varepsilon_t^{D_2SET} & ; \frac{\sigma_{D_2SET}^2 [\phi_{13}(0)^2 + \phi_{13}(1)^2 + \dots + \phi_{13}(n-1)^2]}{\sigma_{RP}(n)^2} \\ \text{สัดส่วนของ shocks ใน } \varepsilon_t^{D_1SET} & ; \frac{\sigma_{D_1SET}^2 [\phi_{14}(0)^2 + \phi_{14}(1)^2 + \dots + \phi_{14}(n-1)^2]}{\sigma_{RP}(n)^2} \\ \text{สัดส่วนของ shocks ใน } \varepsilon_t^{MPI} & ; \frac{\sigma_{MPI}^2 [\phi_{15}(0)^2 + \phi_{15}(1)^2 + \dots + \phi_{15}(n-1)^2]}{\sigma_{RP}(n)^2} \\ \text{สัดส่วนของ shocks ใน } \varepsilon_t^{CPI} & ; \frac{\sigma_{CPI}^2 [\phi_{16}(0)^2 + \phi_{16}(1)^2 + \dots + \phi_{16}(n-1)^2]}{\sigma_{RP}(n)^2} \end{aligned}$$

สัดส่วนตัวเลขที่คำนวณได้จะแสดงความสัมพันธ์ในเชิงเปรียบเทียบความสำคัญของตัวแปรต่างๆ ในแบบจำลองที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของตัวแปรที่สนใจศึกษา หากสัดส่วนตัวเลขดังกล่าวมีค่ามากเท่าไร แสดงว่า ตัวแปรต่างๆ ในแบบจำลอง สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของตัวแปรที่สนใจศึกษาได้มาก

6) การทดสอบสัมประสิทธิ์ (Coefficient Test)

เมื่อประมาณค่าภายใต้แบบจำลอง VAR แล้ว จะทำการทดสอบผลกระทบของนโยบายการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ในแต่ละสถานะตลาดว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่ โดยจะนำสัมประสิทธิ์ของผลกระทบอัตราดอกเบี้ย RP ต่อดัชนี SET INDEX ใน 3 สมการ คือ ตลาดขาขึ้น (D_1) ตลาดขาลง (D_2) และตลาดปกติ (D_3) มาทดสอบด้วย Wald Test

การทดสอบสมมติฐานข้อจำกัดของค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient Restriction) ด้วย Wald Test มีรายละเอียดพอสังเขปดังนี้

จากแบบจำลอง Linear regression

$$y = X\beta + \varepsilon$$

สมมติฐานหลักของข้อจำกัดเชิงเส้น (Linear restriction) คือ

$$H_0 : R\beta - r = 0$$

โดยที่ R คือ เมทริกซ์สัมประสิทธิ์ที่มีมิติ $q \times k$

r คือ เวกเตอร์ค่าคงที่ $q \times 1$

q คือ จำนวนข้อจำกัด

ค่า Wald statistic คำนวณจาก

$$W = (Rb - r)'(Rs^2(X'X)^{-1}R')^{-1}(Rb - r)$$

ค่าสถิติที่คำนวณได้มีการแจกแจงเป็นแบบไคสแควร์ (χ^2) และเมื่อสมมติให้ค่าความคลาดเคลื่อน (ε) เป็นอิสระและมีการกระจายแบบปกติ สามารถคำนวณค่า F-statistic ได้จาก

$$F = \frac{W}{q} = \frac{(\tilde{\varepsilon}'\tilde{\varepsilon} - \varepsilon'\varepsilon)/q}{(\varepsilon'\varepsilon)/(T-k)}$$

โดยที่ $\tilde{\varepsilon}$ คือ ค่าความคลาดเคลื่อนจากสมการถดถอยแบบมีข้อจำกัด (Restricted residuals)

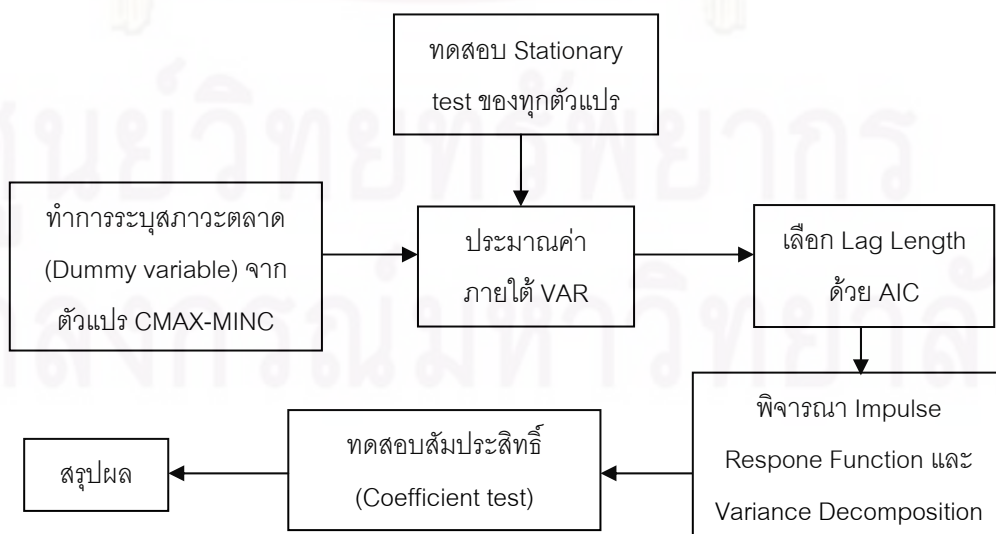
s^2 คือ ความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนจากสมการถดถอยไม่มีข้อจำกัด

(Unrestricted residuals variance)

b คือ ค่าประมาณของพารามิเตอร์ในสมการถดถอยไม่มีข้อจำกัด (Unrestricted parameter estimates)

ค่า F-Statistic ที่คำนวณได้มาจากอัตราส่วนระหว่างผลรวมกำลังสองของความคลาดเคลื่อนกรณีไม่มีข้อจำกัด กับกรณีมีข้อจำกัด

รูปที่ 3.1 แผนภาพแสดงขั้นตอนการวิจัย



บทที่ 4

นโยบายการเงินและตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย

4.1 นโยบายการเงินของประเทศไทย

4.1.1 นโยบายการเงินของประเทศไทยในอดีตจนถึงปัจจุบัน

ตั้งแต่ช่วงสงครามโลกครั้งที่ 2 ได้มีการตราพระราชบัญญัติธนาคารแห่งประเทศไทย ออกมาเมื่อปี พ.ศ. 2475 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เริ่มก่อตั้งและดำเนินงานมาจนถึงปัจจุบัน นับเป็นเวลานานกว่า 60 ปี ภายใต้พระราชบัญญัติดังกล่าว ธนาคารแห่งประเทศไทยมีอำนาจหน้าที่ในการดำเนินธุรกิจของธนาคารกลาง และหน้าที่อื่นๆ ซึ่งจะกำหนดโดยการตราพระราชกฤษฎีกา ในกฎหมายนี้ถึงแม้มิได้ระบุเรื่องนโยบายการเงินอย่างชัดเจน แต่ก็กำหนดให้คณะกรรมการธนาคารมีอำนาจในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ ธปท.เรียกเก็บจากการเป็นแหล่งเงินกู้แหล่งสุดท้าย (Lender of the last resort) ของสถาบันการเงิน นอกจากนี้ยังให้อำนาจธนาคารแห่งประเทศไทยในการซื้อขายตราสารหนี้และเงินตราต่างประเทศ ตลอดจนให้สินเชื่อแบบมีหลักทรัพย์ค้ำประกันแก่สถาบันการเงิน ซึ่งในเรื่องเหล่านี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยมิได้กระทำเพื่อค้ำกำไร โดยในทางปฏิบัติธนาคารแห่งประเทศไทยจะดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงเสถียรภาพทางการเงินและระบบการเงิน ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญของการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะยาว โดยลักษณะการดำเนินงานของธนาคารแห่งประเทศไทยมีความแตกต่างกันไปตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน สามารถแบ่งได้เป็น 3 ช่วงดังต่อไปนี้

ช่วงที่ 1: การผูกค่าเงินบาทกับค่าเงินสกุลอื่นหรือตะกร้าเงิน (Basket-Peg Exchange Rate Regime) (พฤศจิกายน 2527 ถึง มิถุนายน 2540)

รูปแบบการดำเนินงานนโยบายการเงินเริ่มมีมาตั้งแต่สงครามโลกครั้งที่ 2 เป็นต้นมา โดยในช่วงแรกธนาคารแห่งประเทศไทยใช้วิธีการกำหนดค่าเงินบาทเทียบกับปริมาณทองคำและมีการสำรองปริมาณเงินของประเทศด้วยทองคำตามราคามาตรฐานที่ได้มีการกำหนดไว้ ต่อมาระบบมาตรฐานทองคำได้ล่มสลายไปธนาคารแห่งประเทศไทยจึงหันมาใช้วิธีผูกค่าเงินบาทไว้กับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาเพียงสกุลเดียว ต่อมาในวันที่ 2 พฤศจิกายน 2527 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เปลี่ยนไปใช้ระบบผูกค่าเงินบาทกับตะกร้าเงิน หรือผูกค่าเงินไว้กับค่าเงินหลายสกุล เช่น ดอลลาร์สหรัฐอเมริกา เยนญี่ปุ่น มาร์กเยอรมัน และเงินสกุลสำคัญอื่นๆ ในภูมิภาคเดียวกันทั้งที่เป็นคู่แข่งและคู่แข่งของไทย แต่เงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกามีค่าน้ำหนักมากที่สุดในตะกร้าเงิน

ดังนั้นภายใต้ระบบตะกร้าเงินนี้จะมีทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Equalization Fund: EEF) เป็นผู้ประกาศและปกป้องค่าเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในแต่ละวัน สำหรับการดำเนินนโยบายการเงินในช่วงนี้ มุ่งเน้นให้ปัจจัยภายในประเทศสอดคล้องกับการกำหนดค่าเงินภายใต้ระบบดังกล่าวเป็นสำคัญ โดยธนาคารกลางจะต้องปล่อยหรือดูดเงิน (คือการปรับเพิ่มลดอัตราดอกเบี้ย) ให้สอดคล้องกับอุปสงค์และอุปทานในตลาดเงินตราต่างประเทศ เพื่อรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนให้เป็นที่ตั้งเป้าหมายไว้ ซึ่งการดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่นั้น มีข้อดีสำคัญ 3 ประเด็น คือ 1) ในกรณีของประเทศกำลังพัฒนาที่มีปัญหาเงินเฟ้ออยู่ในระดับสูง (ส่วนใหญ่เกิดจากการที่รัฐบาลขาดดุลงบประมาณมากและเป็นเวลานาน) การผูกค่าเงินไว้กับประเทศที่ค่าเงินแข็งและอัตราเงินเฟ้อต่ำ จะทำให้อัตราเงินเฟ้อของประเทศนั้นลดลงได้อย่างรวดเร็ว (Convergence of Price) 2) มีความเชื่อว่าการกำหนดค่าเงินให้คงที่ จะทำให้สามารถสร้างบรรยากาศของความมั่นคงต่อการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศโดยไม่ต้องกังวลต่อความผันผวนของค่าเงิน ซึ่งอาจไม่เป็นไปตามปัจจัยพื้นฐานของเศรษฐกิจ และ 3) ในเชิงนโยบายการเงิน การกำหนดค่าเงินจะเป็นการบังคับไม่ให้ธนาคารกลางปล่อยเงินออกมามากเกินไป เนื่องจากจะทำให้ค่าเงินอ่อนลงกว่าที่ตั้งเป้าหมายไว้ จึงเป็นการสร้างวินัยในการดำเนินนโยบายการเงินได้ทางหนึ่ง

ภายใต้ระบบตะกร้าเงินนี้ ทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนจะกำหนดค่าเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกา โดยผูกค่าเงินบาทกับการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินสกุลหลัก และสกุลเงินในภูมิภาคที่เปลี่ยนแปลงไปในแต่ละวัน ซึ่งน้ำหนักส่วนใหญ่จะอยู่ที่ดอลลาร์สหรัฐอเมริกา โดยจะคำนวณหาอัตราแลกเปลี่ยนค่าเงินเทียบกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ทุกเช้าวันทำการ และจะประกาศอัตราแลกเปลี่ยนที่คำนวณได้ (อัตรากลาง) ณ เวลา 8.00 น. โดยทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนจะรับซื้อและขายดอลลาร์สหรัฐอเมริกา กับธนาคารพาณิชย์ในประเทศที่อัตรากลาง + และ - 2 สตางค์ ในช่วงเวลา 8.30-12.00 น. โดยไม่จำกัดจำนวน และจะมีการชำระเงินภายในวันนั้น แล้วทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนจะมาซื้อและขายเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาต่อ กับธนาคารแห่งประเทศไทยตามอัตราต้นทุน ซึ่งวิธีการปกป้องค่าเงินบาทโดยไม่จำกัดจำนวนนี้ ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ที่ซื้อขายกันในตลาดจะอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับอัตรากลางมาก และการที่น้ำหนักของดอลลาร์สหรัฐฯ ในตะกร้าเงินมีค่าสูงจึงทำให้อัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกาค่อนข้างคงที่ โดยมีการเปลี่ยนแปลงเฉลี่ยรายวันน้อยมากตลอดระยะเวลา 13 ปีที่ใช้ระบบนี้

แต่ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงินที่เทียบเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกาที่ค่อนข้างคงที่นี้ กลับทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยไม่สามารถควบคุมอัตราดอกเบี้ยและปริมาณ

เงินได้อย่างมีประสิทธิภาพในระยะปานกลางและระยะยาวได้ เนื่องจากจะมีเงินทุนไหลเข้าออก เพื่อตอบสนองการเปลี่ยนแปลงอุปสงค์อุปทานของเงินได้ตลอดเวลา เพราะไม่มีความเสี่ยงใน อัตราแลกเปลี่ยน จึงทำให้การดำเนินนโยบายการเงินในช่วงนี้ควบคุมได้แค่อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น เท่านั้น ส่วนอัตราดอกเบี้ยระยะยาวจะต้องปล่อยให้ทิศทางถูกกำหนดโดยปัจจัยด้านอุปสงค์เป็น สำคัญ ซึ่งเป็นสิ่งที่อันตรายมากในช่วงที่เศรษฐกิจเติบโตมากเกินไป เนื่องจากจะไม่สามารถใช้นโยบายการเงินเพื่อชะลอเศรษฐกิจได้ และในทางกลับกัน เมื่อเศรษฐกิจถูกกระทบด้วยปัจจัยด้าน ลบ (ในช่วงปี พ.ศ. 2538 - 2539) ธนาคารแห่งประเทศไทยก็ไม่สามารถใช้นโยบายการเงินผ่อน คลายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจได้เช่นกัน เนื่องจากระดับอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่กำหนดนั้น ก่อให้เกิด ปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง นอกจากนี้การไหลเข้าออกของเงินบาทระหว่าง ประเทศมีตลอดเวลา โดยเมื่อภาครัฐเกินดุลเงินสด จะทำให้ดุลเงินออกจากมือภาคเอกชน และ ภาคเอกชนที่มีความเสี่ยงสูงกว่าก็จะหันไปใช้การกู้เงินจากต่างประเทศแทน ทำให้โครงสร้างหนี้ ต่างประเทศของไทยเป็นหนี้ภาคเอกชน ซึ่งมีระยะสั้นกว่าหนี้ภาครัฐ และเกิดการโอนเงินระหว่าง ประเทศเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงมากขึ้น นอกจากนี้ การเปิดเสรีทางการเงินเป็นช่วงที่เศรษฐกิจ ประเทศอุตสาหกรรมชะลอตัวลง ทำให้เงินทุนไหลเข้าสู่ประเทศไทยมากขึ้น โดยเฉพาะในรูปของ การก่อหนี้ทั้งที่ผ่านและไม่ผ่านกิจการวิเทศธนกิจ (BIBF)¹

กล่าวโดยสรุปคือ ภายหลังจากที่มีการเปิดเสรีทางการเงิน ส่งผลให้การดำเนินนโยบาย การเงินมีความยากมากขึ้นในการชะลอการขยายตัวของเศรษฐกิจที่รุนแรง ทำให้อัตราดอกเบี้ยใน ประเทศสูงขึ้น เงินไหลเข้าประเทศมากขึ้น โดยเฉพาะเงินจากต่างประเทศที่มีต้นทุนต่ำกว่า ประกอบกับการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยพยายามรักษาค่าเงินบาทไม่ให้อ่อนค่าลงจากความ พยายามเก็งกำไรค่าเงินบาทของกองทุนปกป้องความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (Hedge Fund) จึงทำให้ในที่สุด ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ปรับระบบอัตราแลกเปลี่ยนมาเป็นระบบอัตรา แลกเปลี่ยนลอยตัว

¹ ย่อมาจาก Bangkok International Banking Facilities เป็นการเปิดโอกาสให้สถาบันการเงินทั้งไทยและต่างประเทศสามารถประกอบธุรกิจ ในด้านการรับฝากเงินและกู้เงินในรูปแบบเงินตราต่างประเทศจากบุคคลที่อยู่นอกประเทศให้แก่บุคคลนอกประเทศด้วยกันหรือบุคคล ภายในประเทศ ตลอดจนเปิดโอกาสให้ทำธุรกิจด้านอื่นๆ เช่น การซื้อขายเงินตราต่างประเทศที่ไม่ใช่เงินบาท การเปิดและรับซื้อลดหรือเรียกเก็บ เงินหรือการยืนยัน letter of credit เป็นต้น

ช่วงที่ 2: กรอบนโยบายการเงินโดยการตั้งเป้าหมายปริมาณเงิน (Monetary Targeting)

(กรกฎาคม 2540 ถึง พฤษภาคม 2543)

ภายหลังจากที่ประเทศไทยได้เปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากการผูกค่าเงินบาทกับตะกร้าเงินเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว (Floating Exchange Rate Regime) ประเทศไทยได้ขอรับความช่วยเหลือด้านการเงินจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund: IMF) ในเดือนสิงหาคม 2540 จึงได้มีการกำหนดตัวแปรที่ธนาคารกลางต้องการจะควบคุมแบบใหม่ คือ การกำหนดเป้าหมายปริมาณเงินโดยให้ “สินทรัพย์ในประเทศสุทธิของธนาคารแห่งประเทศไทย” (Net Domestic Assets: NDA) เป็น Policy Anchor ตัวใหม่ ซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของฐานเงิน และใช้เป็นเป้าหมายทางการเงินโดยอิงกับกรอบการจัดทำโปรแกรมทางการเงิน (Financial Programming) กับกองทุนการเงินระหว่างประเทศ เพื่อให้เกิดความสอดคล้องระหว่างนโยบายการเงิน นโยบายการคลัง และดุลการชำระเงิน และให้ได้ภาพการขยายตัวทางเศรษฐกิจและระดับราคาตามที่กำหนดไว้ (Ultimate Objective) จากการประเมินภาพการขยายตัวทางเศรษฐกิจดังกล่าว ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถกำหนดเป้าหมายฐานเงินรายไตรมาสและรายวัน เพื่อใช้เป็นหลักในการบริหารสภาพคล่องรายวันซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อปรับสภาพคล่องและอัตราดอกเบี้ยในระบบการเงิน ไม่ให้เคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงผันผวนจนเกินไป

ในการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายปริมาณเงิน ในเชิงปฏิบัติได้มีการกำหนดเป้าหมายทางการเงินโดยอิงกับกรอบการจัดทำโปรแกรมทางการเงินซึ่งเป็นวิธีการกำหนดเป้าหมายปริมาณเงินเพื่อให้เกิดการประสานสอดคล้องระหว่างนโยบายการเงิน คือการปล่อย/ดูดเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยกับนโยบายการคลัง คือการใช้จ่ายของรัฐบาล และดุลการชำระเงิน เพื่อให้การขยายตัวทางเศรษฐกิจและระดับราคาเป็นไปตามที่กำหนดไว้

การดำเนินนโยบายการเงินในช่วงนี้ทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยมีความเป็นอิสระมากขึ้น เพราะไม่จำเป็นต้องปกป้องค่าเงินบาทอีกต่อไป รวมทั้งสามารถที่จะควบคุมปริมาณเงินในระบบได้ อีกทั้งอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศจะไม่ถูกจำกัดโดยอัตราดอกเบี้ยจากต่างประเทศอีกต่อไป เพราะอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นถูกกำหนดโดยปริมาณเงินและความต้องการถือเงินในระบบเศรษฐกิจในประเทศ ซึ่งเชื่อว่าจะเป็นประโยชน์ต่อการรักษาเสถียรภาพของสภาพคล่องและอัตราดอกเบี้ยในระบบการเงินไทย แต่ในเชิงปฏิบัติกลับพบปัญหาที่ยุ้งยากขึ้น เพราะนโยบายการเงินแบบการตั้งเป้าหมายปริมาณเงินมีแนวคิดพื้นฐานว่า หากธนาคารกลางสามารถควบคุมดูแลให้ปริมาณเงินอยู่ในระดับเป้าหมายที่กำหนดไว้ได้ก็จะสามารถช่วยให้บรรลุเป้าหมายขั้นสุดท้ายที่ผู้วางนโยบายต้องการได้ในที่สุด โดยธนาคารกลางจะต้องควบคุมปริมาณเงินให้สอดคล้องกับการขยายตัวของเศรษฐกิจในระดับที่จะสามารถรักษาเสถียรภาพด้านราคาไปพร้อมกันด้วย แต่ภายใต้

ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวกลับทำให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศมีความผันผวนมากขึ้น ปัญหาจากความไม่แน่นอนของปริมาณเงินในระบบจากการเปิดเสรีทางการเงินที่ผ่านมารวมถึงวิวัฒนาการของเครื่องมือใหม่ๆทางการเงินล้วนทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างฐานเงินและปริมาณเงินต่อเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไป ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินซึ่งเป็นเป้าหมายชั้นกลางกับเป้าหมายชั้นสุดท้ายของนโยบายการเงินซึ่งสะท้อนที่อัตราการหมุนเวียนของเงินมีความไม่แน่นอนเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ยากที่จะอธิบายหรือพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงได้ล่วงหน้า เพราะไม่อาจทราบล่วงหน้าได้ว่าจะมีปัจจัยอะไรบ้างที่จะมากกระทบความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งสอง นอกจากนี้ยังพบปัญหาและอุปสรรคในทางปฏิบัติอีก คือ

1) เป็นการยากที่จะคาดการณ์ว่าปริมาณเงินแบบใดที่จะมีความสัมพันธ์ที่ดีที่สุดกับ Nominal GDP และในช่วงเวลาใด เนื่องจากขึ้นอยู่กับพฤติกรรมการฝากเงินของประชาชน ซึ่งเป็นการยากที่จะคาดการณ์ว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมในช่วงเวลาใด และการเปลี่ยนแปลงจากการฝากเงินที่ธนาคารพาณิชย์เป็นการซื้อสัญญาใช้เงินของบริษัทเงินทุน ย่อมส่งผลกระทบต่อปริมาณเงิน $M2^2$ แต่ไม่กระทบต่อ $M2a^3$ ในขณะที่การไถ่ถอนตัวสัญญาใช้เงินจากบริษัทเงินทุนไปลงทุนในสถาบันการเงินอื่นที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุน เช่นการซื้อสลากออมสินย่อมส่งผลกระทบต่อ $M2a$ ได้แต่ไม่กระทบต่อ $M2$

2) ความแม่นยำของ Nominal GDP ซึ่ง Nominal GDP อาจมีการเปลี่ยนแปลงข้อมูลจริงเพื่อให้ทันสมัย จึงอาจกระทบต่อฐานเงินที่นำมาใช้ในการประมาณการได้

3) ความยากในการคาดการณ์ตัวชี้วัดทางการเงิน โดยสำหรับการประมาณค่าตัวชี้วัดทางการเงินนั้น อาจได้รับผลจากการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมการถือเงินในรูปแบบต่างๆ ของประชาชนเช่นกัน ซึ่งเป็นเหตุผลสำคัญที่ทำให้เกิดความยากในการคาดการณ์ค่าตัวชี้วัดทางการเงิน

ปัญหาและอุปสรรคดังกล่าว ทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยไม่สามารถควบคุมปริมาณเงินซึ่งถือเป็นเป้าหมายชั้นกลางให้เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ต้องการได้ อีกทั้งยังขาดกระบวนการตรวจสอบความสำเร็จของนโยบาย เพราะไม่มีการประกาศเป้าหมายปริมาณเงินออกมาอย่างชัดเจนตั้งแต่แรก ซึ่งอาจนำไปสู่การขาดวินัยและขาดความน่าเชื่อถือได้ ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงได้หันมากำหนดกรอบในการบริหารนโยบายการเงินของประเทศโดยอาศัยการกำหนดเป้าหมายเงินเพื่อแทน โดยเริ่มประกาศใช้เป้าหมายเงินเพื่อก่อเป็นทางการตั้งแต่วันที่ 23 พฤษภาคม 2543 เป็นต้นมา

² หรือปริมาณเงินตามความหมายกว้าง หมายถึงปริมาณเงินที่หมุนเวียนในมือประชาชนที่ประกอบด้วยธนบัตร เหรียญกษาปณ์ และเงินฝากเพื่อเรียก และรวมไปถึงเงินรับฝากประเภทอื่นๆที่ธนาคารพาณิชย์ เช่น บัญชีเงินฝากประจำ ออมทรัพย์

³ เป็นปริมาณเงินตามความหมายกว้างที่ประกอบด้วย ปริมาณเงิน $M2$ และตัวสัญญาใช้เงินที่ออกโดยบริษัทเงินทุน

ช่วงที่ 3: กรอบนโยบายการเงินโดยการตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting)

(พฤษภาคม 2543 ถึงปัจจุบัน)

ธนาคารแห่งประเทศไทยได้พิจารณาปัจจัยต่างๆ ในระบบการเงินทั้งปัจจุบันและในอนาคตแล้วว่า การใช้ปริมาณเงินเป็นเป้าหมายจะมีประสิทธิผลน้อยกว่าการใช้เงินเฟ้อเป็นเป้าหมาย เนื่องจากความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินและการขยายตัวทางเศรษฐกิจในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจไม่มีเสถียรภาพ นอกจากนี้การที่ระบบการเงินในประเทศเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วทำให้ความต้องการสินเชื่อของภาคเอกชน รวมทั้งความสามารถของระบบการเงินในการขยายสินเชื่อในแต่ละช่วงไม่แน่นอน ดังนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทย จึงเปลี่ยนมาใช้อัตราเงินเฟ้อเป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงินในปัจจุบันแทนตั้งแต่วันที่ 23 พฤษภาคม 2543 เป็นต้นมา โดยธนาคารแห่งประเทศไทยจะประกาศเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อไว้เป็นการล่วงหน้าสำหรับช่วงเวลา 1-2 ปี ข้างหน้า เพื่อเป็นเป้าหมายหลักในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อรักษาอัตราเงินเฟ้อไม่ให้ต่ำกว่าหรือสูงกว่าเป้าหมายที่กำหนดไว้ จึงได้มีการแต่งตั้งคณะกรรมการนโยบายการเงินขึ้น เพื่อกำหนดทิศทางนโยบายการเงินของประเทศ ในการรักษาเสถียรภาพของระดับราคา ตลอดจนพัฒนากรอบเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อให้เหมาะสมกับประเทศไทยมากขึ้น จากการพิจารณาองค์ประกอบต่างๆ จากประสบการณ์ในประเทศอื่นๆ ที่ใช้กรอบเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อมาแล้ว เช่น ประเทศนิวซีแลนด์ อังกฤษ ออสเตรเลีย แคนาดา สวีเดน และอิสราเอล คณะกรรมการนโยบายการเงินจึงได้กำหนดกรอบในการดำเนิน ดังนี้

1. ใช้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core Inflation) เป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบายซึ่งคณะกรรมการนโยบายการเงินมีมติให้หักราคาสินค้าหมวดอาหารสดและพลังงานออกจากอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline Inflation) เพื่อกำหนดเป็นอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน เนื่องจากราคาสินค้าในกลุ่มดังกล่าว อาทิ ข้าว ผลิตภัณฑ์แป้ง เนื้อสัตว์ ผัก ผลไม้ ค่าไฟฟ้า หรือราคาน้ำมัน มีความผันผวนในระยะสั้นสูง คือ ราคาอาหารสดขึ้นอยู่กับสภาพอากาศ และราคาน้ำมันขึ้นกับปัจจัยภายนอกที่ควบคุมไม่ได้ หากยังคงรวมอยู่ในเป้าหมายอาจจะทำให้คณะกรรมการนโยบายการเงินต้องปรับเปลี่ยนนโยบายในทางที่ไม่ถูกต้อง ตัวอย่างเช่น กรณีที่ราคาสินค้าหมวดอาหารสดสูงขึ้นจากภาวะฝนแล้งกระทบต่อกำลังซื้อของประชาชนอยู่แล้ว หากดำเนินนโยบายการเงินอย่างเข้มงวดเมื่ออัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น ก็จะเป็นการซ้ำเติมประชาชนมากขึ้นไปอีก นอกจากนี้การปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินบ่อยครั้งตามการผันผวนของราคาอาหารสดและพลังงานจะทำให้ดอกเบี้ยขึ้นลงอย่างไร้เสถียรภาพ

ถึงแม้การหักราคาสินค้าหมวดอาหารสดและพลังงานออกแล้ว ข้อมูลเกี่ยวกับระดับราคาสินค้าในการคำนวณอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานนั้นยังคงมีสัดส่วนถึงร้อยละ 79 ของสินค้าที่อยู่ในตะกร้า

ที่ใช้คำนวณอัตราเงินเฟ้อทั่วไป และจากการเปรียบเทียบข้อมูลในอดีต พบว่าในระยะสั้นอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานมีความผันผวนน้อยกว่า ส่วนในระยะยาวอัตราเงินเฟ้อทั้งสองมีความสัมพันธ์ไปด้วยกันอย่างใกล้ชิด จากความสัมพันธ์ดังกล่าว การรักษาเสถียรภาพของระดับราคาพื้นฐานจะส่งผลให้ระดับราคาโดยรวมมีเสถียรภาพเช่นกัน

2. กำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานไว้ที่ร้อยละ 0 ถึงร้อยละ 3.5 โดยส่วนใหญ่อัตราเงินเฟ้อของประเทศคู่ค้าคู่แข่งชั้นของไทยโดยเฉลี่ยจะอยู่ที่ประมาณร้อยละ 3.5 เพื่อให้การรักษาอัตราเงินเฟ้อของไทยสอดคล้องกับอัตราเงินเฟ้อของประเทศคู่ค้าและคู่แข่ง จึงกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานไว้ที่ร้อยละ 0 ถึงร้อยละ 3.5 ซึ่งจะช่วยให้ประเทศไทยสามารถแข่งขันในการส่งออกได้ และเป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างเสถียรภาพให้กับค่าเงินบาท

การกำหนดเป้าหมายของอัตราเงินเฟ้อในระดับที่ร้อยละ 0-3.5 นั้นจะไม่ใช่อุปสรรคต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ แต่จะช่วยเสริมสร้างเสถียรภาพของระดับราคาเพื่อการพัฒนาอย่างยั่งยืน โดยจะช่วยลดอัตราค่าครองชีพของประชาชนในภาวะที่เศรษฐกิจฟื้นตัวยังไม่เต็มที่ เสริมสร้างบรรยากาศการผลิต การจ้างงานและการลงทุน รักษาขีดความสามารถในการแข่งขันของผู้ส่งออก และทำให้อัตราแลกเปลี่ยนมีเสถียรภาพในระยะยาว นอกจากนี้ยังสามารถรองรับการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจต่างๆ ที่อาจเกิดขึ้นในระยะสั้น เพื่อลดความจำเป็นที่คณะกรรมการนโยบายการเงินจะต้องเปลี่ยนนโยบายการเงินบ่อยครั้งซึ่งจะช่วยลดความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นลง ส่งผลให้ระบบการเงินมีเสถียรภาพ

3. ใช้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ยรายไตรมาสเป็นเป้าหมาย ซึ่งสอดคล้องกับประมาณการจากแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค รายไตรมาสที่คณะกรรมการนโยบายการเงินใช้เป็นเครื่องมือประกอบการกำหนดนโยบาย หากอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานออกจากเป้าหมายที่กำหนด (ร้อยละ 0 ถึงร้อยละ 3.5) คณะกรรมการนโยบายการเงิน จะต้องชี้แจงต่อสาธารณชนถึงสาเหตุที่ทำให้ออกจากเป้าหมายและมาตรการที่คณะกรรมการนโยบายการเงิน จะดำเนินงานถึงระยะเวลาที่อัตราเงินเฟ้อจะกลับเข้าสู่ระดับเป้าหมายได้อีกครั้งหนึ่ง

4. ใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Key Policy Rate) เพื่อให้เกิดความโปร่งใสและความชัดเจนในการส่งสัญญาณทางการเงิน จากเดิมที่เคยใช้ฐานเงินและปริมาณเงินเป็นเป้าหมาย ส่วนอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลาอื่นๆ อาทิ 1 วัน, 7 วัน, 1 เดือนถึง 6 เดือน นั้น จะปล่อยให้เคลื่อนไหวตามภาวะตลาด และไม่มีนัยต่อการส่งสัญญาณเปลี่ยนทิศทางนโยบายการเงิน

5. แบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค และการให้ความสำคัญระหว่างเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อและศักยภาพการผลิต โดยในช่วงที่ผ่านมาธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินการปรับปรุง

แบบจำลองเศรษฐกิจมหภาครายไตรมาส เพื่อให้ใช้ในการพยากรณ์แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อและภาวะเศรษฐกิจ และเป็นเครื่องมือช่วยในการกำหนดนโยบาย ทั้งนี้ คณะกรรมการนโยบายการเงินเห็นว่าการพัฒนาประเทศในระยะยาวนั้นมีความสำคัญยิ่ง จึงได้ให้ความสำคัญกับทั้งเป้าหมายเงินเฟ้อและการที่เศรษฐกิจเติบโตได้ตามศักยภาพการผลิต ซึ่งหมายความว่า เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงขึ้นในระบบเศรษฐกิจที่ทำให้อัตราเงินเฟ้อออกจากเป้าหมาย คณะกรรมการนโยบายการเงินจึงคำนึงถึงผลกระทบต่อการผลิตในระบบเศรษฐกิจไปพร้อมๆ กับคำนึงถึงผลกระทบต่อระดับราคาในการปรับเปลี่ยนนโยบายเพื่อให้อัตราเงินเฟ้อกลับเข้าสู่ช่วงเป้าหมายที่กำหนดไว้

6. คณะกรรมการนโยบายการเงินตระหนักดีว่าความโปร่งใสเป็นองค์ประกอบที่สำคัญยิ่งในการดำเนินนโยบายการเงิน จึงมีการเสริมสร้างความเข้าใจและสื่อสารผ่านสาธารณชนผ่านสื่อต่างๆ อาทิ การแถลงข่าวต่อสื่อมวลชนหลังจากการประชุม การเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับภาวะการเงินและนโยบายการเงินผ่าน Web Page ตลอดจนการเผยแพร่รายงานแนวโน้มเงินเฟ้อทุกๆ ไตรมาส

4.1.2 การนำกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อมาใช้สำหรับประเทศไทย

ในอดีตที่ผ่านมา ช่วงพฤศจิกายน 2527 ถึงมิถุนายน 2540 ประเทศไทยได้ผูกค่าเงินบาทไว้กับตะกั่วเงิน โดยมีทุนรักษาระดับราคาอัตราแลกเปลี่ยนกำหนดค่าเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกา โดยผูกกับการเปลี่ยนแปลงค่าเงินสกุลหลักและสกุลเงินในภูมิภาค ผู้นำหนักส่วนใหญ่จะอยู่ที่ดอลลาร์สหรัฐอเมริกาและจะประกาศอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นอัตรากลาง โดยทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนจะรับซื้อและขายดอลลาร์สหรัฐอเมริกากับธนาคารพาณิชย์ไม่จำกัดจำนวน และจะซื้อขายเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกากับธนาคารแห่งประเทศไทยตามอัตราต้นทุน ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกามีค่าอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับอัตรากลางมาก และการที่ทางการให้นำหนักของดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในตะกั่วเงินค่อนข้างมาก ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกาค่อนข้างคงที่ โดยภายใต้กรอบที่มีเป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยนนี้ ทำให้ประสิทธิภาพของนโยบายการเงินเป็นที่น่าสงสัย เนื่องจากจะมีทุนไหลเข้าออกเพื่อตอบสนองการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์และอุปทานของปริมาณเงินได้ตลอดเวลา โดยไม่มีความเสี่ยงต่ออัตราแลกเปลี่ยน จะเห็นได้ว่าในอดีตการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศไทยค่อนข้างมีจำกัด โดยเฉพาะช่วงตั้งแต่ปี 2533 มีเงินทุนไหลเข้าประเทศจำนวนมาก ในช่วงดังกล่าวประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายการเงินเพื่อรักษาเสถียรภาพทางด้านราคาและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเป็นสำคัญ โดยมีอัตราแลกเปลี่ยนเป็นหลักยึด (Anchor) ในการดำเนินนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้เครื่องมือที่หลากหลายในการดูแลเงินเฟ้อทางการเงิน เช่น อัตราดอกเบี้ย

ระยะสั้น เงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ที่ธนาคารแห่งประเทศไทย ปริมาณเงินสินเชื่อ หากเครื่องชี้วัดได้มีการเปลี่ยนแปลงไปจากระดับที่คาดการณ์ ธนาคารกลางจะใช้เครื่องมือในตลาดเงิน หรือ มาตรการปรับเครื่องชี้วัดต่างๆ เพื่อให้ได้เป้าหมายทางเศรษฐกิจที่ต้องการ

หลังจากการเปลี่ยนแปลงระดับอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัวในเดือนกรกฎาคม 2540 เพราะเกิดวิกฤตทางเศรษฐกิจ ประเทศไทยได้อยู่ภายใต้โปรแกรมการให้ความช่วยเหลือของ กองทุนการเงินระหว่างประเทศซึ่งได้เริ่มเมื่อสิงหาคม 2540 การดำเนินนโยบายของประเทศไทย อยู่ภายใต้ข้อตกลงของรัฐบาลไทยกับกองทุนการเงินระหว่างประเทศ โดยการดำเนินนโยบายจะเป็นไปตามกรอบของกองทุนการเงินระหว่างประเทศที่เรียกว่า กรอบการตั้งเป้าหมายปริมาณเงิน โดยมีการตกลงเป้าหมายขั้นสุดท้ายของการดำเนินนโยบายการเงิน (อัตราดอกเบี้ยเงินฝากทาง เศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อ) และมีการตั้งเป้าหมายปริมาณเงินเป็นเป้าหมายขั้นกลางและ เป้าหมายฐานเงินเป็นเป้าหมายขั้นปฏิบัติการ อย่างไรก็ตามในช่วงนี้กลไกทางการเงินต่างๆ ไม่ได้ ดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพเท่าที่ควร สืบเนื่องจากปัญหาของสถาบันการเงิน นอกจากนี้การ กำหนดเป้าหมายโดยใช้ตัวเลขปริมาณเงินนั้นไม่ได้ประสิทธิผลนัก เนื่องจากความต้องการสินเชื่อ ของภาคเอกชนและความสามารถของระบบการเงินในการปล่อยสินเชื่อในแต่ละช่วงเวลาอาจมี ความผันผวนได้มาก ทำให้คาดคะเนผลที่จะเกิดขึ้นจากการเพิ่มหรือลดปริมาณเงินมีความแม่นยำ น้อย ที่สำคัญในระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวนั้น ค่าของเงินบาทจะปรับตัวขึ้นลงตามภาวะ ตลาด จึงมีความจำเป็นที่จะต้องสร้างความเชื่อมั่นในการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจให้ชัดเจน เพื่อนำไปสู่ความเชื่อมั่นในค่าเงินบาท และช่วยมิให้ค่าของเงินผันผวนเกินไป วิธีการสร้างความ เชื่อมั่นวิธีหนึ่งก็คือ ทางการต้องมีการสร้างเครื่องมือที่จะควบคุมเงินเพื่อให้ได้ประสิทธิผล เพราะ อัตราเงินเฟ้อที่สูงนั้นจะทำให้มูลค่าหรือกำลังซื้อของเงินบาทลดลงในอนาคต ซึ่งจะทำให้ค่าเงิน บาทสูงขึ้น ดังนั้นหากประชาชนมีความมั่นใจว่าทางการจะสามารถควบคุมอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ใน ระดับต่ำกว่าเป้าหมายได้ชัดเจนแล้วก็จะส่งผลทำให้เงินบาทในระบบมีเสถียรภาพ นอกจากนี้การ ที่ประชาชนมั่นใจว่าทางการจะสามารถควบคุมเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับต่ำได้อย่างแน่นอนนั้น จะ ช่วยป้องกันไม่ให้เกิดการค้ำต่างๆ บวกราคาสินค้าเพิ่ม หรือมีการปรับค่าจ้างแรงงานเพิ่มในอัตราที่ สูงเมื่อเงินเฟ้อไว้เกินความจำเป็นอีกด้วย จึงกล่าวได้ว่า เครื่องมือควบคุมเงินเฟ้อที่มีประสิทธิผล ที่สุด ก็คือการตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อ

สำหรับประเทศไทยภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบใหม่ ทำให้สามารถที่จะดำเนิน นโยบายการเงินได้อย่างเป็นอิสระมากขึ้น และการตั้งเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อเป็นกรอบนโยบาย การเงินที่ได้รับความสนใจมากในขณะนี้ และตั้งแต่วันที่ 23 พฤษภาคม 2543 ประเทศไทยได้เริ่ม ใช้กรอบการดำเนินนโยบายการเงินตามแบบการตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อ ซึ่งเป็นกรอบในการดำเนิน

นโยบายการเงินโดยมีอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเป็นเป้าหมายขั้นสุดท้าย มีอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์เป็นเป้าหมายชั้นกลาง และใช้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 1 วันเป็นเครื่องมือส่งสัญญาณทางการเงิน โดยกรอบในการดำเนินนโยบายการเงินตามหลักการตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อเป็นการเปลี่ยนหลักยึด (Anchor) ใหม่จากอัตราแลกเปลี่ยนมาเป็นอัตราเงินเฟ้อ

ธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการเตรียมการมากกว่าปีในการรองรับกรอบนโยบายนี้ โดยได้มีการปรับปรุงร่างพระราชบัญญัติธนาคารแห่งประเทศไทยที่ให้อิสระในการใช้เครื่องมือทางการเงินในการรักษาเสถียรภาพของราคา และกำหนดให้มีการจัดตั้งคณะกรรมการนโยบายการเงินเพื่อรับผิดชอบการดำเนินนโยบายดังกล่าว ในขณะเดียวกัน ธนาคารแห่งประเทศไทยได้จัดสร้างแบบจำลองทางเศรษฐกิจมหภาคซึ่งเป็นแบบจำลองที่จะมองไปข้างหน้าว่ามีปัจจัยอะไรบ้างที่จะส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อในอนาคต ซึ่งจะช่วยในการตัดสินใจการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อรักษาเงินเฟ้อไว้ตามเป้าหมาย รวมทั้งได้พัฒนาโครงสร้างพื้นฐานทางการเงินที่จะเอื้ออำนวยต่อการดำเนินนโยบายการเงินให้สอดคล้องกับกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อดังกล่าว โดยการดำเนินนโยบายรูปแบบนี้จะเน้นถึงความเข้าใจพื้นฐานของกระบวนการเงินเฟ้อผ่านช่องทางต่างๆ ที่นโยบายการเงินใช้ส่งผ่านต่อเศรษฐกิจ โดยพิจารณาสาเหตุและผลกระทบจากปัจจัยภายนอกที่มีผลต่ออัตราเงินเฟ้อ ซึ่งจะช่วยให้ทางการสามารถตอบสนองทางนโยบายได้อย่างยืดหยุ่นทั้งในระดับและช่วงเวลาที่เหมาะสม ในทางปฏิบัติการจำเป็นต้องใช้ความรู้เชิงทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ เศรษฐมิติ และต้องใช้วิจรรณญาณในการตัดสินใจให้ความสำคัญกับเป้าหมายขั้นสุดท้ายอื่นๆร่วมด้วย

4.2 ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน⁴

4.2.1 ตลาดหลักทรัพย์ในช่วงขาลง⁵ (stock market bust)

ช่วงที่ 1: เมษายน 2522 – มีนาคม 2525

การซื้อขายหลักทรัพย์ในปี 2522 ได้ลดต่ำลงอย่างมากจากปี 2521 เป็นผลสืบเนื่องมาจากภาวะเงินตึงตัวและสภาพเศรษฐกิจตกต่ำเกือบทุกประเทศในโลก ยิ่งไปกว่านั้นปัญหาเรื่องฐานะการเงินของบริษัทมหาชนจำกัด ซึ่งเป็นบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ที่มีหุ้นจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ได้เริ่มต้นชัดเจนขึ้นในปลายเดือนเมษายน ตลาดหลักทรัพย์จึงได้สั่งพักการซื้อขายหุ้นของบริษัท การที่บริษัทเงินทุนดังกล่าวประสบปัญหาด้านการเงินได้สร้างความตื่นตกใจแก่ผู้ลงทุนโดยทั่วไป และส่งผลกระทบต่อทั้งระบบ ผู้ลงทุนได้เร่งนำหุ้นออกขายโดยไม่

⁴ ข้อมูล และตัวเลขจากรายงานประจำปีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2518-2550

⁵ แบ่งแยกสภาพตลาดขาขึ้นและขาลงจากตัวแปร CMAX ratio และ MINC ratio รายละเอียดในบทที่ 5

ค่านึงถึงราคา ในช่วงนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยได้บรรเทาความตึงตัวของตลาดการเงิน โดยการประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำกับธนาคารพาณิชย์จากร้อยละ 8 เป็นร้อยละ 9 ต่อปี เพื่อที่จะดึงเงินออมเข้าสู่ระบบ มาตรการดังกล่าวได้ช่วยบรรเทาภาวะเงินตึงตัวลงได้บ้าง แต่ก็มีผลในการกระตุ้นภาวะการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์น้อยมาก เพราะการสูงขึ้นของอัตราดอกเบี้ย ทำให้ต้นทุนในการกู้ยืมเงินมาลงทุนในหลักทรัพย์สูงขึ้น ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ซบเซาติดต่อกัน จนถึงวันที่ 9 กันยายน 2523 ดัชนีหลักทรัพย์ลดลงต่ำสุด จากปัจจัยทั้งภายในและภายนอกประเทศ เช่น ปัญหากรณีพิพาทชายแดนไทย-ลาว และไทย-กัมพูชา ภาวะเงินตึงตัวและอัตราดอกเบี้ยที่สูงทั่วโลก ทำให้กำลังซื้อหลักทรัพย์มีน้อย บรรยากาศโดยทั่วไปไม่จูงใจให้มีการลงทุนในหลักทรัพย์ตลอดมาจนกระทั่งในครึ่งปีหลังของปี 2525 สถาบันการเงินมีสภาพคล่องสูงมาก ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศเริ่มลดลง ตลาดหลักทรัพย์จึงเริ่มกลับมาคึกคักเพิ่มขึ้น

ช่วงที่ 2: กันยายน 2533 – พฤศจิกายน 2534

ปี 2533 เป็นปีที่มีภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์อยู่ในสภาพค่อนข้างผันผวน คือในช่วง 5 เดือนแรกของปี การซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยเพียงวันละ 1,200 ล้านบาทเท่านั้น แต่หลังจากนั้นการซื้อขายเริ่มคึกคักขึ้น จากปัจจัยเกื้อหนุนทางด้านเศรษฐกิจของประเทศ สภาพคล่องทางการเงิน รวมทั้งสถานการณ์ทางการเมืองที่ดำเนินไปได้ด้วยดี อย่างไรก็ตามในช่วงครึ่งปีหลัง ตั้งแต่ วันที่ 2 สิงหาคมเป็นต้นมา ระดับราคาหลักทรัพย์ได้ลดลงอย่างมากรวมถึงมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ก็ได้ชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง เนื่องมาจากการได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากวิกฤตการณ์อ่าวเปอร์เซีย กล่าวคือ วิกฤตการณ์ในตะวันออกกลางได้ส่งผลให้ระดับราคาน้ำมันในตลาดโลกผันผวนและสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว กดดันให้ระดับราคาน้ำมันในประเทศต้องปรับตัวสูงขึ้นถึง 2 ครั้ง ผลักดันให้ต้นทุนการผลิตสินค้าต่างๆสูงขึ้น ระดับเงินเฟ้อซึ่งวัดโดยดัชนีราคาผู้บริโภคเพิ่มขึ้นในอัตราค่อนข้างสูงถึงร้อยละ 6.1 จากสถานการณ์ดังกล่าว ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงดำเนินนโยบายเข้มงวดทางการเงินเพื่อสกัดกั้นเงินเฟ้อโดยการชะลอสินเชื่อและปรับเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝากให้สูงขึ้น เป็นผลให้การซื้อขายช่วงปลายปีซบเซา จนถึงระดับต่ำสุดวันที่ 30 พฤศจิกายน 2533 ภาวะตลาดหลักทรัพย์ชะลอตัวลงต่อเนื่องจนฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยในช่วงต้นปี 2534 ซึ่งในช่วงครึ่งปีแรกมีการปรับอัตราดอกเบี้ยลงหลายครั้ง อย่างไรก็ตามภาวะการซื้อขายยังฟื้นตัวไม่มากนัก นักลงทุนต่างชะลอการซื้อขาย เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจโลกที่ยังไม่ฟื้นตัวจากวิกฤตการณ์อ่าวเปอร์เซีย และความไม่มั่นใจของนักลงทุนต่างชาติที่มีต่อเสถียรภาพทางการเมืองภายหลังการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองในเดือนกุมภาพันธ์โดยคณะรักษาความสงบเรียบร้อยแห่งชาติ (รสช.)

ช่วงที่ 3: มกราคม 2538 – เมษายน 2538

ภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงต้นปี 2538 ค่อนข้างซบเซาเมื่อเทียบกับปี 2537 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ค่อนข้างผันผวน ทั้งนี้เป็นผลมาจากปัจจัยภายนอก ได้แก่ วิกฤตการณ์อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการอ่อนตัวของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาและการลดค่าเงินเปโซในประเทศเม็กซิโก ทำให้เกิดข่าวลือการลดค่าเงินต่างๆ ในประเทศที่กำลังพัฒนา การลงทุนทั่วโลกชะลอตัวลง และผลจากการลดค่าเงินของประเทศกำลังพัฒนา ทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายการลงทุนออกจากประเทศแถบเอเชียไปยังสหรัฐอเมริกาและยุโรป รวมทั้งเหตุการณ์แผ่นดินไหวอย่างรุนแรงในประเทศญี่ปุ่นและการล้มละลายของธนาคารแบ็งชีเคียวริตีในสิงคโปร์ เนื่องจากขาดทุนจากการค้าตราสารอนุพันธ์ เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่กระทบต่อจิตวิทยาของนักลงทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับผลกระทบดังกล่าว ทำให้ดัชนีหลักทรัพย์ลดลงต่ำสุดในเดือนมีนาคม และมีมูลค่าการซื้อขายต่ำสุดในเดือนเมษายน

ช่วงที่ 4: สิงหาคม 2538 – พฤศจิกายน 2538

ในช่วงปลายของปี 2538 นั้น ประเทศไทยประสบกับปัจจัยภายในประเทศเป็นส่วนใหญ่ ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงปัจจัยทางการเมือง การยุบสภาและการเลือกตั้ง ทำให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ค่อนข้างผันผวนเกือบตลอดปลายปี แต่โดยรวมแล้วจัดได้ว่าตลาดซบเซา การเร่งตัวของการใช้จ่ายประกอบกับต้นทุนการนำเข้าที่สูงขึ้นจากค่าเงินเยนที่แข็งขึ้นและค่าเงินดอลลาร์ที่เริ่มแข็งขึ้นในช่วงปลายปีและภาวะน้ำท่วมครั้งใหญ่ครอบคลุมพื้นที่ 69 จังหวัด ได้สร้างแรงกดดันต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจเป็นอย่างมาก อัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องส่งผลกระทบต่อภาวะการลงทุนภาคเศรษฐกิจจริง การซื้อขายหลักทรัพย์ และผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียน

ช่วงที่ 5: กรกฎาคม 2539 – กันยายน 2541

สภาวะเศรษฐกิจของไทยในช่วงตั้งแต่ปี 2537-2539 เป็นช่วงที่เงินตราต่างประเทศไหลเข้ามาในไทยเป็นจำนวนมาก (เป็นผลมาจากนโยบายเปิดเสรีทางการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย) สถาบันการเงินภายในประเทศได้เพิ่มขยายสินเชื่อในอัตราที่สูง และความต้องการใช้จ่ายมวลรวมของประเทศสูงขึ้น เรียกว่าเป็นสภาวะเศรษฐกิจที่ร้อนแรง แต่เศรษฐกิจของไทยขยายตัวอย่างรวดเร็วโดยปราศจากรากฐานที่มั่นคง เพราะการลงทุนไม่มีประสิทธิภาพ ต้นทุนการผลิตสินค้าสูงขึ้นทำให้ความสามารถในการแข่งขันด้อยลง กลางปี 2538 ค่าเงินดอลลาร์เริ่มแข็งตัวขึ้นทำให้ค่าเงินบาทเริ่มแข็งตัวด้วย ประกอบกับอัตราเงินเฟ้อในไทยสูงขึ้นเมื่อเทียบกับสหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่น ทำให้ในปี 2539 ภาวะเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศชะลอตัวลงจากการส่งออกและการลงทุนที่ขยายตัวต่ำกว่าที่คาดหมายไว้ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ค่อนข้างผันผวนและมีแนวโน้ม

ลดลงตลอดปี นอกจากนี้ยังมีปัจจัยทางการเงินที่มีผลกระทบทางลบต่อตลาดหลักทรัพย์ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่สูง ประกอบกับสภาวะการเงินตึงตัว สภาพตลาดหลักทรัพย์ซบเซาตลอดปีต่อเนื่องจนเข้าสู่ปี 2540 เศรษฐกิจไทยและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประสบกับภาวะตกต่ำที่สุด โดยสาเหตุของวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้น คือปัญหาด้านการเงินของภาคเอกชน โดยเฉพาะการกู้ยืมเงินระยะสั้นจากต่างประเทศซึ่งสะสมเพิ่มมาก เงินทุนที่กู้ยืมมาถูกใช้ในกิจกรรมที่ไม่ได้สร้างผลผลิตทางเศรษฐกิจอย่างมีประสิทธิภาพ ด้านสภาพคล่องทางการเงิน ตลาดการเงินในปี 2540 มีความตึงตัวมาก เนื่องจากปัญหาความไม่มั่นคงของสถาบันการเงิน ปัญหาการขาดความเชื่อมั่นในสถาบันการเงิน และการไหลออกของเงินทุนต่างประเทศจำนวนมาก จึงทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ปัญหาสภาพคล่องได้ส่งผลร้ายแรงทำให้ภาคธุรกิจขาดแคลนเงินทุนในการดำเนินงาน นอกจากนี้ปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและการลดลงของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ ทำให้เกิดการเก็งกำไรในค่าเงินบาท จากปัญหาดังกล่าวธนาคารแห่งประเทศไทยไม่มีทุนสำรองในการปกป้องค่าเงินบาท จึงประกาศใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวเมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 ความตกต่ำของภาคเศรษฐกิจยังคงต่อเนื่อง โดยเฉพาะธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจหลักทรัพย์ เนื่องจากมีการเก็งกำไรในก่อนหน้านี้นี้และมีการเทขายในภายหลัง รวมทั้งปัญหาหนี้ด้อยคุณภาพ (Non Performing Loans: NPL) ทำให้เกิดผลกระทบอย่างมากต่อฐานะทางการเงินและสถาบันการเงิน นำไปสู่การขาดความเชื่อมั่นของผู้ฝากเงินและเจ้าหน้าที่ต่างประเทศและการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือในสถาบันการเงินและประเทศอย่างต่อเนื่อง ทำให้ค่าเงินบาทลดลง ขณะที่ปัญหาความไม่มั่นคงของสถาบันการเงินรุนแรงยิ่งขึ้นอีก ทางการจึงต้องหยุดการดำเนินกิจการชั่วคราวของสถาบันการเงินรวม 58 แห่งและปิดถาวร 56 แห่ง

ปี 2541 เป็นปีที่ประเทศไทยยังคงประสบกับวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่รุนแรงจากปี 2540 ปัญหาของภาคการเงินทำให้ภาคเศรษฐกิจจริงขาดแคลนเงินทุน ขณะเดียวกันธุรกิจยังต้องประสบกับการหดตัวของตลาดในประเทศ เพราะประชาชนมีกำลังซื้อลดลง และการชบเซาของมูลค่าการส่งออกเพราะประเทศผู้นำเข้าต่างได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ความยุ่งยากดังกล่าวทำให้ผลประกอบการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ถดถอยลง ความต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ชะลอตัว จากการที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินอยู่ในระดับสูงมาก ทำให้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ลดลงต่ำที่สุดในรอบปีที่ 207.31 จุดเมื่อเดือนกันยายน 2541

ช่วงที่ 6: สิงหาคม 2543 – ธันวาคม 2544

วิกฤตการณ์ทางการเงินและเศรษฐกิจได้ส่งผลกระทบยืดเยื้อมาจนกระทั่งถึงปี 2542 เนื่องจากปัญหาสภาพคล่อง และการหดตัวของอุปสงค์ภายในประเทศ ยังคงส่งผลกระทบอย่าง

รุนแรงต่อบริษัทจดทะเบียน อย่างไรก็ตามในช่วงต้นปี 2543 เศรษฐกิจไทยโดยรวมมีการฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป ทำให้การปรับตัวด้านพื้นฐานของบริษัทจดทะเบียนและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นไปในทิศทางที่ดีขึ้นแต่เป็นไปอย่างช้าๆ เนื่องจากได้รับผลกระทบจากปัจจัยทั้งภายในและภายนอกประเทศ ได้แก่ ความผันผวนของภาวะเศรษฐกิจและตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ผันผวนและอยู่ในระดับสูงจากสงครามในตะวันออกกลาง ประกอบกับผู้ลงทุนยังขาดความมั่นใจต่อพื้นฐานเศรษฐกิจโดยรวมและแนวโน้มภาวะตลาดหลักทรัพย์ จึงส่งผลให้มีการชะลอการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงตั้งแต่ครึ่งหลังของปีต่อเนื่องมาจนเข้าสู่ปี 2544 เศรษฐกิจโดยรวมอยู่ในภาวะชะลอตัว เนื่องจากการส่งออกและการลงทุนที่หดตัวลง และการที่เศรษฐกิจอยู่ในภาวะชะลอตัวส่งผลให้ระดับราคาสินค้าในประเทศค่อนข้างมีเสถียรภาพประกอบกับการใช้นโยบายการเงินเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) ซึ่งเริ่มใช้ตั้งแต่พฤษภาคมปี 2543 สภาพคล่องของตลาดการเงินยังคงอยู่ในระดับสูงตลอดปี 2544 คือทิศทางเคลื่อนไหวอัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับที่ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2543 มาอยู่ในระดับต่ำ ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะค่อนข้างคึกคักกว่าก่อน แต่ยังคงมีความผันผวนอยู่จากปัจจัยหลายอย่าง คือ ปรับตัวสูงขึ้นสู่ระดับ 334.10 จุดหลังเสร็จสิ้นการเลือกตั้ง และทรงตัวมาตลอดในช่วงกลางปี และปรับตัวลดลงหลังเกิดเหตุการณ์ก่อวินาศกรรมในประเทศสหรัฐอเมริกา อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ช่วงกลางปี 2543 และตลอดปี 2544 ภาวะตลาดโดยรวมแล้วยังคงซบเซาจากผลกระทบทางเศรษฐกิจเป็นส่วนใหญ่ และแม้ว่ามีช่วงที่คึกคักอยู่บ้าง แต่ไม่สามารถทำให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์สูงขึ้นมากนัก

ช่วงที่ 7: กรกฎาคม 2551 – ธันวาคม 2551

ในปี 2551 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับผลกระทบทั้งจากภายในและภายนอกประเทศ โดยในช่วงครึ่งปีแรก ภาวะวิกฤตการณ์ทางการเงิน วิกฤตการณ์ราคาน้ำมันสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และการขาดเสถียรภาพทางการเมืองในประเทศ ล้วนส่งผลกระทบต่อทิศทางตลาด แม้ว่าในเดือนกุมภาพันธ์ ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ประกาศยกเลิกมาตรการดำรงเงินสำรองนำชำระระยะสั้น 30% แต่ไม่ได้ส่งผลในทางบวกแก่ตลาดหุ้นไทยมากนัก ตลาดโดยรวมค่อนข้างผันผวน คือดัชนีราคาหุ้นเพิ่มขึ้นหลังมีการประกาศลดดอกเบี้ยของธนาคารสหรัฐอเมริกาในเดือนมีนาคม แต่ในช่วงครึ่งปีหลัง ผลต่อเนื่องจากปัญหาสินเชื่อสังหาริมทรัพย์ประเภทด้อยมาตรฐาน (Subprime Loans) ในสหรัฐอเมริกาที่เกิดขึ้นในปี 2550 ทำให้สถาบันการเงินหลายแห่งประสบปัญหาการขาดสภาพคล่อง เข้าสู่ภาวะล้มละลาย ทำให้เกิดการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก อัตราเงินเฟ้อภายในประเทศปรับลดลงมากจากอุปสงค์และอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ที่ลดลงอย่างรวดเร็ว ทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยปรับอัตราดอกเบี้ยลงในช่วงปลายปีเพื่อสนับสนุนการ

ฟื้นตัวทางด้านเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตามจากสภาวะทางเศรษฐกิจโลกที่ถดถอย ความไม่มั่นคงทางการเมืองในประเทศไทย ทำให้นักลงทุนต่างประเทศต่างเทขายหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นทั่วโลก รวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ไทย ทำให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์ลดลงต่ำสุดที่ระดับ 384.15 จุดในเดือนตุลาคม 2551

4.2.2 ตลาดหลักทรัพย์ในช่วงขาขึ้น (stock market boom)

ช่วงที่ 1: มีนาคม 2520 – มีนาคม 2522

ตั้งแต่เริ่มเปิดตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ 30 เมษายน 2518 ประชาชนและนักธุรกิจต่างให้ความสนใจเป็นอย่างมาก ทั้งในด้านการเพิ่มจำนวนสินค้าที่ซื้อขายกันได้ในตลาดหลักทรัพย์ ระดับราคาและปริมาณการซื้อขายจนเริ่มมาเด่นชัดในรอบปี 2520 นักศึกษา นักธุรกิจ และประชาชนได้ให้ความสนใจต่อการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้นกว่าปีก่อนๆหลายเท่าตัว ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์เป็นไปอย่างกว้างขวางนับได้ว่าเป็นปีทองของผู้ลงทุนและผู้ที่ต้องการเงินทุนโดยการขายหลักทรัพย์ วัดได้จากอุปสงค์และอุปทานในหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ปริมาณและราคาเพิ่มขึ้นจากสาเหตุหลายประการ ได้แก่ การปรับตัวของราคาหุ้นจากระดับค่อนข้างต่ำในปี 2518 และปี 2519 ไปสู่ระดับที่เหมาะสมยิ่งขึ้นในปี 2520 อันเป็นแหล่งที่มาของกำไรจากการซื้อขาย ซึ่งเป็นเครื่องจูงใจให้ประชาชนนิยมลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น การเก็งกำไรผลักดันให้ราคาหุ้นต่างๆสูงขึ้นอย่างรวดเร็วกว่าปกติ การเพิ่มของราคาหุ้น และความนิยมลงทุนในหุ้นนั้นเป็นโอกาสดีสำหรับการเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนภาวะตลาดหุ้นที่คึกคักได้ซบเซาลงในช่วงต้นปีแรกของปี 2522 กล่าวคือ สภาวะการเงินที่ตึงตัวจากการขึ้นราคาน้ำมันในปี 2521 และอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศที่สูงขึ้นอย่างรุนแรงและรวดเร็วได้ส่งผลกระทบต่อภาวะตลาดการเงินของประเทศ ทำให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ลดลงนับเป็นช่วงสิ้นสุดตลาดขาขึ้นในช่วงแรกของตลาดหลักทรัพย์ไทย

ช่วงที่ 2: กันยายน 2529 – สิงหาคม 2533

แม้ว่าในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2529 ตลาดหลักทรัพย์จะอยู่ในภาวะค่อนข้างซบเซา แต่ในครึ่งหลัง ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ค่อยๆสูงขึ้น การฟื้นตัวของภาวะตลาดหลักทรัพย์ในช่วงครึ่งหลัง มีผลมาจากปัจจัยและการเปลี่ยนแปลงหลายประการ เช่นการลดลงของราคาน้ำมันและราคาค่าบริการสาธารณูปโภคที่เริ่มขึ้นในช่วงครึ่งแรกของปี การปรับมาตรการทางการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจที่ซบเซา ทำให้การคาดการณ์เศรษฐกิจเป็นไปในทางที่ดีขึ้นในสายตาของทั้งภาคเอกชนและรัฐบาล การที่ราคาหลักทรัพย์มีระดับต่ำจูงใจนักลงทุนให้หันมาลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ขณะที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินมีระดับต่ำลงเป็นประมาณร้อยละ 7 นอกจากนี้สภาพคล่องใน

ตลาดการเงินซึ่งมีระดับสูงก็เป็นปัจจัยสำคัญที่เกื้อหนุนต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ ประกอบกับการลงทุนของชาวต่างประเทศเพิ่มขึ้นอย่างมาก ทำให้ภาวะตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มสูงขึ้นถึงร้อยละ 53.54 และในปีถัดมา ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ก็ยิ่งเพิ่มขึ้นสูงอีกร้อยละ 128 โดยทำจุดสูงสุดใหม่ในสมัยนั้นที่ระดับ 472.86 เมื่อวันที่ 16 ตุลาคม 2530 ก่อนที่จะเกิดเหตุการณ์ Black Monday 3 วัน

การที่ราคาหุ้นลดต่ำลงอย่างมากมาเป็นประวัติการณ์นับตั้งแต่วันที่ 19 ตุลาคม จนถึงวันที่ 11 ธันวาคม 2530 นั้นเป็นผลสืบเนื่องจากวิกฤตการณ์ในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ ซึ่งทำให้นักลงทุนต่างชาติซึ่งขายหุ้นเป็นจำนวนมาก ผลกระทบที่ตามมาก็คือความตื่นตระหนก และการสูญเสียความเชื่อมั่นของนักลงทุนไทยต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ จนมีการสั่งขายหุ้นเป็นจำนวนมากต่อเนื่องนานเกือบสองเดือน นอกจากนั้นความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน ตลอดจนความไม่แน่ใจในภาวะเศรษฐกิจโลกและประเทศที่อาจจะเกิดขึ้นภายหลังวิกฤตการณ์ Black Monday ทำให้ราคาหุ้นมีแนวโน้มลดลงต่อไปอีก ธนาคารแห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์จึงได้ร่วมมือกันออกมาตรการแก้ไขปัญหาดังกล่าว คือ การประกาศลดอัตรามาร์จินจากร้อยละ 70 มาเป็นร้อยละ 50 การลดช่วงกำหนดเพดานการซื้อขายจากร้อยละ 10 มาเป็นร้อยละ 5 และการจัดตั้งกองทุนร่วมพัฒนามีมูลค่า 1,000 ล้านบาท ในขณะที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ผ่อนผันให้บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์สามารถนำเงินมาลงทุนในหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 60 มาเป็นร้อยละ 100 จากมาตรการดังกล่าวทำให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถฟื้นตัวได้ภายในระยะเวลา 7 เดือน โดยดัชนีได้กลับมาอยู่ที่เหนือ 400 จุดในเดือนมิถุนายน 2531 ประกอบกับสภาพคล่องทางการเงินอยู่ในระดับสูง อัตราดอกเบี้ยค่อนข้างมีเสถียรภาพ และภาวะเศรษฐกิจที่เติบโต ทำให้ตลาดหลักทรัพย์กลับมามีบรรยากาศคึกคักอีกครั้ง เห็นได้จากปี 2532 มีมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นจากปี 2531 กว่าเท่าตัว ปัจจัยสำคัญ คือ การดำเนินมาตรการของรัฐบาล เช่น การลดอัตราภาษีสรรพสามิตเพื่อตรึงราคาน้ำมัน การประกาศนโยบายไม่เก็บภาษีกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ นโยบายการรักษาอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ทำให้สามารถดึงดูดนักลงทุนทั้งไทยและต่างประเทศเข้ามาลงทุน ทำให้บรรยากาศคึกคักอย่างต่อเนื่อง จนกระทั่งช่วงต้นปีก่อนเกิดเหตุการณ์สงครามอ่าวเปอร์เซียในปี 2533 ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะค่อนข้างผันผวน

ช่วงที่ 3: ธันวาคม 2534 – ธันวาคม 2537

หลังจากวิกฤตการณ์อ่าวเปอร์เซียเมื่อกลางปี 2533 นั้น ส่งผลให้ตลาดซบเซายาวจนถึงปลายปี 2534 โดยในช่วงสิ้นปี 2534 ตลาดหลักทรัพย์ฟื้นตัวเล็กน้อยจากการลดอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลาง อย่างไรก็ตาม ภาวะตลาดกลับมาคึกคักอย่างชัดเจนในช่วงปี 2535 เป็นต้นไป

ภาวะตลาดหลักทรัพย์ในช่วงตั้งแต่ปี 2535 ถึง 2537 จัดได้ว่าตลาดอยู่ในช่วงขาขึ้น ขณะเดียวกันตลาดก็มีสภาพค่อนข้างผันผวนเช่นกัน เห็นได้จาก ในปี 2535 ช่วงไตรมาสแรกของการซื้อขายมีความหนาแน่นมาก เป็นผลมาจากการที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีผลประกอบการดีขึ้นกว่าก่อนมาก ดัชนีราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง จนกระทั่งช่วงเดือนพฤษภาคม ภาวะหุ้นตกต่ำจากเหตุการณ์นองเลือดพฤษภาทมิฬ หลังจากเมื่อเหตุการณ์คลี่คลายลงและการเมืองมีความชัดเจนมากขึ้นจากการเลือกตั้ง บรรยากาศการซื้อขายก็มีความหนาแน่นขึ้นอีกในไตรมาสที่สาม และส่งผลให้ดัชนีราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว จนกระทั่งทางการได้ดำเนินมาตรการเพื่อแก้ไขและดำเนินคดีเกี่ยวกับพฤติกรรมการสร้างราคาหุ้น เพื่อความมั่นคงของตลาดหลักทรัพย์ในระยะยาว ผลกระทบทางด้านจิตวิทยานี้ ได้ทำให้ไตรมาสสุดท้ายของปีมีสภาพการซื้อขายค่อนข้างเบาบาง ต่อเนื่องมาจนปี 2536 การซื้อขายซบเซาจนถึงสิ้นไตรมาสที่ 3 และกลับมาคึกคักอีกครั้งในไตรมาสที่ 4 โดยมีปัจจัยที่เอื้ออำนวยต่อภาวะการซื้อขายและดัชนีราคาหลักทรัพย์ คือ การมีสภาพคล่องส่วนเกินในตลาดการเงินจากการที่มีเงินทุนปริมาณสูงจากต่างประเทศไหลเข้าสู่ระบบตลาดเงินและตลาดทุนไทย อันเกิดจากการที่อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศอยู่ในระดับต่ำ ทำให้นักลงทุนต่างเข้ามาลงทุนในตลาดหุ้นไทย ดัชนีตลาดหลักทรัพย์จึงมีระดับสูงสุดที่ 1,682.85 ในเดือนธันวาคม 2536 และหลังวันที่ 5 มกราคม 2537 การซื้อขายหลักทรัพย์ได้ลดลงอีกครั้ง เนื่องจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐจำนวน 6 ครั้งในรอบปี 2537 จาก 3.00% เป็น 5.50% ความไม่แน่นอนทางการเมืองในประเทศ ตลอดจนระดับราคาที่สูงขึ้นผันผวนในตลาดหุ้นต่างประเทศ ส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนทำให้เกิดความไม่มั่นใจในการลงทุน

ช่วงที่ 4: ตุลาคม 2541 – กรกฎาคม 2543

เมื่อพิจารณาช่วงการเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้น พบว่าวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินเกิดขึ้นตั้งแต่ปี 2540 ยาวนานจนเริ่มมาฟื้นตัวอย่างชัดเจนในปี 2546 อย่างไรก็ตาม ในช่วงเวลาดังกล่าว ตลาดหลักทรัพย์มีการฟื้นตัวเล็กน้อยในระยะเวลาดังกล่าวตั้งแต่ปลายปี 2541 ถึงกลางปี 2543 หลังจากที่ดีชนีราคาหลักทรัพย์ปีลดลงที่ระดับต่ำสุดเมื่อเดือนกันยายน 2541 หลังจากนั้นตลาดหลักทรัพย์มีทิศทางที่ดีขึ้น ทั้งนี้เป็นผลมาจากปัจจัยเสริมทางด้านเศรษฐกิจเป็นสำคัญ กล่าวคือ เศรษฐกิจของประเทศไทยเริ่มฟื้นตัวในไตรมาสแรกในปี 2542 และเห็นชัดเจนยิ่งขึ้นในไตรมาสที่ 3 ของปี โดยเศรษฐกิจขยายตัวสูงในอัตราร้อยละ 7.7 ตลอดปี 2542 ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศสามารถขยายตัวได้ร้อยละ 4.2 ทั้งนี้เนื่องจากปัจจัยผลักดันสำคัญ คือ การนำมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจออกใช้ในเดือนมีนาคม 2542 ตลอดจนมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายภาคเอกชน และการฟื้นฟูสถาบันการเงินในเดือนสิงหาคม 2542 นอกจากนี้ธนาคารแห่งประเทศไทย

ไทยยังได้ดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเป็นพิเศษ เพื่อให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินปรับลดอย่างต่อเนื่อง ซึ่งนอกจากจะเป็นผลดีต่อธุรกิจในด้านต้นทุนทางการเงินแล้ว ยังเอื้อประโยชน์ในการปรับโครงสร้างหนี้ภาคเอกชนอีกด้วย ปัจจัยด้านเศรษฐกิจและการเงินผลักดันให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์สูงขึ้นจากปีก่อนหน้าร้อยละ 35.44 สูงสุดในเดือนมิถุนายน 2542 อย่างไรก็ตามตลาดหลักทรัพย์คึกคักในช่วงเวลาไม่นานนัก เนื่องจากปัจจัยด้านสภาพคล่องและการหดตัวของอุปสงค์ในประเทศ จากวิกฤตเศรษฐกิจที่ยังเหลืออยู่ ได้ส่งผลกระทบต่อบริษัทจดทะเบียนโดยผลประกอบการของบริษัทอยู่ในภาวะขาดทุนจนทำให้บริษัทจดทะเบียนจำนวนหนึ่งต้องเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์ไป ความซบเซาจึงกลับมาอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี 2543



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

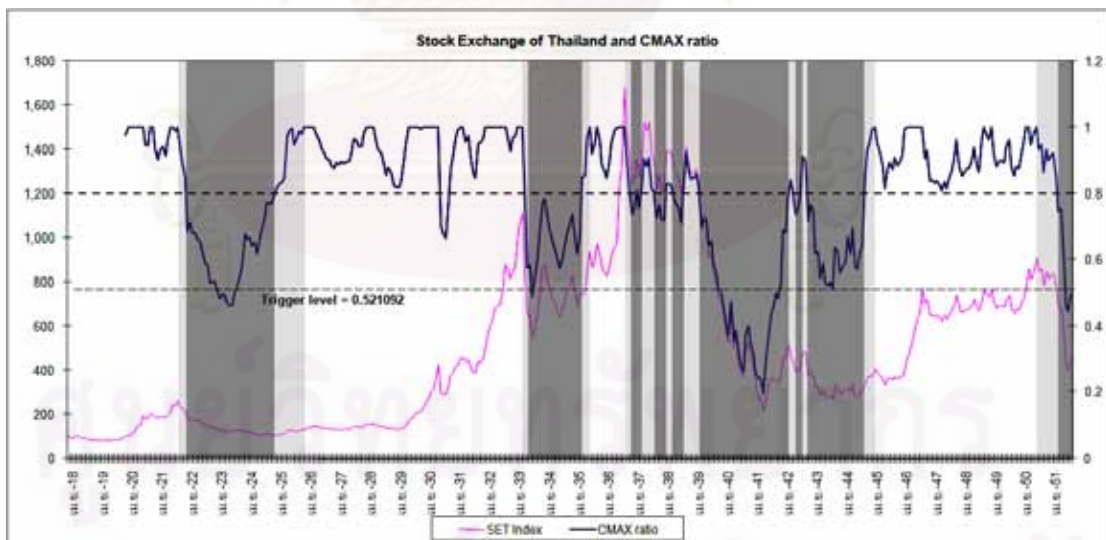
บทที่ 5 ผลการวิจัย

ในบทนี้จะนำเสนอผลการวิจัยตามลำดับขั้นตอนดังนี้ คือ เริ่มจากการระบุสภาวะตลาดขาขึ้น ขาลง และปกติ โดยใช้ตัวแปร CMAX ratio และ MINC ratio ขั้นตอนต่อไปจะทำการวิเคราะห์ภายใต้แบบจำลอง VAR 2 แบบจำลอง คือ แบบจำลอง VAR ไม่มีตัวแปรสภาวะตลาด และแบบจำลอง VAR ที่มีตัวแปรสภาวะตลาด เมื่อได้ผลลัพธ์ทั้ง 2 แบบจำลอง จะทำการเปรียบเทียบผลที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 สภาวะและสรุปผลการวิจัย โดยการพิจารณา Impulse Response Function และ Variance Decomposition

5.1 ผลการระบุสภาวะตลาดโดยตัวแปร CMAX ratio และ MINC ratio

ช่วงเวลาการเกิดตลาดขาขึ้น (boom) และตลาดขาลง (bust) คำนวณจากตัวแปร 24m-CMAX และ 24m-MINC⁶ ได้ผลปรากฏดังนี้

รูปที่ 5.1 ค่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และตัวแปร 24m-CMAX ตั้งแต่ปี 2518-2551



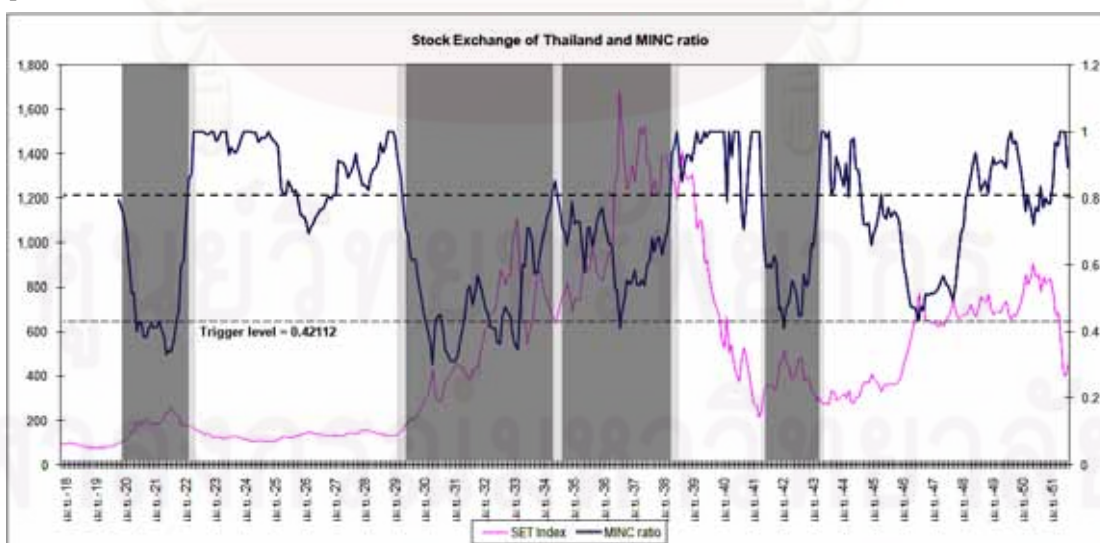
⁶ เป็นการเปรียบเทียบค่าดัชนีปัจจุบันเทียบกับดัชนีสูงสุดในรอบ 24 เดือนก่อนหน้า (24m-CMAX) และค่าดัชนีต่ำสุดในรอบ 24 เดือนก่อนหน้าเทียบกับดัชนีปัจจุบัน (24m-MINC) ตามลำดับ

จากรูปที่ 5.1 จะเห็นว่า บริเวณที่เป็นเส้นสีทึบ แสดงช่วงเวลากการเกิด equity crisis หรือ ตลาดอยู่ในช่วงขาลง คือบริเวณที่ CMAX ratio อยู่ต่ำกว่าระดับ Trigger level เท่ากับ 0.521092 และต่ำกว่าค่า 0.8^7 ทำให้ได้ 9 ช่วงเวลาของการเกิดตลาดขาลง

ตารางที่ 5.1 สรุประยะเวลาการเกิดตลาดขาลง (bust) โดยใช้ตัวแปร 24m-CMAX

จุดเริ่มต้น		จุดสิ้นสุด		จุดต่ำสุด		ระยะเวลา (เดือน)
เดือน	ปี	เดือน	ปี	เดือน	ปี	
เมษายน*	2522*	มีนาคม	2525	กันยายน	2523	36
สิงหาคม*	2533*	มิถุนายน*	2535*	กันยายน	2533	23
มีนาคม*	2537*	มิถุนายน*	2537*	มีนาคม	2537	4
มกราคม*	2538*	เมษายน*	2538*	เมษายน	2538	4
สิงหาคม*	2538*	พฤศจิกายน	2538	พฤศจิกายน	2538	4
กรกฎาคม	2539	มิถุนายน*	2542*	สิงหาคม	2541	36
กันยายน*	2542*	พฤศจิกายน*	2542*	กันยายน	2542	3
กุมภาพันธ์*	2543*	ธันวาคม	2544	ธันวาคม	2543	23
กรกฎาคม	2551	ธันวาคม	2551	พฤศจิกายน	2551	6

รูปที่ 5.2 ค่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และตัวแปร 24m-MINC ตั้งแต่ปี 2518-2551



⁷ แสดงค่า CMAX ratio ที่ลดลงมากกว่า 20% ตามคำจำกัดความการเกิด equity crisis (Sandeep Petal and Asani Sarkar, 1998)

บริเวณที่เป็นเส้นสีทึบ แสดงช่วงเวลาที่เกิดตลาดขาขึ้น (boom) ยิ่งค่า MINC มีค่าลดลงมาก แสดงถึงดัชนีราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันมีค่าสูงขึ้นมาก นั่นคือ ช่วงตลาดขาขึ้นเป็นช่วงที่ MINC ratio อยู่ต่ำกว่าระดับ Trigger level เท่ากับ 0.42112 และต่ำกว่าค่า 0.8⁸ ทำให้ได้ 4 ช่วงเวลาของการเกิดตลาดขาขึ้น

ตารางที่ 5.2 สรุประยะเวลาการเกิดตลาดขาขึ้น (boom) โดยใช้ตัวแปร 24m-MINC

จุดเริ่มต้น		จุดสิ้นสุด		จุดสูงสุด		ระยะเวลา (เดือน)
เดือน	ปี	เดือน	ปี	เดือน	ปี	
มีนาคม	2520	มิถุนายน*	2522*	ตุลาคม	2521	28
กันยายน	2529	สิงหาคม*	2534*	กันยายน	2530	60
ธันวาคม*	2534*	สิงหาคม*	2538*	ธันวาคม	2536	45
ตุลาคม*	2541*	กรกฎาคม*	2543*	มิถุนายน	2542	22

จากตารางที่ 5.1 และ 5.2 พบว่า การใช้ตัวแปร CMAX และ MINC มีข้อบกพร่อง คือ ช่วงเวลาของการเกิดตลาดขาขึ้น และตลาดขาลงทับซ้อนกัน⁹ เช่น จุดเริ่มต้นของตลาดขาลง คือ เมษายน 2522 ปรากฏอยู่ในช่วงเวลาการเกิดตลาดขาขึ้นระหว่าง มีนาคม 2520 ถึง มิถุนายน 2522

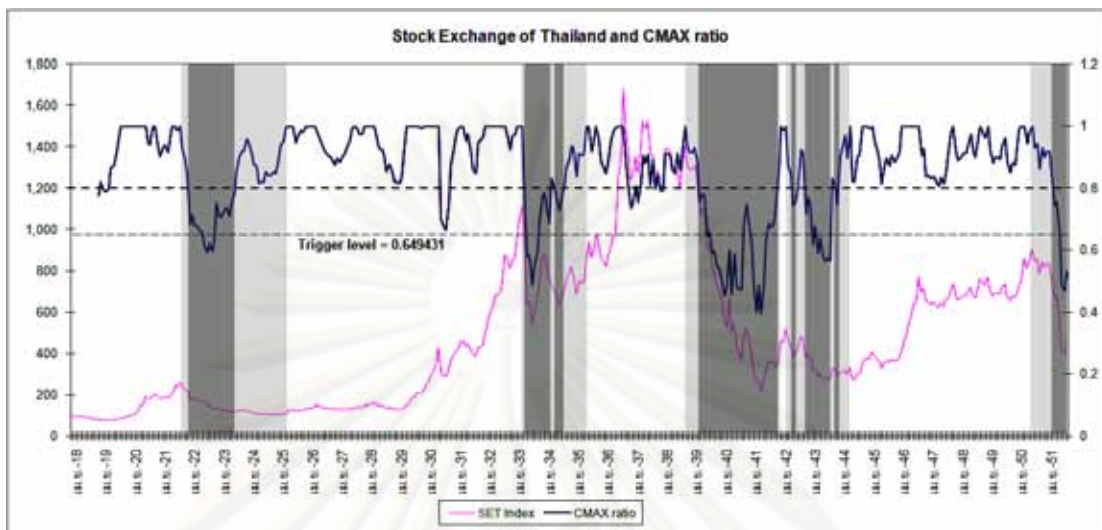
จากปัญหาดังกล่าวแก้ไขโดยการพิจารณาตัวแปร 12m-CMAX และ 12m-MINC¹⁰ ร่วมด้วย คือพิจารณาความสอดคล้องของผลที่ได้จากการคำนวณ 24m-CMAX , 24m-MINC และ 12m-CMAX , 12m-MINC การเปรียบเทียบการเคลื่อนไหวของดัชนีปัจจุบันกับดัชนีในรอบ 12 เดือนก่อนหน้า จะทำให้เห็นการเคลื่อนไหวขึ้นลงได้ละเอียดมากขึ้น เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ในบางช่วง ดัชนีราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวอย่างรวดเร็วในระยะเวลาอันสั้น ดังนั้นการพิจารณาตัวแปร 12m-CMAX และ 12m-MINC จะช่วยสนับสนุนการระบุภาวะตลาดขาขึ้นขาลงได้มากขึ้น

⁸ ค่า MINC ratio ที่ลดลงมากกว่า 20% แสดงถึงดัชนีราคาปัจจุบันมีค่าสูงขึ้นมากกว่า 20%

⁹ * แสดงช่วงเวลาการเกิดตลาดขาขึ้นและตลาดขาลงทับซ้อนกัน หรือเกิดพร้อมกัน

¹⁰ เป็นการเปรียบเทียบค่าดัชนีปัจจุบันเทียบกับดัชนีสูงสุดในรอบ 12 เดือนก่อนหน้า (12m-CMAX) และค่าดัชนีต่ำสุดในรอบ 12 เดือนก่อนหน้า เทียบกับดัชนีปัจจุบัน (12m-MINC) ตามลำดับ

รูปที่ 5.3 ค่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และตัวแปร 12m-CMAX ตั้งแต่ปี 2518-2551

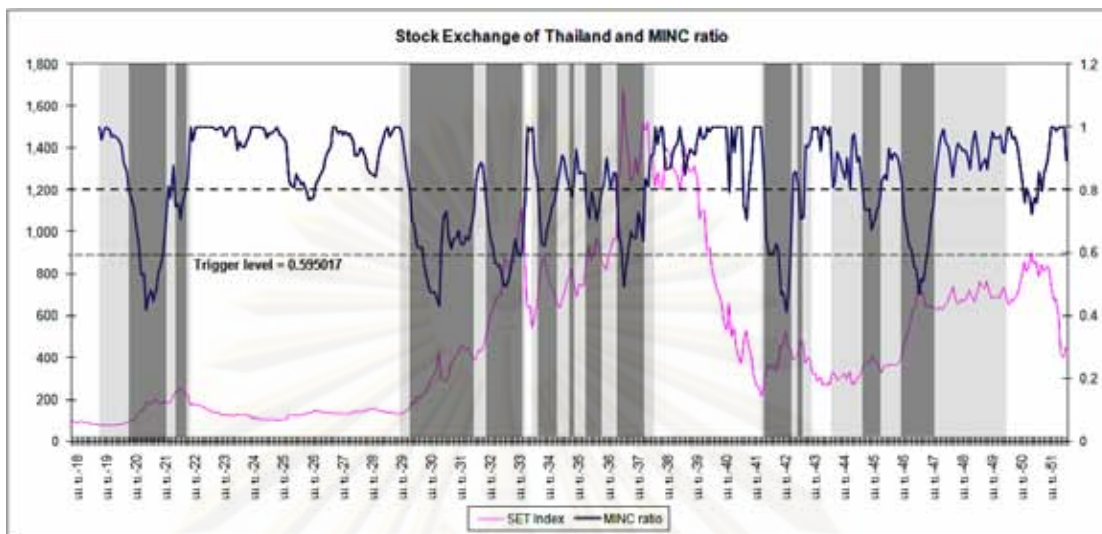


จากรูปที่ 5.3 บริเวณที่เป็นเส้นสีทึบ แสดงช่วงเวลาที่ตลาดอยู่ในช่วงขาลง คือ CMAX ratio อยู่ต่ำกว่าระดับ Trigger level เท่ากับ 0.649431 และต่ำกว่าค่า 0.8 ทำให้ได้ 8 ช่วงเวลา

ตารางที่ 5.3 สรุประยะเวลาการเกิดตลาดขาลง (bust) โดยใช้ตัวแปร 12m-CMAX

จุดเริ่มต้น		จุดสิ้นสุด		จุดต่ำสุด		ระยะเวลา (เดือน)
เดือน	ปี	เดือน	ปี	เดือน	ปี	
เมษายน	2522	ตุลาคม	2523	พฤศจิกายน	2522	19
สิงหาคม	2533	มิถุนายน	2534	พฤศจิกายน	2533	11
กันยายน	2534	พฤศจิกายน	2534	ตุลาคม	2534	3
กรกฎาคม	2539	กุมภาพันธ์	2542	สิงหาคม	2541	32
กันยายน	2542	ตุลาคม	2542	กันยายน	2542	2
กุมภาพันธ์	2543	ธันวาคม	2543	ธันวาคม	2543	11
มีนาคม	2544	มีนาคม	2544	มีนาคม	2544	1
กรกฎาคม	2551	ธันวาคม	2551	พฤศจิกายน	2551	6

รูปที่ 5.4 ค่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และตัวแปร 12m-MINC ตั้งแต่ปี 2518-2551



รูปที่ 5.4 บริเวณที่เป็นเส้นสีทึบ แสดงช่วงเวลาที่ตลาดอยู่ในช่วงขาขึ้น คือ MINC ratio อยู่ต่ำกว่าระดับ Trigger level เท่ากับ 0.595017 และต่ำกว่าค่า 0.8 ทำให้ได้ 12 ช่วงเวลา

ตารางที่ 5.4 สรุประยะเวลาการเกิดตลาดขาขึ้น (boom) โดยใช้ตัวแปร 12m-MINC

จุดเริ่มต้น		จุดสิ้นสุด		จุดสูงสุด		ระยะเวลา (เดือน)
เดือน	ปี	เดือน	ปี	เดือน	ปี	
มีนาคม	2520	มิถุนายน	2521	ตุลาคม	2520	16
สิงหาคม	2521	กุมภาพันธ์	2522	ธันวาคม	2521	7
กันยายน	2529	พฤศจิกายน	2531	กันยายน	2530	27
เมษายน	2532	สิงหาคม	2533	ธันวาคม	2532	17
กุมภาพันธ์	2534	สิงหาคม	2534	เมษายน	2534	7
มีนาคม	2535	มีนาคม	2535	มีนาคม	2535	1
กันยายน	2535	มีนาคม	2536	มกราคม	2536	7
ตุลาคม	2536	สิงหาคม	2537	ธันวาคม	2536	11
ตุลาคม	2541	สิงหาคม	2542	มิถุนายน	2542	11
ธันวาคม	2542	มกราคม	2543	ธันวาคม	2542	2
กุมภาพันธ์	2545	สิงหาคม	2545	พฤษภาคม	2545	7
มิถุนายน	2546	มิถุนายน	2547	ธันวาคม	2546	13

จากการพิจารณาการระบุสถานะตลาดโดยใช้ 24m-CMAX , 24m-MINC, 12m-CMAX และ 12m-MINC พบว่า มีทั้งช่วงเวลาที่เหมือนกันและแตกต่างกัน ทั้งนี้จะยึดผลตามตัวแปร 24m-CMAX , 24m-MINC แต่ช่วงที่ตัดสินใจไม่ได้หรือทับซ้อนกัน จะใช้ 12m-CMAX , 12m-MINC เป็นเครื่องมือช่วยตัดสินใจ ตามการวิเคราะห์ดังต่อไปนี้

1) จุดเริ่มต้นของการเกิดตลาดขาลงช่วงที่ 1 จากตัวแปร 24m-CMAX และ 12m-CMAX ให้ผลเหมือนกัน ดังนั้น ช่วงที่ 1 ของการเกิดตลาดขาลง คือ เมษายน 2522 ถึงมีนาคม 2525 และทำให้ได้ช่วงตลาดขาขึ้นช่วงที่ 1 คือ มีนาคม 2520 ถึงมิถุนายน 2522

2) จุดสิ้นสุดของการเกิดตลาดขาขึ้นช่วงที่ 2 จะนำตัวแปร 12m-MINC เป็นตัวตัดสินใจ ทำให้ได้ช่วงตลาดขาขึ้นช่วงที่ 2 คือ กันยายน 2529 ถึงสิงหาคม 2533

3) จุดเริ่มต้นของการเกิดตลาดขาลงช่วงที่ 2 จากตัวแปร 24m-CMAX และ 12m-CMAX ให้ผลเหมือนกัน คือ สิงหาคม 2533 แต่จะทับซ้อนกับช่วงการเกิดตลาดขาขึ้น อย่างไรก็ตามเมื่อวิเคราะห์ตามข้อมูลที่เกิดจริงในตลาดหลักทรัพย์พบว่า เป็นช่วงที่ดัชนีราคาตลาดหุ้นเริ่มตกลงอย่างเห็นได้ชัด ดังนั้น ช่วงที่ 2 ของการเกิดตลาดขาลง คือ กันยายน 2533 ถึงพฤศจิกายน 2534 (จุดสิ้นสุดของการเกิดตลาดขาลงจะนำตัวแปร 12m-MINC เป็นตัวตัดสินใจ)

4) จากตัวแปร 12m-CMAX ไม่พบการเกิดตลาดขาลงในช่วงปี 2537 ดังนั้นช่วงปี 2537 ไม่เกิดตลาดขาลง ทำให้ได้ช่วงตลาดขาขึ้นช่วงที่ 3 คือ ธันวาคม 2534 ถึงธันวาคม 2537

5) จากตัวแปร 24m-MINC พบว่า ช่วงปี 2538 เป็นช่วงที่เกิดตลาดขาขึ้น แต่จากข้อมูลที่เกิดขึ้นจริง ช่วงปี 2538 เป็นปีที่ตลาดหุ้นค่อนข้างซบเซา นั่นคือ ทำให้ได้ช่วงที่ 3 และ 4 ของการเกิดตลาดขาลง คือ มกราคม 2538 ถึงเมษายน 2538 และช่วงสิงหาคม 2538 ถึงพฤศจิกายน 2538 ตามลำดับ

6) จุดเริ่มต้นของการเกิดตลาดขาขึ้นช่วงที่ 4 จากตัวแปร 24m-MINC และ 12m-MINC ให้ผลเหมือนกัน คือ ตุลาคม 2541 ดังนั้นช่วงการเกิดตลาดขาขึ้นตามตัวแปร 24m-MINC คือ ตุลาคม 2541 ถึง กรกฎาคม 2543 และยังทำให้ได้ผลการวิเคราะห์ช่วงตลาดขาลงช่วงที่ 5 และ 6 คือ กรกฎาคม 2539 ถึงกันยายน 2541 และช่วงสิงหาคม 2543 ถึงธันวาคม 2544

ตารางที่ 5.5 สรุประยะเวลาการเกิดตลาดขาลง (bust) โดยใช้ตัวแปร 24m-CMAX ที่ปรับใหม่ (Adjusted 24m-CMAX)

จุดเริ่มต้น		จุดสิ้นสุด		จุดต่ำสุด		ระยะเวลา (เดือน)
เดือน	ปี	เดือน	ปี	เดือน	ปี	
เมษายน	2522	มีนาคม	2525	กันยายน	2523	36
กันยายน	2533	พฤศจิกายน	2534	พฤศจิกายน	2533	15
มกราคม	2538	เมษายน	2538	เมษายน	2538	4
สิงหาคม	2538	พฤศจิกายน	2538	พฤศจิกายน	2538	4
กรกฎาคม	2539	กันยายน	2541	สิงหาคม	2541	26
สิงหาคม	2543	ธันวาคม	2544	ธันวาคม	2543	17
กรกฎาคม	2551	ธันวาคม	2551	พฤศจิกายน	2551	6

ตารางที่ 5.6 สรุประยะเวลาการเกิดตลาดขาขึ้น (boom) โดยใช้ตัวแปร 24m-MINC ที่ปรับใหม่ (Adjusted 24m-MINC)

จุดเริ่มต้น		จุดสิ้นสุด		จุดสูงสุด		ระยะเวลา (เดือน)
เดือน	ปี	เดือน	ปี	เดือน	ปี	
มีนาคม	2520	มีนาคม	2522	ตุลาคม	2521	25
กันยายน	2529	สิงหาคม	2533	กันยายน	2530	48
ธันวาคม	2534	ธันวาคม	2537	ธันวาคม	2536	37
ตุลาคม	2541	กรกฎาคม	2543	มิถุนายน	2542	22

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

5.2 การทดสอบ Stationary โดย Unit Root Test

ตัวแปรที่นำมาทดสอบความนิ่ง (Stationary) โดยวิธี Unit Root Test ได้แก่ RP_1_day, D_3LOGSET_INDEX, D_2LOGSET_INDEX, D_1LOGSET_INDEX, LOGSET_INDEX, LOGMPI และ LOGCPI เนื่องจากข้อมูลดัชนีราคาหลักทรัพย์ ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และดัชนีราคาผู้บริโภค ข้อมูลในแต่ละช่วงเวลามีความแตกต่างกันมาก จึงใช้ข้อมูลดังกล่าวอยู่ในรูป Logarithm เพื่อให้ข้อมูลในแต่ละช่วงเวลามีความใกล้เคียงกันมากขึ้น การทดสอบเป็นไปตั้งขั้นตอนต่อไปนี้

- 1) พิจารณากราฟของแต่ละตัวแปรเพื่อดูว่าข้อมูลมี Intercept หรือ Trend หรือไม่
- 2) ทำการทดสอบ ADF Test โดยเริ่มที่ level เพื่อดูว่าตัวแปรมี Unit Root หรือไม่ ทั้งนี้จะต้องกำหนดการเลือก Intercept และ Trend ให้เหมาะสมกับลักษณะของข้อมูล โดยพิจารณาจากกราฟขั้นตอนที่ 1
- 3) เปรียบเทียบค่า ADF Test Statistic ที่ได้กับค่า 5% Critical Value ว่าสามารถปฏิเสธสมมติฐานการมีอยู่ของ Unit Root หรือไม่ ถ้าค่า ADF Test Statistic ที่ได้มีค่าน้อยกว่า 5% Critical Value แสดงว่าสามารถปฏิเสธสมมติฐานได้ ดังนั้นข้อมูลไม่มีปัญหา Unit Root หรือกล่าวได้ว่า ข้อมูลมีความนิ่งที่ระดับ level
- 4) หากข้อมูลไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานได้ จะทำการทดสอบด้วยวิธีการเดิมที่ 1st difference และ 2nd difference จนสรุปได้ว่า ตัวแปรมีคุณสมบัติ Stationary ที่ระดับใด

ตารางที่ 5.7 ผลการทดสอบ Unit Root โดย ADF Test at level

Variable	ADF Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	Probability
RP_1_DAY	-2.151464	-3.457747	-2.873492	-2.573215	0.2249
D_3LOGSET_INDEX	-2.508165	-2.571046	-1.941657	-1.616142	0.0119
D_2LOGSET_INDEX	-2.548218	-2.571110	-1.941666	-1.616136	0.0107
D_1LOGSET_INDEX	-2.407782	-2.571046	-1.941657	-1.616142	0.0157
LOGSET_INDEX	-1.607625	-3.446321	-2.868475	-2.570530	0.4777
LOGMPI	-2.484265	-3.981703	-3.421358	-3.133447	0.3359
LOGCPI	-1.880901	-3.981521	-3.421270	-3.133394	0.6625

จะเห็นว่าทุกตัวแปรไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ได้ แสดงว่าตัวแปรทุกตัวมี Unit Root ที่มีลักษณะเป็น Non-Stationary ดังนั้นจึงทำการทดสอบ ADF Test at 1st difference ต่อไป

ตารางที่ 5.8 ผลการทดสอบ Unit Root โดย ADF Test at 1st difference

Variable	ADF Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	Probability
RP_1_DAY	-19.13725	-3.457747	-2.873492	-2.573215	0.0000*
D_3LOGSET_INDEX	-19.37857	-2.571062	-1.941659	-1.616140	0.0000*
D_2LOGSET_INDEX	-10.50781	-2.571127	-1.941668	-1.616134	0.0000*
D_1LOGSET_INDEX	-19.15132	-2.571062	-1.941659	-1.616140	0.0000*
LOGSET_INDEX	-17.83224	-3.446362	-2.868493	-2.570539	0.0000*
LOGMPI	-3.361077	-3.446862	-2.868713	-2.570657	0.0130**
LOGCPI	-14.87165	-3.981521	-3.421270	-3.133394	0.0000*

* หมายถึง ปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

** หมายถึง ปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

โดยปกติการนำตัวแปรมาใส่ในแบบจำลอง VAR ตัวแปรทุกตัวต้องมีลักษณะเป็น Stationary เนื่องจากหากเอาตัวแปรที่มีลักษณะ Non-Stationary เข้ามาใส่ การประมาณค่า VAR ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดจะเป็นปัญหา Spurious problem จากการทดสอบ Unit Root ข้างต้นพบว่า ตัวแปรทุกตัวจะ Stationary ที่ผลต่างลำดับที่ 1 (1st difference) อย่างไรก็ตามสามารถที่จะนำตัวแปรที่ระดับ level มาประมาณค่าภายใต้ VAR ได้จากข้อเสนอแนะของ Enders(1995) ที่ว่าถึงแม้ว่าตัวแปรที่ใส่ใน VAR จะมีลักษณะเป็น Non-Stationary แต่หากตัวแปรในแบบจำลองมีความสัมพันธ์กันในระยะยาวก็สามารถนำไปประมาณค่าภายใต้แบบจำลอง VAR ได้ ดังนั้นเมื่อได้ Optimal Lag¹¹ ที่จะใช้ในการวิเคราะห์แล้ว จะทำการทดสอบหาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Cointegration test) โดยถ้าผลออกมาพบว่าตัวแปรที่เอามาใส่ในแบบจำลอง VAR มีความสัมพันธ์กันในระยะยาวอย่างน้อย 1 สมการก็แสดงว่าสามารถนำตัวแปรที่ระดับ level มาใช้

¹¹ Optimal Lag หรือค่าความล่าช้าที่เหมาะสมที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวระหว่างตัวแปรนี้ จะพิจารณาจากการประมาณค่า VAR และนำมาทดสอบความล่าช้าที่เหมาะสมโดยดูจากค่า AIC รายละเอียดเพิ่มเติมที่หัวข้อ 5.3

ประมาณค่าในแบบจำลอง VAR ได้

ตารางที่ 5.9 ผลการทดสอบ Cointegration test ระหว่างตัวแปร RP_1_DAY, LOGSET_INDEX, LOGMPI และ LOGCPI

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.104316	63.07601	47.85613	0.0010
At most 1 *	0.077631	36.96628	29.79707	0.0063
At most 2 *	0.052933	17.81420	15.49471	0.0220
At most 3 *	0.020565	4.924824	3.841466	0.0265

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

จากตารางที่ 5.9 จะเห็นได้ว่า ณ ทุกระดับ Eigenvalue มีค่า Trace Statistic มากกว่าค่า Critical Value แสดงว่าในแบบจำลอง VAR ตัวแปรมีความสัมพันธ์กันในระยะยาว 4 สมการ ดังนั้นสามารถใช้แบบจำลอง VAR ที่มีตัวแปรทุกตัว ณ ระดับ level ได้

5.3 การทดสอบจำนวนความล่าช้าที่เหมาะสม (Optimal Lag)

ก่อนที่จะนำตัวแปรทุกตัวประมาณค่าภายใต้ VAR จำเป็นต้องเลือกจำนวนความล่าช้าที่เหมาะสมเสียก่อน ทางผู้วิจัยจึงทำการทดสอบจำนวน lag โดยพิจารณาจากค่า Akaike Information Criterion (AIC) พบว่า จำนวนความล่าช้าที่เหมาะสม คือ 2 lag ดังตารางที่ 5.10 และตารางที่ 5.11

ตารางที่ 5.10 ผลการทดสอบ Optimal Lag โดยค่า Akaike Information Criterion (AIC) ในแบบจำลอง VAR 1¹²

Lag	AIC
0	-1.779615
1	-13.39031
2	-13.65035*
3	-13.61149
4	-13.54695
5	-13.57556
6	-13.58991
7	-13.57485
8	-13.58891

ตารางที่ 5.11 ผลการทดสอบ Optimal Lag โดยค่า Akaike Information Criterion (AIC) ในแบบจำลอง VAR 2¹³

Lag	AIC
0	-2.525854
1	-18.45289
2	-18.63795*
3	-18.55189
4	-18.48090
5	-18.49377
6	-18.47683
7	-18.41895
8	-18.36359

* indicates lag order selected by the criterion

AIC: Akaike information criterion (test at 5% level)

¹² คือ แบบจำลอง VAR ที่ไม่มีตัวแปรสถานะตลาด ประกอบด้วย 4 ตัวแปร RP_1_DAY, LOGSET_INDEX, LOGMPI และ LOGCPI

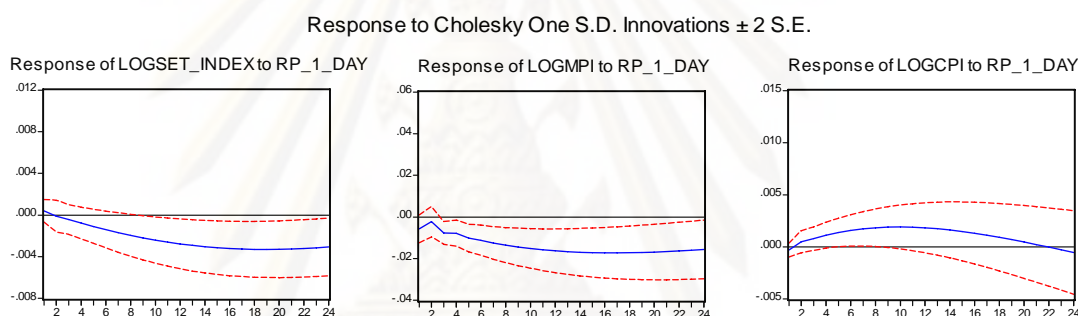
¹³ คือ แบบจำลอง VAR ที่มีตัวแปรสถานะตลาด ประกอบด้วย 6 ตัวแปร RP_1_DAY, D_3LOGSET_INDEX, D_2LOGSET_INDEX, D_1LOGSET_INDEX, LOGMPI และ LOGCPI

5.4 ผลการวิเคราะห์ภายใต้แบบจำลอง VAR 1: กรณีไม่มีตัวแปรสถานะตลาดหลักทรัพย์

5.4.1 ผลการวิเคราะห์ Impulse Response Function

มีหลายงานศึกษาที่วิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีดัชนีราคาหลักทรัพย์โดยไม่พิจารณาถึงสถานะตลาดหลักทรัพย์ว่ามีลักษณะอย่างไร ในส่วนนี้จะทำการวิเคราะห์ให้ครอบคลุมงานศึกษาแบบเดิม เพื่อเป็นตัวเปรียบเทียบกับแบบจำลอง VAR ที่ 2 ที่มีการแบ่งสถานะตลาดร่วมด้วย

รูปที่ 5.5 ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม และดัชนีราคาผู้บริโภค



ผลการศึกษาในแบบจำลองที่ 1 พบว่า เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย RP ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในดัชนีราคาหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ เมื่อนโยบายการเงินเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น ทำให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์ลดลง โดยช่วงเวลาที่นโยบายการเงินมีผลคือช่วงเดือนที่ 8-24 นอกจากนี้ยังทำให้ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมลดลงตั้งแต่เดือนที่ 3-24

มีข้อสังเกต คือ การเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินควรจะกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงตัวแปรอัตราเงินเฟ้อในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ เมื่ออัตราดอกเบี้ย RP เพิ่มขึ้น อัตราเงินเฟ้อควรจะลดลง อย่างไรก็ตามในแบบจำลองนี้ ให้ผลไม่ตรงตามทฤษฎี ทำให้เกิดปัญหาที่เรียกว่า Price Puzzle

แนวทางในการแก้ปัญหา Price Puzzle ได้มีผู้แนะนำไว้หลายวิธี เช่น ปีติ และพินรัฐ (2545) แก้ปัญหา Price Puzzle โดยการใส่ตัวแปรสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ (Bank credit) เนื่องจากประเทศไทยมีการพึ่งพาการให้สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์มาก ในขณะที่ Sim(1992) ให้เหตุผลการเกิด Price Puzzle ว่ามีสาเหตุจากการละเลยตัวแปรอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ เนื่องจาก Federal Reserve จะตอบสนองต่อการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์โดยการเพิ่มอัตราดอกเบี้ย Fed Fund rate เพื่อขจัดปัญหา Price Puzzle จึงควรใส่ตัวแปรที่แสดงถึงการ

คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ หรือการเปลี่ยนแปลงในอุปทาน (supply shock) ดังนั้นตัวแปรที่สามารถใส่ในแบบจำลอง เพื่อแก้ปัญหา Price Puzzle ได้แก่ Commodity Price (Christiano, Eichenbaum and Evans, 1994) Oil price (Pavel Kapinos, 2004) Long-term interest rate (Bernd Hayo and Birgit Uhlenbrock, 1999) และ Spread between ten years and 3-month treasury (Nathan S. Balke and Kenneth M. Emery, 1994)

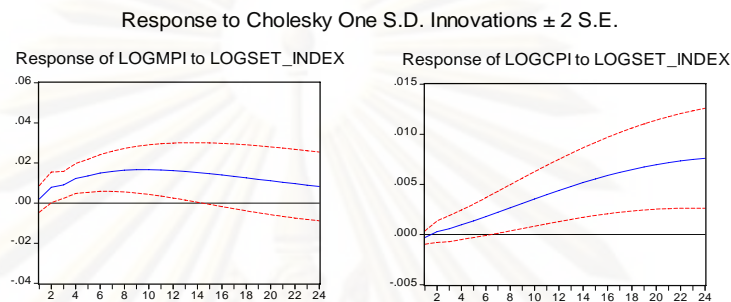
อย่างไรก็ตาม ตัวแปรที่ผู้วิจัยแต่ละท่านเสนอเพื่อแก้ปัญหา Price Puzzle ไม่สามารถใช้กับงานศึกษานี้ได้ เนื่องจากตัวแปรบางตัวไม่สามารถแก้ปัญหา Price Puzzle กับข้อมูลของประเทศไทยได้ เช่น อัตราดอกเบี้ยระยะยาว (ใช้ความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นและระยะยาว) ดัชนีที่นำภาวะเงินเฟ้อ ราคาน้ำมัน ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน ส่วนสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์นั้นสามารถแก้ปัญหา Price Puzzle ได้จริงแต่มีข้อจำกัดตรงที่จำนวนข้อมูลสินเชื่อมีตั้งแต่ปี 2544 ถึงปัจจุบัน เมื่อใส่ตัวแปรสินเชื่อและประมาณค่าแบบจำลอง VAR แล้วจำนวนตัวอย่างถูกตัดเหลือตั้งแต่เดือนมกราคม 2544 ถึงธันวาคม 2551 ซึ่งจะทำให้เกิดความขัดแย้งในการเปรียบเทียบแบบจำลองที่ 1 และ 2 เพราะเมื่อใส่ตัวแปรสภาวะตลาดในแบบจำลองที่ 2 ค่าของตัวแปรสภาวะตลาดในช่วงตั้งแต่ปี 2544 ถึง 2551 มีเพียงสภาวะตลาดปกติ (normal) และสภาวะตลาดซาลง (bust) ทำให้การศึกษาไม่ครอบคลุมตามวัตถุประสงค์

ขณะที่แบบจำลอง FAVAR สามารถแก้ปัญหา Price Puzzle ได้ (ไพบุลย์, 2550) อย่างไรก็ตาม การจัดกลุ่มปัจจัยที่เป็นตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ใช้หลักทางสถิติเพียงอย่างเดียว ไม่มีทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์มารองรับ นอกจากนี้ตัวแปรที่เลือกมาทำ Factor Analysis มีจำนวนข้อมูลไม่เท่ากัน ทำให้เกิดปัญหาจำนวนข้อมูลเช่นเดียวกับการใส่ตัวแปรสินเชื่อ

ดังนั้นในการศึกษาคั้งนี้จึงยังคงปัญหา Price Puzzle ไว้ เนื่องจากงานศึกษาคั้งนี้ต้องการศึกษาการส่งผ่านนโยบายการเงินไปยังตลาดหลักทรัพย์ในสภาวะที่แตกต่างกัน ซึ่งจะทำให้ความสำคัญกับผลกระทบของผลผลิตและอัตราเงินเฟ้อผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์ ดังนั้นการรักษาจำนวนข้อมูลหรือการเก็บระยะเวลาการศึกษาให้ยาวนานที่สุดเป็นสิ่งสำคัญ นอกจากนี้จำนวนข้อมูลที่วิเคราะห์ในแบบจำลอง VAR ประกอบด้วยข้อมูลในช่วงก่อนที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะนำนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อมาใช้ ซึ่งมีมากกว่าข้อมูลในช่วงหลังธนาคารแห่งประเทศไทยนำนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อมาใช้ ดังนั้นปัญหา Price Puzzle อาจยังคงอยู่เนื่องจาก ก่อนที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะนำกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อมาใช้ นั้น ระดับราคาในประเทศไม่มีเสถียรภาพและไม่ได้เป็นเป้าหมายในการจัดการ แต่ภายหลังที่นำกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อมาใช้ ทำให้ระดับราคาสินค้าในประเทศมีเสถียรภาพมากขึ้น นโยบาย

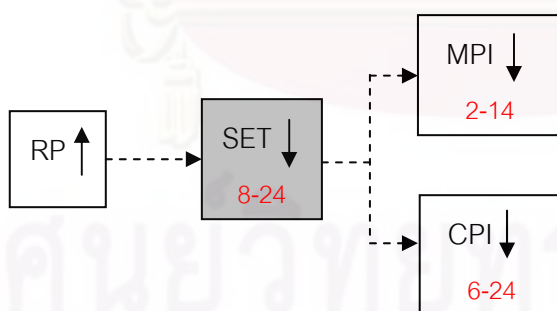
การเงินตอบโต้กับอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ ทำให้สามารถตอบโต้กับอัตราเงินเฟ้อผ่านช่องทางต่างๆได้

รูปที่ 5.6 ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาหลักทรัพย์ ต่อดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมและดัชนีราคาผู้บริโภค



เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในดัชนีราคาหลักทรัพย์ จะทำให้ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกัน คือ เมื่อดัชนีราคาหลักทรัพย์เพิ่ม ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมจะเพิ่มขึ้นด้วยโดยผลตอบสนองจะเกิดขึ้นในเดือนที่ 2-14 ในทำนองเดียวกันเมื่อดัชนีราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง ทำให้อัตราเงินเฟ้อตอบสนองทิศทางเดียวกันเมื่อเวลาผ่านไป 6 เดือน และผลกระทบยาวนานตั้งแต่เดือนที่ 6-24

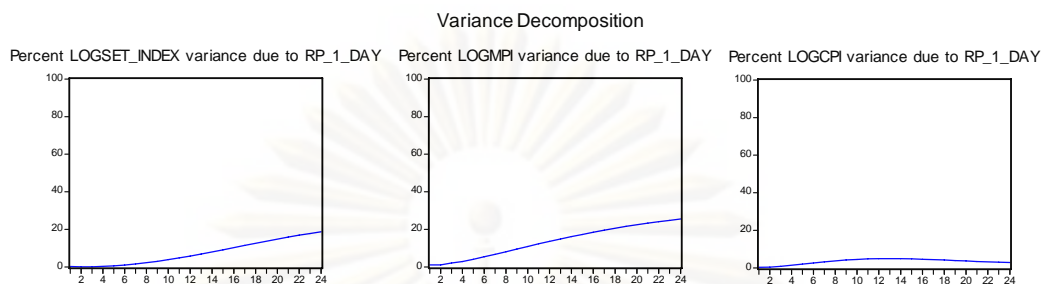
รูปที่ 5.7 แผนภาพผลกระทบนโยบายการเงินแบบเข้มงวดต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจ ผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์



หมายเหตุ: ตัวเลขแสดงช่วงเวลาที่มีผลตอบสนอง จากการวิเคราะห์ Impulse Response Function

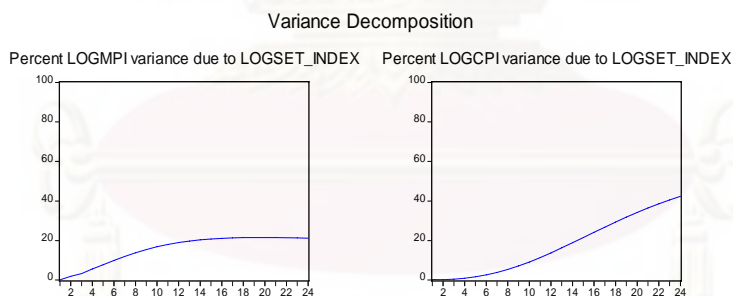
5.4.2 ผลการวิเคราะห์ Variance Decomposition

รูปที่ 5.8 Variance Decomposition ของตัวแปรต่างๆ ที่ถูกอธิบายโดย RP 1 day



จากการวิเคราะห์ความแปรปรวนของค่าผิดพลาดจากการพยากรณ์ดัชนีราคาหลักทรัพย์พบว่าอัตราดอกเบี้ย RP 1 day มีอิทธิพลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ โดยเปอร์เซ็นต์ของการอธิบายอยู่ในช่วง 0.12-18.71% ส่วนการวิเคราะห์ความแปรปรวนของดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม และอัตราเงินเฟ้อนั้น พบว่า RP 1 day มีอิทธิพลต่อความแปรปรวนของดัชนี MPI เพิ่มขึ้นทุกปี โดยเปอร์เซ็นต์การอธิบายในช่วง 2 ปีอยู่ระหว่าง 1.11-25.54% ขณะที่อัตราดอกเบี้ย RP 1 day ส่งผลให้เกิดความแปรปรวนในอัตราเงินเฟ้อไม่มาก ประมาณ 0.31-3.48% เท่านั้น

รูปที่ 5.9 Variance Decomposition ของตัวแปรต่างๆ ที่ถูกอธิบายโดยดัชนีราคาหลักทรัพย์



ความแปรปรวนของค่าผิดพลาดจากการพยากรณ์ดัชนีราคาหลักทรัพย์ส่งผลให้เกิดความแปรปรวนในดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นทุกเดือน และจะมีค่าค่อนข้างคงที่ประมาณ 21% ตั้งแต่เดือนที่ 16 เป็นต้นไป และความแปรปรวนค่าผิดพลาดจากการพยากรณ์ดัชนีราคาหลักทรัพย์สามารถอธิบายความแปรปรวนในอัตราเงินเฟ้อได้เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ โดยเปอร์เซ็นต์การอธิบายอยู่ระหว่าง 0.25-42.42% จะเห็นว่าอัตราเงินเฟ้อที่เปลี่ยนแปลงถูกอธิบายได้จากตัวแปรดัชนีราคาหลักทรัพย์มากกว่าตัวแปรทางด้านนโยบายการเงิน

5.4.3 ผลการวิเคราะห์ขนาดผลกระทบนโยบายการเงินต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์

เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม จากผลการวิเคราะห์ Impulse Response Function อย่างไรก็ตามเพื่อให้เห็นรายละเอียดผลกระทบนโยบายการเงินที่ส่งไปยังตลาดหลักทรัพย์ จะพิจารณาขนาดผลกระทบจากสมการดังนี้

$$\begin{aligned} \text{LOGSET_INDEX} = & -0.000326 * \text{RP_1_DAY}(-1) + 8.33\text{e-}05 * \text{RP_1_DAY}(-2) \\ & + 1.011695 * \text{LOGSET_INDEX}(-1) - 0.068170 * \text{LOGSET_INDEX}(-2) \\ & + 0.005435 * \text{LOGMPI}(-1) + 0.003072 * \text{LOGMPI}(-2) \\ & - 0.049567 * \text{LOGCPI}(-1) + 0.025714 * \text{LOGCPI}(-2) \\ & + 0.10223 - 2.93\text{e-}005 \end{aligned}$$

เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงใน RP 1 day จะทำให้เกิดผลกระทบไปยังดัชนี SET INDEX เท่ากับ $-0.000326 + 8.33\text{e-}005 = -0.0002427$

จากการวิเคราะห์ในแบบจำลอง VAR นี้สามารถสรุปได้ดังตารางที่ 5.13 และ 5.14 ซึ่งมีประเด็นรายละเอียดดังนี้

1) การเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินส่งผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม ครึ่งปีหลังจากมีการทำนโยบาย และผลกระทบจะยังคงอยู่ตลอดระยะเวลา 2 ปี

2) จากค่าความแปรปรวนของดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมอันเนื่องมาจากความแปรปรวนของดัชนีราคาหลักทรัพย์และ ความแปรปรวนของดัชนีราคาผู้บริโภคอันเนื่องมาจากความแปรปรวนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ ในตารางที่ 5.14 ซึ่งให้เห็นว่า ดัชนีราคาหลักทรัพย์สามารถทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงใน MPI และ CPI นั่นคือ การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์ สามารถทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงผลผลิตและอัตราเงินเฟ้อได้

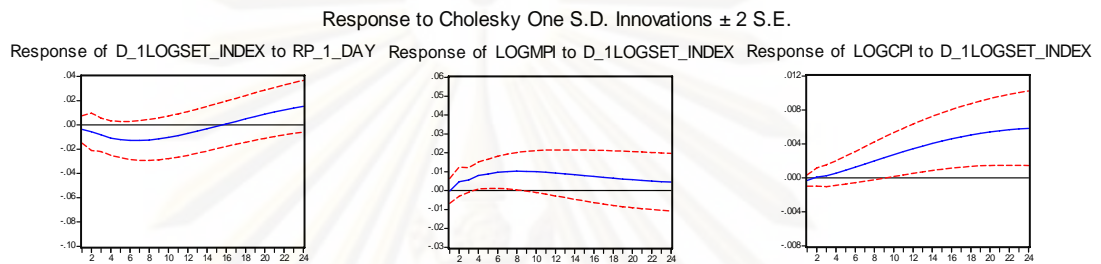
3) เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะทำให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงร้อยละ 0.02 ในทิศทางตรงกันข้าม

4) เมื่อเปรียบเทียบความแปรปรวนของดัชนีราคาผู้บริโภคอันเนื่องมาจากความแปรปรวนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ และความแปรปรวนของดัชนีราคาผู้บริโภคอันเนื่องมาจากความแปรปรวนของอัตราดอกเบี้ย RP 1 day ในตารางที่ 5.14 แล้วพบว่า อัตราเงินเฟ้อที่เปลี่ยนแปลงถูกอธิบายได้จากการเปลี่ยนแปลงตัวแปรดัชนีราคาหลักทรัพย์ มากกว่าการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงิน

5.5 ผลการวิเคราะห์ภายใต้แบบจำลอง VAR 2: กรณีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะขาขึ้น ขาลง และปกติ

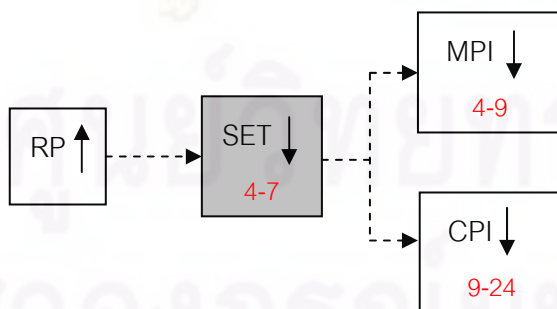
5.5.1 ผลการวิเคราะห์ Impulse Response Function

รูปที่ 5.10 ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจผ่านช่องทาง
ราคาหลักทรัพย์ กรณีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะขาขึ้น (boom)



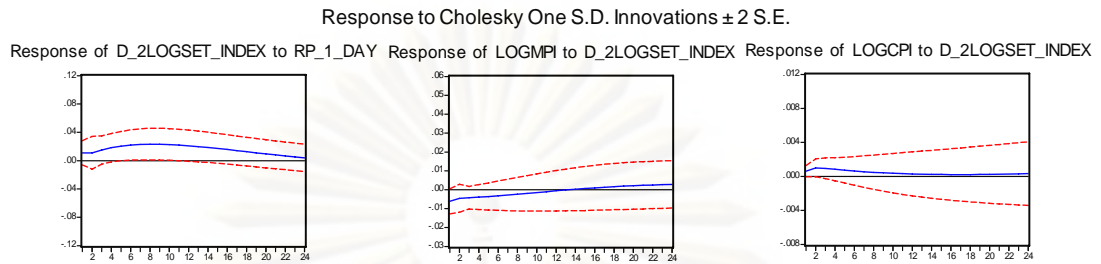
ในช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะขาขึ้น ดัชนีราคาหลักทรัพย์จะตอบสนองต่อการ
กระทำทางนโยบายการเงินในทิศทางตรงกันข้าม เมื่ออัตราดอกเบี้ย RP เพิ่ม ดัชนีราคาหลักทรัพย์
จะลดลงแต่ลดลงในระยะเวลาอันสั้น ประมาณ 2-3 เดือนเท่านั้น จากนั้นดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม
และอัตราเงินเฟ้อจะตอบสนองต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ โดยดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมจะตอบสนอง
ต่อการเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาหลักทรัพย์เดือนที่ 4-9 ในทิศทางเดียวกัน และอัตราเงินเฟ้อจะ
ตอบสนองต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ ในทิศทางเดียวกันนานตั้งแต่เดือนที่ 9-24

รูปที่ 5.11 แผนภาพผลกระทบนโยบายการเงินแบบเข้มงวดต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจ ผ่านช่องทาง
ราคาหลักทรัพย์กรณีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะขาขึ้น (boom)



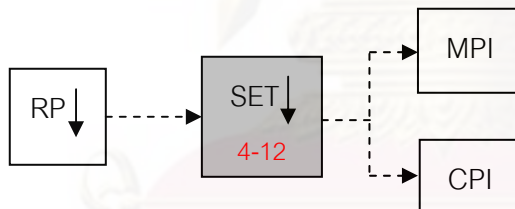
หมายเหตุ: ตัวเลขแสดงช่วงเวลาที่ผลตอบสนอง จากการวิเคราะห์ Impulse Response
Function

รูปที่ 5.12 ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์ กรณีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะซาลง (bust)



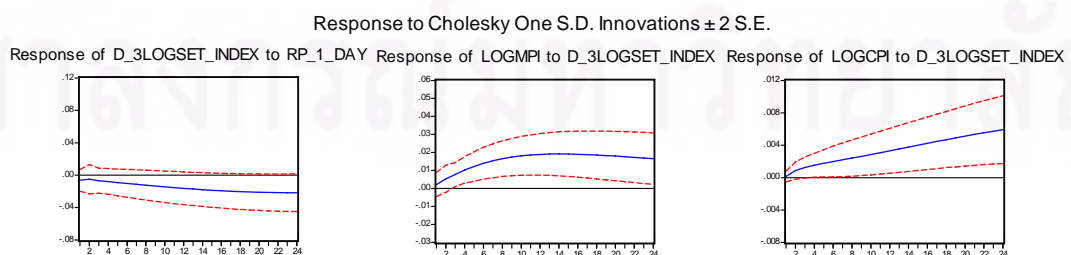
เมื่อตลาดหลักทรัพย์อยู่ในช่วงซาลง ดัชนีราคาหลักทรัพย์จะตอบสนองต่อนโยบายการเงินในทิศทางเดียวกัน เช่น เมื่ออัตราดอกเบี้ย RP เปลี่ยนแปลงลดลงจะทำให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์ลดลงด้วย โดยช่วงที่นโยบายมีผลคือตั้งแต่เดือนที่ 4-12 ส่วนการเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาหลักทรัพย์จะไม่ส่งผลกระทบต่อดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมและอัตราเงินเฟ้อ

รูปที่ 5.13 แผนภาพผลกระทบนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นตัวแปรทางเศรษฐกิจผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์กรณีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะซาลง (bust)



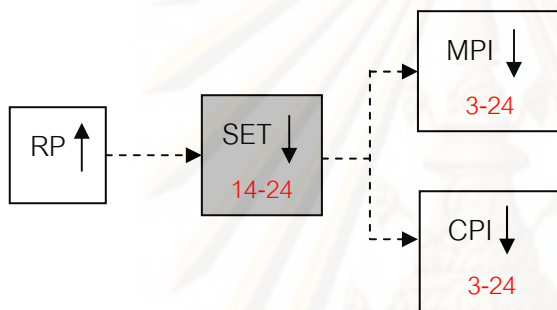
หมายเหตุ: ตัวเลขแสดงช่วงเวลาที่มีผลตอบสนอง จากการวิเคราะห์ Impulse Response Function

รูปที่ 5.14 ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์ กรณีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะปกติ (normal)



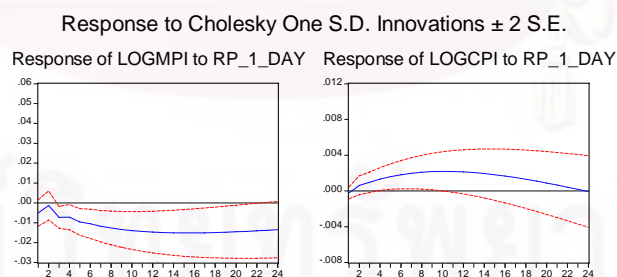
กรณีที่ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะปกติ ผลที่ได้ คือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์จะตอบสนองต่อนโยบายการเงินในทิศทางตรงกันข้ามหลังเกิดการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินไปแล้ว 1 ปี และเมื่อดัชนีราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงจะทำให้ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมและอัตราเงินเฟ้อเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกัน โดยผลตอบสนองจะเกิดหลังจากมีการเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาหลักทรัพย์ไปแล้ว 3 เดือน และผลกระทบจะคงอยู่ตลอดช่วงเวลา 2 ปี

รูปที่ 5.15 แผนภาพผลกระทบนโยบายการเงินแบบเข้มงวดต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์กรณีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะปกติ (normal)



หมายเหตุ: ตัวเลขแสดงช่วงเวลาที่แสดงผลตอบสนอง จากการวิเคราะห์ Impulse Response Function

รูปที่ 5.16 ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงิน ต่อดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม และดัชนีราคาผู้บริโภค

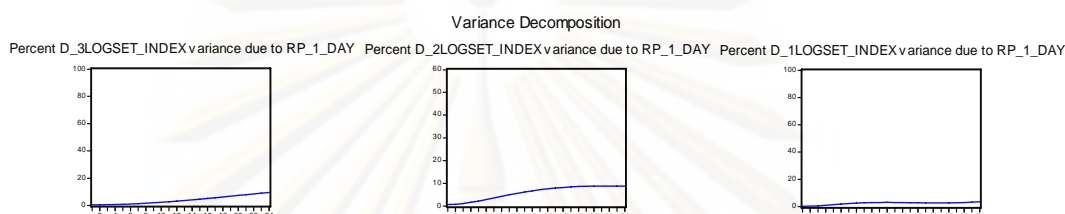


ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ยังคงตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินตามสมมติฐานที่วางไว้ คือ เมื่ออัตราดอกเบี้ย RP เปลี่ยนแปลงในทิศทางที่เพิ่มขึ้น จะทำให้ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม เปลี่ยนแปลงลดลงในช่วง 1-2 ปี และจะมีค่าลดลงมากที่สุดเมื่อผ่านไปประมาณ 1 ปีครึ่ง คือเดือนที่ 16-18

เมื่ออัตราดอกเบี้ย RP เพิ่มขึ้น อัตราเงินเฟ้อควรจะลดลง แต่แบบจำลองนี้ยังคงเกิดปัญหา Price Puzzle เหมือนแบบจำลองแรก

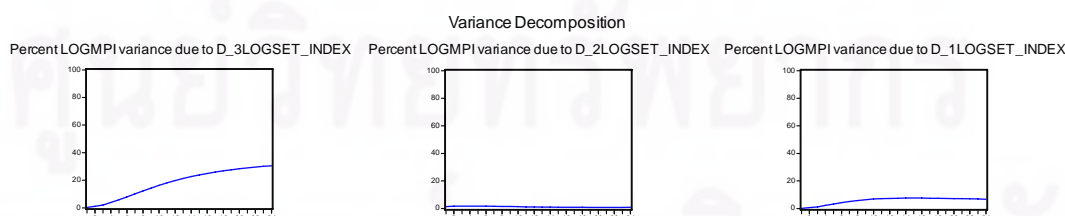
5.5.2 ผลการวิเคราะห์ Variance Decomposition

รูปที่ 5.17 Variance Decomposition ของดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดทั้ง 3 ภาวะ ที่อธิบายโดย RP 1 day



จากรูปที่ 5.17 จะเห็นว่า อัตราดอกเบี้ย RP 1 day มีอิทธิพลต่อความแปรปรวนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ ในแต่ละสภาวะตลาดแตกต่างกัน กล่าวคือ เมื่อตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะปกติ อัตราดอกเบี้ย RP สามารถอธิบายความแปรปรวนดัชนีราคาหลักทรัพย์ได้ไม่มากนักจากเปอร์เซ็นต์การอธิบายที่ไม่ถึง 10% อย่างไรก็ตามความแปรปรวนของดัชนีหลักทรัพย์มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นทุกเดือน ในทำนองเดียวกันเมื่อตลาดอยู่ในช่วงขาขึ้น อัตราดอกเบี้ย RP สามารถอธิบายความแปรปรวนดัชนีราคาหลักทรัพย์ได้น้อยจากเปอร์เซ็นต์การอธิบายที่ไม่ถึง 4% ขณะที่เมื่อตลาดอยู่ในช่วงขาลง การเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ย RP ทำให้เกิดความแปรปรวนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่า คือประมาณ 0.69-8.79% และเริ่มคงที่เมื่อเวลาผ่านไป 1 ปีครึ่ง

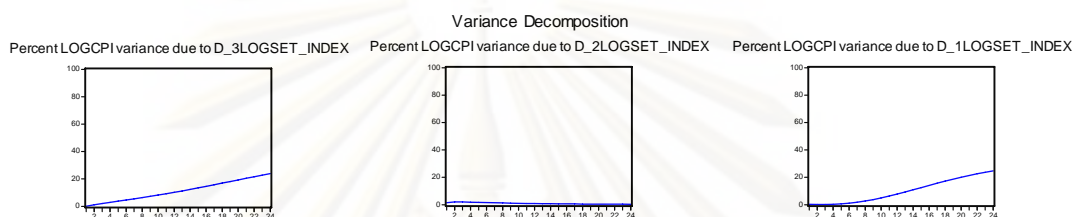
รูปที่ 5.18 Variance Decomposition ของดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ที่อธิบายโดยดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดทั้ง 3 ภาวะ



เมื่อเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายความแปรปรวนของดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมโดยดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดทั้ง 3 ภาวะแล้ว พบว่า ดัชนีราคา SET INDEX ในภาวะปกติ สามารถอธิบายความแปรปรวนหรือการเคลื่อนไหวในตัวแปรดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมได้มากที่สุด ประมาณ 0.17-30.5% และเมื่อตลาดอยู่ในภาวะขาขึ้น ดัชนีราคาหลักทรัพย์มีอิทธิพล

ต่อความแปรปรวนดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ได้ไม่มากประมาณ 0-7.57% ในขณะที่การเคลื่อนไหวในดัชนีราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่ตลาดกำลังลง ไม่สามารถอธิบายสาเหตุความแปรปรวนในดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมได้เลย เห็นได้จากมีเปอร์เซ็นต์การอธิบายไม่ถึง 2%

รูปที่ 5.19 Variance Decomposition ของอัตราเงินเฟ้อ ที่อธิบายโดยดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดทั้ง 3 สภาวะ



อัตราเงินเฟ้อถูกอธิบายด้วยตัวแปรดัชนีราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันออกไปตามสภาวะตลาด เมื่อตลาดอยู่ในช่วงขาลง ดัชนีราคาหลักทรัพย์ไม่สามารถอธิบายความแปรปรวนของอัตราเงินเฟ้อได้เลย ขณะที่เมื่อตลาดอยู่ในช่วงปกติและช่วงขาขึ้น ดัชนีราคาหลักทรัพย์สามารถอธิบายอัตราเงินเฟ้อได้เพิ่มขึ้นทุกๆเดือนโดยในช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์เป็นปกติ เปอร์เซ็นต์การอธิบายความแปรปรวนอัตราเงินเฟ้ออยู่ระหว่าง 0.06-23.8% และช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์กำลังเติบโตมีเปอร์เซ็นต์การอธิบายอยู่ระหว่าง 0.15-24.65%

5.5.3 ผลการวิเคราะห์ขนาดผลกระทบนโยบายการเงินต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์

การทดสอบความแตกต่างของสัมประสิทธิ์ใน 3 สมการด้วย Wald Test มีสมมติฐานดังนี้

$$H_0: c(15) + c(21) = c(28) + c(34) = c(41) + c(47)$$

$$H_a: c(15) + c(21) \neq c(28) + c(34) \neq c(41) + c(47)$$

เมื่อ $c(15)+c(21)$ คือ ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ปกติ

$c(28)+c(34)$ คือ ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดขาลง

$c(41)+c(47)$ คือ ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในตลาดขาขึ้น

ตารางที่ 5.12 ผลการทดสอบสัมประสิทธิ์ด้วย Wald Test

Wald Test:

System: SYS_UR

Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	4.186542	2	0.1233

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(15) + C(21) - C(41) - C(47)	0.001184	0.002901
C(28) + C(34) - C(41) - C(47)	0.006875	0.003404

Restrictions are linear in coefficients.

แม้ว่าค่าสถิติที่ได้มี Probability มากกว่าระดับนัยสำคัญ 0.10 แต่ค่าความน่าจะเป็นที่ได้มีค่าแตกต่างจากระดับนัยสำคัญเพียงเล็กน้อย ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าสัมประสิทธิ์ในสมมติฐานที่ตั้งไว้มีความแตกต่างกัน (ณ ความเชื่อมั่นที่ 88%)

สรุปได้ว่า การเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันไปในแต่ละตลาด โดยสามารถพิจารณาขนาดผลกระทบแยกตามสภาวะตลาดหลักทรัพย์ได้ดังนี้

ตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปกติ:

$$\begin{aligned}
 D_3LOGSET_INDEX = & 0.000276*RP_1_DAY(-1) - 0.001855*RP_1_DAY(-2) \\
 & + 1.817138*D_3LOGSET_INDEX(-1) - 0.546287*D_3LOGSET_INDEX(-2) \\
 & + 0.903157*D_2LOGSET_INDEX(-1) - 0.462715*D_2LOGSET_INDEX(-2) \\
 & + 0.884759*D_1LOGSET_INDEX(-1) - 0.514972*D_1LOGSET_INDEX(-2) \\
 & + 0.027241*LOGMPI(-1) + 0.087240*LOGMPI(-2) - 0.046355*LOGCPI(-1) \\
 & - 0.181015*LOGCPI(-2) + 0.112760 + 0.004195*ER
 \end{aligned}$$

เมื่อพิจารณาผลกระทบการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย RP ต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์กรณีตลาดอยู่ในภาวะปกติ พบว่า อัตราดอกเบี้ยจะทำให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงทิศทางตรงกันข้าม โดยมีขนาดผลกระทบเท่ากับ $0.000276 - 0.001855 = -0.001579$ หรือคิดเป็นร้อยละ 0.16

ตลาดหลักทรัพย์ในช่วงขาลง:

$$\begin{aligned} D_2LOGSET_INDEX = & 0.001770*RP_1_DAY(-1) + 0.002342*RP_1_DAY(-2) \\ & - 2.954926*D_3LOGSET_INDEX(-1) + 3.045317*D_3LOGSET_INDEX(-2) \\ & - 2.081369*D_2LOGSET_INDEX(-1) + 2.989001*D_2LOGSET_INDEX(-2) \\ & - 2.951460*D_1LOGSET_INDEX(-1) + 3.028111*D_1LOGSET_INDEX(-2) \\ & - 0.059916*LOGMPI(-1) + 0.039873*LOGMPI(-2) - 0.797373*LOGCPI(-1) \\ & + 0.844986*LOGCPI(-2) - 0.146175 - 0.000225*ER \end{aligned}$$

จะเห็นว่าเมื่อตลาดอยู่ในช่วงขาลง การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย RP 1 day จะทำให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกัน ขนาดเท่ากับ $0.00177 + 0.002342 = 0.004112$ หรือคิดเป็นร้อยละ 0.41

ตลาดหลักทรัพย์ในช่วงขาขึ้น:

$$\begin{aligned} D_1LOGSET_INDEX = & -0.002260*RP_1_DAY(-1) - 0.000503*RP_1_DAY(-2) \\ & + 2.1045*D_3LOGSET_INDEX(-1) - 2.536324*D_3LOGSET_INDEX(-2) \\ & + 2.140171*D_2LOGSET_INDEX(-1) - 2.565467*D_2LOGSET_INDEX(-2) \\ & + 3.032971*D_1LOGSET_INDEX(-1) - 2.556526*D_1LOGSET_INDEX(-2) \\ & + 0.034684*LOGMPI(-1) - 0.124723*LOGMPI(-2) + 0.766145*LOGCPI(-1) \\ & - 0.607202*LOGCPI(-2) + 0.156359 - 0.004113*ER \end{aligned}$$

การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย RP 1 day ในกรณีที่ตลาดอยู่ในช่วงขาขึ้น จะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาหลักทรัพย์เท่ากับ $-0.002260 - 0.000503 = -0.002763$ หรือคิดเป็นร้อยละ 0.28 ในทิศทางตรงกันข้าม

จากการวิเคราะห์ในแบบจำลอง VAR นี้สามารถสรุปได้ดังตารางที่ 5.13 และ 5.14 ซึ่งมีประเด็นรายละเอียดดังนี้

1) เมื่อตลาดหลักทรัพย์อยู่ในช่วงขาขึ้น การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยจะทำให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์ลดลง แต่จะลดลงในระยะเวลาอันสั้น 2-3 เดือนและขนาดผลกระทบประมาณร้อยละ 0.28 และเมื่อพิจารณา Impulse Response Function และ Variance Decomposition ในตารางที่ 5.13 และ 5.14 จะเห็นว่า ดัชนีราคาหลักทรัพย์สามารถทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมและอัตราเงินเฟ้อ โดยทั้งสองตัวแปรจะตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาหลักทรัพย์ในทิศทางบวก ทำให้สามารถสรุปได้ว่า การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทาง

ราคาหลักทรัพย์ในช่วงตลาดขาขึ้น ยังคงสามารถส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงผลผลิตและอัตราเงินเฟ้อได้

2) เมื่อตลาดหลักทรัพย์อยู่ในช่วงขาลง การใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายหรือการลดอัตราดอกเบี้ยจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงในช่วง 1 ปีแรก ร้อยละ 0.41 แต่การส่งผ่านนโยบายการเงินต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์จะไม่ส่งผลกระทบต่อผลผลิตและอัตราเงินเฟ้อ ดังเห็นได้จากดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมและอัตราเงินเฟ้อไม่ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาหลักทรัพย์ (จากตารางที่ 5.13) และค่าความแปรปรวนของดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมและอัตราเงินเฟ้อจากดัชนีราคาหลักทรัพย์มีค่าน้อยมาก (จากตาราง ที่ 5.14)

3) เมื่อเปรียบเทียบขนาดผลกระทบนโยบายการเงินต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 สภาวะ พบว่า ในช่วงตลาดขาลง ขนาดผลกระทบนโยบายการเงินต่อราคาหลักทรัพย์มากที่สุด คือร้อยละ 0.41

4) เมื่อตลาดอยู่ในภาวะปกติ การเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม ประมาณร้อยละ 0.16 และผลกระทบจะเกิดขึ้นหลังมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายไปแล้ว 1 ปี นอกจากนี้ ในตารางที่ 5.13 และ 5.14 จะเห็นว่า ดัชนีราคาหลักทรัพย์สามารถทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมและอัตราเงินเฟ้อ โดยทั้งสองตัวแปรจะตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาหลักทรัพย์ในทิศทางบวก ทำให้สามารถสรุปได้ว่า การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์เมื่อตลาดอยู่ในภาวะปกติสามารถส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงผลผลิตและอัตราเงินเฟ้อได้

ศูนย์วิจัยทรัพยากร

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 5.13 สรุปผลกระทบของนโยบายการเงินต่อตัวแปรต่างๆ ผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์
พิจารณาตามสภาวะตลาดขาขึ้น ขาลง และปกติ

แบบจำลอง / ผลตอบสนอง	แบบจำลองที่ 1	แบบจำลองที่ 2		
		ตลาดขาขึ้น (boom)	ตลาดขาลง (bust)	ตลาดปกติ (normal)
Response of SET INDEX to RP 1 day	ทิศทาง - ช่วงของการ ตอบสนอง: เดือนที่ 8-24 (16 เดือน) ขนาดผลกระทบ: ร้อยละ 0.02	ทิศทาง - ช่วงของการ ตอบสนอง: เดือนที่ 4-7 (3 เดือน) ขนาดผลกระทบ: ร้อยละ 0.28	ทิศทาง + ช่วงของการ ตอบสนอง: เดือนที่ 4-12 (8 เดือน) ขนาดผลกระทบ: ร้อยละ 0.41	ทิศทาง - ช่วงของการ ตอบสนอง: เดือนที่ 14-24 (10 เดือน) ขนาดผลกระทบ: ร้อยละ 0.16
Response of MPI to SET INDEX	ทิศทาง + ช่วงของการ ตอบสนอง: เดือนที่ 2-14 (12 เดือน)	ทิศทาง + ช่วงของการ ตอบสนอง: เดือนที่ 4-9 (5 เดือน)	ไม่มีผล	ทิศทาง + ช่วงของการ ตอบสนอง: เดือนที่ 3-24 (21 เดือน)
Response of CPI to SET INDEX	ทิศทาง + ช่วงของการ ตอบสนอง: เดือนที่ 6-24 (18 เดือน)	ทิศทาง + ช่วงของการ ตอบสนอง: เดือนที่ 9-24 (15 เดือน)	ไม่มีผล	ทิศทาง + ช่วงของการ ตอบสนอง: เดือนที่ 3-24 (21 เดือน)

หมายเหตุ: ทิศทางและช่วงของการตอบสนอง พิจารณาในช่วงระยะเวลา 24 เดือน

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 5.14 สรุปผลการแยกส่วนความแปรปรวนค่าผิดพลาดจากการพยากรณ์ของตัวแปรต่างๆ
พิจารณาตามสถานะตลาดขาขึ้น ขาลง และปกติ

แบบจำลอง Variance Decomposition	แบบจำลองที่ 1	แบบจำลองที่ 2		
		ตลาดขาขึ้น (boom)	ตลาดขาลง (bust)	ตลาดปกติ (normal)
Percent SET INDEX variance due to RP 1 day	0.12 – 18.71%	0.19 – 3.55%	0.69 – 8.76%	0.36 – 8.38%
Percent MPI variance due to SET INDEX	0.16 – 21.52%	0 – 7.57%	0.82 – 1.76%	0.17 – 30.5%
Percent CPI variance due to SET INDEX	0.25 – 42.42%	0.15 - 24.65%	0.41 – 2.04%	0.06 – 23.8%
Percent CPI variance due to RP 1 day	0.32 – 4.98%	0.18 – 6.50%		

หมายเหตุ: ตัวเลขในตารางแสดงค่าต่ำสุดและสูงสุดของการแยกส่วนความแปรปรวนในช่วง
ระยะเวลา 24 เดือน

บทที่ 6

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

6.1 สรุปผลการวิจัย

ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดทุนขนาดใหญ่ที่สะท้อนกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ดังนั้นในการกระตุ้นกิจกรรมในตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นการกระตุ้นการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเช่นกัน ในขณะเดียวกัน ตลาดหลักทรัพย์เป็นอีกช่องทางหนึ่งในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงไปยังระบบเศรษฐกิจโดยรวม และสุดท้ายจะตอบสนองเป้าหมายทางเศรษฐกิจของประเทศได้ ช่องทางนี้เรียกว่า ช่องทางราคาหลักทรัพย์ (Stock Price Channel) ในหลายงานศึกษาให้ความสำคัญในการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการเงินและราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากราคาหลักทรัพย์มีความเกี่ยวเนื่องกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจดังเช่นความเชื่อโดยทั่วไปว่า การสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องของดัชนีราคาหลักทรัพย์ หรือที่รู้จักกันว่าภาวะขาขึ้น (boom) เป็นสัญญาณของการเจริญเติบโตในภาคเศรษฐกิจจริง หรือการลดลงของดัชนีราคาหลักทรัพย์เป็นระยะเวลาสั้นติดต่อกันที่รู้จักกันว่าภาวะขาลง (bust) อาจเป็นสัญญาณการตกต่ำและการถดถอยของภาคเศรษฐกิจจริงได้ นอกจากนี้ราคาหลักทรัพย์ยังมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินเฟ้อหรือเสถียรภาพของราคา ซึ่งเป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อในปัจจุบัน (Inflation Targeting)

หลังจากมีงานศึกษามากมายที่ทำการวิเคราะห์ผลกระทบนโยบายการเงินต่อตลาดหลักทรัพย์ ทำให้มีคำถามที่น่าสนใจเพิ่มเติม 2 ประเด็นว่า นโยบายการเงินที่ส่งผ่านทางราคาหลักทรัพย์มีความแตกต่างกันหรือไม่เมื่อพิจารณาถึงสภาวะตลาดหลักทรัพย์ที่ต่างกัน และการดำเนินนโยบายการเงินแต่ละครั้งควรจะคำนึงถึงสภาวะของตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ เนื่องจากสภาวะตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่ปกติ อาจทำให้การดำเนินนโยบายการเงินมีความยุ่งยากขึ้น และผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อาจไม่เป็นไปตามเป้าหมาย ท้ายที่สุดเป้าหมายเสถียรภาพราคาอาจบิดเบือนไป งานวิจัยครั้งนี้จะช่วยตอบคำถามดังกล่าว จากการศึกษาถึงการดำเนินนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์เมื่อพิจารณาสภาวะตลาดหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน 3 สภาวะคือตลาดหลักทรัพย์ในภาวะขาขึ้น ภาวะขาลง และภาวะปกติ ผลการศึกษาที่ได้คือ ผลกระทบของนโยบายการเงินต่อตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละสภาวะตลาดแตกต่างกัน โดยรายละเอียดสรุปเป็นประเด็นได้ดังนี้

1) ในช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะปกติ (normal) กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์ในช่วงตลาดปกติยังคงทำงาน เนื่องจากดัชนีราคาหลักทรัพย์สามารถทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในผลผลิตและอัตราเงินเฟ้อได้ โดยราคาหลักทรัพย์จะตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย RP ในทิศทางตรงกันข้ามครึ่งปีหลังจากมีการทำนโยบาย แต่ขนาดผลกระทบของนโยบายการเงินมีไม่มากนัก ประมาณร้อยละ 0.16

2) ในช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะขาขึ้น (boom) การใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวดจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ตอบสนองในทิศทางที่ลดลงประมาณร้อยละ 0.28 แต่จะลดลงในระยะเวลาสั้นๆ 2-3 เดือน และนโยบายการเงินสามารถส่งผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์ไปยังตัวแปรผลผลิตและอัตราเงินเฟ้อได้

3) ในช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะขาลง (bust) การดำเนินนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์ไม่สามารถส่งผ่านไปยังผลผลิตและอัตราเงินเฟ้อ แต่การใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวดจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง โดยผลกระทบของนโยบายการเงินที่กระทำในช่วงนี้มีขนาดมากที่สุด คือร้อยละ 0.41 นอกจากนี้จากผลการศึกษา Variance Decomposition ยังพบว่าการกระทำทางนโยบายการเงินในช่วงขาลงเป็นสาเหตุให้เกิดการเคลื่อนไหวในดัชนีราคาหลักทรัพย์มากที่สุด เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดในช่วงอื่นๆ

4) เมื่อเปรียบเทียบขนาดของผลกระทบนโยบายการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ภายใต้สภาวะตลาดขาขึ้น ขาลง และปกติ พบว่า นโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงตลาดขาลงมากที่สุด รองลงมา คือ ตลาดขาขึ้น และตลาดปกติ อย่างไรก็ตามผลการศึกษาจากแบบจำลอง VAR ที่ไม่มีตัวแปรสภาพตลาด (VAR 1) พบว่า ผลกระทบนโยบายการเงินมีค่าน้อยมาก คือ ประมาณร้อยละ 0.02 นั่นคือ เมื่อพิจารณาตามสภาวะตลาดหลักทรัพย์ในช่วงต่างๆ แล้วผลกระทบของนโยบายการเงินต่อราคาหลักทรัพย์มีค่ามากกว่ากรณีที่ไม่พิจารณาสภาวะตลาด ผลการศึกษาที่ได้ ทำให้ทราบว่า ตัวแปรสภาวะตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ผลกระทบนโยบายการเงินมีมากขึ้น และขนาดผลกระทบจะแตกต่างกันออกไปในแต่ละสภาวะตลาด

5) จากการศึกษา Variance Decomposition ในแบบจำลอง VAR ทั้งสอง พบว่า การใช้ราคาหลักทรัพย์เป็นปัจจัยกำหนดอัตราเงินเฟ้อมากกว่าอัตราดอกเบี้ย RP 1 day เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อที่เปลี่ยนแปลงถูกอธิบายจากการเปลี่ยนแปลงตัวแปรราคาหลักทรัพย์มากกว่าตัวแปรอัตราดอกเบี้ย RP 1 day

เมื่อพิจารณาผลการศึกษาตามวิธีทางเศรษฐกิจและเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นจริงแล้วพบว่า ในช่วงตลาดปกติและตลาดขาขึ้น การใช้นโยบายการเงินส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม เหตุการณ์ที่เกิดขึ้นสอดคล้องกับผลการศึกษาที่ได้จากวิธีทางเศรษฐกิจ แต่ในช่วงตลาดขาลง มีทั้งเหตุการณ์ที่สอดคล้องและไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาในช่วงพ.ศ. 2540-2541

กล่าวคือ หลังจากการเปลี่ยนแปลงระดับอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัวในเดือนกรกฎาคม 2540 เพราะเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ประเทศไทยได้อยู่ภายใต้โปรแกรมการให้ความช่วยเหลือของกองทุนทางการเงินระหว่างประเทศ ซึ่งได้เริ่มเมื่อเดือนสิงหาคม 2540 การดำเนินนโยบายการเงินของประเทศไทยอยู่ภายใต้ข้อตกลงของรัฐบาลไทยกับกองทุนการเงินระหว่างประเทศ โดยมีการกำหนดกรอบการดำเนินนโยบายการเงินตามกรอบของกองทุนการเงินระหว่างประเทศที่เรียกว่า กรอบการตั้งเป้าหมายปริมาณเงิน อย่างไรก็ตาม ในช่วงดังกล่าวนี้ กลไกทางการเงินต่างๆ ไม่ได้ดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพเท่าที่ควร สืบเนื่องจากปัญหาของสถาบันการเงิน ที่สำคัญในระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวนั้น ค่าของเงินบาทจะปรับตัวขึ้นลงตามภาวะตลาด จึงมีความจำเป็นที่จะต้องสร้างความเชื่อมั่นในการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจให้ชัดเจนเพื่อนำไปสู่ความเชื่อมั่นในค่าเงินบาท และช่วยไม่ให้ค่าเงินผันผวนจนเกินไป ซึ่งวิธีสร้างความเชื่อมั่นหนึ่งก็คือ ทางการต้องควบคุมเงินเพื่อให้ได้ประสิทธิผล ธนาคารกลางจึงมักเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในทิศทางที่เพิ่มขึ้น จากวิกฤตการณ์ทางการเงินปี 2540 ได้ทำให้เกิดความชงเซาทั้งภาคเศรษฐกิจจริงและตลาดหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก ทางการจำเป็นต้องดำเนินนโยบายขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อควบคุมเงินเพื่อและรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน จึงได้ปรับอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานสูงขึ้นจากร้อยละ 10.5 เป็น 12.5 ต่อปี เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินสูงขึ้นตลอดทั้งปี เนื่องจากสภาพคล่องที่ยังคงตึงตัว และนโยบายการเงินที่ต้องรักษาอัตราดอกเบี้ยตลาดเงินไว้ในระดับสูง เพื่อควบคุมเงินเพื่อและรักษาเสถียรภาพค่าเงินบาท ทำให้ภาวะการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ลดลง ดัชนีราคาหลักทรัพย์ปิดที่ 372.69 จุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2540 โดยลดลงจากระดับ 831.57 จุดเมื่อปี 2539 สำหรับช่วงตลาดหลักทรัพย์ขาลงในพ.ศ. 2540 เมื่ออัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น ราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มลดลงเรื่อยๆ ตลอดปี ดังนั้นเราจึงไม่พบความสัมพันธ์นโยบายการเงินและราคาหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน

อย่างไรก็ตาม เมื่อเข้าสู่ปี 2541 แม้ว่าระบบการเงินในปี 2541 จะมีสภาพคล่องสูง และนโยบายการเงินมีลักษณะผ่อนคลายมากขึ้น อัตราดอกเบี้ยในประเทศลดลง โดยเฉพาะในช่วงครึ่งหลังของปีที่อัตราดอกเบี้ยลดลงมาก แต่ภาวะตลาดหลักทรัพย์ยังคงชงเซา ดัชนีราคาหลักทรัพย์มีค่าลดลงมาที่ระดับ 355.81 จุด ณ วันที่ 30 ธันวาคม 2541 เราจึงพบความสัมพันธ์ทิศทางบวกระหว่างนโยบายการเงินและราคาหลักทรัพย์ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่ลดลง เป็นผลพวงมาจากการ

หดตัวทางเศรษฐกิจ การบริโภคและการลงทุนที่ลดลง ธุรกิจโดยทั่วไปประสบปัญหาขาดสภาพคล่องทางการเงินอย่างรุนแรง ทั้งนี้เกิดจากการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินในประเทศ และการเร่งให้ชำระคืนหนี้จากสถาบันการเงินต่างประเทศ รวมทั้งการขาดความเชื่อมั่นในนโยบายของนักลงทุน ทำให้นักลงทุนในประเทศและต่างประเทศ ต่างทยอยขายหลักทรัพย์ เป็นสาเหตุให้การลดอัตราดอกเบี้ยในช่วงขาลงระยะนี้กลับทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง แตกต่างจากภาวะตลาดขาขึ้นและปกติ การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะช่วยให้ตลาดเปลี่ยนแปลงในทิศทางดีขึ้น

อย่างไรก็ตาม มีหลายเหตุการณ์ที่ตลาดหลักทรัพย์ตอบสนองต่อบัจจัยภายนอกอื่นๆ ที่ไม่ใช่การกระทำทางนโยบายการเงิน เช่น วิกฤตการณ์ราคาน้ำมันและปัญหาบริษัทมหาชนเงินทุนในปี 2522 สร้างความตระหนกตกใจแก่ผู้ลงทุน และส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์โดยรวมในทิศทางแย่งลง หรือกรณีเหตุการณ์ Black Monday ในวันที่จันทร์ที่ 19 ตุลาคม 2530 ทำให้เกิดการสูญเสียความเชื่อมั่นของนักลงทุนไทยต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและความไม่มั่นใจในภาวะเศรษฐกิจ ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ลดลงอย่างรวดเร็ว จะเห็นว่า บัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่มีอิทธิพลต่อกิจกรรมในตลาดหลักทรัพย์ คือ จิตวิทยาหรือความมั่นใจของผู้ลงทุน ดังนั้น การใช้นโยบายการเงินแต่ละครั้งควรเป็นไปในทิศทางที่ทำให้ผู้ลงทุนและประชาชนทั่วไปเกิดความเชื่อมั่นและทำให้จิตวิทยาด้านลบของผู้ลงทุนเหลือน้อยที่สุด

6.2 ข้อเสนอแนะ

6.2.1 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

1) ถึงแม้ว่า นโยบายการเงินในช่วงตลาดขาลงจะไม่สามารถส่งผ่านไปยังตัวแปรมหภาค แต่นโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงตลาดขาลงมากที่สุด ดังนั้นการใช้นโยบายการเงินในช่วงนี้ควรมีความระมัดระวัง กล่าวคือในช่วงตลาดขาลง ธนาคารกลางมักจะลดอัตราดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นกิจกรรมทางเศรษฐกิจ จะทำให้ราคาหลักทรัพย์ตอบสนองในทางที่ลดลงด้วย ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์จะซบเซาติดต่อกันเป็นเวลานาน

2) ขณะเดียวกัน การใช้นโยบายการเงินในช่วงตลาดขาขึ้นสามารถส่งผ่านไปยังตัวแปรทางเศรษฐกิจและหากต้องการควบคุมอัตราเงินเฟ้อโดยไม่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ลดลงมาก ควรเพิ่มอัตราดอกเบี้ย เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยจะทำให้อัตราเงินเฟ้อลดลง และแม้ว่าอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง แต่ราคาหลักทรัพย์จะลดในช่วงเวลาสั้นเท่านั้น

3) สภาวะตลาดหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน ทำให้ขนาดของผลกระทบแตกต่างกัน ดังนั้นการใช้นโยบายการเงินแต่ละครั้ง ควรพิจารณาสภาวะตลาดที่เป็นอยู่ร่วมด้วย

4) ในช่วงตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะปกติ การใช้นโยบายการเงินจะส่งผลผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์ไปยังผลผลิตและอัตราเงินเฟ้อได้ อย่างมีนัยสำคัญ

6.2.2 ข้อเสนอแนะต่อนักลงทุน

1) นักลงทุนสามารถคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ได้จากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย RP 1 วันได้ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ย RP 1 วันเป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายและชี้นำทิศทางในการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยอื่นๆ ในตลาดการเงิน อย่างไรก็ตาม นักลงทุนควรระมัดระวังผลกระทบจากนโยบายการเงินในสภาวะตลาดขาลง เนื่องจาก ในภาวะเศรษฐกิจหดตัวธนาคารกลางมักลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ แต่การลดอัตราดอกเบี้ยในช่วงตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะขาลง จะทำให้ตลาดหลักทรัพย์เด้ง

2) การทราบถึงความรู้และข่าวสารทางเศรษฐกิจเป็นสิ่งจำเป็นในการวางแผนการลงทุนจากความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่างภาคเศรษฐกิจจริงและตลาดหลักทรัพย์ ทำให้นักลงทุนสามารถรับรู้และเข้าใจสภาวะตลาดหลักทรัพย์ที่กำลังประสบอยู่จากการพิจารณาภาคเศรษฐกิจจริงไปพร้อมๆกันกับ การพิจารณาการเปลี่ยนแปลงระดับราคาหลักทรัพย์ที่มากเกินไปก็ตาม นักลงทุนไม่ควรตื่นตระหนกกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้นๆ เนื่องจากอาจเป็นปรากฏการณ์การเก็งกำไร หรือตอบสนองในช่วงสั้นๆ ต่อข่าวสารในแง่ลบต่างๆ ซึ่งจะทำให้ราคาที่เกิดขึ้นในตลาดบิดเบือนไป

6.3 ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะเพื่อการศึกษาในอนาคต

1) การศึกษาครั้งนี้ยังคงมีปัญหาที่ไม่ได้ทำการแก้ไข คือ Price Puzzle ซึ่งทำให้ความหมายของการผลกระทบนโยบายการเงินต่ออัตราเงินเฟ้อไม่เป็นไปตามทฤษฎี ดังนั้นอาจทำให้เกิดข้อโต้แย้งในการวิจัยครั้งนี้ได้ว่าขาดความสมบูรณ์ในส่วนนี้ไป ดังนั้นการศึกษาครั้งหน้าอาจใช้ข้อมูลในช่วงหลังมีการนำนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อมาใช้ จะทำให้สามารถหลีกเลี่ยงและแก้ปัญหา Price Puzzle ได้

2) ข้อจำกัดจากวิธีการระบุสภาวะตลาดตาม CMAX และ MINC ratio ทำให้การศึกษาครั้งนี้ไม่สามารถพิจารณาเฉพาะการส่งผ่านนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อได้ เนื่องจากข้อมูลหลังการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อมีน้อยเกินไป ไม่เพียงพอในการนำมาระบุสภาวะตลาดให้ครบทั้ง 3 สภาวะ

3) ในส่วนของวิธีการระบุตัวแปรสถานะตลาด สามารถใช้วิธีอื่นๆได้ เช่น การใช้ Markov Switching Model หรือ Markov Chain Monte Carlo ทำให้ผลการระบุตัวแปรสถานะตลาดอาจแตกต่างไปจากงานวิจัยครั้งนี้ได้ นอกจากนี้ยังทำให้สามารถเปรียบเทียบผลการวิจัยที่ได้จากเครื่องมือที่ต่างกันอีกด้วย

4) ในการศึกษาครั้งหน้าอาจทำการเปรียบเทียบผลกระทบจากการใช้นโยบายการเงินที่แตกต่างกัน คือ นโยบายการเงินแบบเข้มงวด และนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นสถานะตลาดหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันทั้ง 3 สถานะ ซึ่งจะทำให้ผลการวิจัยครอบคลุมประเด็นมากขึ้น และทำให้เห็นรายละเอียดชัดเจนขึ้นว่าผลกระทบการดำเนินนโยบายการเงินทั้ง 2 ประเภทแตกต่างกันอย่างไร

5) นอกจากนี้ ในการศึกษาครั้งหน้าอาจทำการแยกศึกษาในช่วงการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบต่างๆ ตั้งแต่อดีตถึงปัจจุบัน จะทำให้สามารถเห็นบทบาทนโยบายการเงินผ่านช่องทางราคาหลักทรัพย์ได้ชัดเจนขึ้น

6) การคาดการณ์ของนักลงทุนเป็นสิ่งสำคัญในการตอบโต้ต่อนโยบายการเงินที่กระทำผ่านตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นการศึกษากครั้งหน้าหากมีตัวแปรที่สะท้อนถึงการคาดการณ์ดัชนีราคาหลักทรัพย์ ร่วมกับตัวแปรสถานะตลาดหลักทรัพย์จะทำให้งานศึกษาสมบูรณ์ยิ่งขึ้น และธนาคารกลางสามารถมองไปข้างหน้า (forward looking) และใช้นโยบายได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

ศูนย์วิจัยทรัพยากร

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

กอบศักดิ์ ภูตระกูล และเมทินี ศุภสวัสดิ์กุล. กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน. การสัมมนาวิชาการของธนาคารแห่งประเทศไทยประจำปี, 2543.

แก้วตา ภัทรชาคร. ผลกระทบของกลไกนโยบายการเงินต่อราคาสินทรัพย์ทางการเงินภายใต้กรอบการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต ภาควิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, 2548.

ถวิล นิลใบ. เป้าหมายเงินเฟ้อ: เป้าหมายใหม่ของธนาคารแห่งประเทศไทย. บทความ. แหล่งที่มา: <http://www.eco.ru.ac.th/tawin/article/Inflation.html>, 2543.

ถวิล นิลใบ. เอกสารประกอบการบรรยาย econometrics. เอกสารประกอบการเรียน. แหล่งที่มา: http://www.ru.ac.th/subjects/homestud/showstudent.asp?st_scode=EC477, 2548.

ทองคำดี ศรีบุญจิต. เศรษฐกิจ: ทฤษฎีและการประยุกต์. คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, 2547.

ปิติ ดิษยทัต และ พินรัฐ วงศ์สินศิริกุล. กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในประเทศไทย. การสัมมนาวิชาการของธนาคารแห่งประเทศไทยประจำปี, 2545.

ไพบูลย์ พงษ์ไพฑูริ. การวิเคราะห์ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินโดยวิธี FACTOR AUGMENTED VECTOR AUTOREGRESSIVE APPROACH. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต ภาควิชาเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2550.

รัตนา สายคณิต. มหเศรษฐศาสตร์วิเคราะห์: จากทฤษฎีสู่นโยบาย. พิมพ์ครั้งที่ 4. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2544.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. รายงานประจำปี พ.ศ.2518 – 2551.

แหล่งที่มา: <http://www.maruay.com/th/ebook/ebook.html>, 2552.

วรุณยุพา เขียมจ้อย และ สันติยา เอกอัคร. ผลกระทบของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินที่มีต่อระบบเศรษฐกิจไทย. วารสารเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ 14 (2550): 97-111

ศรัญพร คงแก้ว. ผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต ภาควิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, 2548.

ศราวุธ วิโรจน์รัตน์. การวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ไทย. วิทยานิพนธ์ ปริญญามหาบัณฑิต ภาควิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, 2539.

ศิริภาณี พุ่งเฟื่อง. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจกับดัชนีราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต ภาควิชาเศรษฐศาสตร์มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, 2548.

สุวิมล ชูติจิรนาท. ปัจจัยที่มีผลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต ภาควิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, 2540.

อมรา ศรีพยัคฆ์ และ ศุภกนิษฐ์ วงศ์สินศิริกุล. ราคาสินทรัพย์และการส่งผ่านนโยบายการเงินของไทย. การสัมมนาวิชาการของธนาคารแห่งประเทศไทยประจำปี, 2550.

อัครพงศ์ อ้นทอง. คู่มือการใช้โปรแกรม Eviews เพื่อการวิเคราะห์ Unit Root, Cointegration และ Error Correction Model. สถาบันวิจัยสังคม มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, 2546.

ภาษาอังกฤษ

Adrian R. Pagan and Kirill A. Sossounov. A Simple Framework for Analyzing Bull and Bear Markets. Journal of Applied Econometrics 18 (2003): 23-46.

Anne Vila. Asset Price Crises and Banking Crises: Some Empirical Evidence. International Financial Markets and the implications for Monetary and Financial Stability, BIS Conference Papers. Vol. 8 (March 2000).

Barro, Robert J. The Stock Market and Investment. The Review of Financial Studies. Vol. 3, No. 1 (1990): 115-131.

Basabi Bhattacharya and Jaydeep Mukherjee. The nature of the causal relationship between stock market and Macroeconomic aggregates in INDIA: an empirical analysis. Department of Economics, Jadavpur University, Kolkata, India, 2002.

Ben S. Bernanke and Kenneth N. Kuttner. What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 174 (October 2003).

Bernd Hayo and Birgit Uhlenbrock. Industry Effects of Monetary Policy in Germany. ZEI Working Paper B14 (1999).

Christiano, Eichenbaum and Evans. The Effects of Monetary Policy Shocks: Evidence from the Flow of Funds. Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper Series. No. 94-2 (1994).

Chun S. Kwon and Tai S. Shin. Cointegration and Causality between macroeconomic variables and stock market returns. Global Finance Journal, Elsevier, Vol. 10(1) (1999): 71-81.

Comincioli, Brad. The Stock Market as a Leading Indicator: An Application of Granger Causality. The University Avenue Undergraduate Journal of Economics. (1996).

Enders, Water. Applied Econometric Time Series., First Edition., John Wiley & Sons, 1995.

Haim Levy and James Yoder. The formation of stock return volatility expectations after the 1987 stock market crash. Economic Letters 35 (1991): 441-444.

J. Cunado, L.A. Gil-Alana and F. Perez de Gracia. Stock Market Volatility in US Bull and Bear Markets. Journal of Money, Investment and Banking. (2008).

Jose A. Pagan and Gokce A. Soydemir. Response asymmetries in the Latin American equity markets. International Review of Financial Analysis 10 (2001): 175-185.

Joshua Sengwook Bahng and Seung-myo Shin. Do stock price indices respond asymmetrically? Evidence from China, Japan and South Korea. Journal of Asian Economics 14 (2003): 541-563.

Kent Daniel, David Hirshleifer and Siew Hong Teoh. Investor psychology in capital markets: evidence and policy implications. Journal of Monetary Economics 49 (2002): 139-209.

Maheu, J.M., McCurdy, T.H. Identifying bull and bear markets in stock returns. Journal of Business and Economic Statistics 18 (2000): 100-112.

Marc D. Hayford and A.G. Malliaris. Monetary Policy and The U.S. Stock Market. Department of Economics, Loyola University, Chicago, 2003.

Michael D. Bordo and David C. Wheelock. Monetary Policy and Asset Prices: A Look Back at Past U.S. Stock Market Booms. Federal Reserve Bank of St. Louis Review 86(6) (November/December 2004): 19-44.

Michael D. Bordo, Michael J. Dueker and David C. Wheelock. Stock Market Booms and Monetary Policy in the 20th Century. Federal Reserve Bank of St. Louis Review 89(2) (March/April 2007): 91-122.

_____ . Inflation, Monetary Policy and Stock Market Conditions. NBER Working Paper No. 14019 (2008).

Millard, S.P. and S. Wells. The Role of Asset Prices in Transmitting Monetary and Other Shocks. Bank of England Working Paper No.188 (2003).

Nathan S. Balke and Kenneth M. Emery. Understanding the Price Puzzle. Economic Review. Fourth Quarter (1994).

Pavel Kapinos. Resolving the Price Puzzle: Theory and Evidence. Mimeo (2004).

Rahul Verma and Priti Verma. Do Emerging Equity Markets Respond Symmetrically to US Market Upturns and Downturns? Evidence from Latin America. International Journal of Business and Economics. Vol. 4, No. 3 (2005): 193-208.

Sandeep Petal and Asani Sarkar. Crises in Developed and Emerging Stock Markets. Financial Analysis Journal. (November/December 1998): 50-61.

Shiu-Sheng Chen. Predicting the bear stock market: Macroeconomic variables as leading indicators. Journal of Banking and Finance 33 (2009): 211-223.

Sim, Christopher A. Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effect of Monetary Policy. European Economic Review 36 (June 1992): 975-1000.



ศูนย์วิจัยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวกฤษณี พิสิฐสุภกุล เกิดวันที่ 12 กรกฎาคม พ.ศ. 2528 ที่อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา เป็นบุตรคนโตของนายวรเดช และนางจินตนา พิสิฐสุภกุล สำเร็จการศึกษาระดับมัธยมศึกษาจากโรงเรียนหาดใหญ่วิทยาลัย ในปีการศึกษา 2545 สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาเศรษฐศาสตรบัณฑิต เกียรตินิยมอันดับหนึ่ง จากมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ในปี พ.ศ. 2549 และได้เข้าศึกษาต่อในหลักสูตรเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปี พ.ศ. 2550



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย