



ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินกับผลตอบแทน  
เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวจันทรา แก้วไทรหงวน

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2558  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินกับผลตอบแทน  
เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวจันทรา แก้วไทรหงวน




การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2558  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



THE RELATIONSHIP BETWEEN CHANGES IN MONETARY POLICY  
ANNOUNCEMENTS AND STOCKS' CUMULATIVE ABNORMAL  
RETURNS IN THAILAND

BY

MISS JANTRA KAEWSAINGUAN



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF  
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE  
FINANCIAL MANAGEMENT  
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY  
THAMMASAT UNIVERSITY  
ACADEMIC YEAR 2015  
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
คณะพาณิชย์ศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวจันทรา แก้วไทรหงวน

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินกับผลตอบแทน  
เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

30 พ.ค. 2559

เมื่อ วันที่ \_\_\_\_\_

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

|                                 |  |
|---------------------------------|--|
| หัวข้อการค้นคว้าอิสระ           | ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินกับผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย |
| ชื่อผู้เขียน                    | นางสาวจันทรา แก้วไทรหงวน   |
| ชื่อปริญญา                      | วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  |
| สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย        | การบริหารการเงิน<br>พาณิชยศาสตร์และการบัญชี<br>มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์   |
| อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ | รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล  |
| ปีการศึกษา                      | 2558   |

### บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาดังตั้งแต่มกราคม พ.ศ. 2550 ไปจนถึง ธันวาคม พ.ศ. 2558 โดยใช้วิธีการวิเคราะห์แบบ Event Study เพื่อทำการอธิบายถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์เปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงิน โดยศึกษาแยกถึงการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินแบบเข้มงวด และผ่อนคลาย รวมถึงศึกษาถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

ผลการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินเพิ่มขึ้น มีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน แต่การเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินลดลง มีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม โดยมีเพียงหลักทรัพย์ในบางกลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงิน

**คำสำคัญ:** นโยบายทางการเงิน, ผลตอบแทนของหลักทรัพย์, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| Independent Study Title        | THE RELATIONSHIP BETWEEN CHANGES IN MONETARY POLICY ANNOUNCEMENTS AND STOCKS' CUMULATIVE ABNORMAL RETURNS IN THAILAND |
| Author                         | Miss Jantra Kaewsaiquan   |
| Degree                         | Master of Science   |
| Major Field/Faculty/University | Financial Management<br>Commerce and Accountancy<br>Thammasat University  |
| Independent Study Advisor      | Associate Professor Somchai Supattarakul, Ph.D.   |
| Academic Years                 | 2015  |

### ABSTRACT

This paper investigates the relationship between changes in monetary policy announcements and stocks' cumulative abnormal returns in stock exchange of Thailand using an event study to analyze the reaction during events period from January 2007 to December 2015. The study categorizes monetary policy announcements into two groups, restrictive monetary policy announcements and expansionary monetary policy announcements, and studies further to the reaction of stock returns in each industry.

The result shows that restrictive monetary policy announcements have an effect on stocks' cumulative abnormal returns with a positive relationship. In contrast, expansionary monetary policy announcements have an effect on stocks' cumulative abnormal returns with a negative relationship. Moreover, the study suggests that only stock returns in some particular industries have a statistically significant relationship with monetary policy announcements.

**Keywords:** Monetary Policy, Stock Returns, Stock Exchange of Thailand

## กิตติกรรมประกาศ

งานศึกษาอิสระนี้สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จาก ประธานกรรมการสอบ รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์ และท่านอาจารย์ที่ปรึกษา รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล ที่ได้สละเวลาในการให้คำปรึกษา คำแนะนำ ในการศึกษาค้นคว้า รวมถึงแนวทางในการแก้ไขปรับปรุงเพื่อให้งานศึกษาค้นคว้าสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ผู้วิจัยจึงขอขอบพระคุณท่านอาจารย์เป็นอย่างสูง มา ณ โอกาสนี้

นอกจากนี้ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ที่ให้ความรู้รวมถึงคำแนะนำต่างๆ ตลอดช่วงระยะเวลาที่ได้ศึกษาในคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีนี้ รวมถึงเพื่อนนักศึกษาทุกคนที่ได้คอยให้ความช่วยเหลือ และคำแนะนำที่เป็นประโยชน์อย่างยิ่ง ทำให้งานศึกษานี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

ผู้วิจัยขอขอบคุณผู้ที่ให้ความสนใจในงานศึกษาชิ้นนี้ และหวังเป็นอย่างยิ่งว่างานศึกษานี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจทุกท่าน

นางสาวจันทรา แก้วไทรหงวน

## สารบัญ

|   | หน้า |
|---|------|
| บทคัดย่อภาษาไทย                               | (1)  |
| บทคัดย่อภาษาอังกฤษ                            | (2)  |
| กิตติกรรมประกาศ                               | (3)  |
| สารบัญตาราง                                   | (6)  |
| บทที่ 1 บทนำ                                  | 1    |
| 1.1 ที่มาและความสำคัญ                         | 1    |
| 1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา                   | 2    |
| 1.3 ขอบเขตของการศึกษา                         | 2    |
| 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ                 | 2    |
| บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง      | 3    |
| 2.1 คำนิยามและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง             | 3    |
| 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง                     | 6    |
| 2.3 กรอบการวิจัย                              | 8    |
| บทที่ 3 วิธีการวิจัย                          | 10   |
| 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย                    | 10   |
| 3.1.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัย | 10   |
| 3.1.2 แหล่งที่มาของข้อมูล                     | 10   |
| 3.2 ระเบียบวิธีวิจัย                          | 11   |



|                                     |  |    |
|-------------------------------------|--|----|
| 3.2.1                               | วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล   | 11 |
| 3.2.2                               | การทดสอบสมมติฐานที่ใช้ในการวิจัย   | 12 |
| บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล      |  | 17 |
| 4.1                                 | การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น  | 17 |
| 4.1.1                               | จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย  | 17 |
| 4.1.2                               | ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา  | 18 |
| 4.2                                 | การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Matrix)<br>และทดสอบนัยสำคัญของตัวแปร (T-test) | 20 |
| 4.2.1                               | การทดสอบความสัมพันธ์ร่วมของตัวแปรด้วยตารางเมทริกสหสัมพันธ์                                   | 20 |
| 4.2.2                               | การทดสอบนัยสำคัญของตัวแปรด้วย T-test   | 22 |
| 4.3                                 | การทดสอบสมการถดถอย (Regression Analysis)   | 23 |
| 4.3.1                               | การศึกษาความสัมพันธ์ ในการทดสอบสมมติฐานที่ 1   | 23 |
| 4.3.2                               | การศึกษาความสัมพันธ์ ในการทดสอบสมมติฐานที่ 2   | 24 |
| 4.3.3                               | การศึกษาความสัมพันธ์ ในการทดสอบสมมติฐานที่ 3   | 27 |
| บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ |  | 28 |
| 5.1                                 | สรุปผลการศึกษา   | 28 |
| 5.2                                 | ข้อจำกัดงานวิจัย   | 29 |
| 5.3                                 | ข้อเสนอแนะ   | 29 |
| รายการอ้างอิง                       |  | 30 |
| ภาคผนวก                             |  |    |
| ภาคผนวก ก                           |  | 32 |
| ประวัติผู้เขียน                     |  | 40 |

## สารบัญตาราง

| ตารางที่  | หน้า |
|---|------|
| 4.1 จำนวนกลุ่มตัวอย่าง  | 18   |
| 4.2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา                            | 19   |
| 4.3 แมทริกสหสัมพันธ์ (Correlation Matrix)                               | 21   |
| 4.4 การทดสอบนัยสำคัญของตัวแปรแต่ละตัว (One Sample T-test)               | 22   |
| 4.5 ผลสรุปทดสอบความสัมพันธ์ สำหรับการทดสอบสมมติฐานที่ 1                 | 23   |
| 4.6 ผลสรุปทดสอบความสัมพันธ์ สำหรับการทดสอบสมมติฐานที่ 2                 | 25   |
| 4.7 ผลสรุปทดสอบความสัมพันธ์ สำหรับการทดสอบสมมติฐานที่ 3                 | 26   |
| ก.1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร    | 32   |
| ก.2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค         | 33   |
| ก.3 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน              | 34   |
| ก.4 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม           | 35   |
| ก.5 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง | 36   |
| ก.6 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร                   | 37   |
| ก.7 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ                     | 38   |
| ก.8 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี                  | 39   |

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

คงจะไม่ผิดหากจะกล่าวว่ารัฐบาลเป็นผู้ควบคุมสภาพและภาวะเศรษฐกิจในประเทศนั้นๆ เช่น จากการจัดการภาษี การจัดหาเงินทุนสนับสนุน การออกกฎ การบังคับใช้กฎหมาย หรือการออกนโยบายต่างๆ เป็นต้น ซึ่งเป็นส่วนสำคัญที่จะขับเคลื่อนภาวะเศรษฐกิจให้เป็นไปในทิศทางใดทิศทางหนึ่ง โดยภาวะเศรษฐกิจเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการดำเนินงานและผลกำไรของบริษัท ดังนั้นการเกิดการเปลี่ยนแปลงไม่ว่าจะเป็นในเรื่องของ การเปลี่ยนแปลงรายได้ประชาชาติ การเปลี่ยนแปลงระดับการลงทุนในภาคเอกชน การเปลี่ยนแปลงรายจ่ายภาครัฐบาล หรือการเปลี่ยนแปลงในภาวะการตลาดต่างประเทศ เป็นต้นนี้ ล้วนแต่ส่งผลต่อต้นทุน ยอดขาย รวมถึงกำไรของบริษัทแตกต่างกันไป

โดยปกติแล้ว นักลงทุนทั่วไปก็มักจะคาดหวังผลตอบแทนจากการลงทุนไม่ว่าจะเป็นจากเงินปันผล หรือส่วนต่างของราคาหุ้น โดยในการที่จะวิเคราะห์หาราคาที่เหมาะสมในการลงทุนนั้น อาจอาจใช้แนวความคิดการวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) ซึ่งเป็นกรวิเคราะห์ราคาหุ้นจากในอดีต หรือวิเคราะห์โดยการประเมินหาราคาที่แท้จริงของหุ้นตามแนวความคิดการวิเคราะห์ปัจจัยมูลฐาน (Fundamental Analysis) ซึ่งในการวิเคราะห์ปัจจัยต่างๆนั้น จะเห็นว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์มีทั้งปัจจัยภายในบริษัท และจากปัจจัยภายนอกบริษัท โดยหนึ่งในปัจจัยภายนอกที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ก็คือ นโยบายทางการเงินที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้เป็นช่องทางในการรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจในประเทศนั่นเอง

จากการส่งผ่านนโยบายทางการเงินในช่องทางต่างๆ สามารถส่งผลต่อตลาดการเงินได้อย่างรวดเร็ว เช่น หากมีการใช้นโยบายทางการเงินแบบเข้มงวด จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ทำให้ตราสารหนี้สินมีมูลค่าลดลง และอัตราแลกเปลี่ยนแข็งค่าขึ้น เป็นต้น แต่ผลกระทบที่ส่งผลต่อตลาดทุนอย่างตลาดหลักทรัพย์นั้น ไม่สามารถคาดการณ์ได้อย่างชัดเจน ซึ่งแม้จะมีการทำการศึกษาถึงผลกระทบของนโยบายการเงินต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ทั้งในต่างประเทศและในประเทศไทย แต่ผลการศึกษานั้นมีหลากหลายและแตกต่างกัน ทำให้ผู้วิจัยต้องการทำการศึกษาถึงผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินที่มีต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงอิทธิพลของนโยบายทางการเงินที่มีต่อตลาดทุนไทย

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

การวิจัยในการศึกษานี้ มุ่งเน้นถึงการวิเคราะห์ในแง่มุมดังนี้

1.2.1 เพื่อศึกษาถึงผลกระทบของการประกาศเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายซึ่งเป็น 1 ช่องทางในการดำเนินนโยบายทางการเงินต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2.2 เพื่อศึกษาถึงผลกระทบของการประกาศเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายซึ่งเป็น 1 ช่องทางในการดำเนินนโยบายทางการเงินต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมในประเทศไทย

## 1.3 ขอบเขตของการศึกษา

ในการศึกษาวิจัยนี้ จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของนโยบายทางการเงินโดยธนาคารแห่งประเทศไทย ต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะศึกษาทั้งโดยรวม และในเชิงกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งจะใช้ข้อมูลการประกาศอัตราดอกเบี้ยธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 1 วัน (1-Day Repurchase Rate ) ที่ถูกกำหนดโดยธนาคารแห่งประเทศไทย โดยทำการศึกษาในช่วงเวลาตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2550 ไปจนถึง ธันวาคม พ.ศ. 2558 เนื่องจากธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายมาใช้อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วัน (RP1D) แทนระยะ 14 วัน (RP14D) ในวันที่ 13 ธันวาคม พ.ศ. 2549 จึงได้มีการศึกษาในช่วงระยะเวลาหลังจากนั้น

## 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษานี้คาดว่าจะจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนทั่วไปและบริษัทต่างๆที่เกี่ยวข้อง เพื่อเป็นการเสริมสร้างความเข้าใจในเรื่องของความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินในแบบเข้มงวดและผ่อนคลาย กับการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในแต่ละอุตสาหกรรม ทำให้นักลงทุนได้เข้าใจถึงกลไก และได้รับข้อมูลที่เป็นประโยชน์ เพื่อที่จะนำไปใช้ในการพัฒนากลยุทธ์ในการลงทุนต่อไป

## บทที่ 2

### วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 คำนิยามและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

##### นโยบายทางการเงิน

ในปัจจุบัน ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินธุรกิจของธนาคารกลาง โดยทำหน้าที่กำหนดนโยบายต่างๆ ซึ่งหนึ่งในนโยบายที่ธนาคารแห่งประเทศไทยมีหน้าที่ได้การดูแลก็คือ นโยบายทางการเงิน ซึ่งการกำหนดนโยบายนั้น มีเป้าหมายหลักเพื่อรักษาเสถียรภาพทางการเงินและระบบการเงิน ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญของการขยายตัวทางเศรษฐกิจแก่ประเทศในระยะยาว โดยในปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยได้ใช้เงินเพื่อเป็นเป้าหมายในการกำหนดทิศทางนโยบายทางการเงินของประเทศ

##### กระบวนการดำเนินนโยบายการเงิน

ในกระบวนการกำหนดนโยบายการเงินจะมีคณะกรรมการที่เรียกว่า “คณะกรรมการนโยบายการเงิน” หรือ กนง. เป็นผู้ติดตามภาวะเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ รวมถึงกำหนดทิศทางนโยบายการเงินที่เหมาะสม โดยธนาคารแห่งประเทศไทยได้ใช้อัตราดอกเบี้ยธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคีระยะ 1 วัน (1 – day bilateral RP) เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณนโยบายการเงินเพื่อดูแลการคาดการณ์เงินเฟ้อและเสถียรภาพเศรษฐกิจ กนง. จะพิจารณาจากความเสี่ยงด้านการขยายตัวทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ (balance of risk between growth and inflation) เป็นหลัก ทั้งนี้ การดูแลรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้เป็นไปตามที่ กนง. กำหนด ธปท. จะดำเนินการผ่านเครื่องมือ (Monetary Policy Instruments) 3 ประเภท คือ

- 1) การดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องของสถาบันการเงิน (Reserve Requirement)
- 2) การทำธุรกรรมปรับสภาพคล่องผ่านตลาดการเงิน (Open Market Operations)
- 3) หน้าต่างปรับสภาพคล่อง ณ ล้วนวัน (Standing Facilities)

##### ช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงิน

โดยทั่วไป ธนาคารกลางมีหน้าที่ดำเนินนโยบายการเงินเพื่อดูแลอัตราเงินเฟ้อให้สอดคล้องและเอื้อต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยอาศัยดอกเบี้ยนโยบายเป็นเครื่องมือ ทั้งนี้ การปรับ

ขึ้นลงของอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวมีขั้นตอนในการส่งผ่านไปยังภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงได้ทั้งหมด 5 ช่องทาง ได้แก่

### 1. ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest rate channel)

เมื่อธนาคารกลางปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง อัตราดอกเบี้ยอื่นๆในตลาดการเงินจะปรับลดลงรวมทั้งอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ทำให้ต้นทุนของการกู้เงินเพื่อมาบริโภคและลงทุน รวมถึงต้นทุนค่าเสียโอกาสในการถือเงินลดต่ำลง ส่งผลให้ความต้องการบริโภคและลงทุนของประชาชนเพิ่มมากขึ้น กิจกรรมทางเศรษฐกิจจึงขยายตัวและเติบโตเพิ่มขึ้น

### 2. ช่องทางสินเชื่อ (Credit channel)

เมื่อธนาคารกลางปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง อัตราดอกเบี้ยจะปรับลดลง รวมทั้งอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ส่งผลให้ภาระหนี้สินของภาคธุรกิจลดลง และฐานะการเงินปรับดีขึ้น สถาบันการเงินจึงยินดีที่จะปล่อยสินเชื่อให้กับภาคธุรกิจมากขึ้นตามความเสี่ยงที่ลดลง ทำให้ภาคธุรกิจสามารถขยายการลงทุนและสนับสนุนการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ

### 3. ช่องทางราคาสินทรัพย์ (Asset price channel)

เมื่อธนาคารกลางปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง อัตราดอกเบี้ยจะปรับลดลง รวมทั้งอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ประชาชนจึงหันไปออมเงินหรือลงทุนในรูปแบบอื่นๆ เช่น บ้าน ที่ดิน ทองคำ หุ้น ซึ่งให้ผลตอบแทนสูงกว่าการฝากเงินในธนาคาร ส่งผลให้ราคาสินทรัพย์เหล่านี้เพิ่มสูงขึ้นตามความต้องการที่เพิ่มขึ้น เมื่อราคาสินทรัพย์เหล่านี้สูงขึ้น ประชาชนจะรู้สึกว่ามีความมั่งคั่ง (wealth) เพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้ความต้องการบริโภคสินค้าและบริการต่างๆ เพิ่มขึ้นตามไปด้วย ในขณะเดียวกัน ราคาสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นทำให้มูลค่าของธุรกิจเพิ่มขึ้นและทำให้การขยายการลงทุนมีความคุ้มค่ามากขึ้นส่งผลให้ภาคธุรกิจต้องการลงทุน และจากการเพิ่มขึ้นของการบริโภคและการลงทุนนี้เองจะส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจขยายตัวในที่สุด

### 4. ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange rate channel)

เมื่อธนาคารกลางปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินจะปรับลดลง ส่งผลให้ผลตอบแทนของการลงทุนในประเทศลดลงเมื่อเทียบกับการลงทุนในต่างประเทศ ทำให้เงินทุนไหลออกไปลงทุนในประเทศที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า ซึ่งการไหลออกของเงินทุนนี้เองจะมีผลทำให้ค่าเงินบาทอ่อนลง ทำให้การส่งออกเพิ่มมากขึ้น เพิ่มการผลิตสินค้า การลงทุน การจ้างงาน และรายได้ในประเทศ ขณะเดียวกันเงินบาทที่อ่อนค่าลงทำให้การนำเข้าลดลง ส่งผลให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศขยายตัวสูงขึ้น

## 5. ช่องทางการคาดการณ์ (Expectations channel)

การปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินจะส่งผลต่อการคาดการณ์เกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจของประชาชน โดยทั่วไปแล้ว ผลกระทบของนโยบายการเงินผ่านช่องทางนี้จะไม่แน่นอนสูงกว่าช่องทางอื่นๆ เนื่องจากขึ้นอยู่กับการศึกษาของตลาดเป็นหลัก ตัวอย่างเช่น ถ้าตลาดมองว่าการลดลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นการส่งสัญญาณว่าเศรษฐกิจในอนาคตจะขยายตัวเพิ่มขึ้นซึ่งเป็นผลมาจากการดำเนินนโยบาย ประชาชนก็จะมีความมั่นใจในการบริโภคและลงทุนเพิ่มมากขึ้น ทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจขยายตัว ในทางตรงกันข้ามถ้าตลาดมองว่าการลดลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นการส่งสัญญาณว่าเศรษฐกิจในปัจจุบันมีความอ่อนแอกว่าที่คาดไว้จึงทำให้นโยบายการเงินต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยลง ประชาชนก็อาจจะเกิดความไม่มั่นใจต่อภาวะเศรษฐกิจและชะลอการบริโภคและลงทุนได้ในที่สุด

### ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand) ปัจจุบันอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งตั้งขึ้นโดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 ให้ดำเนินการในรูปของหน่วยงานที่มีได้มุ่งหากำไร โดยทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางซื้อขายหลักทรัพย์ รวมทั้งกำหนดระเบียบกฎเกณฑ์เพื่อให้การซื้อขายหลักทรัพย์เป็นไปด้วยความมีระเบียบคล่องตัวและยุติธรรมอันจะเป็นการสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ลงทุน

### อัตราเงินเฟ้อ (Inflation rate)

อัตราเงินเฟ้อ (Inflation rate) หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาของปีปัจจุบันเปรียบเทียบกับดัชนีราคาของปีก่อน หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงที่เปรียบเทียบระหว่างช่วงเวลาต่อเนื่องกัน โดยการคำนวณอัตราเงินเฟ้อนั้น สามารถคำนวณได้จากดัชนีราคาผู้ผลิต (producer price index: PPI) หรือ ดัชนีราคาผู้บริโภค (consumer price index: CPI)

ธนาคารแห่งประเทศไทย เป็นหน่วยงานที่มีหน้าที่ดูแลให้เศรษฐกิจในประเทศมีเสถียรภาพด้านราคา กล่าวคือ ควบคุมให้มีอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำและไม่ผันผวน ซึ่งแสดงให้เห็นว่าอัตราเงินเฟ้อ เป็นหนึ่งในปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโดยรวม และรวมไปถึงความสามารถในการดำเนินงานของธุรกิจ

### อัตราแลกเปลี่ยน

อัตราแลกเปลี่ยน คือ ราคาของเงินตราสกุลใดสกุลหนึ่งเมื่อเทียบกับเงินตราสกุลอื่น 1 หน่วย โดยประเทศไทยเปลี่ยนมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 โดยธนาคารแห่งประเทศไทยไม่มีการกำหนดระดับอัตราแลกเปลี่ยนแต่ละวันไว้ ณ ค่าใด



ค่าหนึ่ง ทั้งนี้ เงินบาทจะเคลื่อนไหวไปตามกลไกตลาดที่ถูกกระทบจากปัจจัยภายในและภายนอกประเทศ ส่งผลให้ค่าเงินบาทมีความผันผวน สามารถแข็งค่าขึ้นหรืออ่อนค่าลงได้ตามภาวะเศรษฐกิจจริง หรือจากความต้องการของอุปสงค์และอุปทานในตลาดการเงินโลก ซึ่งการเกิดการเปลี่ยนแปลงของระดับอัตราแลกเปลี่ยน เป็นหลักการเบื้องต้นที่ทำให้ทราบว่าค่าเงินบาทอ่อนค่า หรือแข็งค่าเมื่อเทียบกับค่าเงินในอีกสกุลหนึ่ง ซึ่งโดยทั่วไปจะเปรียบเทียบกับเงินสกุลหลัก เช่น “ค่าเงินบาทเปรียบเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ” หรือ “ค่าเงินบาทเปรียบเทียบกับค่าเงินยูโร” เป็นต้น

อัตราแลกเปลี่ยน มีบทบาทสำคัญในการประเมินขีดความสามารถในการแข่งขันทางด้านราคาของประเทศ เมื่อเปรียบเทียบกับประเทศคู่แข่ง ตัวอย่างเช่น เมื่อค่าเงินบาทแข็งขึ้น ก็จะส่งผลกระทบต่อผู้ประกอบการส่งออกจากกำไรที่ลดลง หรือกระทบต่อรายได้จากการท่องเที่ยวของประเทศได้ ซึ่งก็จะส่งผลต่อการอัตราเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ (GDP) เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจไทยนั้นยังต้องพึ่งพารายได้จากการส่งออกและรายได้จากการท่องเที่ยวเป็นปัจจัยหลักนั่นเอง หรือเมื่อค่าเงินบาทอ่อนตัวลง แม้ว่าจะส่งผลดีต่อการท่องเที่ยวและการส่งออก แต่ก็จะมีผลกระทบต่อการนำเข้าสินค้า ที่ทำให้ต้องมีการนำเข้าสินค้าด้วยราคาที่สูงขึ้น เป็นต้น ซึ่งปัจจัยเหล่านี้จะส่งผลกระทบต่อผลประกอบการในแต่ละบริษัทที่แตกต่างกัน

## 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

โดยทั่วไปแล้ว นโยบายทางการเงิน เป็นช่องทางหนึ่งที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ใช้ในการดูแลให้ระบบเศรษฐกิจมีเสถียรภาพ ซึ่งการดูแลควบคุมระบบเศรษฐกิจโดยการใช้ช่องทางการประกาศเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เป็นช่องทางที่จะส่งผ่านนโยบายทางการเงิน เพื่อทำให้เกิดเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นอัตราดอกเบี้ยชี้้นำที่ทำให้อัตราดอกเบี้ยต่างๆในระบบการเงินของประเทศเปลี่ยนแปลงตาม รวมทั้งยังทำให้ต้นทุนการผลิตของภาคการผลิตเปลี่ยนแปลงไปด้วย โดยจากการทบทวนวรรณกรรม พบว่ามีผู้วิจัยทำการศึกษาถึงผลกระทบของนโยบายทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ เช่น Bernanke และ Kuttner (2005) ได้ทำการศึกษาถึงผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา และทำความเข้าใจถึงการสาเหตุที่ส่งผลให้เกิดผลกระทบเหล่านั้น ซึ่งได้มีการแบ่งนโยบายทางการเงินเป็น 2 ส่วน คือ แบบที่คาดการณ์ไว้ และแบบที่ไม่ได้มีการคาดการณ์ โดยใช้ข้อมูลจากตลาดอนุพันธ์ในการแบ่ง ทำให้ได้ผลการศึกษาว่าทุกๆการลดลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐจำนวน 25 bp จะส่งผลให้เกิดการเพิ่มขึ้นประมาณ 1% ของดัชนีหลักทรัพย์โดยรวม ในขณะเดียวกัน การปรับนโยบายเป็นแบบเข้มงวด หรือการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะส่งผลให้อัตรา



ดอกเบี้ยสูงขึ้น มีการลงทุนน้อยลง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อราคาลดลงของมูลค่าที่คาดหวังของกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัท ทำให้ส่งผลในทางลบต่อราคาหลักทรัพย์ เช่นกับกับ He (2006) ศึกษาถึงผลกระทบของนโยบายทางการเงิน ต่อดัชนี S&P ในช่วง ค.ศ. 1962 ถึง ค.ศ. 2002 พบว่าราคาหลักทรัพย์ตอบสนองต่อนโยบายการเงินแบบเข้มงวดในปัจจุบันในทางลบแต่กลับตอบสนองในทางบวกต่อนโยบายการเงินแบบเข้มงวดในอนาคต ซึ่งจะเกิดขึ้นเมื่อนักลงทุนมีความเข้าใจต่อการสื่อความจากการเปลี่ยนแปลงดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา

Hermann และ Fratzscher (2004) ได้ศึกษาถึงการตอบสนองของตลาดทุนต่อนโยบายทางการเงินสหรัฐ ในช่วง ค.ศ. 1994 ถึง ค.ศ. 2003 โดยการศึกษาเน้นไปที่ช่องทางดำเนินนโยบายทางด้านเครดิต และด้านอัตราดอกเบี้ย พบว่านโยบายทางการเงินนั้นส่งผลต่อหลักทรัพย์แต่ละตัวแตกต่างกัน ซึ่งก็ขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่นๆของบริษัท เช่น กลุ่มหุ้นวัฏจักร หรือกลุ่มบริษัทที่อาศัยเงินทุนเป็นสำคัญ จะมีการตอบสนองต่อนโยบายการเงินมากกว่ากลุ่มอื่น

สำหรับการศึกษาในประเทศไทยนั้น Vithessonthi และ Techarongrojwong (2013) ได้ทำการศึกษาถึงผลกระทบของการประกาศนโยบายทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ในระดับธุรกิจ ตั้งแต่ช่วง พ.ศ. 2546 ถึง พ.ศ. 2554 โดยการใช้ผลตอบแทนเกินปกติ ซึ่งแตกต่างจากงานศึกษาอื่นที่ใช้ผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์โดยปกติ พบว่าการเพิ่มขึ้นโดยคาดการณ์ของนโยบายทางการเงิน 100 basis points จะทำให้ผลตอบแทนเกินปกติเพิ่มขึ้นถึง 75 basis points ซึ่งแตกต่างจากงานที่ศึกษาในต่างประเทศที่กล่าวมา รวมถึงแตกต่างจากงานศึกษาในประเทศไทยของ วิวัฒน์วานิช (2553) ซึ่งใช้ข้อมูลผลตอบแทนรายเดือนของหลักทรัพย์และการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยพบว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายนั้น มีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์

นอกจากการศึกษาถึงผลกระทบโดยรวมแล้ว ผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์นั้น มีความแตกต่างกันในแต่ละอุตสาหกรรม ด้วยเหตุผลหลายประการ ไม่ว่าจะเป็นความอ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ย ที่แต่ละอุตสาหกรรมมีแตกต่างกัน นอกจากนี้หากนโยบายทางการเงินส่งผลต่ออัตราแลกเปลี่ยน อุตสาหกรรมที่มีการซื้อขายสินค้าส่งออก-นำเข้า ก็จะได้รับผลกระทบที่รุนแรงกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ หรือแม้กระทั่งการเปลี่ยนแปลงต้นทุนทางการเงินจากผลกระทบของนโยบายทางการเงินก็เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่ออุตสาหกรรมที่พึ่งพาเงินทุนมาก ซึ่งจากปัจจัยต่างๆเหล่านี้ ก็สามารถที่จะส่งผลกระทบต่อแทนและกำไรของบริษัทในอนาคต ซึ่งจะส่งผลโดยตรงไปยังราคาหลักทรัพย์ในแต่ละอุตสาหกรรม Bernanke และ Kuttner (2005) ได้พบว่าการตอบสนองต่อของหลักทรัพย์ต่อนโยบายทางการเงินนั้น มีแนวโน้มที่จะมีความแตกต่างกันในแต่ละอุตสาหกรรม โดยในอุตสาหกรรมที่มีการใช้เทคโนโลยีสูงและอุตสาหกรรมโทรคมนาคม จะมีการ

ตอบสนองต่อนโยบายทางการเงินสูงกว่าตัวชี้วัดโดยรวมกว่าครึ่ง ส่วนในอุตสาหกรรมอื่นๆ เช่น อุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค นั้นไม่พบว่าได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ

สิทธิพัฒน์ วิวัฒน์วานิช (2553) ได้ทำการศึกษาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในแต่ละอุตสาหกรรม โดยใช้ตัวแปรหุ่นเพื่อแสดงว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวอยู่ในอุตสาหกรรมใด พบว่าอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค อุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร อุตสาหกรรมการผลิต และอุตสาหกรรมบริการนั้น ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่นอย่างมีนัยสำคัญ โดยที่อุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค อุตสาหกรรมการผลิต ได้รับผลกระทบในเชิงบวก ส่วนอุตสาหกรรมบริการ ได้รับผลกระทบในเชิงลบจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย นอกจากนี้ Vithessonthi และ Techarongrojwong (2013) พบว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินนั้นเป็นไปอย่างแตกต่างกันตามแต่ละอุตสาหกรรม โดยได้เห็นว่าผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินไม่ว่าจะเป็นการเปลี่ยนแปลงที่คาดการณ์ไว้หรือไม่ก็ตามนั้น ไม่ได้ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนที่ไม่ได้คาดหวังในหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังศึกษาเพิ่มเติมถึงความสัมพันธ์ต่อลักษณะเฉพาะของบริษัทอีกด้วย ว่าผลลัพธ์ที่ได้นั้น ไม่สามารถที่จะอธิบายถึงความหลากหลายของอัตราผลตอบแทนได้

### 2.3 กรอบการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น พบว่า งานวิจัยส่วนมากนั้นจะเน้นไปที่การอธิบายถึงผลกระทบของนโยบายทางการเงินต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์โดยรวม หรือในการวิเคราะห์ความแตกต่างของผลกระทบในแต่ละอุตสาหกรรมนั้นก็ได้มีการแบ่งแยกตามการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินแบบเข้มงวดหรือแบบผ่อนคลายเป็นเนื่องจากในแต่ละอุตสาหกรรมน่าจะได้รับผลกระทบที่แตกต่างกันเมื่อมีการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินในแต่ละแบบ อีกทั้งงานวิจัยที่จัดทำขึ้นโดยศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างในประเทศไทยนั้น ได้ผลที่ขัดแย้งกัน จึงเป็นช่องทางที่นำมาสู่การทำวิจัยชิ้นนี้

การศึกษาครั้งนี้สามารถที่จะสรุปเป็นกรอบการวิจัย โดยทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงิน เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลง หรือกล่าวคือ เมื่อมีการประกาศนโยบายทางการเงินแบบเข้มงวด หรือแบบผ่อนคลายเป็นต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในแต่ละอุตสาหกรรม ที่มีข้อมูลอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลาที่

เกิดการประกาศการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยจะทำการศึกษาในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2550 ไปจนถึง ธันวาคม พ.ศ. 2558

| ตัวแปรควบคุม  | ตัวแปรตาม   | ตัวแปรอิสระ  |
|---|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>- Leverage ratio</li><li>- Logarithm of Total Assets</li><li>- PB ratio</li><li>- อัตราเงินเฟ้อ</li><li>- ผลตอบแทนอัตราแลกเปลี่ยน</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>- ผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>- การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น</li><li>- การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลง</li></ul> |

## บทที่ 3 วิธีการวิจัย

### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

#### 3.1.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัย

ในการศึกษานี้ ได้ทำการศึกษากลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงิน โดยทำการเก็บข้อมูลรายวัน ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2558 นอกจากนี้ได้มีการสร้างเงื่อนไขในการจัดกลุ่มตัวอย่าง โดยจะต้องเป็นหลักทรัพย์ของบริษัทที่ไม่ได้อยู่ในช่วงของการฟื้นฟูกิจการ และมีข้อมูลทางการเงินที่ใช้ในการศึกษาครบถ้วน นอกจากนี้ยังคัดหลักทรัพย์ในบริษัทที่มีการขายหุ้น IPO ในช่วงภายใน 260 วันก่อนการประกาศนโยบายการเงินออก รวมไปถึงบริษัทที่มีความถี่ในการซื้อขายหุ้นต่ำ กล่าวคือเป็นบริษัทที่ไม่มีผลตอบแทนรายวันเกิน 60 วัน ในช่วงระยะเวลาที่ศึกษาหรือบริษัทที่ไม่มีผลตอบแทนรายวันในช่วง 10 วัน ในช่วงเวลาที่เก็บข้อมูลออกอีกด้วย เพื่อให้การศึกษาได้ผลที่มีความคาดเคลื่อนน้อยที่สุด

#### 3.1.2 แหล่งที่มาของข้อมูล

ข้อมูลนโยบายทางการเงินที่นำมาใช้ในการศึกษาจะเป็นข้อมูลทุติยภูมิ โดยครอบคลุมการประกาศนโยบายทางการเงินในช่วงเวลาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2558 โดยใช้การประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายมาเป็นตัวชี้วัด และเนื่องจากธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยนโยบายมาใช้อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วัน (RP1D) แทนระยะ 14 วัน (RP14D) ในวันที่ 13 ธันวาคม ค.ศ. 2006 จึงได้มีการศึกษาในช่วงระยะเวลาหลังจากนั้น เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วัน จะสามารถสะท้อนถึงสภาพคล่องของสถาบันการเงินในตลาดเงินได้ดีที่สุด สามารถลดการบิดเบือนอัตราดอกเบี้ยในตลาด ทำให้การศึกษานั้นสามารถที่จะเห็นผลได้อย่างแม่นยำมากกว่าเนื่องจากนักลงทุนจะสามารถคาดการณ์การเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยได้จากการคาดการณ์ตลาดอย่างแท้จริง ซึ่งสามารถค้นหาข้อมูลได้จากเว็บไซต์ธนาคารแห่งประเทศไทย

ข้อมูลราคาหลักทรัพย์รวมถึงข้อมูลทางการเงินของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มาจากฐานข้อมูลใน DataStream นอกจากนี้ ข้อมูลตัวชี้วัดแบบมหภาค ไม่ว่าจะเป็นอัตราเงินเฟ้อ และผลตอบแทนอัตราแลกเปลี่ยน สามารถหาข้อมูลได้จากเว็บไซต์ของธนาคารแห่ง

ประเทศไทยและเว็บไซต์ของกระทรวงพาณิชย์ โดยอัตราเงินเฟ้อนั้น จะใช้ข้อมูลอัตราเงินเฟ้อย้อนหลัง 1 เดือนในการหาความสัมพันธ์ในแต่ละเหตุการณ์ และข้อมูลผลตอบแทนของอัตราแลกเปลี่ยน จะใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมในช่วงเวลา 3 วันก่อนการประกาศนโยบายทางการเงิน โดยเป็นอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและดอลลาร์สหรัฐ

### 3.2 ระเบียบวิธีวิจัย

#### 3.2.1 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยนี้ต้องการศึกษาถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินในแต่ละอุตสาหกรรม โดยจากการทบทวนวรรณกรรม Vithessonthi และ Techarongrojwong (2013) ได้ใช้ 2 วิธีการหลักในการศึกษาถึงผลกระทบของนโยบายการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ในประเทศไทย ซึ่งก็คือการใช้สมการถดถอย (Regression) แบบ based event study และแบบ time-series ดังนั้นในการศึกษานี้จึงเลือกใช้แบบ event study ในการศึกษาเรื่องนี้ ซึ่งก็สอดคล้องกันกับงานของ Bernanke และ Kuttner (2005) โดยจะทำการศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงิน โดยกำหนดให้วันที่ธนาคารแห่งประเทศไทยมีการประกาศเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นวันแรกของการเกิดเหตุการณ์ที่ใช้ในการศึกษา (Day 0) โดยจะใช้ข้อมูลเป็นเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ วันที่มีการเปลี่ยนแปลง เปรียบเทียบกับกับอัตราก่อนหน้า ซึ่งจะแยกการศึกษาออกเป็น การเปลี่ยนแปลงในทางบวก หรือการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น และการเปลี่ยนแปลงในทางลบ หรือการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลง ซึ่งหากการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินส่งผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในแต่ละอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน ก็จะสามารถเห็นได้จากข้อมูลที่น่ามาใช้ซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมซึ่งเป็นตัวแทนของการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงิน ซึ่งคำนวณได้จากแบบจำลองดังนี้

$$CAR_t = \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

โดยกำหนดให้

$CAR_t$  คือ ผลตอบแทนเกินปกติสะสมตั้งแต่วันที่  $t$  (-5 ถึง +5)

$AR_{it}$  คือ ผลตอบแทนเกิดปฏิกิริยารายวันของหลักทรัพย์  $i$  ณ วันที่  $t$  ( $t = -5$  ถึง  $t = +5$ )

ซึ่งอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (AR) สามารถคำนวณได้จากสูตรดังต่อไปนี้

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

โดย

$AR_{it}$  คือ ผลตอบแทนเกิดปฏิกิริยารายวันของหลักทรัพย์  $i$  ณ วันที่  $t$  ( $t = -5$  ถึง  $t = +5$ )

$R_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์  $i$  ณ วันที่  $t$  ( $t = -5$  ถึง  $t = +5$ )

$E(R_{it})$  คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์  $i$  ณ วันที่  $t$  ( $t = -5$  ถึง  $t = +5$ )

อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในช่วงเหตุการณ์ สามารถหาได้จากสูตรดังนี้

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

โดย

$E(R_{it})$  คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์  $i$  ณ วันที่  $t$  ( $t = -5$  ถึง  $t = +5$ )

$R_{mt}$  คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของตลาด ณ วันที่  $t$  ( $t = -5$  ถึง  $t = +5$ )

ทั้งนี้ค่าอัลฟาและเบต้าของหุ้น  $i$  เป็นค่าที่ได้จากช่วงประมาณการ (Estimation Period) ซึ่งเป็นช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์จำนวน 265 วัน จนถึง 6 วันก่อนการประกาศเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (วันที่ -265 ถึงวันที่ -6) ซึ่งสามารถหาได้จากแบบจำลองตลาด (Market Model) ดังนี้

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

โดย

$\alpha_i$  คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้น  $i$  เมื่ออัตราผลตอบแทนตลาด = 0

$\beta_i$  คือ ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหุ้น  $i$  กับอัตราผลตอบแทนของตลาด หรือค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการหาความสัมพันธ์แบบถดถอย (Ordinary Least Square: OLS)

### 3.2.2 การทดสอบสมมติฐานที่ใช้ในการวิจัย

ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในแต่ละอุตสาหกรรม ต่อการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงิน ผู้วิจัยจะใช้การทดสอบวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) แบบ Based Study Event และเนื่องจากข้อมูลที่ใช้มีลักษณะเป็น Panel Data กล่าวคือจะมีลักษณะของข้อมูลที่เป็นแบบ Cross-Sectional และ Time-Series ดังนั้นการหาความสัมพันธ์ของข้อมูลดังกล่าวจึงเหมาะสมกับการใช้วิธี Panel Regression

ผลกระทบของการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ อาจมีความแตกต่างกันระหว่างบริษัทที่อยู่ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมได้ด้วยหลากหลายเหตุผล นอกจากนี้การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เองก็มาจากหลายสาเหตุได้เช่นกัน ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้เลือกทั้งปัจจัยทางด้านมหภาค และปัจจัยทางด้านข้อจำกัดในลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทมาเป็นตัวแปรควบคุมในการทำการทดสอบนี้ โดยสามารถอธิบายได้ดังนี้

### 1) ตัวแปรควบคุมด้านมหภาค

จากการทบทวนวรรณกรรม ปัจจัยทางด้านมหภาคนับว่าเป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ โดยในระบบเศรษฐกิจเปิดที่มีความยืดหยุ่นทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนระยะสั้นนั้นสามารถที่จะส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดของบริษัทได้ ดังนั้นการวิจัยจึงได้รวมเอา 1.1) ผลตอบแทนอัตราแลกเปลี่ยน THB/USD ซึ่งใช้เป็นอัตราผลตอบแทนสะสมในช่วง 3 วันก่อนมีการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงิน เป็นหนึ่งในปัจจัยควบคุมด้านมหภาค โดยผลตอบแทนที่เป็นค่าบวก หมายถึงการชี้ให้เห็นถึงการอ่อนค่าของเงินบาท ต่อดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลงนี้เอง ได้แสดงให้เห็นถึงกระแสเงินสดออก ซึ่งคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อความรุนแรงของการตอบสนองของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงิน

นอกจากนี้อีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ก็คือ 1.2) อัตราเงินเฟ้อ ซึ่งมักจะส่งผลโดยตรงกับการใช้จ่ายของประชากรในประเทศ รวมถึงแสดงถึงความสามารถในการดำเนินธุรกิจกับต่างประเทศ ซึ่งอัตราเงินเฟ้อจะถูกวัดโดยสำนักดัชนีเศรษฐกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ทุกๆเดือน การศึกษานี้จึงนำอัตราเงินเฟ้อรายเดือน ในเดือนก่อนที่จะมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินมาใช้เป็นตัวแปรควบคุมระดับมหภาคอีกหนึ่งตัวแปรนั่นเอง

### 2) ตัวแปรควบคุมด้านลักษณะเฉพาะของบริษัท

นอกไปจากปัจจัยด้านมหภาคแล้ว ปัจจัยภายในที่เป็นลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทนั้น ก็เป็นหนึ่งในปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ โดยจะแบ่งลักษณะที่สำคัญที่นำมาใช้เป็นตัวแปรควบคุมออกเป็น 3 ส่วน ดังนี้

2.1) บริษัทที่มีความยืดหยุ่นทางการเงินที่แตกต่างกัน จะส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์แตกต่างกัน กล่าวคือบริษัทที่มีความยืดหยุ่นทางการเงินมาก หรือบริษัทที่มีข้อจำกัดทางการเงินน้อย จะมีความเสี่ยงน้อยกว่าเมื่อถูกกระทบด้วยปัจจัยด้านต่างๆ โดยจะใช้อัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งคำนวณจาก หนี้สินทั้งหมดของกิจการหารด้วย สินทรัพย์รวมของกิจการ มาใช้ในการคำนวณ

2.2) ขนาดของบริษัท จะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน โดยบริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่า จะมีความมั่นคงและความน่าเชื่อถือจากผู้ลงทุนมากกว่า รวมทั้งมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยน้อยกว่า ซึ่งในการคำนวณขนาดของบริษัทนั้นมียูหลายวิธี แต่ในงานวิจัยนี้จะใช้ Natural Logarithm ของ Total Assets เป็นตัวแทนของขนาดบริษัท สอดคล้องกับ Vithessonthi และ Techarongrojwong (2013)



2.3) ผลการดำเนินงานของบริษัทก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กล่าวคือบริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ดี จะดึงดูดให้นักลงทุนสนใจเข้ามาร่วมลงทุน ทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น นอกจากนี้ก็จะมีความมั่นคง ส่งผลให้เกิดความอ่อนไหวจากการเปลี่ยนแปลงน้อยกว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานไม่ดี โดยจะใช้ PB ratio หรืออัตราส่วนของราคาหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัท สอดคล้องกับ Bernanke และ Kuttner (2005)

โดยในการทดสอบจะทำการทดสอบโดยการแยกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินแบบเข้มงวด หรือการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และกลุ่มที่มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินแบบผ่อนคลาย หรือการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อทดสอบหาความสัมพันธ์ของแต่ละกลุ่ม เนื่องจากว่าการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินในทิศทางที่แตกต่างกัน จะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์แตกต่างกัน จากนั้นจึงทำการทดสอบแยกหาความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์โดยแบ่งการทดสอบแยกในแต่ละอุตสาหกรรม ซึ่งรายชื่อกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการแบ่งโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีดังนี้

- 1) อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro & Food Industry)
- 2) อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products)
- 3) อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials)
- 4) อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials)
- 5) อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property & Construction)
- 6) อุตสาหกรรมทรัพยากร (Resources)
- 7) อุตสาหกรรมบริการ (Services)
- 8) อุตสาหกรรมเทคโนโลยี (Technology)

การทดสอบหาความสัมพันธ์ทำได้โดยสมการดังนี้

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 R_t + \beta_2 \text{Infl}_t + \beta_3 \text{Exh}_t + \beta_4 \text{Lev}_t + \beta_5 \text{Assets}_t + \beta_6 P/B_t + \varepsilon_{i,t}$$

โดยกำหนดให้

$CAR_{i,t}$  คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์  $i$  ในช่วงเหตุการณ์  $t$

$R_t$  คือ การเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงิน ณ เวลา  $t$

$\text{Infl}_t$  คือ อัตราเงินเฟ้อรายเดือน ในระยะเวลา 1 เดือนก่อนหน้าที่จะเกิดเหตุการณ์  $t$



$Exh_t$  คือ ผลตอบแทนอัตราแลกเปลี่ยนTHB/USD สะสมในช่วงเวลา 3 วันก่อนเกิดเหตุการณ์  $t$

$Lev_t$  คือ อัตราส่วนหนี้สิน คำนวณจากรายงานทางการเงินในไตรมาสล่าสุดก่อนเกิดเหตุการณ์  $t$

$Assets_t$  คือ logarithm ของ total assets คำนวณจากรายงานทางการเงินในไตรมาสล่าสุดก่อนเกิดเหตุการณ์  $t$

$P/B_t$  คือ อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี คำนวณจากรายงานทางการเงินในไตรมาสล่าสุดก่อนเกิดเหตุการณ์  $t$

โดยสามารถนำมาทดสอบสมมติฐานดังนี้

#### สมมติฐานที่ 1

การเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินทั้งในแบบเข้มงวดหรือแบบผ่อนคลายเป็นการปรับเปลี่ยนโดยมีเป้าหมายให้เกิดผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน เช่น ในการดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวดนั้น ต้องการที่จะให้เศรษฐกิจเกิดการชะลอตัว ส่วนการดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลายนั่นก็เพื่อต้องการกระตุ้นให้เศรษฐกิจขยายตัว ดังนั้นย่อมทำให้เกิดผลกระทบต่อตลาดทุน หรือหลักทรัพย์แตกต่างกันด้วยเช่นกัน จึงนำมาสู่สมมติฐานที่ 1 คือ

$H_1$  : การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในทิศทางที่ต่างกัน มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

#### สมมติฐานที่ 2

ในการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินแบบเข้มงวด ด้วยการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายนั้น จะถูกนำมาใช้เมื่อระบบเศรษฐกิจอยู่ในภาวะเงินเฟ้อ และกิจกรรมทางเศรษฐกิจขยายตัวเร็วเกินกว่าที่ทรัพยากรในประเทศจะสามารถรองรับได้ ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงออกมาตรการ เพื่อต้องการลดปริมาณเงินในระบบให้ลดลง ซึ่งจะส่งผลให้อุตสาหกรรมที่ต้องพึ่งพาเงินลงทุนมาก เช่น อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และอุตสาหกรรมที่อาศัยการเติบโตของเศรษฐกิจและการใช้จ่ายใช้สอยของผู้บริโภคเช่น อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค เป็นต้น จะได้รับผลกระทบในทางลบมากกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ จึงนำมาสู่สมมติฐานที่ 2 คือ

$H_2$  : การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในทิศทางที่เพิ่มขึ้นหรือการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบาย มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง, อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร, อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค อย่างมีนัยสำคัญ

### สมมติฐานที่ 3

ในการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินแบบผ่อนคลาย ด้วยการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายนั้น จะถูกนำมาใช้เมื่อระบบเศรษฐกิจอยู่ในภาวะที่ชะงักงัน สภาพคล่องในระบบดิ่งตัว อัตราเงินเฟ้ออยู่ในเกณฑ์ต่ำ และมีการจ้างงานไม่เต็มที่ ธนาคารแห่งประเทศไทยจะออกมาตรการในลักษณะที่ทำให้ปริมาณเงินในระบบเพิ่มสูงขึ้นหรือขยายตัวเพิ่มมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อทางลบกับอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินมากที่สุดเนื่องจากเป็นอุตสาหกรรมที่มีความอ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ย โดยการปรับอัตราดอกเบี้ยต่ำลงทำให้ได้รายได้ที่น้อยลง แต่จะส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมที่พึ่งพาการขยายตัวของเศรษฐกิจ เช่น อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร, อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค, อุตสาหกรรมทรัพยากรและ อุตสาหกรรมบริการ จึงนำมาสู่สมมติฐานที่ 3 คือ

H<sub>3</sub> : การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในทิศทางที่ลดลงหรือการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน, อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร, อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค, อุตสาหกรรมทรัพยากร และ อุตสาหกรรมบริการ อย่างมีนัยสำคัญ

## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

จากการเก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อนำมาศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรายอุตสาหกรรม ได้ผลการศึกษา โดยแบ่งออกเป็น 3 ส่วนดังนี้

ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น และข้อมูลเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่าง

ส่วนที่ 2 การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Matrix) และทดสอบนัยสำคัญของตัวแปร (T-test)

ส่วนที่ 3 การทดสอบสมการถดถอย (Regression Analysis)

#### 4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น

##### 4.1.1 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

จากการเก็บข้อมูลการประกาศเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายซึ่งเป็นหนึ่งในเครื่องมือที่ใช้ในการส่งผ่านนโยบายทางการเงิน ตั้งแต่ช่วงเวลา 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2558 นั้น พบว่าธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งสิ้น 72 ครั้ง โดยมี 28 ครั้ง ที่มีการประกาศเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ผู้วิจัยเลือกเฉพาะเหตุการณ์ที่มีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายมาศึกษาเท่านั้น เพื่อให้ได้ผลที่ตอบโจทยที่ต้องการศึกษามากขึ้น

ในจำนวนเหตุการณ์ทั้งหมดที่มีการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงิน ได้เลือกเก็บข้อมูลของหลักทรัพย์ที่มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครบถ้วนและเป็นไปตามเกณฑ์ที่กำหนดในแต่ละเหตุการณ์ ทำให้ได้จำนวนหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทดสอบ ดังนี้

ตารางที่ 4.1 จำนวนกลุ่มตัวอย่าง

| กลุ่มหลักทรัพย์                      | จำนวนบริษัท |
|--------------------------------------|-------------|
| อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร    | 35          |
| อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค         | 33          |
| อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน              | 50          |
| อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม           | 73          |
| อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง | 86          |
| อุตสาหกรรมทรัพยากร                   | 30          |
| อุตสาหกรรมบริการ                     | 81          |
| อุตสาหกรรมเทคโนโลยี                  | 37          |
| <b>รวมหลักทรัพย์</b>                 | <b>425</b>  |

#### 4.1.2 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา

การพิจารณาข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างนั้น จะพิจารณาทั้งจากกลุ่มตัวอย่างการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินทั้งหมด กลุ่มตัวอย่างการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินที่เพิ่มขึ้นหรือการใช้นโยบายทางการเงินแบบเข้มงวด และกลุ่มตัวอย่างการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินที่ลดลงหรือการใช้นโยบายทางการเงินแบบผ่อนคลาย ตามตารางที่ 4.2 นอกจากนี้ยังได้มีการศึกษาข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาในแต่ละอุตสาหกรรม โดยสามารถดูได้จากภาคผนวก

ตารางที่ 4.2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

| Variable        | Overall  |          |        |        |         |        |         |
|-----------------|----------|----------|--------|--------|---------|--------|---------|
|                 | CAR      | R        | Infl   | Exh    | Lev     | Assets | P/B     |
| Mean            | .362     | -2.438   | 0.0306 | 0.0267 | 35.7389 | 6.7865 | 2.1208  |
| (+)             | .4556    | 11.3559  | 0.0441 | .00195 | 36.3797 | 6.7779 | 2.2594  |
| (-)             | .294     | -12.4677 | 0.0209 | .0475  | 35.2729 | 6.7927 | 2.0199  |
| S.D             | 9.6178   | 13.2132  | 0.0209 | 0.175  | 24.9362 | 0.7395 | 19.0584 |
| (+)             | 8.4939   | 3.978    | 0.0218 | .1569  | 25.5843 | .7318  | 14.7179 |
| (-)             | 10.359   | 7.1456   | 0.0134 | .1842  | 24.4464 | .7451  | 21.6763 |
| Min             | -96.8924 | -27.2727 | -0.006 | -0.24  | 0.01    | 4.8657 | -60.81  |
| (+)             | -48.3079 | 7.1429   | 0.028  | -.24   | .01     | 5.1856 | -9.19   |
| (-)             | -96.8924 | -27.2727 | -0.006 | -.21   | .01     | 4.8657 | -60.81  |
| P <sub>25</sub> | -3.2945  | -11.1111 | 0.02   | -0.06  | 14.98   | 6.2712 | 0.69    |
| (+)             | -3.1047  | 7.6923   | 0.03   | -.095  | 15.25   | 6.2694 | .74     |
| (-)             | 3.4474   | -14.2857 | 0.015  | -.05   | 14.79   | 6.2723 | .65     |
| P <sub>75</sub> | 3.1299   | 9.0909   | 0.035  | 0.03   | 52.91   | 7.1912 | 1.94    |
| (+)             | 2.8912   | 14.2857  | 0.042  | .01    | 53.81   | 7.1909 | 1.99    |
| (-)             | 3.2977   | -7.1429  | 0.034  | .15    | 52.19   | 7.1989 | 1.89    |
| Max             | 319.7598 | 20       | 0.092  | 0.55   | 276.64  | 9.4484 | 1502.82 |
| (+)             | 177.858  | 20       | 0.092  | .33    | 276.64  | 9.3236 | 644.44  |
| (-)             | 319.7598 | -5       | 0.042  | .55    | 227     | 9.4484 | 1502.82 |
| Obs             | 8506     | 8506     | 8506   | 8506   | 8506    | 8506   | 8506    |
| (+)             | 3581     | 3581     | 3581   | 3581   | 3581    | 3581   | 3581    |
| (-)             | 4925     | 4925     | 4925   | 4925   | 4925    | 4925   | 4925    |

(+) คือการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เพิ่มขึ้น, (-) คือการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ลดลง

จากข้อมูลในตารางที่ 4.2 พบว่าผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 36 bp โดยหากดูในกลุ่มตัวอย่างที่มีการประกาศนโยบายทางการเงินเพิ่มขึ้นจะมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 45 bp และในกลุ่มตัวอย่างที่มีการประกาศนโยบายทางการเงินลดลงจะมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 29 bp โดยการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีค่าเฉลี่ยโดยรวมเป็นลบ แสดงให้เห็นว่าใน

ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา อัตราดอกเบี้ยนโยบายมีแนวโน้มที่ปรับตัวลดลงโดยรวม จากค่าเปอร์เซ็นต์ที่ 25 และเปอร์เซ็นต์ที่ 75 ที่แตกต่างจากค่าเฉลี่ยไม่มากนัก แสดงให้เห็นว่าข้อมูลที่นำมาใช้ โดยส่วนมากจะกระจุกตัวเกาะกลุ่มอยู่ระหว่างค่าเฉลี่ย

## 4.2 การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Matrix) และทดสอบนัยสำคัญของตัวแปร (T-test)

### 4.2.1 การทดสอบความสัมพันธ์ร่วมของตัวแปรด้วยตารางแมทริกสหสัมพันธ์

จากตารางที่ 4.3 จะเห็นว่าแม้จะมีตัวแปรหลายตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กันอย่างน้อยมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ความสัมพันธ์นั้นอยู่ในระดับต่ำ นั่นคือ ไม่มีตัวแปรใดที่มีความสัมพันธ์ร่วมกันถึง 0.8 จึงสรุปได้ว่าข้อมูลชุดนี้จะไม่ทำให้แบบจำลองนั้น เกิดปัญหา Multicollinearity โดยจากข้อมูลในตารางนั้น จะเห็นว่าการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงิน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ แต่หากดูแยกในลักษณะของการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินแบบเข้มงวด จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน แต่หากเป็นการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินแบบผ่อนคลายเป็นความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม

ตารางที่ 4.3 แมทริกสหสัมพันธ์ (Correlation Matrix)

| Overall | CAR        | R          | Infl       | Exh       | Lev       | Assets    |
|---------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| R       | -0.0007    |            |            |           |           |           |
| (+)     | 0.0276*    |            |            |           |           |           |
| (-)     | -0.0236*   |            |            |           |           |           |
| Infl    | 0.0064     | 0.5556***  |            |           |           |           |
| (+)     | -0.0193    | -0.5423*** |            |           |           |           |
| (-)     | 0.0161     | 0.6858***  |            |           |           |           |
| Exh     | -0.0380*** | -0.2619*** | -0.1281*** |           |           |           |
| (+)     | -0.0093    | 0.1471***  | 0.0217     |           |           |           |
| (-)     | -0.0624*** | -0.3882*** | -0.1531*** |           |           |           |
| Lev     | 0.0046     | 0.0141     | 0.0188**   | -0.0130   |           |           |
| (+)     | 0.0195     | -0.0310*   | 0.0071     | -0.0087   |           |           |
| (-)     | -0.0058    | 0.0073     | 0.0099     | -0.0130   |           |           |
| Assets  | 0.0208*    | -0.0098    | -0.0258*   | 0.0186*   | 0.2543*** |           |
| (+)     | 0.0103     | 0.0041     | -0.0342*   | 0.0038    | 0.2473*** |           |
| (-)     | 0.0280**   | -0.0072    | -0.0147    | 0.0314**  | 0.2601*** |           |
| P/B     | -0.0008    | 0.1466***  | 0.0011     | 0.0192*   | 0.0451*** | 0.1492*** |
| (+)     | 0.0071     | 0.0314*    | -0.0166    | 0.0228    | 0.0593*** | 0.1798*** |
| (-)     | -0.0062    | 0.2413***  | 0.008      | 0.0430*** | 0.0336**  | 0.1317*** |

\*\*\*, \*\*, \* Coefficient is significant at the 0.01, 0.05, 0.1 level respectively

(+) คือการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เพิ่มขึ้น, (-) คือการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ลดลง

#### 4.2.2 การทดสอบนัยสำคัญของตัวแปรด้วย T-test

ตารางที่ 4.4 การทดสอบนัยสำคัญของตัวแปรแต่ละตัว (One Sample T-test)

|         | CAR<br>(p-value)     | Policy Rate Changed     |
|---------|----------------------|-------------------------|
| Overall | .362***<br>(0.0005)  | -2.438***<br>(0.0000)   |
| (+)     | .4556***<br>(0.0013) | 11.3559***<br>(0.0000)  |
| (-)     | .294**<br>(0.0464)   | -12.4677***<br>(0.0000) |

\*\*\*, \*\*, \* Coefficient is significant at the 0.01, 0.05, 0.1 level respectively

(+) คือการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เพิ่มขึ้น, (-) คือการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ลดลง

จากตารางจะเห็นว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ รวมถึงอัตราการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินนั้น ต่างก็มีความแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ที่ 99% รวมไปถึงเมื่อทดสอบนัยสำคัญแยกเป็นการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินแบบเข้มงวด และการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินแบบผ่อนคลายเป็นแล้ว ผลการทดสอบก็ยังได้ว่ามีนัยสำคัญทางสถิติเช่นกัน แสดงว่าสามารถที่จะนำตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามนี้มาใช้ในการทดสอบต่อไปได้



### 4.3 การทดสอบสมการถดถอย (Regression Analysis)

#### 4.3.1 การศึกษาความสัมพันธ์ ในการทดสอบสมมติฐานที่ 1

ตารางที่ 4.5 ผลสรุปทดสอบความสัมพันธ์ สำหรับการทดสอบสมมติฐานที่ 1

| CAR                 | Coefficient<br>(p-value) |                    |                      |
|---------------------|--------------------------|--------------------|----------------------|
|                     | Overall                  | (+)                | (-)                  |
| Constant            | -0.8164<br>(.455)        | -2.8426*<br>(.065) | -4.1512***<br>(.006) |
| Policy Rate changed | -0.0003<br>(.977)        | .1806***<br>(.000) | -.1256***<br>(.000)  |
| Infl                | -0.2324<br>(.969)        | 10.3549<br>(.181)  | 51.8783***<br>(.001) |
| Exch                | -1.804***<br>(.003)      | -.5677<br>(.53)    | -3.1902***<br>(.000) |
| Lev                 | .0062<br>(.18)           | .0113**<br>(.049)  | .0025<br>(.685)      |
| Assets              | .1476<br>(.359)          | .0577<br>(.772)    | .2715<br>(.2043)     |
| P/B                 | .0047<br>(.39)           | -.0054<br>(.579)   | .0079<br>(.0068)     |

\*\*\*, \*\*, \* Coefficient is significant at the 0.01, 0.05, 0.1 level respectively

(+) คือการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เพิ่มขึ้น, (-) คือการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ลดลง

จากตารางข้างต้น จะพบว่าในโดยรวมแล้วการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ แต่เมื่อทำการทดสอบผลแยกแล้ว จะพบว่า เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้นหรือการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 99% โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน แต่เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลงหรือการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสม

ของหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 99 % จึงสามารถสรุปสมมติฐานที่ 1 ได้ว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในทิศทางที่ต่างกัน มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

#### 4.3.2 การศึกษาความสัมพันธ์ ในการทดสอบสมมติฐานที่ 2

จากการทดสอบความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น หรือการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในแต่ละอุตสาหกรรมตามตารางที่ 4.6 พบว่ามีเพียง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์ของผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ต่อการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ นั่นคือ อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และอุตสาหกรรมบริการ โดยพบว่าทั้งสองอุตสาหกรรมนั้น ได้รับผลกระทบในทิศทางเดียวกับกับการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย นั่นคือ เมื่อมีการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จะส่งผลให้ผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และอุตสาหกรรมบริการเพิ่มขึ้น ซึ่งแตกต่างจากที่คาดการณ์ในสมมติฐานที่ 2 ว่าเมื่อมีการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะส่งผลให้ผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมที่ต้องพึ่งพาเงินลงทุนมาก เช่น อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง นั้นได้รับผลกระทบในทางลบ แต่สำหรับผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร, อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค รวมถึงอุตสาหกรรมอื่นๆที่เหลือ นั้น ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 4.6 ผลสรุปทดสอบความสัมพันธ์ สำหรับการทดสอบสมมติฐานที่ 2

| CAR                   | Coefficient<br>(p-value) |                   |                    |                   |                   |                    |                    |                    |                   |
|-----------------------|--------------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|
|                       | Overall                  | Agro & Food       | Consumer           | Financials        | Industrials       | Property           | Resources          | Services           | Technology        |
| Constant              | -2.8426*<br>(.065)       | -.9248<br>(.904)  | -10.5341<br>(.155) | .4128<br>(.886)   | -1.2411<br>(.774) | -2.4494<br>(.470)  | -3.4219<br>(.66)   | -6.9546*<br>(.077) | -5.6562<br>(.447) |
| PolicyRate<br>changed | .1806***<br>(.000)       | .1699<br>(.201)   | -.0451<br>(.735)   | .1504<br>(.121)   | .1339<br>(.151)   | .2633***<br>(.001) | .0213<br>(.928)    | .2572**<br>(.011)  | .2688<br>(.128)   |
| Infl                  | 10.3549<br>(.181)        | 18.8547<br>(.441) | 2.5572<br>(.918)   | 26.1596<br>(.143) | 17.7331<br>(.297) | 8.9433<br>(.547)   | -20.7695<br>(.629) | 12.6833<br>(.497)  | 2.4195<br>(.939)  |
| Exch                  | -.5677<br>(.53)          | .8218<br>(.765)   | -3.901<br>(.183)   | .7814<br>(.703)   | -1.0177<br>(.608) | -1.8384<br>(.285)  | 1.8657<br>(.702)   | -.8503<br>(.698)   | .7532<br>(.836)   |
| Lev                   | .0113**<br>(.049)        | .0281<br>(.221)   | .0235<br>(.26)     | .0113<br>(.351)   | .0288**<br>(.014) | -.0097<br>(.434)   | .0331<br>(.456)    | -.0009<br>(.950)   | .009<br>(.682)    |
| Assets                | .0577<br>(.772)          | -.3532<br>(.759)  | 1.6524<br>(.113)   | -.5294<br>(.128)  | .2425<br>(.684)   | -.0173<br>(.970)   | .5286<br>(.538)    | .6011<br>(.246)    | .4419<br>(.653)   |
| P/B                   | -.0054<br>(.579)         | .0221<br>(.962)   | -.0157<br>(.689)   | .1089<br>(.688)   | .0049<br>(.608)   | -.0127<br>(.820)   | -.024<br>(.933)    | -.0582<br>(.427)   | .0689<br>(.598)   |

\*\*\*, \*\*, \* Coefficient is significant at the 0.01, 0.05, 0.1 level respectively

ตารางที่ 4.7 ผลสรุปทดสอบความสัมพันธ์ สำหรับการทดสอบสมมติฐานที่ 3

| CAR                   | Coefficient<br>(p-value) |                   |                    |                      |                    |                   |                     |                    |                   |
|-----------------------|--------------------------|-------------------|--------------------|----------------------|--------------------|-------------------|---------------------|--------------------|-------------------|
|                       | Overall                  | Agro & Food       | Consumer           | Financials           | Industrials        | Property          | Resources           | Services           | Technology        |
| Constant              | -4.1512***<br>(.006)     | -.7459<br>(.928)  | -8.69<br>(.298)    | -4.6491<br>(.150)    | -7.0429*<br>(.085) | -.6194<br>(.904)  | -6.9371<br>(.101)   | -2.9689<br>(.399)  | -6.4333<br>(.199) |
| PolicyRate<br>changed | -.1256***<br>(.000)      | -.0351<br>(.747)  | .0371<br>(.717)    | -.1778**<br>(.021)   | -.1141*<br>(.066)  | -.1299<br>(.118)  | -.2499***<br>(.004) | -.1232**<br>(.035) | -.1233<br>(.147)  |
| Infl                  | 51.8783***<br>(.001)     | 46.0613<br>(.404) | 105.066*<br>(.051) | 96.7989***<br>(.009) | 35.5089<br>(.279)  | 61.6047<br>(.157) | 77.3643*<br>(.082)  | 14.205<br>(.648)   | 19.3421<br>(.660) |
| Exch                  | -3.1902***<br>(.000)     | -2.9923<br>(.316) | 2.0924<br>(.472)   | -2.8294<br>(.190)    | -3.3517*<br>(.064) | -3.9017<br>(.101) | -4.6114*<br>(.073)  | -2.6537<br>(.107)  | -2.9482<br>(.232) |
| Lev                   | .0025<br>(.685)          | .0326<br>(.181)   | -.0129<br>(.576)   | .0198<br>(.161)      | .0036<br>(.772)    | -.0014<br>(.942)  | -.0299<br>(.259)    | -.0128<br>(.403)   | -.0179<br>(.341)  |
| Assets                | .2715<br>(.2043)         | -.2463<br>(.838)  | .9271<br>(.461)    | .0351<br>(.928)      | .7597<br>(.202)    | -.2076<br>(.771)  | .489<br>(.328)      | .2559<br>(.608)    | .7539<br>(.275)   |
| P/B                   | .0079<br>(.0068)         | .1126<br>(.739)   | -.0434<br>(.624)   | -.075<br>(.798)      | .1222<br>(.270)    | -.0065<br>(.957)  | .2742<br>(.462)     | .1081<br>(.147)    | .0087<br>(.173)   |

\*\*\*, \*\*, \* Coefficient is significant at the 0.01, 0.05, 0.1 level respectively

### 4.3.3 การศึกษาความสัมพันธ์ ในการทดสอบสมมติฐานที่ 3

จากการทดสอบความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลง หรือการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในแต่ละอุตสาหกรรมตามตารางที่ 4.7 พบว่าผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์ต่อการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ คือ อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม อุตสาหกรรมทรัพยากร อุตสาหกรรมบริการ โดยในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมนั้น จะได้รับผลกระทบในทิศทางตรงข้ามทั้งสิ้น กล่าวคือ เมื่อมีการประกาศเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลง จะยิ่งส่งผลให้ผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ใน 4 กลุ่มที่กล่าวไปข้างต้นเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งแตกต่างจากข้อสมมติฐานที่ 3 ที่คาดว่า การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะส่งผลในทางลบต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน แต่ตรงกับข้อสมมติฐานที่ 3 ที่คาดว่า การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะส่งผลในทางบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมทรัพยากร และอุตสาหกรรมบริการ โดยผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์อุตสาหกรรมอื่นๆ เช่น อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษาวิจัยชิ้นนี้ ทำขึ้นเพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของนโยบายทางการเงินต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของนโยบายทางการเงินในทิศทางที่แตกต่างกัน และศึกษาถึงผลกระทบที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ event study ในช่วงเวลาที่มีการประกาศเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ประกาศโดยธนาคารแห่งประเทศไทยในระยะเวลาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2558 โดยทำการทดสอบวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอย แบบ Panel Regression

จากการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในทิศทางที่ต่างกัน มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในทิศทางที่เพิ่มขึ้น หรือการใช้นโยบายทางการเงินแบบเข้มงวด นั้น จะมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน ในขณะที่หากมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในทิศทางที่ลดลง หรือการใช้นโยบายทางการเงินแบบผ่อนคลาย จะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม

โดยการศึกษาถึงความสัมพันธ์ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในทิศทางที่เพิ่มขึ้น หรือการใช้นโยบายทางการเงินแบบเข้มงวด จะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และอุตสาหกรรมบริการ อย่างมีนัยสำคัญ โดยมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน และเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในทิศทางที่ลดลง หรือการใช้นโยบายทางการเงินแบบผ่อนคลาย จะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม อุตสาหกรรมทรัพยากร และอุตสาหกรรมบริการ อย่างมีนัยสำคัญ โดยมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม

สรุปได้ว่าการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินนั้น ไม่ว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางใด ก็จะมีผลกระทบต่อในทางบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดย จะส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม อุตสาหกรรมทรัพยากร และอุตสาหกรรมบริการ ในขณะที่ผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และอุตสาหกรรมเทคโนโลยีพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงิน

## 5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย

จากการศึกษานั้น ยังมีปัจจัยอีกหลายปัจจัย ที่สามารถส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งการศึกษานี้ได้เลือกปัจจัยเพียงบางตัว มาเป็นปัจจัยควบคุมทางด้านมหภาค และปัจจัยเฉพาะของบริษัท ซึ่งด้วยข้อจำกัดในการเก็บข้อมูล อาจทำให้ปัจจัยที่นำมาใช้แตกต่างกัน ส่งผลผลกระทบต่อผลการศึกษาดังกล่าวได้ นอกจากนี้ เนื่องจากข้อมูลที่นำมาใช้นั้น เป็นข้อมูลทุติยภูมิซึ่งอาจมีความคลาดเคลื่อนได้และอาจส่งผลให้ผลการศึกษาดังกล่าวคลาดเคลื่อนไปจากความเป็นจริง

## 5.3 ข้อเสนอแนะ

งานศึกษานี้เป็นงานศึกษาเฉพาะกลุ่มตัวอย่างของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งอาจมีพฤติกรรมที่แตกต่างจากการศึกษาในตลาดอื่น จึงสามารถนำงานวิจัยนี้ไปขยายขอบเขตการศึกษาไปในตลาดทุนในประเทศอื่นๆได้

## รายการอ้างอิง

### Articles

- สิทธิพัฒน์ วิวัฒน์วานิช. (2553). ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินที่มีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน), มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
- Bemanke, Ben S., and Alan S. Blinder (1992). "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission." *American Economic Review* 82, 901-921.
- Bernanke, B.S., Kuttner, K.N. (2005). What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy?. *The Journal of Finance*, 1221-1257.
- Chaiporn Vithessonthi, Yaowaluk Techarongrojwong. (2013). Do monetary policy announcements affect stock prices in emerging market countries? The case of Thailand. *Journal of Multinational Financial Management*. 446-469.
- Culia, H., Martens, M., Dijk, D. (2010). Asymmetric effects of federal funds target rate changes on S&P100 returns, volatilities and correlations. *Journal of Banking & Finance*. 834-839.
- Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2004). Taking stock: Monetary policy transmission to equity markets. *Journal of Money*, 719-737.
- Fama, Eugene, F., French, K. R. (1995). Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *Journal of Finance* 50, 131-155.
- He, L.T. (2006). Variations in effects of monetary policy on stock market returns in the past four decades. *Review of Financial Economics*. 331-349.
- Iglesias, E.M., Haughton, A.Y. (2013). Interaction between monetary policy and stock prices: a comparison between the Caribbean and the US. *Applied financial economics*, 515-534.
- Lobo, B.J. (2000). Asymmetric effects of interest rate changes on stock prices. *The financial review*. 125-144.
- Maio, P. (2014). Another look at the stock return response to monetary policy actions. *Review of finance*, 321-371.



Rigobon, Roberto, Sack, B. (2003). Measuring the Response of Monetary Policy to the Stock Market. *Quarterly Journal of Economics* 118, 639-669.

Shibamoto, M., Tachibana, M. (2014). Individual stock returns and monetary policy: evidence from Japanese data. *The Japanese economic review*, 375-396

Thorbecke, W. (1997). On Stock Market Returns and Monetary Policy. *Journal of Finance* 52, 635-654.





ภาคผนวก



















## ประวัติผู้เขียน

|                |   |
|----------------|---|
| ชื่อ           | นางสาวจันทรา แก้วไทรทอง   |
| วันเดือนปีเกิด | 17 มีนาคม 2535  |
| วุฒิการศึกษา   | ปีการศึกษา 2557: บัณฑิต<br>(การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ)<br>มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ |

