

ปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชน  
ในตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย

หน้ทกกา วกญญวนทช

การศกษาค้หนคว้ด้วยตนเองเป็นส่วนหน้กของการศกษาตามหลักส้ตรบริหารธุรกิจมหาบัณทิต

สาขาวิชาการเงิน

บัณทิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

ปีการศึกษา 2553

ลชส้ทธีของมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

หัวข้อการศึกษาค้นคว้าด้วยตนเอง	ปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้ศึกษา	นางสาวนันทิกา วิญญูวนิช
ปริญญา	บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
สาขาวิชา	การเงิน
อาจารย์ที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์สิริวรรณ โฉมจำรูญ
ปีการศึกษา	2553

## บทคัดย่อ

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย โดยปัจจัยที่นำมาศึกษา ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปริมาณเงินในความหมายกว้าง ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และดัชนีปัจจัยเศรษฐกิจ เป็นข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งใช้ข้อมูลรายเดือน โดยช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา เริ่มตั้งแต่ เดือนมกราคม 2548 ถึง เดือนธันวาคม 2552 เป็นจำนวน 60 เดือน ด้วยการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน โดยวิธีประมาณค่ากำลังสองน้อยที่สุด

จากการศึกษาครั้งนี้พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และปัจจัยที่มีระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ได้แก่ ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และดัชนีการลงทุนภาคเอกชน โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ แต่ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ส่วนปัจจัยที่ไม่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนใน

ตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ ปริมาณเงินใน  
ความหมายกว้าง และดัชนีฟ็องเศรษฐกิจ

## กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเองในครั้งนี้ สำเร็จได้ด้วยความกรุณาจากผู้ช่วยศาสตราจารย์ สิริวรรณ โฉมจรรย์ อาจารย์ที่ปรึกษาการศึกษาค้นคว้าด้วยตนเอง ที่ได้ให้ความกรุณาเสียสละเวลา ในการให้คำปรึกษา พร้อมทั้ง ตรวจสอบการจัดทำ และให้คำแนะนำทุกขั้นตอนเป็นอย่างดี และขอขอบพระคุณ อาจารย์ ดร.นนภัส แก้วพลอย และ อาจารย์ ดร.ประสิทธิ์ มะหะหมัด ประธาน และ กรรมการสอบ ในการชี้แนะ เพื่อแก้ไขปรับปรุงเนื้อหาของการศึกษาค้นคว้าด้วยตนเองให้ดียิ่งขึ้น

ขอขอบคุณ คุณพ่อ-คุณแม่และครอบครัวที่คอยเป็นกำลังใจเสมอมาตลอดระยะเวลาในการศึกษาค้นคว้าด้วยตัวเอง ขอขอบคุณเจ้าหน้าที่บัณฑิตวิทยาลัยทุกท่าน ที่ได้ให้ความช่วยเหลือตลอดเวลาที่ศึกษาอยู่ และขอบคุณพี่ๆ และเพื่อน ๆ นักศึกษาทุกคน ที่คอยเป็นกำลังใจ และให้ความช่วยเหลือมาโดยตลอด

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อ .....	ง
กิตติกรรมประกาศ .....	ฉ
สารบัญ .....	ช
สารบัญตาราง .....	ฅ
สารบัญภาพ .....	ญ
บทที่	
1. บทนำ .....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา .....	1
วัตถุประสงค์ของการศึกษา .....	5
สมมติฐานการศึกษา .....	5
ขอบเขตการศึกษา .....	5
คำนิยามศัพท์ .....	5
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ .....	7
2. แนวคิดทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง .....	8
แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง .....	8
ข้อมูลทั่วไป ของการลงทุนหุ้นกู้ในตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทย 17	
บทความที่เกี่ยวข้อง .....	29
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง .....	30
3. วิธีการดำเนินการศึกษา .....	33
ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง .....	33
เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย .....	33

## สารบัญ(ต่อ)

บทที่	หน้า
ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา .....	34
การเก็บรวบรวมข้อมูล .....	36
การวิเคราะห์ข้อมูล .....	37
การนำเสนอข้อมูล .....	40
4. ผลการวิเคราะห์ข้อมูล .....	41
5. สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ .....	48
สรุปผลการศึกษา .....	48
อภิปรายผล .....	50
ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งนี้ .....	56
ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งต่อไป .....	57
บรรณานุกรม .....	58
ภาคผนวก .....	62
ก. ....	63
ข. ....	66
ค. ....	69
ประวัติผู้ศึกษา .....	75

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1. ขนาดของตลาดการเงินไทยและอัตราการเติบโต ตั้งแต่ปี พ.ศ.2544 ถึง พ.ศ.2552 .....	3
2. ปริมาณการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาล และ หุ้นกู้ภาคเอกชน ในตลาดรองของตราสารหนี้ ปี พ.ศ. 2544 ถึง ปี พ.ศ. 2552 .....	3
3. อันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ .....	28
4. ตารางสรุปสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระต่อ ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ .....	36
5. ตารางสรุปแหล่งที่มาข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา .....	37
6. ค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา .....	42
7. ผลการทดสอบ Correlation Matrix .....	43
8. ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระที่มีผลต่อ ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ .....	48
9. แสดงข้อมูลตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ .....	63
10. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของแบบจำลองปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณ การซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย .....	66
11. ผลการวิเคราะห์ของแบบจำลองปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของ หุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย .....	67
12. ผลการวิเคราะห์ของแบบจำลองปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิ ของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย แก้ไขปัญหา Autocorrelation ด้วยวิธี Cochrane-Orcutt Iterative Method หรือ Autoregressive .....	68
13. ปริมาณหลักทรัพย์ออกใหม่ ตั้งแต่ พ.ศ. 2548 – พ.ศ. 2552 .....	69
14. ปริมาณเงินให้กู้ยืมและเงินรับฝากที่รวมในปริมาณเงินของธนาคารพาณิชย์ จดทะเบียนในประเทศไทย ตั้งแต่ พ.ศ. 2548 – พ.ศ. 2552 .....	71
15. มูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรองของตราสารหนี้ ตั้งแต่ พ.ศ. 2548 – พ.ศ. 2552 .....	73

## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1. อัตราดอกเบี้ยดูดยภาพ .....	10
2. ดูดยภาพของตลาดตราสารหนี้ .....	12
3. ปริมาณการออกหุ้นสามัญและหุ้นกู้ของภาคเอกชน และปริมาณเงินที่ธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในประเทศ ให้กู้ยืมแก่ธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน .....	72
4. มูลค่าซื้อขายรวมของตลาดตราสารหนี้ และ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย .....	73
5. ผลการจัดเก็บภาษีอากร ปีงบประมาณ 2550 - 2552 .....	74



## บทที่ 1

### บทนำ

#### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้ในประเทศไทยเกิดขึ้นเมื่อปี พ.ศ. 2476 โดยกระทรวงการคลังเป็นผู้ออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อระดมเงินทุนจากภายในประเทศเป็นครั้งแรก การออกพันธบัตรของภาครัฐยังมีปริมาณเพิ่มมากขึ้นเมื่อประเทศไทยเริ่มใช้แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติตั้งแต่ปี พ.ศ. 2504 เป็นต้นมา ส่วนพันธบัตรรัฐวิสาหกิจเริ่มเข้ามามีบทบาทในตลาดตราสารหนี้มากขึ้นโดยเริ่มจากปี พ.ศ. 2536 เนื่องจากความต้องการเงินลงทุนในโครงการด้านโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่

สำหรับตราสารหนี้ภาคเอกชนหรือหุ้นกู้ภาคเอกชน ในอดีตมีการระดมทุนโดยออกตราสารหนี้น้อยมาก และส่วนใหญ่เป็นตราสารหนี้ระยะสั้น เช่น ตั๋วสัญญาใช้เงิน (Promissory Note) ตั๋วแลกเงิน (Bill of Exchange) เนื่องจากปัญหาด้านกฎระเบียบของทางราชการมีความยุ่งยาก ในขณะที่ผู้ลงทุนยังขาดความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับตราสารหนี้ เมื่อมีการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 ในวันที่ 16 พฤษภาคม 2535 ทำให้ตราสารหนี้ภาคเอกชนมีการพัฒนากันอย่างจริงจัง เพราะเป็นการเปิดโอกาสให้บริษัทจำกัดและบริษัทมหาชนจำกัดสามารถออกตราสารหนี้เพื่อระดมทุนจากประชาชนได้โดยตรง ซึ่งต่างจากเดิมที่ให้เฉพาะบริษัทมหาชนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สามารถออกตราสารหนี้ภาคเอกชนได้เท่านั้น (พรทิพย์ จตุพรมงคลชัย, 2550: 1-2)

ทั้งนี้ในปัจจุบันการระดมทุนโดยการออกตราสารของภาคเอกชนในประเทศไทย ได้มีการพัฒนาเพิ่มขึ้นจากในอดีตเป็นอย่างมาก เนื่องจากได้รับการสนับสนุน และผลักดันอย่างจริงจังจากทั้งภาครัฐ และภาคเอกชน โดยใช้นโยบายและมาตรการต่าง ๆ ดังนี้

1. การประกาศใช้ “พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535” ซึ่งได้ผ่อนคลายข้อจำกัดให้แก่ภาคเอกชนในการระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้

2. การจัดตั้ง “บริษัท ไทยเรตติ้งแอนด์อินฟอร์เมชันเซอร์วิส (ทริส) จำกัด” ในปี พ.ศ. 2536 ซึ่งเป็นสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือแก่องค์กรและตราสารหนี้ เพื่อให้นักลงทุนใช้เป็นเครื่องมือประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในตราสารหนี้

3. การจัดตั้ง “ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้” ในปี พ.ศ. 2537 เพื่อเป็นองค์กรกลางในการให้บริการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรอง

4. ผู้ออกตราสารหนี้ (Issuer) ได้ตระหนักถึงความสำคัญของการระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้ ซึ่งเป็นทางเลือกในการระดมทุนอีกช่องทาง ที่สามารถมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่าการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน เนื่องจากการระดมทุนโดยไม่ผ่านตัวกลาง (Disintermediation) ไม่ทำให้เกิด Dilution Effect ซึ่งเจ้าของกิจการยังคงอำนาจในการบริหารไว้ได้เช่นเดิม สามารถทราบต้นทุนทางการเงินที่แน่นอนและคงที่ในระยะเวลาที่กำหนด ซึ่งช่วยส่งเสริมประสิทธิภาพในเชิงบริหาร รวมทั้งสามารถนำดอกเบี้ยที่จ่ายให้แก่ผู้ถือตราสารหนี้ภาคเอกชน มาหักเป็นค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน ทำให้กิจการได้รับประโยชน์ในการคำนวณภาษีเงินได้ของกิจการ ตลอดจนสามารถกำหนดรูปแบบของการออกตราสารหนี้ได้หลากหลายตามความต้องการใช้เงิน ซึ่งจะช่วยให้ผู้ออกตราสารหนี้สามารถบริหารการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

5. นักลงทุน (Investor) ได้ตระหนักถึงการระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้ภาคเอกชนมากขึ้น รวมทั้งได้ตระหนักถึงความสำคัญของตราสารหนี้ที่เป็นการเพิ่มทางเลือกในการลงทุนอีกทางหนึ่ง นอกเหนือจากการฝากเงินกับธนาคารหรือสถาบันการเงินหรือการลงทุนในตลาดหุ้นสามัญ และมีความผันผวนน้อยกว่าการลงทุนในตลาดหุ้นสามัญ นอกจากนี้การลงทุนในตราสารหนี้ภาคเอกชนยังสามารถทราบผลตอบแทนที่แน่นอนและคงที่ในระยะเวลาที่กำหนด อันเป็นการช่วยให้ผู้ลงทุนบริหารการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

ดังนั้น ตราสารหนี้ จึงเป็นทางเลือกหนึ่งที่น่าสนใจในการลงทุน และเป็นทางเลือกหนึ่งที่สำคัญของผู้ที่ต้องการเงินทุน ความสำคัญของตราสารหนี้และตลาดตราสารหนี้ไทยได้ทวีความสำคัญขึ้นอย่างมาก โดยเฉพาะในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ (ดารบุษปี ปภาพจน์ , 2552) และธนาคารพาณิชย์ไม่มั่นใจในการปล่อยสินเชื่อให้แก่ระบบธุรกิจ ทำให้ภาคเอกชนต่างหันไประดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้มากขึ้น ซึ่งสามารถพิจารณาได้จากตารางที่ 1 แสดงให้เห็น

ถึงขนาดของตลาดตราสารหนี้ที่ได้ขยายตัวอย่างต่อเนื่อง และมีบทบาทในตลาดการเงินไทยมากขึ้นเรื่อย ๆ

ตารางที่ 1 ขนาดของตลาดการเงินไทยและอัตรากำไรเติบโต ตั้งแต่ปี พ.ศ.2544 ถึง พ.ศ.2552

หน่วย : พันล้านบาท

ขนาดของตลาดการเงิน	2544	2545	2546	2547	2548	2549	2550	2551	2552
ขนาดของสินเชื่อที่ปล่อยโดยธนาคารพาณิชย์ 1/	4,298.9	4,602.7 (7.07%)	4,701.50 (9.37%)	5,081.35 (18.20%)	5,488.43 (27.67%)	5,738.38 (33.48%)	6,221.76 (44.73%)	7,368.65 (71.41%)	7,661.66 (78.22%)
ตราสารทุน (SET)	1,607.31	1,986.24 (23.58%)	4,789.90 (198.01%)	4,521.89 (181.33%)	5,105.11 (217.62%)	5,078.70 (215.98%)	6,636.07 (312.87%)	3,568.65 (122.03%)	5,873.10 (265.40%)
ตราสารหนี้ในประเทศ (ราคาพาร์)	1,882.90	2,300.00 (22.15%)	2,518.00 (33.73%)	2,740.38 (45.54%)	3,366.84 (78.81%)	4,085.26 (116.97%)	4,888.13 (159.61%)	5,072.48 (169.40%)	6,114.49 (224.74%)

ที่มา : ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย (2553)

ตารางที่ 2 ปริมาณการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาล และ หุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดรองของตราสารหนี้ ปี พ.ศ. 2544 ถึง ปี พ.ศ. 2552

หน่วย : ล้านบาท

ปี	2544	2545	2546	2547	2548	2549	2550	2551	2552
พันธบัตรรัฐบาล	896,389	1,075,351	829,256	434,781	438,158	631,117	1,112,263	1,172,889	1,484,397
หุ้นกู้ภาคเอกชน	90,467	87,968	197,447	105,189	77,685	88,953	118,241	82,470	118,786

ที่มา : ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย (2553)

นอกจากตลาดตราสารหนี้ไทยจะมีความสำคัญในฐานะที่เป็นแหล่งระดมเงินทุนโดยตรงของภาครัฐและภาคเอกชน และยังเป็นทางเลือกในการลงทุนให้กับนักลงทุนแล้ว นักลงทุนยังสามารถเลือกตราสารในการลงทุนตามระดับของความเสี่ยงที่ตนเองประสงค์ได้ โดย

จากตารางที่ 2 แสดงให้เห็นถึง ปริมาณการซื้อขายหุ้นภาคเอกชนกับพันธบัตรรัฐบาลในตลาดรองของตลาดตราสารหนี้ ซึ่งปริมาณการซื้อขายหุ้นภาคเอกชนน้อยกว่าพันธบัตรรัฐบาล เนื่องจากในช่วงหลังวิกฤตฟองสบู่ รัฐบาลไทยมีรายได้จากการจัดเก็บภาษีลดลงและต้องใช้เงินเกินกว่างบประมาณ (ศูนย์วิจัยกสิกรไทย, 2546) จึงต้องระดมเงินด้วยการออกพันธบัตรจำนวนมาก ดังนั้นนักลงทุนที่ไม่ประสงค์แบกรับความเสี่ยงและต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนมากกว่าการฝากเงินกับธนาคารหรือสถาบันการเงิน จะเลือกลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งเป็นตราสารที่ปราศจากความเสี่ยงด้านการผิดนัดชำระดอกเบี้ยและเงินต้น โดยเฉพาะในช่วงภาวะเศรษฐกิจที่ตกต่ำ การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลจึงเป็นทางเลือกในการลงทุนที่ปลอดภัย แต่สำหรับนักลงทุนที่ยอมรับความเสี่ยงในระดับที่สูงขึ้นก็จะเลือกลงทุนในหุ้นภาคเอกชน เพราะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาล เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นนั้น และยังมีเครื่องมือวัดความเสี่ยงให้กับผู้ลงทุน นั่นคือ การจัดอันดับความน่าเชื่อถือโดยสถาบันจัดอันดับที่ได้รับอนุมัติจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการชำระหนี้ของผู้ออกตราสาร ทำให้นักลงทุนได้รับทราบถึงระดับความเสี่ยงในการลงทุนในแต่ละตราสารหนี้ โดยการลงทุนในหุ้นภาคเอกชนยังให้ผลตอบแทนที่แน่นอนและคงที่ในระยะเวลาที่กำหนด และมีความผันผวนของราคาตราสารน้อยกว่าการลงทุนในตลาดหุ้นสามัญ รวมทั้งยังเป็นทางเลือกในการระดมทุนที่สำคัญอีกช่องทางหนึ่งของภาคเอกชน นอกเหนือจากการออกหุ้นสามัญ และการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์

หุ้นภาคเอกชนจึงถือเป็นทางเลือกในการลงทุนที่สำคัญในตลาดตราสารหนี้ ช่วยทำให้นักลงทุนมีทางเลือกในการออมเงินมากขึ้น นอกเหนือจากการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ หรือสถาบันการเงิน หรือการลงทุนตราสารทุนในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้การลงทุนในหุ้นภาคเอกชนยังให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ และมีความผันผวนของราคาตราสารน้อยกว่าการลงทุนในหุ้นสามัญ ทำให้ความเสี่ยงต่ำกว่าการลงทุนในทางเลือกอื่นที่ขาดความสม่ำเสมอในกระแสเงินสดที่นักลงทุนจะได้รับ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553) ซึ่งเป็นการช่วยเพิ่มประสิทธิภาพให้แก่การลงทุนในการบริหารการลงทุน ดังนั้นจึงเป็นที่มาของการศึกษาวิจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย เพื่อนำไปใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหุ้นภาคเอกชนต่อไป

## วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย

## สมมติฐานการศึกษา

การศึกษานี้มีสมมติฐานว่ามีปัจจัยดังต่อไปนี้ คือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปริมาณเงินในความหมายอย่างกว้าง ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และ ดัชนีปัจจัยเศรษฐกิจอย่างน้อย 1 ปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้

## ขอบเขตการศึกษา

ในการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย ใช้วิธีศึกษาข้อมูลทุติยภูมิแบบอนุกรมเวลา (Time Series Data) สำหรับข้อมูลตัวแปรตาม คือ ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ และตัวแปรอิสระ คือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปริมาณเงินในความหมายกว้าง ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และ ดัชนีปัจจัยเศรษฐกิจ โดยเก็บข้อมูลรายเดือนระหว่างช่วงเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2548 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2552 รวมเป็นระยะเวลา 60 เดือน

## คำนิยามศัพท์

**ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชน** หมายถึง ส่วนต่างระหว่างมูลค่าการซื้อสุทธิ และ มูลค่าการขายสุทธิ ของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ของนักลงทุน ณ เวลาหนึ่ง

**อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ** คือ ผลตอบแทนที่ธนาคารหรือสถาบันการเงินให้กับผู้เป็นเจ้าของเงินที่กำหนดระยะเวลาของการฝากไว้แน่นอน โดยหากผู้เป็นเจ้าของเงินถอนก่อนครบกำหนด จะได้ผลตอบแทนน้อย หรือไม่ได้เลย ซึ่งจะศึกษาอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 6 เดือน

ณ วันสิ้นเดือน สำหรับลูกค้าทั่วไป คิดจากธนาคารพาณิชย์ 5 แห่ง ได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกรุงไทย ธนาคารไทยพาณิชย์ ธนาคารกสิกรไทย และ ธนาคารกรุงศรีอยุธยา

**อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ** หมายถึง อัตราที่เทียบระหว่างค่าเงินสกุลบาทกับค่าเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งก็คือ จำนวนของเงินตราสกุลเงินบาท เพื่อแลกกับเงินจำนวน 1 ดอลลาร์สหรัฐ โดยอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ มีค่าลดลง ก็คือ การที่เงินสกุลบาทแข็งค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ และอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ มีค่าเพิ่มขึ้น ก็คือ การที่เงินสกุลบาทอ่อนค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ

**ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index)** หมายถึง ดัชนีที่สะท้อนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการคำนวณแบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization Weighted) ซึ่งคำนวณโดยใช้หุ้นสามัญจดทะเบียนทุกหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) แสดงมูลค่าเฉลี่ยของหุ้นสามัญทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันปัจจุบัน เทียบกับมูลค่าเฉลี่ยของหุ้นดังกล่าว ณ วันฐาน (30 เมษายน 2518) ซึ่งเป็นวันเปิดตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะมีค่าดัชนีเริ่มต้นอยู่ที่ 100 จุด

**ปริมาณเงินในความหมายกว้าง (M2)** หมายถึง ธนบัตร เหรียญ ในมือประชาชน (ไม่รวมธนาคารพาณิชย์) เงินฝากเผื่อเรียกของภาคเอกชน (ไม่รวมเงินที่อยู่ในมือของธนาคารกลางและกระทรวงการคลัง) เงินฝากประจำและเงินฝากออมทรัพย์ของภาคเอกชน (รวมรัฐวิสาหกิจ) ที่ฝากไว้ที่ธนาคารพาณิชย์

**ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (Private Investment Index)** หมายถึง ดัชนีที่ใช้เป็นเครื่องชี้วัดทิศทางความเคลื่อนไหวของการลงทุนภาคเอกชน ซึ่งคำนวณได้จากการเปลี่ยนแปลงขององค์ประกอบต่าง ๆ ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนด ได้แก่ เนื้อที่ก่อสร้างได้รับอนุญาตในเขตกรุงเทพฯ ปริมาณจำหน่ายซีเมนต์ ปริมาณการจำหน่ายสังกะสี สินเชื่อสาขาอุตสาหกรรม และก่อสร้างของธนาคารพาณิชย์ ปริมาณสินค้านำเข้า การขออนุญาตเกี่ยวกับโรงงานจากกระทรวงอุตสาหกรรม การจดทะเบียนธุรกิจที่กระทรวงพาณิชย์ การส่งเสริมการลงทุนของคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน

**ดัชนีพ้องเศรษฐกิจ (Coincident Economic Index)** หมายถึง ดัชนีในรูปแบบของการนำดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจหลาย ๆ ดัชนีมาผสมกันจนเป็น Composite Index โดยที่ CEI นั้นจะบอกภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบัน ซึ่งประกอบด้วยดัชนีต่าง ๆ ดังนี้ 1.ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม 2.การจัดเก็บภาษีมูลค่าเพิ่ม 3.ปริมาณเงินฝากกระแสรายวัน 4.มูลค่าการนำเข้า 5.ปริมาณการจำหน่ายรถยนต์

### **ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ**

1. เพื่อให้นักลงทุนที่มีเงินออมและต้องการลงทุนในหุ้นภาคเอกชน มาใช้เป็นแนวทางพิจารณาประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหุ้นภาคเอกชน
2. เพื่อให้ธุรกิจที่มีความประสงค์จะออกหุ้นภาคเอกชน สามารถนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจในช่วงเวลาที่เหมาะสมในการออกหุ้นภาคเอกชนให้ตรงตามภาวะเศรษฐกิจ

## บทที่ 2

### แนวคิดทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษารั้้งนี้ผู้ศึกษาได้ทำการศึกษาเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2548 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2552 รวมเป็นระยะเวลา 60 เดือน โดยแบ่งงานศึกษาออกเป็น 4 ส่วน ดังนี้

ส่วนที่ 1 แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ส่วนที่ 2 ข้อมูลทั่วไป ของการลงทุนหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทย

ส่วนที่ 3 บทความที่เกี่ยวข้อง

ส่วนที่ 4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### ส่วนที่ 1 แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องและนำมาใช้ในการศึกษาถึงตัวแปรที่มีผลกระทบต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ได้แก่ ทฤษฎีความต้องการถือเงินของฟรีดแมน (Theory of the demand for money) ทฤษฎีอุปสงค์และอุปทานความต้องการเงินกู้ (Demand and Supply of Loan able Funds) และ ทฤษฎีความเสมอภาคแห่งอำนาจซื้อ (Theory of Purchasing Power Parity) ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

#### ทฤษฎีความต้องการถือเงินของฟรีดแมน (Theory of the demand for money)

(สรวงศ์ บุญยะพงศ์ไชย, 2540)

ความต้องการถือเงิน (หรือถือสินทรัพย์ชนิดใดชนิดหนึ่งโดยเฉพาะ) ขึ้นอยู่กับปัจจัยที่สำคัญ 3 ประการ คือ

1. ทรัพย์สินทั้งหมด ทั้งทรัพย์สินที่จับต้องได้ และทรัพย์สินที่จับต้องไม่ได้ ที่แต่ละบุคคลมีอยู่ในครอบครอง ซึ่งหมายถึง สิ่งใด ๆ ก็ตามที่สามารถก่อให้เกิดกระแสของรายได้ ใน



รูปของตัวเงินหรือรายได้ในรูปของสิ่งของและบริการแก่ผู้ถือ และรวมถึงกำลังความสามารถในการผลิตของมนุษย์ และสามารถก่อให้เกิดกระแสของรายได้เช่นกัน ก็ควรถือเป็นส่วนหนึ่งของทรัพย์สินทั้งหมดด้วย ดังนั้น ทรัพย์สินตามแนวคิดของฟรีดแมน จึงรวมมูลค่าปัจจุบันของรายได้ที่คาดว่าจะได้รับ

โดยผู้เป็นเจ้าของทรัพย์สินสามารถที่จะเลือกถือทรัพย์สินได้ในหลายรูปแบบด้วยกัน แต่ละบุคคลจะแบ่งสรรการถือทรัพย์สินอยู่ในรูปต่าง ๆ เพื่อให้ได้รับอรรถประโยชน์สูงสุด กล่าวคือ เขาจะทำการแบ่งสรรการถือทรัพย์สินในลักษณะที่อัตราผลตอบแทนกัน ระหว่างทรัพย์สินในรูปหนึ่งกับทรัพย์สิน ในอีกรูปหนึ่งเท่ากันกับอัตราที่เขาพอใจที่จะทำการทดแทน ประเด็นสำคัญที่ฟรีดแมนชี้ให้เห็น ก็คือรูปแบบต่าง ๆ ในการถือทรัพย์สิน ได้แก่ เงิน พันธบัตร และ หลักทรัพย์ เป็นต้น

2. อัตราผลตอบแทนของทรัพย์สิน เนื่องจากทรัพย์สินในแต่ละรูปแบบก่อให้เกิดกระแสรายได้ในรูปต่าง ๆ ที่ผู้ถือทรัพย์สินต้องการถือ เพื่อให้เขาได้รับอรรถประโยชน์สูงสุด กล่าวคือ ต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือเงิน จะเป็นเครื่องกำหนดปริมาณของทรัพย์สินในรูปของเงินที่คนต้องการถือ เนื่องจากต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือเงิน ก็คือ อัตราผลตอบแทนที่ควรจะได้รับจากการไม่ถือเงิน แต่ถืออยู่ในรูปของทรัพย์สินรูปแบบอื่น ๆ ดังนั้นจึงพิจารณาอัตราผลตอบแทนจากทรัพย์สินรูปแบบต่าง ๆ ดังนี้

2.1 อัตราผลตอบแทนของเงิน โดยความต้องการถือเงินของบุคคลจะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับมูลค่าที่แท้จริงของผลตอบแทน ซึ่งผลตอบแทนการถือเงินจะขึ้นอยู่กับราคาคงตัวของระดับราคา ถ้าราคาลดลงมูลค่าของเงินก็จะสูงขึ้น ทำให้เป็นผลดีต่อมูลค่าของเงินที่แท้จริง

2.2 ผลตอบแทนจากการถือพันธบัตร มี 2 รูปแบบคือ เงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงราคาจากการขาย การเลือกถือพันธบัตรเป็นสิ่งที่ทดแทนการถือเงินได้เป็นอย่างดี ซึ่งต้นทุนการเสียโอกาสของการถือเงินก็คือ รายรับจากการถือพันธบัตร

2.3 ผลตอบแทนจากการถือหลักทรัพย์ โดยการเลือกหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับมูลค่าของอัตราผลตอบแทนตามอัตราดอกเบี้ย และการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์นั้น

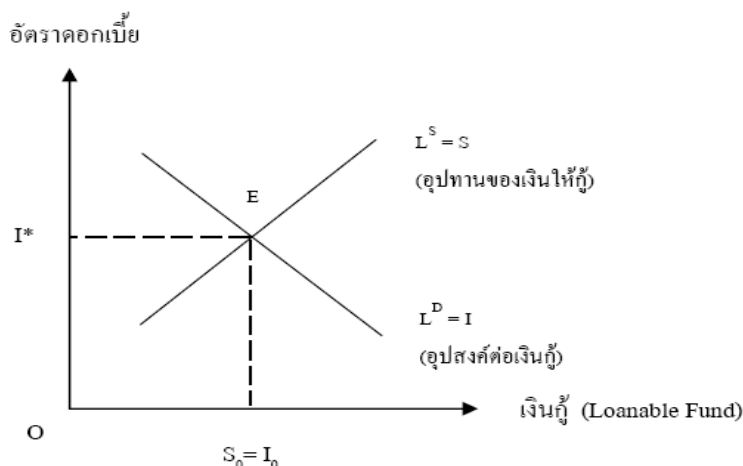
3. รสนิยมและความพึงพอใจของผู้เป็นเจ้าของทรัพย์สินในการถือเงินอาจเปลี่ยนแปลงไปได้เนื่องมาจากสาเหตุอื่น ๆ ที่นอกเหนือจากสาเหตุทางด้านรายได้หรืออาจกล่าวได้ว่า แต่ละ

บุคคลจะให้คุณค่าเกี่ยวกับการมีสภาพคล่องที่แตกต่างกันออกไป เช่น บุคคลบางคนให้คุณค่าสูงแก่การมีสภาพคล่องสูงเนื่องจากเป็นผู้ที่ไม่ชอบเสี่ยงกับความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นในอนาคต บุคคลผู้นี้ก็จะเป็นผู้มีรสนิยมและความพึงพอใจที่จะถือเงินไว้ในมือเป็นจำนวนมาก ในขณะที่ใดขณะหนึ่ง

อาจสรุปได้ว่า ทฤษฎีความต้องการถือเงินของฟรีดแมน สร้างขึ้นโดยอาศัยหลักการของการแสวงหาอรรถประโยชน์สูงสุด ซึ่งเป็นหลักการพื้นฐานของนักเศรษฐศาสตร์ สำนักคลาสสิก ถ้ารสนิยมและความพึงพอใจของแต่ละบุคคลถูกกำหนดมาให้ แต่ละบุคคลจะพยายามทำให้ตนเองได้รับอรรถประโยชน์สูงสุด ภายใต้ข้อจำกัดทางด้านงบประมาณที่ตนมีอยู่ ซึ่งในกรณีความต้องการถือเงินของฟรีดแมน ข้อจำกัดด้านงบประมาณถูกกำหนดโดยทรัพย์สินทั้งหมดและอัตราผลตอบแทนของทรัพย์สินต่าง ๆ ที่พิจารณาที่จะถือ โดยถ้าอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรหรือของหลักทรัพย์สูงขึ้น ผู้เป็นเจ้าของทรัพย์สินย่อมต้องการที่จะถือทรัพย์สินในรูปของสินทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงขึ้น และถือในรูปของเงินน้อยลง

### ทฤษฎีอุปสงค์และอุปทานความต้องการเงินกู้ (Demand and Supply of Loan able Funds) (Frederic S. Mishkin อ้างถึงใน กอบกุล สินธวัชวงศ์, 2550)

ทฤษฎีนี้กล่าวถึง การเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยโดยอาศัยการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์และอุปทานของตราสารหนี้ ซึ่งแสดงได้ดังนี้



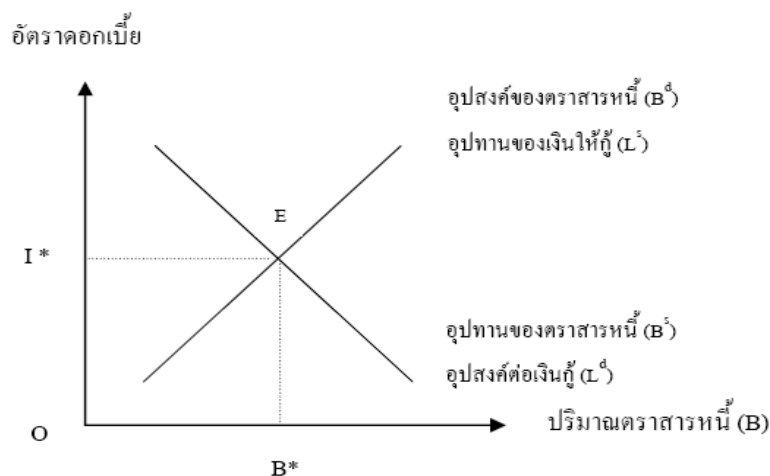
ภาพที่ 1 อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพ  
ที่มา : กอบกุล สินธวัชวงศ์ (2550)

จากภาพที่ 1  $L^D$  แทนอุปสงค์ต่อเงินกู้  
 $L^S$  แทนอุปทานของเงินให้กู้  
 I แทนการลงทุน  
 S แทนการออม

แสดงดุลยภาพในตลาดเงิน ซึ่งจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่ออัตราดอกเบี้ยปรับตัวมาอยู่ที่อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพ  $OI^*$  ทำให้อุปสงค์ต่อเงินกู้เท่ากับอุปทานของเงินให้กู้ หรือกล่าวได้ว่าอุปทานของตราสารหนี้เท่ากับอุปสงค์ของตราสารหนี้ ที่อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพยังเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ทำให้การออมเท่ากับการลงทุน ซึ่งเป็นเงื่อนไขสำคัญที่ทำให้อุปสงค์รวมเท่ากับอุปทานรวม

อุปสงค์ต่อเงินกู้ หมายถึง จำนวนเงินที่หน่วยธุรกิจหรือรัฐบาลต้องการกู้ เพื่อนำไปลงทุนในโครงการต่างๆ ซึ่งหน่วยธุรกิจกู้เงินโดยการออกหุ้นกู้จำหน่ายให้ประชาชน รัฐบาลกู้เงินโดยการออกพันธบัตรจำหน่ายให้ประชาชน ทั้งหน่วยธุรกิจและรัฐบาลจะต้องจ่ายดอกเบี้ยในอัตราที่กำหนดไว้ในใบหุ้นหรือพันธบัตรให้แก่ประชาชนผู้ถือหุ้นหรือพันธบัตรเป็นการตอบแทน จึงถือว่าอัตราดอกเบี้ยเป็นต้นทุนของเงินกู้ หน่วยธุรกิจจึงต้องเปรียบเทียบระหว่างอัตราดอกเบี้ยซึ่งเป็นต้นทุนของเงินกู้กับอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ โดยอัตราผลตอบแทนอย่างน้อยจากการลงทุนต้องเท่ากับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นต้นทุน ดังนั้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นโอกาสที่ผลตอบแทนจากการลงทุนจะคุ้มกับต้นทุนจึงมีน้อย ส่งผลให้อุปสงค์ต่อเงินกู้มีน้อย ในขณะที่ถ้าอัตราดอกเบี้ยต่ำลงโอกาสที่ผลตอบแทนจากการลงทุนจะคุ้มกับต้นทุนจึงมีมาก ส่งผลให้อุปสงค์ต่อเงินกู้มีมาก

อุปทานของเงินให้กู้ หมายถึง จำนวนเงินที่ประชาชนนำมาซื้อหุ้นกู้หรือพันธบัตร เพื่อหวังผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ย ถ้าอัตราดอกเบี้ยสูง ประชาชนจะยินดีซื้อหลักทรัพย์มากขึ้น ในขณะที่ถ้าอัตราดอกเบี้ยต่ำ ประชาชนจะยินดีซื้อหลักทรัพย์น้อยลง



**ภาพที่ 2** ดุลยภาพของตลาดตราสารหนี้

ที่มา : กอบกุล สินธวิช่วงศ์ (2550)

จากภาพที่ 2 ดุลยภาพของตลาดตราสารหนี้เกิดขึ้นเมื่ออุปสงค์ของตราสารหนี้ (Demand for Bonds,  $B^d$ ) เท่ากับอุปทานของตราสารหนี้ (Supply of Bonds,  $B^s$ )

$$B^d = B^s$$

โดยที่  $B^d$  คือ อุปสงค์ของตราสารหนี้ (Demand for Bonds :  $B^d$ ) หรืออุปทานของเงินให้กู้ (Supply of Loanable Funds ,  $L^s$ )

$B^s$  คือ อุปทานของตราสารหนี้ (Supply of Bonds :  $B^s$ ) หรืออุปสงค์ต่อเงินกู้ (Demand for Loanable Funds ,  $L^d$ )

ถ้าอุปทานของเงินกู้มากกว่าอุปสงค์ต่อเงินกู้จะทำให้เกิดอุปทานส่วนเกิน การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย จึงมีผลต่อดุลยภาพในตลาดเงิน ซึ่งเกิดจากสาเหตุหลายประการดังนี้

### 1. การเคลื่อนย้ายเส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้ (Shift in the Demand for Bonds)

การเคลื่อนย้ายเส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้ มาจากปัจจัยต่างๆ ดังนี้

1.1 ความมั่งคั่ง (wealth) เมื่อเศรษฐกิจอยู่ในช่วงขยายตัว ความมั่งคั่งจะเพิ่มขึ้น ส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์ในตราสารหนี้ ในวัฏจักรธุรกิจถ้าความมั่งคั่งเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อุปสงค์ในตราสารหนี้สูงขึ้น เส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้จะเคลื่อนย้ายไปทางขวา แต่ถ้าในช่วงเศรษฐกิจถดถอยความมั่งคั่งลดลง จะทำให้อุปสงค์ของตราสารหนี้ลดลง เส้นอุปสงค์ของ

ตราสารหนี้จะเคลื่อนไปทางซ้าย ส่วนปัจจัยที่ทำให้ความมั่งคั่งเพิ่มขึ้น ได้แก่ การออม ถ้าการออมของประชาชนเพิ่มขึ้นความมั่งคั่งจะเพิ่มขึ้น อุปสงค์ในตราสารหนี้จะเพิ่มขึ้น เส้นอุปสงค์จะเคลื่อนย้ายไปทางขวา หากประชาชนลดการออม ความมั่งคั่งและอุปสงค์ในตราสารหนี้ก็จะลดลงและเส้นอุปสงค์จะเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

1.2 ผลตอบแทนที่คาดหวังของตราสารหนี้เมื่อเทียบกับทรัพย์สินอื่น ๆ  
(expected returns on bonds relative to alternative assets)

1.2.1 อัตราดอกเบี้ยที่คาดการณ์ในอนาคต แบ่งได้เป็น 2 กรณี คือ

- การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยจากการซื้อตราสารหนี้สูงขึ้น อุปสงค์ในตราสารหนี้จะลดลง เส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้จะเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

- การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยจากการซื้อตราสารหนี้ลดลง อุปสงค์ในตราสารหนี้จะเพิ่มขึ้น เส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้จะเคลื่อนย้ายไปทางขวา

1.2.2 อัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์ของทรัพย์สินอื่น ๆ มีผลกระทบต่ออุปสงค์ในตราสารหนี้ เช่น ถ้าประชาชนคาดการณ์ว่าในอนาคตระดับราคาหลักทรัพย์จะสูงขึ้น ผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ (capital gains) และเงินปันผล (dividend yields) น่าจะสูงขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกันจะทำให้ผลตอบแทนของตราสารหนี้ต่ำกว่า เพราะผลตอบแทนที่ได้รับจากการซื้อตราสารหนี้จะคงที่ มีผลให้อุปสงค์ของตราสารหนี้ปรับตัวลดลง เส้นอุปสงค์จะเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

1.2.3 อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ มีลักษณะคล้ายกับผลตอบแทนที่คาดการณ์ของทรัพย์สิน การเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์จะส่งผลกระทบต่อ การเพิ่มขึ้นของราคาทรัพย์สินในอนาคต นั่นคือผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์จะสูงขึ้น ส่งผลให้มีการคาดการณ์ผลตอบแทนจากทรัพย์สินเพิ่มขึ้น และทำให้ผลตอบแทนจากตราสารหนี้โดยเปรียบเทียบลดลงส่งผลให้อุปสงค์ของตราสารหนี้ลดลง อาจกล่าวได้ว่าอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของตราสารหนี้ลดลง เมื่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้โดยเปรียบเทียบปรับตัวลดลงจึงทำให้เส้นอุปสงค์เคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

1.3 ความเสี่ยงของตราสารหนี้เมื่อเปรียบเทียบกับทรัพย์สินอื่นๆ (risk of bonds relative to alternative assets) ถ้าราคาตราสารหนี้ในตลาดมีความผันผวนมาก จะทำให้ความเสี่ยงของการซื้อตราสารหนี้สูงขึ้น ส่งผลให้อุปสงค์ในตราสารหนี้ลดลง เส้นอุปสงค์จะเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย ในทางกลับกันความผันผวนของราคาทรัพย์สินในตลาดอื่น เช่น ตลาดหุ้นจะส่งผลต่ออุปสงค์ในตราสารหนี้ให้สูงขึ้น เส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้จะเคลื่อนย้ายไปทางขวา

1.4 สภาพคล่องของตราสารหนี้เมื่อเปรียบเทียบกับทรัพย์สินอื่นๆ (liquidity of bonds relative to alternative assets) ณ ระดับอัตราดอกเบี้ยคงที่ เมื่อนักลงทุนสามารถซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ได้ง่ายขึ้น จะทำให้อุปสงค์ในตราสารหนี้สูงขึ้น เส้นอุปสงค์จะเคลื่อนย้ายไปทางขวา ในทางกลับกันเมื่อสภาพคล่องของทรัพย์สินอื่นๆ เพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับสภาพคล่องของตราสารหนี้ จะทำให้อุปสงค์ในตราสารหนี้ลดลง เส้นอุปสงค์จึงเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

## 2. การเคลื่อนย้ายเส้นอุปทานของตราสารหนี้ (Shift in the Supply of Bonds)

การเคลื่อนย้ายเส้นอุปทานของตราสารหนี้มาจากปัจจัยต่างๆ ดังนี้

2.1 การคาดการณ์โอกาสของความสามารถในการทำกำไรจากการลงทุน (expected profitability of investment opportunities) การที่ธุรกิจที่ทำการลงทุนคาดว่าจะสามารถทำกำไรจากการลงทุน และต้องการการกู้ยืมเพื่อนำไปลงทุนในช่วงที่เศรษฐกิจขยายตัว โอกาสที่คาดว่าจะได้กำไรจากการลงทุนจะเพิ่มขึ้น ส่งผลให้อุปทานของตราสารหนี้สูงขึ้น เส้นอุปทานจะเคลื่อนย้ายไปทางขวา ในทางกลับกันถ้าเศรษฐกิจอยู่ในภาวะถดถอย การคาดการณ์ว่าจะทำกำไรจากการลงทุนจะลดลง ส่งผลให้ธุรกิจที่ต้องการระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้ชะลอการออกตราสารหนี้ อุปทานของตราสารหนี้จะลดลง เส้นอุปทานจึงเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

2.2 อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ (expected inflation) เมื่อต้นทุนที่แท้จริงของผู้กู้ลดลงจากอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์จะส่งผลให้ผู้ระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้เพิ่มขึ้น อุปทานตราสารหนี้จึงสูงขึ้น เส้นอุปทานจะเคลื่อนย้ายไปทางขวา

2.3 กิจกรรมของรัฐบาล (government activities) ถ้ารัฐบาลมีงบประมาณขาดดุล รัฐบาลจะชดเชยการขาดดุลด้วยการออกตราสารหนี้เพื่อการระดมทุน ทำให้เส้นอุปทานเคลื่อนย้ายไปทางขวา ในทางกลับกันถ้ารัฐบาลมีงบประมาณเกินดุลก็จะลดการระดมทุนโดย

การลดการออกตราสารหนี้ ทำให้อุปทานของตราสารหนี้ลดลง เส้นอุปทานของตราสารหนี้จะเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

### ทฤษฎีความเสมอภาคแห่งอำนาจซื้อ (Theory of Purchasing Power Parity)

(Gustav Cassel อ้างถึงใน ไตรทศ กลิ่นอุทัย, 2552)

ทฤษฎีนี้มีพัฒนาการมาจากการค้าระหว่างประเทศ โดยเชื่อว่า อัตราแลกเปลี่ยนจะมีความสัมพันธ์ระหว่างระดับราคาสินค้าภายในประเทศและต่างประเทศ และเชื่อว่าอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินสองสกุลจะปรับตัวเพื่อให้สอดคล้องกับช่องว่างระหว่างอัตราเงินเฟ้อ (Differential Rates of Inflation) ระหว่างสองประเทศ โดยจะมีทิศทางปรับตัวจนกระทั่งดุลยภาพของดุลการชำระเงินของทั้งสองประเทศได้ดุล แนวคิดของทฤษฎีนี้อยู่ภายใต้แนวคิดเรื่อง “กฎแห่งราคาเดียว” (Law of One Price) ซึ่งหมายความว่า สินค้าชนิดเดียวกันขายในแต่ละประเทศ ราคาขายจะเท่ากันเมื่อคิดอยู่ในรูปเงินสกุลเดียวกัน ซึ่งแสดงได้ดังสมการ

$$E P^* = P$$

โดยที่ E = อัตราแลกเปลี่ยน (แสดงราคาของเงินสกุลในประเทศต่อ 1 หน่วยของเงินสกุลต่างประเทศ)

P = ระดับราคาสินค้าในประเทศ ในรูปของเงินสกุลท้องถิ่น

P\* = ระดับราคาสินค้าต่างประเทศ ในรูปของเงินตราต่างประเทศ

ทั้งนี้ข้อสรุปของทฤษฎีนี้อยู่ภายใต้ข้อสมมติว่าตลาดการค้าระหว่างประเทศมีการแข่งขันอย่างสมบูรณ์ ไม่มีต้นทุนค่าขนส่งและการกีดกันทางการค้าใดๆ จากสูตรที่แสดง “Law of One Price” สามารถคำนวณหาอัตราแลกเปลี่ยนได้ดังนี้

$$E = P / P^*$$

โดยมีชื่อเรียกทางวิชาการว่า “Absolute Purchasing Power Parity” ซึ่งในทางปฏิบัติจะมีปัญหาในการพิจารณาว่าระดับราคาที่ใช้กับสินค้าประเภทใด และกลุ่มสินค้าที่บริโภคในแต่ละประเภทก็มีน้ำหนักต่างกัน ดังนั้นในทางปฏิบัติจึงนิยมใช้ดัชนีราคาแทนระดับราคา ซึ่งดัชนีราคาที่ใช้มี 3 ประเภท คือ ดัชนีราคาผู้บริโภค Consumer Price Index

(CPI), ดัชนีราคาผู้บริโภคถ่วงน้ำหนัก Weighted Consumer Price Index (WPI) และ ดัชนีราคาผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ GDP deflator

ในกรณีที่พิจารณาในรูปของอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน หรือที่เรียกว่า “Relative Purchasing Power Parity” มีสมการดังนี้

$$\Delta E = \Delta P_t / \Delta P^*t \quad \text{หรือ} \quad \% \Delta E = \% \Delta P_t - \% \Delta P^*t$$

โดย  $\Delta$  คือ การเปลี่ยนแปลง และในกรณีที่แสดง Relative PPP ในรูปของระดับอัตราแลกเปลี่ยน จะมีสมการดังนี้

$$PPP_{Et} = \frac{P_t / P_0}{P^*_t / P^*_0} * E_0$$

โดยที่	$PPP_{Et}$	=	อัตราแลกเปลี่ยนตามทฤษฎี Relative PPP ณ เวลา t
	$P_t$	=	ระดับราคาสินค้าในประเทศ ณ เวลา t
	$P_0$	=	ระดับราคาสินค้าในประเทศ ณ เวลา 0 ซึ่งเป็นปีฐาน
	$P^*_t$	=	ระดับราคาสินค้าต่างประเทศ ณ เวลา t
	$P^*_0$	=	ระดับราคาสินค้าต่างประเทศ ณ เวลา 0 ซึ่งเป็นปีฐาน
	$E_0$	=	อัตราแลกเปลี่ยน ณ ปีฐาน

จากสูตรคำนวณหาอัตราแลกเปลี่ยนทั้ง Absolute PPP และ Relative PPP แสดงให้เห็นว่า อัตราแลกเปลี่ยนถูกกำหนดจากระดับราคาเปรียบเทียบ โดยการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนอันเนื่องมาจากความแตกต่างระหว่างการเปลี่ยนแปลงของระดับราคา จะเกิดขึ้นได้ 2 ทาง คือ

ทางแรก เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในราคาเปรียบเทียบระหว่างสินค้านำเข้าและสินค้าส่งออกทั้งสองประเทศ กล่าวคือ ประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อสูงกว่าโดยเปรียบเทียบกับอีกประเทศ ราคาสินค้าส่งออกจะสูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับราคาสินค้านำเข้า จึงทำให้อุปสงค์ของสินค้านำเข้าสูงขึ้น อุปสงค์ของสินค้าส่งออกลดลง และดุลการค้าของประเทศจะต่ำลง ส่งผลให้อุปสงค์ของเงินตราสกุลต่างประเทศเพิ่มขึ้น ขณะที่อุปสงค์สำหรับเงินตราสกุลของประเทศตัวเองลดลง ทำให้ค่าเงินของประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อสูงกว่าอ่อนค่าลง (Depreciate) ในทิศทางกลับกัน ประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อต่ำกว่า ราคาสินค้านำเข้าจะสูง ทำให้การนำเข้าลดลง อุปสงค์สำหรับเงินตราสกุลต่างประเทศจะลดลง ขณะที่ราคาสินค้าส่งออกโดยเปรียบเทียบจะถูก ทำให้การ



ส่งออกเพิ่มขึ้นดุลการค้าจะดีขึ้น ค่าเงินของประเทศที่อัตราเงินเฟ้อต่ำกว่าจะแข็งค่าขึ้น (Appreciate) ซึ่งจะส่งผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนปัจจุบัน (Spot Exchange Rates)

ทางที่สอง อัตราแลกเปลี่ยนอาจเปลี่ยนแปลง เพื่อตอบสนองความแตกต่างของอัตราเงินเฟ้อ เป็นผลมาจากการเก็งกำไร (Speculation) ดังเช่น ระดับราคาของประเทศหนึ่งเปลี่ยนแปลงสูงกว่าอีกประเทศหนึ่ง ผู้จัดการกองทุนหรือนักเก็งกำไรคาดการณ์ว่า อำนาจซื้อของเงินของประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อสูงจะลดลง ดังนั้น กองทุนหรือนักเก็งกำไรจึงต้องเปลี่ยนการถือเงินจากสกุลเงินของประเทศที่มีอำนาจซื้อลดลงไปถือครองเงินของอีกประเทศ จึงเป็นผลทำให้ค่าเงินของประเทศที่อัตราเงินเฟ้อสูงอ่อนค่าลง ซึ่งจะส่งผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนซื้อขายล่วงหน้า (Forward Exchange Rates)

กล่าวคือ ถ้าอัตราเงินเฟ้อของประเทศสูงกว่าของต่างประเทศ แล้ว นักลงทุนในต่างประเทศ จะเคลื่อนย้ายเงินทุนออกนอกประเทศมากขึ้น เพราะผลของภาวะเงินเฟ้อทำให้นักลงทุนต่างประเทศ ได้รับผลตอบแทนที่แท้จริงลดลง และ เงินบาทมีค่าลดลงด้วย ซึ่งเมื่อนักลงทุนต่างประเทศ จะแลกเปลี่ยนบาทกลับเป็นเงินดอลลาร์สหรัฐฯจะขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน

## ส่วนที่ 2 ข้อมูลทั่วไป ของการลงทุนหุ้นกู้ในตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทย

ความหมายตราสารหนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, [www.set.or.th](http://www.set.or.th))

ตราสารหนี้เป็นตราสารการเงิน ที่เป็นสัญญาแสดงความเป็นหนี้ระหว่างผู้ออก (Issuer) และผู้ถือตราสารหนี้ หรือที่เรียกว่า ผู้ลงทุน ตราสารหนี้ต้องมีกำหนดอายุและอัตราดอกเบี้ยหรือผลประโยชน์อื่นใดเป็นจำนวนที่แน่นอน โดยระบุวันที่ชำระดอกเบี้ยและเงินต้นเมื่อออกตราสารหนี้ และในระหว่างที่ยังไม่ครบกำหนดอายุ หรือวันไถ่ถอน สามารถซื้อขายโอนเปลี่ยนมือกันได้

ผู้ออกตราสารหนี้ คือ ผู้กู้เงินจากผู้ซื้อตราสารหนี้ ผู้ออก คือ ลูกหนี้ และผู้ซื้อ คือ ผู้ให้กู้หรือเจ้านั้นนั่นเอง ซึ่งแตกต่างจากตราสารทุนหรือหุ้นสามัญ ที่ผู้ถือตราสารทุนนั้น ลงทุนใน ส่วนของผู้ถือหุ้นและมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการนั้นๆ ไม่ใช่เจ้านี่ สำหรับตราสารหนี้ เป็นศัพท์กว้างๆ แต่ที่อาจคุ้นเคยมากกว่า คือ “พันธบัตร” และ “หุ้นกู้” โดยพันธบัตร มักใช้เรียกตราสารหนี้ ที่ออกโดยรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจ และมักเรียกว่าหุ้นกู้เมื่อออกโดยบริษัทเอกชน แต่ใน

ต่างประเทศใช้คำว่า “Bond” สำหรับตราสารหนี้ทั่วไปทั้งที่ออกโดยรัฐและเอกชน มีในบางกรณีที่เรียกว่า “Debenture” เมื่อตราสารหนี้ไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน

### ประเภทตราสารหนี้ (พรทปย จตุพรมงคชชัย, 2550)

ตราสารหนี้มีการแบ่งออกได้หลายประเภท ตามหลักเกณฑ์ต่างๆ ที่ใช้ได้แก่

#### 1. แบ่งตามผู้ออกตราสารหนี้

1) ตราสารหนี้ที่ออกโดยหน่วยงานภาครัฐ เช่น ตั๋วเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาล ออกโดยกระทรวงการคลัง มีการออกจำหน่ายหลากหลายประเภทตามวัตถุประสงค์ของการออก เช่น พันธบัตรออมทรัพย์ (Saving Bond) พันธบัตรเพื่อการลงทุน (Investment Bond) และพันธบัตรเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณ (Loan Bond) และพันธบัตรที่ออกโดยธนาคารแห่งประเทศไทย (BOT bond) และพันธบัตรเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน (FIDF bond)

2) ตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐวิสาหกิจ เช่น พันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย และ พันธบัตรการทางพิเศษแห่งประเทศไทย เป็นต้น

3) ตราสารหนี้ที่ออกโดยบริษัทภาคเอกชน คือ ตราสารหนี้ที่ออกโดยบริษัทจดทะเบียน หรือบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### 2. แบ่งตามการใช้หลักทรัพย์ค้ำประกัน

1) ตราสารหนี้ที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Secured Bond) คือ ตราสารหนี้ที่ผู้ออกนำหลักทรัพย์ตามที่กำหนดมาค้ำประกันการออกตราสารหนี้ และผู้ถือตราสารจะมีบุริมสิทธิในสินทรัพย์เหนือเจ้าหนี้สามัญรายอื่นๆ

2) ตราสารหนี้ที่ไม่มีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน (Unsecured Bond) คือ ตราสารที่ไม่มีสินทรัพย์ใดๆ วางไว้เป็นประกันในการออก ซึ่งหากผู้ออกตราสารหนี้ล้มละลาย ผู้ถือจะต้องทำการแบ่งสินทรัพย์ร่วมกับเจ้าหนี้รายอื่นตามสิทธิและสัดส่วน

### 3. แบ่งตามสิทธิในการเรียกร้อง

- 1) ตราสารหนี้ไม่ด้อยสิทธิ (Senior Bond) ผู้ถือตราสารหนี้ชนิดนี้จะเป็นเจ้าหนี้ที่ได้สิทธิเสมอกับเจ้าหนี้รายอื่นๆ แต่จะสูงกว่าผู้ถือตราสารหนี้ด้อยสิทธิ
- 2) ตราสารหนี้ด้อยสิทธิ (Subordinated Bond) ผู้ถือตราสารหนี้ชนิดนี้ จะได้รับชำระหนี้หลังเจ้าหนี้รายอื่น

### 4. แบ่งตามชนิดของอัตราดอกเบี้ย

- 1) ตราสารหนี้จ่ายดอกเบี้ยคงที่ (Fixed Rate Bond) เป็นตราสารหนี้ที่จ่ายดอกเบี้ยให้ผู้ถือในอัตราคงที่
- 2) ตราสารหนี้จ่ายดอกเบี้ยแบบลอยตัว (Floating Rate Bond) เป็นตราสารหนี้ที่จ่ายดอกเบี้ยให้ผู้ถือในอัตราที่มีการเปลี่ยนแปลงตามอัตราอ้างอิงที่กำหนด

### 5. แบ่งตามวิธีการจ่ายดอกเบี้ย

- 1) ตราสารหนี้ชนิดจ่ายดอกเบี้ยประจำ เป็นตราสารหนี้ที่จ่ายดอกเบี้ยเป็นงวดตามที่กำหนดไว้ในตราสารหนี้ โดยทั่วไปจ่ายปีละ 2 ครั้ง ทุกงวด 6 เดือน ตลอดอายุของตราสารหนี้
- 2) ตราสารหนี้ชนิดทบดอกเบี้ย เป็นตราสารหนี้ที่ไม่มีการจ่ายดอกเบี้ยระหว่างงวด แต่จะจ่ายให้เมื่อตราสารหนี้ครบกำหนด
- 3) ตราสารหนี้ที่ไม่มีการจ่ายดอกเบี้ย (Zero Coupon Bond) คือ ตราสารหนี้ที่ไม่มีการจ่ายดอกเบี้ยในช่วงอายุของตราสารหนี้ แต่จะลดราคาหน้าตัวลง และจะได้รับเงินตามหน้าตัวเมื่อหมดอายุ

### 6. แบ่งตามชนิดของสิทธิแฝง (Embedded Option) ที่ติดมาพร้อมกับตราสารหนี้

- 1) หุ้นกู้ปกติ (Straight and Option Free Bond) เป็นหุ้นกู้ที่ปราศจากสิทธิแฝงใดๆ
- 2) หุ้นกู้แปลงสภาพ (Convertible Bond) หมายถึง หุ้นกู้ที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นกู้นั้นในการแปลงสภาพจากการถือหุ้นกู้เป็นหุ้นสามัญตามวันและราคาที่กำหนด หุ้นกู้แปลงสภาพเป็นหุ้นกู้ที่จัดอยู่ในตราสารทางการเงินจำพวกตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุน เนื่องจากมีลักษณะเป็นทั้ง

ตราสารหนี้และตราสารทุนในตัว นั่นคือ สามารถแปลงสภาพเป็นตราสารที่ให้กำไรเพิ่มขึ้นตามราคาหุ้นสามัญที่สูงขึ้น และยังมีโอกาสเลือกไถ่ถอนหุ้นกู้ตามเงินลงทุนที่ลงไป ณ กรณีที่ราคาหุ้นต่ำกว่าราคาแปลงสภาพ

3) หุ้นกู้ประเภททยอยจ่ายคืนเงินต้น (Amortizing Bond) หมายถึง หุ้นกู้ที่ผู้ออกทยอยจ่ายคืนเงินต้นแก่ผู้ถือตามระยะเวลาที่กำหนด กล่าวคือ ผู้ออกจะกำหนดจำนวนเงินต้นที่จะทยอยจ่ายคืนเป็นงวด ๆ และกำหนดเวลาการจ่ายคืนให้กับผู้ถือหุ้นกู้ ดังนั้น เมื่อถึงวันครบกำหนดไถ่ถอน มูลค่าที่ตราไว้ต่อหน่วยจะลดลงเท่ากับเงินต้นที่ได้ทยอยจ่ายคืนไปแล้ว (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553)

4) หุ้นกู้ที่ผู้ออกมีสิทธิขอไถ่ถอนก่อนครบกำหนด (Callable Bond) หมายถึง หุ้นกู้ที่ให้สิทธิแก่ผู้ออกในการเรียกคืนหรือไถ่ถอนหุ้นกู้ก่อนกำหนด ซึ่งกำหนดการไถ่ถอนจะต้องถูกระบุไว้ตั้งแต่ต้น โดยปกติผู้ออกจะเรียกคืนหุ้นกู้ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดลดลงหรือการที่อันดับความน่าเชื่อถือของผู้ออกเพิ่มขึ้น

5) หุ้นกู้ที่ผู้ถือมีสิทธิเรียกคืนเงินกู้ก่อนครบกำหนด (Puttable Bond) หมายถึง หุ้นกู้ที่ผู้ออกให้สิทธิแก่ผู้ถือในการขายคืนหุ้นกู้ก่อนครบกำหนด โดยรายละเอียดของกำหนดเวลาและวิธีการต้องระบุไว้ในหนังสือชี้ชวน เช่น หากผู้ถือหุ้นกู้เห็นว่าอันดับความน่าเชื่อถือของผู้ออกลดลง ผู้ถืออาจเลือกใช้สิทธิในการขอให้ผู้ออกไถ่ถอนหุ้นกู้ชนิดนี้

6) หุ้นกู้ที่เกิดจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Asset - Backed Securities) หมายถึง หุ้นกู้ที่เกิดจากกระบวนการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) โดยผู้ถือจะได้รับกระแสเงินสดจากตัวสินทรัพย์ที่นำมาแปลงนั้น โดยปกติหุ้นกู้ประเภทนี้จะมีอันดับความน่าเชื่อถือสูง เนื่องจากมีตัวสินทรัพย์ที่นำมาแปลงนั้นค้ำประกันหรือมีกระบวนการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถืออื่น (Credit Enhancement) ตราสารหนี้ชนิดนี้มีความสำคัญเชิงเศรษฐกิจเป็นอย่างยิ่ง เนื่องจากการเปิดโอกาสให้สินทรัพย์ซึ่งมีการเปลี่ยนมือได้ยากให้กลายเป็นหลักทรัพย์ที่สามารถซื้อขายเปลี่ยนมือได้ง่าย ถือเป็น การเพิ่มสภาพคล่องและทำให้สถาบันการเงินต่าง ๆ ที่มีสินทรัพย์เหล่านี้ สามารถทำการแปลงเป็นหลักทรัพย์ อีกทั้งยังเป็น การลดภาระในการดำรงเงินกองทุน และเพิ่มเงินสด เพื่อนำมาใช้ในการดำเนินการ

## ลักษณะของตลาดตราสารหนี้

### 1. การลงทุนในตลาดแรก (Primary Market) (สุมนา มิตรเจริญรัตน์, 2552)

การลงทุนในตลาดแรก คือ การลงทุนโดยซื้อขายตราสารหนี้ที่ออกขายเป็นครั้งแรกในตลาด โดยผู้สนใจลงทุนในหุ้นกู้ของบริษัทเอกชน ก็สามารถติดต่อซื้อได้จากสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่เป็นผู้จัดจำหน่าย (Underwriter) หรือเป็นตัวแทนจำหน่าย (Selling Agent) หรือ จากบริษัทผู้ออกตราสารหนี้ในกรณีที่มีการกำหนดไว้ การซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดแรกนั้น ส่วนมากจะเป็นการซื้อขายที่ราคาตามมูลค่าที่ตราไว้ (Par value) ซึ่งจะมีอัตราผลตอบแทนเท่ากับอัตราดอกเบี้ยหน้าตั๋ว (Coupon rate) โดยผู้ออกหุ้นกู้มีระบุจำนวนหน่วยหรือจำนวนเงินลงทุนขั้นต่ำไว้ เช่น 100,000 บาท หรือ เท่ากับ 100 หน่วย หน่วยละ 1,000 บาท

### 2. การลงทุนในตลาดรอง (Secondary Market) (พรทิพย์ จตุพรมงคลชัย, 2550)

เมื่อตราสารหนี้ในตลาดแรกได้ขายไปสู่ผู้ลงทุนแล้ว หากมีการซื้อขายเปลี่ยนมือต่อมาจะเรียกการซื้อขายนั้นว่าเป็นการซื้อขายในตลาดรอง การซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรองสามารถทำได้ดังนี้

1. ผ่านตลาดตราสารหนี้ (Bond Electronic Exchange หรือ BEX) ซึ่งอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand) เป็นการซื้อขายผ่านระบบที่จัดตั้งขึ้นมาอย่างเป็นทางการ ซึ่งเป็นการซื้อขายผ่านระบบวิธีการจับคู่คำสั่งซื้อขายโดยอัตโนมัติ (Automatic Order Matching หรือ AOM) ทั้งนี้ขนาดการทำธุรกรรมแต่ละรายการ ขั้นต่ำ 100,000 บาท และไม่เกิน 10 ล้านบาท (หรือไม่เกิน 10,000 หน่วย) และสำหรับรายการซื้อขายที่มีมูลค่าสูงตั้งแต่ 10,000 หน่วย หรือ 10 ล้านบาทขึ้นไป สามารถใช้วิธีการซื้อขายที่ผู้ซื้อและผู้ขายสามารถต่อรองราคากันได้เอง และสามารถตกลงรายการก่อนที่ระบบจะบันทึกคำสั่งซื้อขายเข้าสู่ระบบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Put Through) ได้ โดยการซื้อขายที่ผ่านระบบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้ลงทุนจะต้องส่งคำสั่งการซื้อขายผ่านเจ้าหน้าที่การตลาดตราสารหนี้ของบริษัทนายหน้าที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ผ่านศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย (Thai Bond Dealing Centre) เป็นการซื้อขายแบบผู้ค้าตกลงกันเอง (Over the counter) โดยผู้ค้า (Dealer) จะเป็นผู้เสนอราคาซื้อขาย

ตราสารหนี้ด้วยวิธีชี้แนะ (Indicative Bid and Offer) โดยวิธีการนี้ผู้ค้าไม่จำเป็นต้องซื้อขายตามราคาที่ตนเองเสนอไป ซึ่งผู้ค้าและนักลงทุนสามารถเจรจาต่อรองกันได้ และเมื่อสามารถตกลงซื้อขายกันได้แล้ว ผู้ค้าก็จะรายงานธุรกรรมไปยังศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย เพื่อให้ทำการเผยแพร่ข้อมูลธุรกรรมที่เกิดขึ้นต่อผู้ลงทุนทั่วไป ต่อมาในปี พ.ศ. 2548 คณะกรรมการกำกับและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ ได้ให้ความเห็นชอบโครงการปรับปรุงตลาดตราสารหนี้ครั้งใหญ่ของประเทศไทย จึงให้มีการรวมระบบการซื้อขายตราสารหนี้อิเล็กทรอนิกส์ (Electronic Trading Platform หรือ ETP) ไว้ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยโอนขายระบบการซื้อขายตราสารหนี้อิเล็กทรอนิกส์ ให้แก่ตลาดหลักทรัพย์นำไปดำเนินการต่อภายใต้ชื่อระบบ FIRST ทำให้นักลงทุนสามารถลงทุนได้โดยผ่านโทรศัพท์อย่างเดียว ในขณะที่ในด้านข้อมูลนั้น จะมีการรวมศูนย์ข้อมูลตลาดตราสารหนี้ของประเทศไว้ที่ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย โดยศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยยังคงทำหน้าที่เป็นองค์กรกำกับดูแลสมาชิก (Self Regulatory Organization หรือ SRO) เช่น การตรวจสอบภาวะการซื้อขาย (Surveillance) กำหนดมาตรฐานต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับตลาดตราสารหนี้ ทำหน้าที่ Bond Pricing Agency ตลอดจนการพัฒนาเครื่องมือใหม่ๆ ทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในตราสารหนี้ ภายหลังจากศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย เป็น "สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์" ภายใต้อิชื่อ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย หรือ Thai Bond Market Association (ThaiBMA)

### ผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้ (พจนีย์ พงษ์สามารถ, 2546)

ผลตอบแทนการลงทุนในตราสารหนี้ แบ่งได้เป็น 3 กลุ่ม คือ ดอกเบี้ย ผลตอบแทนจากการนำดอกเบี้ยไปลงทุนต่อ และกำไรจากส่วนต่างของราคา

1. ดอกเบี้ย หรือ อัตราดอกเบี้ย (coupon) เป็นผลตอบแทนซึ่งหุ้นกู้จ่ายให้แก่ผู้ลงทุนเป็นงวด เพื่อตอบแทนการนำเงินมาลงทุนในตราสารหนี้ โดยกำหนดเป็นร้อยละต่อปี คิดจากราคาที่ตราไว้ การจ่ายดอกเบี้ยสำหรับหุ้นกู้ในประเทศไทยส่วนใหญ่จะทำเป็นงวดทุก 6 เดือน

2. ผลตอบแทนจากการนำดอกเบี้ยไปลงทุนต่อ โดยการนำดอกเบี้ยที่ได้รับจากหุ้นกู้ระหว่างระยะเวลาการลงทุนไปลงทุนต่อ ณ ระดับอัตราผลตอบแทนที่ตลาดเสนอขณะนั้น

เป็นวิธีหนึ่ง ซึ่งจะเพิ่มผลตอบแทนรวมจากการลงทุนให้สูงขึ้นผลตอบแทนจากการนำดอกเบี้ยไปลงทุนต่อ (interest on coupon หรือ interest on interest) เมื่อเทียบกับผลตอบแทนรูปดอกเบี้ยหรือกำไรจากส่วนต่างของราคาแล้ว อาจคิดเป็นสัดส่วนที่สูงมากโดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่หุ้นกู้นั้นเสนอดอกเบี้ยสูง กรณีที่ตลาดเสนออัตราผลตอบแทนสูงในระหว่างระยะเวลาการลงทุน และกรณีที่ผู้ลงทุนตัดสินใจลงทุนในหุ้นกู้เป็นเวลานาน

3. กำไรจากส่วนต่างของราคา (capital gain) เป็นผลตอบแทนซึ่งผู้ลงทุนได้รับจากการที่ผู้ลงทุนสามารถขายหุ้นกู้นั้นออกไปได้ในราคาที่สูงกว่าราคาที่จ่ายซื้อหุ้นกู้นั้นมา เนื่องจากราคาซึ่งผู้ลงทุนจ่ายซื้อหุ้นกู้นั้นถูกตรึงไว้ที่ราคาตลาด ณ วันซื้อ ระดับของกำไรจากส่วนต่างของราคาจึงขึ้นกับระดับของราคาหุ้นกู้ซึ่งผู้ลงทุนจะสามารถขายได้เมื่อสิ้นสุดระยะเวลาการลงทุน เมื่อเป็นเช่นนี้การวิเคราะห์กำไรจากส่วนต่างของราคาจึงอยู่ที่การคาดการณ์ราคาหุ้นกู้ในอนาคต ณ วันสิ้นสุดระยะเวลาการลงทุนใน 2 กรณีคือ

### 3.1 กรณีผู้ลงทุนถือครองหุ้นกู้ไปจนถึงวันครบกำหนดไถ่คืน

กำไรจากส่วนต่างของราคา = ราคาที่ตราไว้ - ราคาหุ้นกู้ที่จ่ายซื้อ

### 3.2 กรณีผู้ลงทุนขายหุ้นก้ออกไปก่อนหุ้นกู้ครบกำหนดไถ่คืน

กำไรจากส่วนต่างของราคา = ราคาที่ขายหุ้นกู้ได้ - ราคาหุ้นกู้ที่จ่ายซื้อ

**ประเภทของความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารหนี้** (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, [www.tsi-thailand.org](http://www.tsi-thailand.org))

1. ความเสี่ยงด้านราคา (Price risk หรือ Interest risk หรือ Market risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงหรือความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะส่งผลให้ราคาตราสารหนี้มีการเปลี่ยนแปลงหรือมีความผันผวนด้วย เนื่องจากราคาของตราสารหนี้จะแปรผกผันกับอัตราดอกเบี้ยในตลาด กล่าวคือ หากอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินเพิ่มขึ้น ผู้ลงทุนก็ย่อมที่จะต้องการอัตราผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น เพื่อชดเชยไม่ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตรของตนลดลงไป แต่เนื่องจากไม่สามารถเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยหน้าตัวได้ สิ่งที่จะชดเชยให้ผู้ลงทุนได้ผลตอบแทนสูงขึ้นโดยเปรียบเทียบ คือ ราคาพันธบัตร จะมีราคาต่ำลง เช่น อาจต่ำ

กว่าราคาพาร์หน้าตัว ซึ่งเมื่อครบกำหนดชำระ ผู้ลงทุนจะได้เงินต้นคืนที่ราคาพาร์ที่สูงกว่าเงินที่ลงทุนซื้อพันธบัตรไปในครั้งแรก ด้วยเหตุนี้เมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินเพิ่มขึ้นจึงส่งผลให้ราคาของตราสารหนี้ต่ำลง ในทางกลับกัน หากอัตราดอกเบี้ยในตลาดต่ำลง ผู้ออกตราสารก็จะไม่ยอมจ่ายผลตอบแทนสูงเกินกว่าอัตราตลาด ผู้ออกตราสารนั้นก็ขายพันธบัตรที่ราคาแพงขึ้น ซึ่งอาจจะสูงกว่าที่ราคาพาร์ดังนั้นราคาของตราสารหนี้เพิ่มขึ้น ซึ่งความเสี่ยงประเภทนี้จะส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนที่มีการซื้อตราสารหนี้ก่อนครบกำหนดไถ่ถอนเท่านั้น แต่จะไม่ส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนที่ถือครองตราสารหนี้จนไถ่ถอนครบกำหนด

2. ความเสี่ยงในผลตอบแทนจากการลงทุนต่อ (Reinvestment rate risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน ซึ่งจะส่งผลให้ผู้ลงทุนไม่สามารถนำดอกเบี้ยที่ได้รับจากการลงทุนในตราสารหนี้ไปลงทุนต่อภายใต้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังได้ที่ระดับเดิมเคยได้รับ โดยความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยในตลาดย่อมส่งผลทำให้ผู้ลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนต่อที่เปลี่ยนแปลงไปและส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับจริงในที่สุด ความเสี่ยงประเภทนี้จะส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนที่ซื้อตราสารหนี้และถือไว้จนครบกำหนดไถ่ถอน ยกตัวอย่างเช่น ผู้ลงทุนที่ซื้อตราสารหนี้ที่ราคาพาร์ (1,000 บาท) ซึ่งมีอายุคงเหลือ 3 ปี และกำหนดอัตราดอกเบี้ยหน้าตัวเท่ากับ 6% ต่อปี ทั้งนี้ ผู้ลงทุนดังกล่าวจะได้รับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเท่ากับ 6% ตลอดช่วงเวลา 3 ปีนั้นก็ต่อเมื่อผู้ลงทุนดังกล่าวได้รับดอกเบี้ยครบทุกงวดตามระยะเวลาที่กำหนด และสามารถนำดอกเบี้ยที่ได้รับไปลงทุนต่อในอัตรา 6% เช่นกัน แต่ถ้าหากอัตราดอกเบี้ยในตลาดเปลี่ยนแปลงไปไม่เท่ากับ 6% จะทำให้การนำดอกเบี้ยที่ได้รับไปลงทุนต่อได้รับผลตอบแทนที่ต่างจากที่คาดการณ์ไว้ที่ 6% ย่อมส่งผลทำให้ผู้ลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงไม่เท่ากับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังไว้ล่วงหน้า

3. ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ (Default risk หรือ Credit risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการผิดนัดชำระดอกเบี้ยและเงินต้นของผู้ออกตราสารหนี้ ที่กล่าวเช่นนี้เนื่องจากการที่ผู้ลงทุนจะได้รับดอกเบี้ยและเงินต้นครบถ้วนตรงตามที่คาดหวังไว้นั้น ผู้ออกตราสารหนี้จะต้องมีผลประกอบการที่ดีและมีสภาพคล่องเพียงพอที่จะจ่ายเงินตามภาระผูกพันของตราสารหนี้ อย่างไรก็ตาม ถ้าผู้ออกตราสารหนี้มีผลประกอบการตกต่ำ ก็อาจจะนำไปสู่การขาดสภาพคล่องและส่งผลให้ผู้ออกตราสารหนี้ผิดนัดชำระหนี้ได้ ซึ่งความเสี่ยงเหล่านี้อาจป้องกันได้โดย



พิจารณาจากอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ที่ได้รับการประเมินจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency) ทั้งนี้ หากเกิดเหตุการณ์ใดๆ ก็ตามที่ส่งผลกระทบต่ออันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกตราสารหนี้ สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะประกาศให้ผู้ลงทุนทราบ ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงในลักษณะที่เพิ่มขึ้น ลดลง คงเดิม หรือยกเลิก อันดับความน่าเชื่อถือที่ได้จัดอันดับไว้ก่อนหน้านี้อาจได้

4. ความเสี่ยงจากผลกระทบของเหตุการณ์ที่ไม่ได้คาดคิด (Event risk) คือ ความเสี่ยงจากการเกิดเหตุการณ์บางอย่างที่ไม่ได้คาดคิดมาก่อน และส่งผลต่อความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและเงินต้นของบริษัทผู้ออกตราสารหนี้ เช่น ภัยธรรมชาติ การถูกครอบงำกิจการ เป็นต้น

5. ความเสี่ยงเกี่ยวกับสภาพคล่องของตราสารหนี้ (Liquidity risk หรือ Marketability risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากความนิยมหรือปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดเปลี่ยนแปลงไป ทำให้ผู้ลงทุนไม่สามารถขายตราสารหนี้ต่อให้กับผู้ลงทุนรายอื่นๆ ก่อนครบกำหนดไถ่ถอนได้ในราคาที่ใกล้เคียงกับมูลค่าที่แท้จริง กล่าวคือ ผู้ลงทุนไม่สามารถขายตราสารหนี้ในจังหวะเวลาและราคาที่เหมาะสมได้ หรือหากต้องการจะซื้อขายจริงๆ ก็ต้องมีการเพิ่มหรือลดราคาตราสารหนี้ เพื่อดึงดูดให้มีการตกลงซื้อขายเกิดขึ้น

6. ความเสี่ยงอันเนื่องมาจากอำนาจการซื้อเปลี่ยนแปลง (Inflation risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นอันเนื่องมาจากกระแสเงินสดที่ได้รับจากการลงทุนในตราสารหนี้มีมูลค่าที่เปลี่ยนแปลงไปอันเนื่องมาจากภาวะเงินเฟ้อ ซึ่งจะส่งผลให้ผู้ลงทุนมีอำนาจซื้อ (Purchasing Power) ลดลง หรืออัตราดอกเบี้ยที่ได้รับจริง (Real Interest Rate) ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่เป็น ตัวเงิน (Nominal Interest Rate)

7. ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนในตราสารหนี้ซึ่งจ่ายกระแสเงินสดเป็นสกุลเงินตราต่างประเทศ ส่งผลให้ผู้ลงทุนที่ถือครองตราสารหนี้ดังกล่าวไม่สามารถคาดการณ์กระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคตเป็นสกุลเงินตราท้องถิ่นได้อย่างแน่นอน เนื่องจากกระแสเงินสดดังกล่าวจะขึ้นอยู่กับอัตราแลกเปลี่ยนในขณะนั้น

8. ความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ภาครัฐ (Legal risk) คือ รัฐบาล อาจจะมีการเปลี่ยนกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการลงทุนในตราสารหนี้ เช่น มีการปรับเปลี่ยนโครงสร้าง ภาษีสำหรับผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้ ส่งผลให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทน ภายหลังโครงสร้างภาษีใหม่แตกต่างไปจากระดับที่คาดหวังไว้ภายใต้โครงสร้างภาษีเดิม ซึ่งทำ ให้ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงต่างไปจากที่คาดหวังไว้

9. ความเสี่ยงจากสิทธิแฝงในตราสารหนี้ (Option-embedded Risk) คือ ความเสี่ยงที่ เกิดจากสิทธิแฝงต่างๆ ในตราสารหนี้ นั้น เช่น การลงทุนในหุ้นกู้ที่สามารถเรียกคืนก่อนครบ กำหนด ซึ่งเป็นหุ้นกู้ที่ให้สิทธิแก่ผู้ออกในการเรียกคืนตราสารหนี้ก่อนถึงวันครบกำหนดได้ก่อน ทำให้ผู้ลงทุนไม่สามารถคาดการณ์กระแสเงินสดที่จะได้รับได้อย่างแน่นอน เนื่องจากไม่สามารถ คาดเดาได้ว่าล่วงหน้าว่าบริษัทผู้ออกตราสารหนี้จะเรียกคืนเมื่อใด นอกจากนี้ หากมีการเรียกคืน ตราสารหนี้ในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดมีแนวโน้มลดลง โดยเฉพาะเมื่ออัตราดอกเบี้ยใน ตลาดลดลงจนต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยหน้าตัวที่ระบุไว้ จะทำให้ผู้ลงทุนมีความเสี่ยงจากการลงทุน ต่อ เพราะหากนำเงินที่ได้รับคืนกลับมาไปลงทุนใหม่จะได้ผลตอบแทนน้อยกว่าเดิม

10. ความเสี่ยงที่เกี่ยวกับตัวนักลงทุนเอง (Risk risk หรือ Black box risk) การลงทุน โดยขาดความรู้เกี่ยวกับตราสารหนี้หรือความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการไม่ทราบพฤติกรรมที่ แท้จริงของราคาและอัตราผลตอบแทน ทำให้ผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับจริงมีโอกาสจะ ผิดพลาดไปจากผลตอบแทนที่คาดไว้มาก

#### การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (พรทียักษ์ จตุพรมงคลชัย, 2550)

หุ้นกู้ที่ออกเสนอขาย ต้องได้รับการจัดอันดับเครดิต หรือจัดอันดับความน่าเชื่อถือ จาก บริษัทจัดอันดับเครดิตในประเทศ ตามกฎเกณฑ์ของสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อเป็นข้อมูลที่สำคัญ ให้แก่นักลงทุน โดยเป็นด่านแรกของเครื่องมือวัด ความเสี่ยงด้านเครดิตของหุ้นกู้

ในกรณีที่เป็นนักลงทุนสถาบัน ที่มีบุคลากรเฉพาะด้าน อาจมีหน่วยงานวิเคราะห์ด้าน ความเสี่ยง ของฐานะทางการเงิน ของหุ้นกู้นั้น ๆ อีกชั้นหนึ่ง แต่สำหรับนักลงทุนทั่วไป สามารถ ใช้อันดับเครดิตนี้ ในการประเมินความเสี่ยง ที่ตนจะสามารถรับได้หรือไม่ ทั้งนี้ นักลงทุนมี หน้าที่ต้องติดตามฐานะทางการเงิน ของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้อย่างใกล้ชิด ตลอดระยะเวลาที่ลงทุน

อันดับความน่าเชื่อถือเป็นค่าอ้างอิง ที่แสดงว่าผู้ออกหุ้นกู้ มีความเสี่ยงที่จะไม่สามารถชำระดอกเบี้ย และเงินต้นตามกำหนด โดยหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือสูง หมายความว่ามีความเสี่ยง ที่จะไม่ชำระเงินตามกำหนดในระดับต่ำ และมีความมั่นคงทางการเงิน ในระดับสูง และหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำ มีความหมายในทางตรงข้าม คือ มีความเสี่ยงที่จะชำระเงินตามกำหนดไม่ได้ ในระดับสูง เนื่องจากความมั่นคงทางการเงินอยู่ในระดับต่ำ โดยในปัจจุบันประเทศไทยมีสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ 2 แห่ง คือ

1. บริษัท ไทยเรตติ้ง แอนด์ อินฟอร์เมชัน เซอร์วิส จำกัด (Thai Rating and Information Service Co., Ltd. หรือ TRIS) เป็นสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือแห่งแรกของประเทศไทย ก่อตั้ง เมื่อวันที่ 27 กรกฎาคม พ.ศ. 2536 โดยการสนับสนุนของกระทรวงการคลัง และธนาคารแห่งประเทศไทย เพื่อให้บริการวิเคราะห์และปริมาณสถานะความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ตามแผนพัฒนาระบบการเงินของประเทศไทยในการพัฒนาทุนและตลาดตราสารหนี้ และสถาบันการเงิน ซึ่งสามารถใช้ข้อมูลอันดับความน่าเชื่อถือประกอบการตัดสินใจในการลงทุนและการพัฒนาธุรกิจ

2. บริษัท ฟิทช์ เรตติ้ง (ประเทศไทย) จำกัด (Fitch Rating Thai Co., Ltd. หรือ FITCH) เป็นบริษัทจัดความน่าเชื่อถือแห่งใหม่ในประเทศไทย เริ่มดำเนินงานเมื่อ เดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ. 2544 หลังจากได้รับอนุญาตจัดตั้งจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยมีกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่

ทั้ง บริษัท ฟิทช์ เรตติ้ง และ บริษัท ทริสเรตติ้ง ใช้สัญลักษณ์ บวก (+) และลบ (-) ต่อท้ายอันดับเครดิตเพื่อขยายขอบเขตของคุณภาพเครดิตที่นิยมเอาไว้มากกว่าเล็กน้อย (+) และ น้อยกว่าเล็กน้อย (-) ตามลำดับ สำหรับ บริษัท ฟิทช์ เรตติ้ง เป็นสถาบันจัดอันดับเครดิตนานาชาติ จึงมีคำว่า (tha) ต่อท้ายเพื่อแสดงถึงการให้อันดับเครดิตตามมาตรฐานภายในประเทศไทย

### ตารางที่ 3 อันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้

บ.ฟิทช์ เรตติ้ง (ประเทศไทย)	บ.ทริส เรตติ้ง	ความหมายของเรตติ้ง	
AAA(tha)	AAA	ความน่าเชื่อถือสูงที่สุด และมีความเสี่ยงต่ำที่สุด	กลุ่มตราสารหนี้ ระดับนำลงทุน (Investment grade bonds)
AA(tha)	AA	ความน่าเชื่อถือสูงมาก และมีความเสี่ยงต่ำมาก	
A(tha)	A	ความน่าเชื่อถือสูงและมีความเสี่ยงต่ำ	
BBB(tha)	BBB	ความน่าเชื่อถืออยู่ในเกณฑ์พอใช้	
BB(tha)	BB	ความน่าเชื่อถือต่ำกว่าระดับปานกลาง	กลุ่มตราสารหนี้ ระดับเก็งกำไร (Speculative Grade Bonds)
B(tha)	B	ความน่าเชื่อถืออยู่ในเกณฑ์ต่ำมาก	
CCC, CC, C(tha)	C	มีความเสี่ยงต่อการผิดนัดชำระหนี้สูงสุด	
DDD, DD, D(tha)	D	อยู่ในภาวะที่ผิดนัดชำระหนี้	

ที่มา : บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนธนาชาติ จำกัด

นอกจากนั้น อันดับความน่าเชื่อถือทั้ง 8 อันดับ ยังสามารถแบ่งออกเป็นกลุ่มใหญ่ๆ ได้ 2 กลุ่ม ดังนี้

- Investment Grade เป็นกลุ่มของอันดับความน่าเชื่อถือที่ได้รับการยอมรับว่าอยู่ในระดับที่เหมาะสมแก่การลงทุน โดยมีความเสี่ยง และมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์ตั้งแต่ระดับปานกลาง ขึ้นไป

- Speculative Grade เป็นกลุ่มของอันดับความน่าเชื่อถือที่อยู่ในระดับการเก็งกำไร ซึ่งมีอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ในเกณฑ์ต่ำ มีความเสี่ยงสูง

โดยปกติ หากบริษัทผู้ออกตราสารหนี้ถูกจัดอันดับความน่าเชื่อถือให้อยู่ในระดับต่ำ จะต้องเสนออัตราดอกเบี้ยที่สูง เพื่อดึงดูดนักลงทุน และในทางตรงกันข้ามบริษัทผู้ออกตราสารหนี้ที่ได้รับการจัดอันดับสูงกว่าก็จะสามารถเสนอดอกเบี้ยในอัตราที่ต่ำกว่าได้เช่นกัน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของตราสารหนี้ แต่การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ สามารถเปลี่ยนแปลงได้โดยจะมีการติดตามและวิเคราะห์ความน่าเชื่อถือตลอดอายุตราสารหนี้นั้น ถ้าหากมีเหตุการณ์ที่ส่งผล

กระทบต่ออันดับความน่าเชื่อถือ สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะประกาศให้นักลงทุนทราบ ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงในลักษณะที่เพิ่มขึ้น ลดลง คงเดิม หรือยกเลิกอันดับความน่าเชื่อถือ จากที่ได้จัดอันดับไว้ก่อนหน้านี้ก็ได้

### ประโยชน์ของการลงทุนในหุ้นกู้ (พรทิพย์ จตุพรมงคลชัย, 2550)

- 1) อัตราผลตอบแทนดึงดูดใจ โดยทั่วไปหุ้นกู้จะเสนออัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาล เมื่อเทียบกับอายุคงเหลือที่ใกล้เคียงกัน ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นนี้เองถูกกำหนดขึ้น เพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนที่สูงกว่าด้วย
- 2) มีรายได้ที่แน่นอน เนื่องจากหุ้นกู้มีการจ่ายผลตอบแทนในรูปแบบดอกเบี้ยที่แน่นอน (ในกรณีหุ้นกู้ประเภท Fixed Rate) ส่วนใหญ่เป็นงวดครึ่งปี และจ่ายคืนเงินต้นเมื่อครบกำหนดอายุ
- 3) ปลอดภัยกับการลงทุนในหุ้นกู้ แม้หุ้นกู้จะมีความเสี่ยงมากกว่าการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล แต่นักลงทุนก็ยังมีเครื่องมือช่วยในการเลือกหุ้นกู้ที่มีความปลอดภัยสูง เพื่อลดความเสี่ยงได้ โดยพิจารณาจากอันดับความน่าเชื่อถือ และความสามารถในการชำระหนี้ตามเงื่อนไขที่กำหนดไว้ โดยหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือสูง เช่น ระดับ A หรือ AA เป็นต้น จะมีความเสี่ยงต่ำ
- 4) มีความหลากหลายในรูปแบบ เพื่อให้สอดคล้องกับธุรกิจของผู้ออก เช่น หุ้นกู้ที่จ่ายดอกเบี้ยคงที่ หรือลอยตัว หรือหุ้นกู้ที่จ่ายคืนเงินต้นครั้งเดียว หรือทยอยจ่ายคืนเงินต้น ซึ่งแต่ละรูปแบบก็มีความเสี่ยงแตกต่างกันออกไป นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนหุ้นกู้ที่ตนเองพอใจได้มากขึ้น

### ส่วนที่ 3 บทความที่เกี่ยวข้อง

บทความที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ โดยมีรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวแปร ดังนี้

สุชาติ ธนฐิติพันธ์ (2553) ในบทความเรื่อง มองตลาดตราสารหนี้ไทย ในช่วงวิกฤติทางการเมือง กล่าวโดยสรุปว่า ดัชนีตลาดตราสารหนี้มักจะปรับตัวเพิ่มขึ้นสวนทางกับตลาดหุ้นแทบจะทุกครั้งที่เกิดความวุ่นวายทางการเมือง ซึ่งส่วนหนึ่งเกิดจากการไหลเข้า หรือเป็นที่พัก

ชั่วคราวของเงินลงทุนที่ไหลออกจากตลาดหุ้น ในขณะที่อีกส่วนหนึ่งเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในทัศนคติของนักลงทุน ที่ต้องการเพิ่มความปลอดภัยในตัวสินทรัพย์ที่ถือครองอยู่

ภัทรภรณ์ พืชศักดิ์ดาธ (2553) ในบทความเรื่อง การซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติในตลาดตราสารหนี้ไทย ช่วงครึ่งแรกของปี 2553 กล่าวโดยสรุปว่า นักลงทุนต่างชาตินับเป็นกลุ่มนักลงทุนที่เริ่มมีบทบาทมากขึ้นในตลาดตราสารหนี้ไทย แม้ว่าในอดีตที่ผ่านมาจะยังมีสัดส่วนของการซื้อขายที่ไม่สูงมากนัก (มีสัดส่วนเฉลี่ยน้อยกว่า 5% ของมูลค่าการซื้อขายรวมทั้งตลาด) แต่นักลงทุนกลุ่มนี้ก็มีแนวโน้มที่จะเข้ามาลงทุนเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ อย่างต่อเนื่อง และจากการวิเคราะห์ค่าความสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน (บาท/ดอลลาร์สหรัฐ) กับการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างชาติตั้งแต่เดือนมกราคม 2553 - มิถุนายน 2553 พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกัน กล่าวคือเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวลดลง (ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น) มูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติจะปรับตัวเพิ่มขึ้นทั้งในตลาดตราสารหนี้ และตลาดหลักทรัพย์

#### ส่วนที่ 4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ โดยมีรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวแปร ดังนี้

เบญจพล สุทธิวณิช (2546) ศึกษาเรื่องผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีต่อดัชนีตลาดตราสารหนี้และปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ของไทย โดยส่วนปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้และปัจจัยทางเศรษฐกิจจะเก็บข้อมูลเป็นรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม 2539- กันยายน 2543 รวม 81 เดือน ศึกษาโดยใช้วิธี Cointegration ในการวิเคราะห์เชิงปริมาณทดสอบความสัมพันธ์ระยะยาว ซึ่งผลการศึกษาด้านสมการปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ พบว่าการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรทางเศรษฐกิจมีนัยสำคัญทางสถิติที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ได้ทุกปัจจัย ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี มีความสามารถในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ได้ในทิศทางตรงกันข้าม ในขณะที่ปัจจัยที่ส่งผลต่อปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ในทิศทางเดียวกัน ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงดัชนีพ้องเศรษฐกิจและการเปลี่ยนแปลงปริมาณการออกตราสารหนี้ใหม่ สำหรับการปรับตัวระยะสั้นในการ

เปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้มีทิศทางเดียวกันกับขนาดของการเสียดุลยภาพในช่วงเวลาก่อนหน้า

ถาวร จิตรประเสริฐพร (2546) ศึกษาเรื่อง ปัจจัยกำหนดอุปสงค์ของการซื้อหุ้นกู้ในตลาดตราสารหนี้ ศึกษาโดยใช้วิธีวิเคราะห์เชิงพรรณนา และวิธีวิเคราะห์เชิงปริมาณ โดยวิธีหาค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรโดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณเชิงซ้อน (Multiple Regression Model) โดยใช้ข้อมูลทศนิยมรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2542 ถึงไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2546 รวม 18 ไตรมาส ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงหุ้นกู้ภาคเอกชนที่มีการซื้อขายในตลาดตราสารหนี้มากที่สุด คือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ (INT) และ ปัจจัยที่มีอิทธิพลรองลงมา คือ อัตราเงินเฟ้อ (INFL) อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (INTB) และ ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ตามลำดับ ผลสรุปที่ได้จากแบบจำลองทางเศรษฐมิติ พบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (INTB) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามต่อการซื้อหุ้นกู้ภาคเอกชนที่มีการซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่กำหนดไว้ ส่วนอัตราเงินเฟ้อ (INFL) และปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นกู้ภาคเอกชนที่มีการซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่กำหนดไว้ แต่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ (INT) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นกู้ภาคเอกชนที่มีการซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่กำหนดไว้ เนื่องจากองค์กรธุรกิจยังพึ่งพาสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ และพฤติกรรมของนักลงทุนที่ยังเน้นการออมในรูปแบบการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์

ณพล หงสกุลวสุ (2550) ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและการเคลื่อนย้ายทุนของประเทศในเอเชีย โดยทำการศึกษาในประเทศเอเชียที่สำคัญ ได้แก่ ประเทศไทย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ เกาหลีใต้ และญี่ปุ่น ซึ่งหาความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ในการศึกษาโดยใช้เทคนิคทางสถิติแบบ GARCH(1,1) T-GARCH และ E-GARCH ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2540 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ.2549 รวม 120 เดือน ผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและการเคลื่อนย้ายทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกัน ในกรณีประเทศไทย ฟิลิปปินส์ และญี่ปุ่น ส่วนในกรณีประเทศมาเลเซีย สิงคโปร์ และเกาหลีใต้ ไม่มี

นัยสำคัญที่แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและการเคลื่อนย้าย  
ทุน

พีรพัฒน์ สมบูรณ์ (2552) ศึกษาเรื่อง ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อมูลค่าการลงทุนใน  
ตราสารหนี้ประเภทหุ้นกู้ ศึกษาโดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติ วิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน  
โดยใช้ข้อมูลทศนิยมรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2547 ถึง ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ.  
2551 รวม 20 ไตรมาส และใช้โปรแกรมสำเร็จรูป Eviews ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ดัชนีค่าเงิน  
บาท อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ประเภทหุ้นกู้ และปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ มี  
ความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าการลงทุนในตราสารหนี้ประเภทหุ้นกู้ ซึ่งเป็นไปตาม  
สมมติฐานที่กำหนดไว้ ส่วนดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่า  
การลงทุนในตราสารหนี้ประเภทหุ้นกู้ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน

อารีรัตน์ แสงสุรีย์วัชชรา (2552) ศึกษาเรื่อง ปัจจัยเศรษฐกิจที่มีผลต่อมูลค่าการซื้อขาย  
ตราสารหนี้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลอนุกรมเวลา  
แบบทศนิยม โดยรวบรวมข้อมูลเป็นรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2547 ถึง เดือน  
ธันวาคม พ.ศ. 2551 รวมทั้งหมด 60 เดือน ศึกษาโดยใช้เทคนิคสร้างสมการถดถอยเชิงซ้อน  
(Multiple Regressions) ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่า  
การซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม  
ระหว่างธนาคาร (INTB) และ ปัจจัยที่มีสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าการซื้อขายตราสาร  
หนี้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ ดัชนีฟองเศรษฐกิจ (CEI) ซึ่งเป็นไปตาม  
สมมติฐานที่กำหนดไว้ ส่วนปัจจัยที่ไม่มีผลต่อมูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทย ได้แก่ อัตราการขยายตัวผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) และ อัตรา  
ผลตอบแทนเฉลี่ยของพันธบัตรรัฐบาล (YIELD) ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95



### บทที่ 3

#### วิธีการดำเนินการศึกษา

การศึกษารั้งนี้ เป็นการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ โดยดำเนินการศึกษา ตามขั้นตอนดังต่อไปนี้

#### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในงานศึกษานี้ คือ ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) โดยกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดจะมีระยะเวลาในการศึกษาตั้งแต่ เดือนมกราคม พ.ศ. 2548 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2552 รวมเป็นระยะเวลา 60 เดือน

#### เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ กับปัจจัยต่าง ๆ ทั้งหมด 6 ปัจจัย ที่เลือกมาเพื่อเป็นตัวแปรอิสระ โดยการหาค่าความสัมพันธ์นั้นจะใช้วิธีการสร้างสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regressions) โดยมีแบบจำลองดังต่อไปนี้

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_nX_n$$

ในการศึกษานี้มีตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ ดังนี้

$$VAL = a + b_1 INT + b_2 EXC + b_3 SET + b_4 M2 + b_5 PII + b_6 CEI$$

โดยที่

VAL = ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (หน่วย : ล้านบาท)

a = ค่าคงที่ของสมการถดถอย

b = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ

INT = อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (หน่วย : เปอร์เซ็นต์)

EXC = อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ (หน่วย : บาท)

SET = ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (หน่วย : จุด)

- M2 = ปริมาณเงินในความหมายกว้าง (หน่วย : พันล้านบาท)  
 PII = ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (หน่วย : จุด)  
 CEI = ดัชนีปัจจัยเศรษฐกิจ (หน่วย : จุด)

## ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

สำหรับตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ มีดังนี้

### ตัวแปรตาม

ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL)

ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ จะคำนวณจาก ผลต่างระหว่างมูลค่าการซื้อขายสุทธิ และ มูลค่าการขายสุทธิ ของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ของนักลงทุนในแต่ละเดือน

### ตัวแปรอิสระ

#### 1. อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (INT)

ในการศึกษาครั้งนี้ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ จะใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 6 เดือน ณ วันสิ้นเดือน สำหรับลูกค้าทั่วไป คิดจากธนาคารพาณิชย์ 5 แห่ง ได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกรุงไทย ธนาคารไทยพาณิชย์ ธนาคารกสิกรไทย และ ธนาคารกรุงศรีอยุธยา โดยปกติอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ จะมีทิศทางตรงกันข้ามกับปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ เพราะธรรมชาติของเงินทุนจะไหลออกจากแหล่งที่ให้ผลตอบแทนต่ำ ไปสู่แหล่งที่ให้ผลตอบแทนสูง ดังนั้นหากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากลดลง จะสามารถดึงดูดนักลงทุนให้มาลงทุนในหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ได้เพิ่มมากขึ้น จากทฤษฎี ความต้องการถือเงินของฟรีดแมน (Theory of the demand for money)

#### 2. อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ (EXC)

ในการศึกษาครั้งนี้ จะใช้อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ ณ วันสิ้นเดือน ซึ่งจะมีความสัมพันธ์กับปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ในทิศทางตรงกันข้าม เพราะหากอัตราเงินเฟ้อของประเทศสูงขึ้น ทำให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าหรือเพิ่มขึ้น ส่งผลให้อำนาจซื้อของเงินบาทลดลง นักลงทุนต่างประเทศได้รับ

ผลตอบแทนลดลง และเมื่อแลกเงินบาทกลับเป็นเงินดอลลาร์สหรัฐจะขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน นักลงทุนต่างประเทศจึงเคลื่อนย้ายเงินทุนออกนอกประเทศ ส่งผลให้การลงทุนในหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ของนักลงทุนต่างประเทศลดลง จากทฤษฎี ความเสมอภาคแห่งอำนาจซื้อ (Theory of Purchasing Power Parity)

### 3. ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

ในการศึกษาครั้งนี้ จะใช้ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ณ วันสิ้นเดือน โดยจะมีความสัมพันธ์กับปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ในทิศทางตรงกันข้ามกัน คือ เมื่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวลดลง ก็จะทำให้ปริมาณการซื้อขายหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้สูงขึ้น โดยนักลงทุนจะขายหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนของราคาหุ้นมากกว่า ทำให้ความเสี่ยงของการลงทุนในหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์สูงขึ้น ส่งผลให้นักลงทุนหันมาลงทุนในหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงต่ำกว่า จากทฤษฎี อุปสงค์และอุปทานความต้องการเงินกู้ (Demand and Supply of Loan able Funds)

### 4. ปริมาณเงินในความหมายกว้าง (M2)

ปริมาณเงินในความหมายกว้างมีความสัมพันธ์กับปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ในทิศทางเดียวกัน เพราะเมื่อมีปริมาณเงินมากขึ้น นักลงทุนก็จะมีความมั่งคั่งมากขึ้น ทำให้นำเงินมาลงทุนในหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ได้เพิ่มมากขึ้น เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนเพิ่มสูงขึ้น จากทฤษฎี อุปสงค์และอุปทานความต้องการเงินกู้ (Demand and Supply of Loan able Funds)

### 5. ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII)

ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน มีความสัมพันธ์กับปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ในทิศทางเดียวกัน คือ เมื่อดัชนีการลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น ทำให้ธุรกิจต้องการระดมทุนเพื่อนำเงินมาลงทุน โดยการออกหุ้นภาคเอกชนมากขึ้น ส่งผลให้มีปริมาณและความหลากหลายของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้มากขึ้น จึงสามารถดึงดูดนักลงทุนให้มาลงทุนในหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ได้เพิ่มมากขึ้นด้วย

จากทฤษฎี อุปสงค์และอุปทานความต้องการเงินกู้ (Demand and Supply of Loan able Funds)

#### 6. ดัชนีฟ้องเศรษฐกิจ (CEI)

ดัชนีฟ้องเศรษฐกิจ มีความสัมพันธ์กับปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ในทิศทางเดียวกัน คือ เมื่อดัชนีฟ้องเศรษฐกิจปรับตัวเพิ่มขึ้น จึงบอถึงภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น นักลงทุนจะมีความมั่งคั่งเพิ่มขึ้น ทำให้นำเงินมาลงทุนในหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ได้เพิ่มมากขึ้น จากทฤษฎี อุปสงค์และอุปทานความต้องการเงินกู้ (Demand and Supply of Loan able Funds)

**ตารางที่ 4** ตารางสรุปสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL)

ตัวแปรอิสระ	สัญลักษณ์	ทิศทางความสัมพันธ์
อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ	INT	-
อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ	EXC	-
ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	SET	-
ปริมาณเงินในความหมายกว้าง	M2	+
ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน	PII	+
ดัชนีฟ้องเศรษฐกิจ	CEI	+

#### การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการทำการศึกษาค้างนี้ เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยรวบรวมข้อมูลสถิติย้อนหลังของ ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ และปัจจัยทางด้านต่าง ๆ ที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ โดยข้อมูลทั้งหมดจะมีการจัดเก็บเป็นรายเดือน ตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2548 ถึงเดือน ธันวาคม พ.ศ. 2552 เป็นจำนวนทั้งหมด 60 เดือน โดยข้อมูลต่าง ๆ มีที่มา ดังแสดงในตารางที่ 5

### ตารางที่ 5 ตารางสรุปแหล่งที่มาข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูล	ที่มา
ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้	The Thai Bond Market Association (www.thaibma.or.th)
อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ	ธนาคารแห่งประเทศไทย (www.bot.or.th)
อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ	ธนาคารแห่งประเทศไทย (www.bot.or.th)
ปริมาณเงินในความหมายกว้าง	ธนาคารแห่งประเทศไทย (www.bot.or.th)
ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th)
ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน	ธนาคารแห่งประเทศไทย (www.bot.or.th)
ดัชนีฟองเศรษฐกิจ	ธนาคารแห่งประเทศไทย (www.bot.or.th)

### การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาคั้งนี้เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่เลือกทั้ง 6 ปัจจัย ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (INT) อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ (EXC) ปริมาณเงินในความหมายกว้าง (M2) ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) และ ดัชนีฟองเศรษฐกิจ (CEI) กับตัวแปรตาม คือ ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) โดยการนำข้อมูลที่รวบรวมมาได้มาทำการหาค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัว จากนั้นจึงนำตัวแปรอิสระที่ผ่านการทดสอบมาหาค่าความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม (ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้) โดยการทำสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regressions) โดยใช้เทคนิคแบบ Enter

ขั้นที่ 1 การวิเคราะห์ค่าสถิติเบื้องต้น เพื่อดูค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation : SD) ของตัวแปรตาม และตัวแปรอิสระ

ขั้นที่ 2 พิจารณาความสัมพันธ์ว่าตัวแปรอิสระใดบ้าง มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม ในที่นี้จะมีทั้งหมด 6 ตัว โดยตัวแปรอิสระทั้งหมดจะต้องไม่มีความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปร

เพราะหากตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กัน จะเกิดปัญหา Multicollinearity ซึ่งสามารถตรวจสอบค่าความสัมพันธ์ได้โดยใช้ Simple Correlation Coefficients หากค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์คู่ใดมีค่ามากกว่า 0.8 จะถือว่าเกิดปัญหา Multicollinearity ซึ่งหมายความว่าผลที่ได้จะไม่มีประสิทธิภาพ ดังนั้นจึงต้องตัดตัวใดตัวหนึ่งออกจากสมการ

ขั้นที่ 3 สร้างสมการแสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ กับตัวแปรตาม ได้ดังสมการ

$$VAL = a + b_1 INT + b_2 EXC + b_3 SET + b_4 M2 + b_5 PII + b_6 CEI$$

ขั้นที่ 4 คำนวณหาค่าความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ โดยการทำให้ Multiple Regressions ด้วยวิธี Enter และตรวจสอบความน่าเชื่อถือทางสถิติของสมการถดถอยด้วยสถิติทดสอบ F-Test และ t-Test และ ค่า R Square ( $R^2$ )

F-Test จะใช้เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างสมมติฐานการทดลอง

$H_0$  : ตัวแปรตามไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระทั้ง n ตัว

$H_1$  : ตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัว

หากทำการทดสอบ F-Test แล้วได้ค่า Sig. น้อยกว่า หรือ เท่ากับ 0.05 ถือว่าให้ปฏิเสธ  $H_0$  แต่ถ้าหากว่าได้ค่า Sig. มากกว่า 0.05 ให้ถือว่ายอมรับ  $H_0$

t-Test จะใช้เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ในแต่ละตัวแปร โดยค่า Sig. ของแต่ละตัวแปรอิสระจะต้องมีค่าไม่เกิน 0.05 ถ้าหากค่า Sig. เกิน 0.05 จะถือว่าตัวแปรอิสระตัวนั้นมีความสัมพันธ์แบบไม่มีนัยสำคัญ

R Square ( $R^2$ ) จะใช้เพื่อวัดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามว่ามีมากน้อยเพียงไร ถ้า  $R^2$  มีค่าใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรอิสระชุดนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามมาก แต่ถ้าหาก  $R^2$  มีค่าใกล้ 0 แสดงว่าตัวแปรอิสระชุดนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามน้อย หรือไม่มีความสัมพันธ์กัน

ขั้นที่ 5 ตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ซึ่งจะประกอบด้วยเงื่อนไขดังนี้

ค่าความคลาดเคลื่อนที่  $i$  และ  $j$  ต้องเป็นอิสระกัน  $E_t$  และ  $E_j$  ต้องเป็นอิสระกัน  $i, j = 1, 2 \dots n, i \neq j$  เป็นการตรวจสอบว่าเกิดปัญหา Autocorrelation หรือไม่ เครื่องมือที่ใช้ในการทดสอบ คือ ค่า Durbin-Watson ซึ่งมี

สมมติฐาน คือ  $H_0: r = 0$  ไม่เกิดปัญหา Autocorrelation

ตัวสถิติใช้ทดสอบ Durbin - d โดยที่

$$d = \frac{\sum_{t=2}^n (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n e_t^2} \quad \text{หรือ} \quad d \neq 2(1 - \hat{\rho})$$

$$\hat{\rho} = \frac{\sum_{t=2}^n e_t e_{t-1}}{\sum_{t=1}^n e_t^2}$$

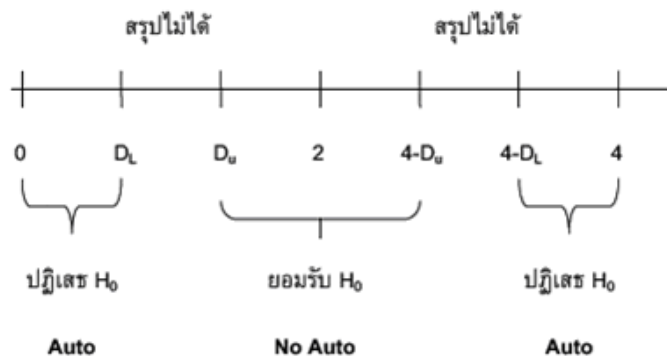
ฉะนั้น  $d$  จึงมีค่าอยู่ระหว่าง  $0 - 4$

$r = -1$  perfect negative correlation  $d = 4$

$r = 0$  no autocorrelation  $d = 2$

$r = +1$  perfect positive correlation  $d = 0$

Durbin-Watson ได้สร้างการแจกแจงของค่าสถิติ  $d$  ให้อยู่ระหว่าง  $D_L$  กับ  $D_U$  ซึ่งสามารถที่จะหาค่า  $d$  ได้จากการเปิดตาราง Durbin-Watson และสามารถสรุปผล ดังนี้



ดังนั้นค่า  $d$  ที่คำนวณได้ของงานวิจัยครั้งนี้สามารถดูจากตาราง Durbin Watson ที่  $n = 60$  ,  $k = 7$  เมื่อเปิดตารางจะได้  $d_u = 1.850$  นั้นหมายความว่า ค่า Durbin Watson ต้องอยู่ระหว่าง  $1.850 - 2.150$  ถึงจะไม่เกิดปัญหา Autocorrelation

ขั้นที่ 6 แก้ไขปัญหา Autocorrelation โดยการเพิ่ม Autoregressive ลำดับขั้นที่ 1 หรือที่เรียกว่า AR(1) เข้าไปในสมการที่จะใช้ในการทำ Multiple Regressions หลังจากนั้นจะต้องกลับไปทดสอบในขั้นที่ 3 และขั้นที่ 4 อีกครั้ง

### การนำเสนอข้อมูล

การศึกษาครั้งนี้จะนำเสนอข้อมูลการศึกษา และการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ โดยจะมีการนำเสนอในรูปแบบของ สมการ ตาราง และการบรรยาย



## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ในบทนี้จะกล่าวถึงผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย โดยการใช้รูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regressions) ซึ่งจะใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายเดือน เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชน (VAL) กับปัจจัยต่าง ๆ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (INT) อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ (EXC) ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ปริมาณเงินในความหมายกว้าง (M2) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) และดัชนีฟ้องเศรษฐกิจ (CEI) โดยการศึกษาครั้งนี้จะมีระยะเวลาในการศึกษาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2548 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2552 เป็นจำนวน 60 เดือน

ผลการวิเคราะห์ที่นำเสนอจะหาสมการที่เหมาะสมที่สุดจากทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ โดยการพัฒนาแบบจำลองและทดสอบปัญหา Multicollinearity ด้วยการทำ Correlation Matrix หลังจากนั้นจึงทำการ Run Regressions เพื่อหาค่าความสัมพันธ์ และความน่าเชื่อถือทางสถิติของสมการถดถอยเชิงซ้อนโดยพิจารณาค่าต่างๆเช่น ค่า R Square ( $R^2$ ), Adjusted Coefficient of Determination ( $Adj.R^2$ ) และค่า Significance (Sig.) โดยใช้เทคนิคแบบ Enter แล้วทดสอบปัญหา Autocorrelation ด้วยค่า Durbin – Watson (D.W.) และตรวจสอบสมมติฐานทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

ขั้นที่ 1 การวิเคราะห์ค่าสถิติเบื้องต้น ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ

ตารางที่ 6 ค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ค่าสถิติเบื้องต้น				
	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
INT	2.0125	2.0000	3.5000	0.6500	1.0068
EXC	35.5287	34.8650	41.8500	29.6500	3.3277
SET	690.0447	691.1950	907.2800	401.8400	116.3163
M2	8923.9000	8997.0000	10617.0000	7540.0000	898.1089
PII	168.5250	169.5450	179.8100	149.8500	7.9574
CEI	115.4978	115.2800	119.1900	111.3900	1.9186
VAL	8102.2610	7466.6900	16342.3800	2440.8700	2843.4530

จากตารางที่ 6 สามารถสรุปค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้ดังนี้

อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (INT) มีค่าเฉลี่ย 2.0125 % ค่ามัธยฐาน 2.0000 % ค่าสูงสุด 3.5000 % ค่าต่ำสุด 0.6500 % และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.0068 %

อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ (EXC) มีค่าเฉลี่ย 35.5287 บาท ค่ามัธยฐาน 34.8650 บาท ค่าสูงสุด 41.8500 บาท ค่าต่ำสุด 29.6500 บาท และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 3.3277 บาท

ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีค่าเฉลี่ย 690.0447 จุด ค่ามัธยฐาน 691.1950 จุด ค่าสูงสุด 907.2800 จุด ค่าต่ำสุด 401.8400 จุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 116.3163 จุด

ปริมาณเงินในความหมายกว้าง (M2) มีค่าเฉลี่ย 8923.9000 พันล้านบาท ค่ามัธยฐาน 8997.0000 พันล้านบาท ค่าสูงสุด 10617.0000 พันล้านบาท ค่าต่ำสุด 7540.0000 พันล้านบาท และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 898.1089 พันล้านบาท

ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) มีค่าพิสัย 168.5250 จุด ค่ามัธยฐาน 169.5450 จุด ค่าสูงสุด 179.8100 จุด ค่าต่ำสุด 149.8500 จุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 7.9574 จุด

ดัชนีปัจจัยเศรษฐกิจ (CEI) มีค่าพิสัย 115.4978 จุด ค่ามัธยฐาน 115.2800 จุด ค่าสูงสุด 119.1900 จุด ค่าต่ำสุด 111.3900 จุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 1.9186 จุด

ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชน (VAL) มีค่าพิสัย 8102.2610 ล้านบาท ค่ามัธยฐาน 7466.6900 ล้านบาท ค่าสูงสุด 16342.3800 ล้านบาท ค่าต่ำสุด 2440.8700 ล้านบาท และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 2843.4530 ล้านบาท

ขั้นที่ 2 การทดสอบปัญหา Multicollinearity โดยการใช้ Correlation Matrix ในการตรวจสอบ โดยผลการคำนวณ มีดังตารางที่ 7

ตารางที่ 7 ผลการทดสอบ Correlation Matrix

	INT	EXC	SET	M2	PII	CEI	VAL
INT	1	0.001186	0.238341	-0.33732	0.604	0.237576	-0.02316
EXC	0.001186	1	-0.2625	-0.69931	-0.09213	-0.61496	-0.28228
SET	0.238341	-0.2625	1	-0.32191	0.472405	0.477434	-0.27421
M2	-0.33732	-0.69931	-0.32191	1	-0.37184	0.309642	0.312312
PII	0.604	-0.09213	0.472405	-0.37184	1	0.600572	-0.39964
CEI	0.237576	-0.61496	0.477434	0.309642	0.600572	1	-0.21528
VAL	-0.02316	-0.28228	-0.27421	0.312312	-0.39964	-0.21528	1

จากข้อมูลในตารางสามารถสรุปได้ว่า ไม่มีตัวแปรใดมีความสัมพันธ์มากกว่า 0.8 ดังนั้น จึงไม่เกิดปัญหา Multicollinearity จึงสามารถนำตัวแปร มาสร้างเป็นสมการได้ครบทั้ง 6 ตัวแปร

ขั้นที่ 3 สร้างสมการแสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม โดยนำตัวแปร ทั้ง 6 ตัวแปร ที่ผ่านการทดสอบปัญหา Multicollinearity มาสร้างเป็นสมการได้ดังนี้

$$VAL = a + b_1 INT + b_2 EXC + b_3 SET + b_4 M2 + b_5 PII + b_6 CEI$$

ขั้นที่ 4 การคำนวณหา ค่าความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ โดยการทำให้ Multiple Regressions ด้วยวิธี Enter และตรวจสอบความน่าเชื่อถือทางสถิติของ สมการถดถอย ด้วย สถิติทดสอบ F-Test t-Test และ ค่า R Square ( $R^2$ ) โดยผลการคำนวณ มีดังนี้

$$\begin{aligned} \text{VAL} &= 110171.3 + 781.557 \text{ INT} - 747.617 \text{ EXC} - 9.886 \text{ SET} - 1.613 \text{ M2} - 203.784 \text{ PII} \\ &\quad (3.774) \quad (2.080)** \quad (-3.834)*** \quad (-2.177)** \quad (-1.698) \quad (-2.580)** \\ &\quad - 186.327 \text{ CEI} \\ &\quad (-0.549) \end{aligned}$$

F = 7.149 (Sig. = 0.000013)

$R^2 = 0.447$

Adjust  $R^2 = 0.385$

N = 60

Durbin-Watson = 1.693

หมายเหตุ	ค่าในวงเล็บ	หมายถึง	ค่า T-statistic
	***	หมายถึง	มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01
	**	หมายถึง	มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากข้อมูลสามารถสรุปได้ว่า การใช้สถิติทดสอบ F-Test ในการตรวจสอบความน่าเชื่อถือของทั้งสมการ ผลการคำนวณจะได้ค่า F = 7.149 และได้ค่า Sig = 0.000013 ซึ่งค่า Sig ที่คำนวณได้นั้น น้อยกว่า 0.05 จึงส่งผลให้ปฏิเสธ สมมติฐานหลัก  $H_0$  : ตัวแปรอิสระทุกตัว ไม่มีอิทธิพลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้

ขั้นที่ 5 ทดสอบปัญหา Autocorrelation โดยใช้สถิติทดสอบของ Durbin-Watson จากการเปิดตาราง Durbin-Watson ที่มีค่า n เท่ากับ 60 และค่า k เท่ากับ 7 จะได้  $d_u$  เท่ากับ 1.850 นั้นหมายความว่า ค่า Durbin Watson ต้องอยู่ระหว่าง 1.850 – 2.150 เมื่อเปรียบเทียบกับค่า

Durbin-Watson ที่คำนวณมาได้ ซึ่งเท่ากับ 1.693 จะพบว่า ค่า Durbin-Watson อยู่ในช่วง  $0 < d < d_l$  ดังนั้นจึงเกิดปัญหา Positive Autocorrelation

ขั้นที่ 6 แก้ไขปัญหา Autocorrelation โดยการเพิ่ม Autoregressive ลำดับขั้นที่ 1 หรือที่เรียกว่า AR(1) เข้าไปในสมการที่จะใช้ในการทำ Multiple Regressions โดยผลการคำนวณจะเป็นดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned} \text{VAL} = & 101267.9 + 726.570 \text{ INT} - 744.925 \text{ EXC} - 10.630 \text{ SET} - 1.803 \text{ M2} - 218.384 \text{ PII} \\ & (3.126) \quad (1.601) \quad (-3.208)^{***} \quad (-2.091)^{**} \quad (-1.603) \quad (-2.404)^{**} \\ & - 68.478 \text{ CEI} \\ & (-0.193) \end{aligned}$$

F = 6.262 (Sig. = 0.000026)

$R^2 = 0.462$

Adjust  $R^2 = 0.388$

N = 60

Durbin-Watson = 1.980

หมายเหตุ	ค่าในวงเล็บ	หมายถึง	ค่า T-statistic
	***	หมายถึง	มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01
	**	หมายถึง	มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากการวิเคราะห์ข้อมูลสามารถสรุปได้ว่า การใช้สถิติทดสอบ F-Test ในการตรวจสอบความน่าเชื่อถือของทั้งสมการ ผลการคำนวณจะได้ค่า  $F = 6.262$  และได้ค่า Sig = 0.000026 ซึ่งค่า Sig ที่คำนวณได้นั้น น้อยกว่า 0.05 จึงส่งผลให้ปฏิเสธ สมมติฐานหลัก  $H_0$  : ตัวแปรอิสระทุกตัวไม่มีอิทธิพลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้

ทดสอบปัญหา Autocorrelation โดยใช้สถิติทดสอบของ Durbin-Watson จากการเปิดตาราง Durbin-Watson ที่มีค่า n เท่ากับ 60 และค่า k เท่ากับ 7 จะได้  $d_u$  เท่ากับ 1.850 นั้นหมายความว่า ค่า Durbin Watson ต้องอยู่ระหว่าง 1.850 – 2.150 เมื่อเปรียบเทียบกับค่า Durbin-Watson ที่คำนวณมาได้ ซึ่งเท่ากับ 1.980 จะพบว่า ค่า Durbin-Watson อยู่ในช่วง  $d_u < d < 4 - d_u$  ดังนั้นจึงไม่เกิดปัญหา Autocorrelation ทั้งด้าน Positive และ Negative

จากข้อมูลต่าง ๆ ที่คำนวณมาได้ สามารถสรุปได้ว่า ตัวแปรต่าง ๆ ที่อยู่ในสมการสามารถอธิบายถึงปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) ได้ร้อยละ 46.22 โดยตัวแปรที่มีนัยสำคัญมีทั้งหมด 3 ตัวแปร โดย ตัวแปรที่ผ่านระดับนัยสำคัญ 0.01 มี 1 ตัวแปร คือ อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ (EXC) และตัวแปรที่มีระดับนัยสำคัญ 0.05 มี 2 ตัวแปร ได้แก่ ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) ซึ่งทั้ง 3 ตัวแปรมีความสัมพันธ์กับ ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) ในทิศทางตรงข้าม ส่วนตัวแปรที่ไม่มีนัยสำคัญทั้งหมด 3 ตัวแปร ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (INT) ปริมาณเงินในความหมายกว้าง (M2) และดัชนีปัจจัยเศรษฐกิจ (CEI) โดยสามารถอธิบายค่าสัมประสิทธิ์ของแต่ละตัวแปรที่มีนัยสำคัญได้ดังนี้

อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ (EXC) มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ -744.925 สามารถอธิบายได้ว่า หากอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐเปลี่ยนแปลงไป 1 บาท จะทำให้ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ เปลี่ยนแปลงไป 744.925 ล้านบาท ในทิศทางตรงข้ามกัน ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ -10.630 สามารถอธิบายได้ว่า หากราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เปลี่ยนแปลงไป 1 จุด จะทำให้ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ เปลี่ยนแปลงไป 10.630 ล้านบาท ในทิศทางตรงข้ามกัน ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ -218.384 สามารถอธิบายได้  
ว่า หากดัชนีการลงทุนภาคเอกชน เปลี่ยนแปลงไป 1 จุด จะทำให้ปริมาณการซื้อขายสุทธิของ  
หุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ เปลี่ยนแปลงไป 218.384 ล้านบาท ในทิศทางตรงข้าม ซึ่ง  
ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

#### สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย ระหว่างเดือนมกราคม พ.ศ. 2548 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2552 โดยทำการศึกษาปัจจัยจำนวน 6 ตัวแปร คือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (INT) อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ (EXC) ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ปริมาณเงินในความหมายกว้าง (M2) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) และดัชนีพึ่งเศรษฐกิจ (CEI) จากผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อนด้วยวิธี Enter สามารถสรุปผลได้ดังนี้

**ตารางที่ 8** ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้

ปัจจัย	ค่าสัมประสิทธิ์	สมมติฐาน
INT	726.570	-
EXC	-744.925 ***	√
SET	-10.630 **	√
M2	-1.803	-
PII	-218.384 **	X
CEI	-68.478	-

หมายเหตุ	**	หมายถึง	มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05
	***	หมายถึง	มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01
	√	หมายถึง	ความสัมพันธ์ตรงตามสมมติฐาน
	X	หมายถึง	ความสัมพันธ์ไม่ตรงตามสมมติฐาน
	-	หมายถึง	ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ



จากตัวแปรอิสระทั้งหมดหากพิจารณาด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 จะพบว่า อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ (EXC) เพียงตัวแปรเดียวเท่านั้นที่มีอิทธิพลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ อย่างมีนัยสำคัญ เมื่อพิจารณาด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 จะพบว่ามีตัวแปร 2 ตัวแปร ได้แก่ ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) ที่สามารถอธิบายการปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ได้ร้อยละ 46.22 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 53.78 เกิดจากปัจจัยอื่นๆ สำหรับค่า Durbin-Watson ซึ่งเท่ากับ 1.980 นั้นพบว่าไม่เกิดปัญหา Autocorrelation ทำให้สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามในสมการได้

จากการศึกษาครั้งนี้พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ (EXC) ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) ซึ่งอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ (EXC) และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีทิศทางความสัมพันธ์ตรงข้ามกับปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) กล่าวคือ เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐสูงขึ้นหรือเงินบาทอ่อนค่าลง จะส่งผลให้ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ลดลง เช่นเดียวกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เมื่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสูงขึ้น จะส่งผลให้ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ลดลง เป็นไปตามสมมติฐาน แต่ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) เป็นปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) โดยทิศทางความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือ เมื่อดัชนีการลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ลดลง

## อภิปรายผล

จากการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภูมิภาคเอชเอ็นในตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย พบว่า ปัจจัยต่างๆ ได้ให้ผลลัพธ์ที่สอดคล้องกับทฤษฎี บทความ และงานวิจัยต่างๆ ดังต่อไปนี้

### ปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภูมิภาคเอชเอ็นในตลาดตราสารหนี้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และเป็นไปตามสมมติฐาน

อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ (EXC)

ผลการศึกษาในครั้งนี้พบว่า อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ (EXC) มีความสัมพันธ์กับ ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภูมิภาคเอชเอ็นในตลาดตราสารหนี้ (VAL) ในทิศทางตรงข้ามกัน อย่างมีนัยสำคัญ ตรงกับสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ สอดคล้องกับทฤษฎี ความเสมอภาคแห่งอำนาจซื้อ (Theory of Purchasing Power Parity) ของ Gustav Cassel โดยถ้าหากอัตราเงินเฟ้อของประเทศปรับตัวลดลง ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐลดลง ก็คือ การที่เงินสกุลบาทแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ ส่งผลให้อำนาจซื้อของเงินสกุลบาทมีค่ามากขึ้น นักลงทุนต่างประเทศจะได้รับผลตอบแทนที่แท้จริงจากการลงทุนเพิ่มขึ้น และเมื่อแลกเปลี่ยนบาทกลับเป็นเงินดอลลาร์สหรัฐจะกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน ดังนั้นนักลงทุนต่างประเทศจึงเคลื่อนย้ายเงินทุนเข้ามาลงทุนในประเทศไทยมากขึ้น ส่งผลให้มีปริมาณการลงทุนในหุ้นภูมิภาคเอชเอ็นในตลาดตราสารหนี้มากขึ้น ในขณะที่เดียวกันหากอัตราเงินเฟ้อของประเทศปรับตัวสูงขึ้น ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐเพิ่มขึ้น ก็คือ การที่เงินสกุลบาทอ่อนค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ ส่งผลให้อำนาจซื้อของเงินสกุลบาทลดลง นักลงทุนต่างประเทศจะได้รับผลตอบแทนที่แท้จริงจากการลงทุนลดลง และเมื่อแลกเปลี่ยนบาทกลับเป็นเงินดอลลาร์สหรัฐจะขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน ดังนั้นนักลงทุนต่างประเทศจะเคลื่อนย้ายเงินทุนออกนอกประเทศไทยมากขึ้น ส่งผลให้ปริมาณการลงทุนในหุ้นภูมิภาคเอชเอ็นในตลาดตราสารหนี้ลดลง สอดคล้องกับบทความของ ภัทรภรณ์ พิศุทธิ์ดาธา (2553) เรื่อง การซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติในตลาดตราสารหนี้ไทย ช่วงครึ่งแรกของปี 2553 โดยวิเคราะห์ค่าความสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน (บาท/

ดอลลาร์สหรัฐ) กับการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกัน กล่าวคือเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวลดลง (ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น) มูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติจะปรับตัวเพิ่มขึ้นทั้งในตลาดตราสารหนี้ และตลาดหลักทรัพย์ และสอดคล้องกับงานวิจัยของ ณพล หงสกุลวสุ (2550) ที่ได้ทำการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและการเคลื่อนย้ายทุนของประเทศในเอเชีย ผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและการเคลื่อนย้ายทุนในประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกัน

#### ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

ผลการศึกษาในครั้งนี้พบว่า ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีความสัมพันธ์กับ ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) ในทิศทางตรงข้ามกัน อย่างมีนัยสำคัญ ตรงกับสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ สอดคล้องกับทฤษฎี อุปสงค์และอุปทานความต้องการเงินกู้ (Demand and Supply of Loan able Funds) ของ Frederic S. Mishkin ที่กล่าวว่า โดยปกตินักลงทุนจะลงทุนในทรัพย์สินที่ให้ผลประโยชน์แก่นักลงทุนมากที่สุด เมื่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวลดลง นักลงทุนจะบริหารความเสี่ยงและผลตอบแทนของกลุ่มสินทรัพย์ลงทุนของตนด้วยการขายหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีความผันผวนของราคาหุ้นมากกว่า และหันมาลงทุนในหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งมีความเสี่ยงน้อยกว่าการลงทุนในหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้อุปสงค์ในตลาดตราสารหนี้สูงขึ้น สอดคล้องกับบทความของ สุชาติ ธนจิตติพันธ์ (2553) เรื่อง มองตลาดตราสารหนี้ไทย ในช่วงวิกฤติทางการเมือง กล่าวว่า ดัชนีตลาดตราสารหนี้มักจะปรับตัวเพิ่มขึ้นสวนทางกับตลาดหุ้นแทบจะทุกครั้งที่เกิดความวุ่นวายทางการเมือง และการเปลี่ยนแปลงในทัศนคติของนักลงทุน ที่ต้องการเพิ่มความปลอดภัยในสินทรัพย์ที่ถือครองอยู่ และสอดคล้องกับงานวิจัยของ เบญจพล สุทธิวินิช (2546) ที่ได้ทำการศึกษาเรื่องผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีต่อดัชนีตลาดตราสารหนี้และปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ของไทย ผลการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ได้ในทิศทางตรงกันข้าม และงานวิจัยของ พีรพัฒน์ สมบูรณ์ (2552) ที่ได้ทำการศึกษาเรื่อง ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อ

มูลค่าการลงทุนในตราสารหนี้ประเภทหุ้นกู้ ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าการลงทุนในตราสารหนี้ประเภทหุ้นกู้

**ปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่เป็นไปตามสมมติฐาน**

ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII)

โดยปกติ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) จะมีความสัมพันธ์กับ ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) ในทิศทางเดียวกัน ตามทฤษฎี อุปสงค์และอุปทานความต้องการเงินกู้ (Demand and Supply of Loan able Funds) ของ Frederic S. Mishkin ที่ว่า เมื่อดัชนีการลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น ทำให้ธุรกิจต้องการระดมทุนเพื่อนำเงินมาลงทุน โดยการออกหุ้นกู้ภาคเอกชนมากขึ้น อุปทานของตราสารหนี้เพิ่มขึ้น ส่งผลให้มีปริมาณและความหลากหลายของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้มากขึ้น จึงทำให้นักลงทุนนำเงินมาลงทุนในหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้เพิ่มมากขึ้น แต่ในการศึกษาครั้งนี้ผลที่ได้ไม่เป็นไปตามทฤษฎีดังกล่าว ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) ทั้งนี้ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ อย่างมีนัยสำคัญ สาเหตุอาจเนื่องมาจาก การจัดหาเงินทุนสำหรับการลงทุนของภาคเอกชน มีช่องทางในการจัดหาเงินทุนได้หลากหลายช่องทาง เช่น การออกหุ้นสามัญ และการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ เป็นต้น ซึ่งการตัดสินใจในการเลือกแหล่งเงินทุนของภาคเอกชนอาจมีปัจจัยทางเศรษฐกิจ และปัจจัยแวดล้อมอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องประกอบการตัดสินใจ ถึงแม้ว่าดัชนีการลงทุนภาคเอกชนจะเพิ่มขึ้น แต่ภาคเอกชนอาจไม่ได้รับระดมทุนผ่านการออกหุ้นกู้ภาคเอกชน และช่วงระยะเวลาที่ได้ทำการศึกษาในปี พ.ศ. 2551 – พ.ศ.2552 ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนมีการปรับตัวลดลง แต่ปริมาณการออกหุ้นกู้ของภาคเอกชนกลับปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นผลมาจากการที่ธนาคารพาณิชย์มีการปล่อยสินเชื่อให้แก่ธุรกิจภาคเอกชนลดลง ดังแสดงให้เห็นในภาพที่ 3 (ภาคผนวก ค) อันเนื่องมาจากปัญหาวิกฤติการณ์ทางการเงินของโลก และความไม่แน่นอนของการเมืองภายในประเทศไทย รวมทั้งมุมมองในการลงทุนของนักลงทุนที่จะเลือกลงทุนในตลาดตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงจากการลงทุนต่ำกว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอันเนื่องมาจากวิกฤติดังกล่าว

ดังแสดงให้เห็นในภาพที่ 4 (ภาคผนวก ค) ส่งผลให้ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้เพิ่มมากขึ้น ดังนั้น จาก 2 สาเหตุข้างต้น จึงทำให้ทิศทางความสัมพันธ์ไม่เกินไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

### ปัจจัยที่ไม่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้

#### อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (INT)

โดยปกติ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (INT) มีความสัมพันธ์กับ ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) ในทิศทางตรงข้ามกัน ตามทฤษฎีความต้องการถือเงินของฟรีดแมน (Theory of the demand for money) ที่ว่า นักลงทุนแสวงหาอัตราประโยชน์จากการลงทุนสูงสุด โดยหากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากลดลง ทำให้นักลงทุนหันมาลงทุนในหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า ส่งผลให้ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้เพิ่มขึ้น แต่จากการศึกษาในครั้งนี้พบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (INT) ไม่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากช่วงระยะเวลาที่ได้ทำการศึกษานั้น อัตราดอกเบี้ยเงินฝากมีการปรับตัวลดลงเพราะเป็นช่วงที่เศรษฐกิจจืดจาง อันเป็นผลมาจากปัญหาวิกฤติการณ์ทางการเงินของโลก และความไม่แน่นอนของการเมืองภายในประเทศไทย ทำให้นักลงทุนทั่วไปหลีกเลี่ยงการลงทุนในตราสารหนี้ภาคเอกชนเพราะมีความเสี่ยงสูง แต่เลือกลงทุนในตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐบาล ซึ่งเป็นตราสารหนี้ที่ไม่มีความเสี่ยงจากการไม่ชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ย ดังแสดงให้เห็นในตารางที่ 15 (ภาคผนวก ค) ดังนั้นจึงทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (INT) มีอิทธิพลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) อย่างไม่มีนัยสำคัญ

ผลการศึกษานี้ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ เบญจพล สุทธิวนิช (2546) ที่ได้ทำการศึกษาเรื่อง ผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีต่อดัชนีตลาดตราสารหนี้และปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ของไทย โดยข้อมูลที่นำมาศึกษาเป็นข้อมูลช่วงปี พ.ศ.2539 - พ.ศ.2543 ผลการศึกษาเป็นไปตามทฤษฎีดังกล่าว ซึ่งพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี มีความสามารถในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ได้ในทิศทางตรงข้ามกัน และผลการศึกษานี้ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ ถาวร จิตรประเสริฐพร

(2546) ที่ได้ทำการศึกษาเรื่อง ปัจจัยกำหนดอุปสงค์ของการซื้อหุ้นกู้ในตลาดตราสารหนี้ ในทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปร โดยข้อมูลที่นำมาศึกษาเป็นข้อมูลช่วงปี พ.ศ.2542 -พ.ศ.2546 ผลการศึกษาไม่เป็นไปตามทฤษฎีดังกล่าว ซึ่งพบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นกู้ภาคเอกชนที่มีการซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ สำหรับผลการศึกษาที่ออกมาแตกต่างกัน อาจเป็นเพราะช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาแตกต่างกัน ซึ่งในช่วงระยะเวลาดังกล่าวสถานการณ์ที่เกิดขึ้นมีความแตกต่างกัน รวมทั้งอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำที่ทำการศึกษาแตกต่างกัน โดยการศึกษาในครั้งนี้เป็นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 6 เดือน ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยของ เบญจพล สุทธิวิณิช (2546) ที่ศึกษาจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี และ งานวิจัยของ ถาวร จิตรประเสริฐพร (2546) ที่ศึกษาจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน จึงอาจทำให้ผลการศึกษาที่ออกมามีความแตกต่างกัน

#### ปริมาณเงินในความหมายกว้าง (M2)

โดยปกติ ปริมาณเงินในความหมายกว้าง (M2) มีความสัมพันธ์กับ ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) ในทิศทางเดียวกัน ตามทฤษฎี อุปสงค์และอุปทานความต้องการเงินกู้ (Demand and Supply of Loan able Funds) ของ Frederic S. Mishkin ที่ว่า หากปริมาณเงินมากขึ้น นักลงทุนก็จะมี ความมั่งคั่งมากขึ้น ทำให้อุปทานของเงินให้กู้มีมากขึ้น ส่งผลให้นักลงทุนมีความต้องการนำเงินมาลงทุนในหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้เพิ่มมากขึ้น แต่จากการศึกษาในครั้งนี้พบว่า ปริมาณเงินในความหมายกว้าง (M2) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม แต่ไม่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากในช่วงที่เริ่มทำการศึกษาปริมาณเงินในความหมายกว้างของไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ในปี พ.ศ. 2551 – พ.ศ.2552 ประเทศไทยได้รับผลกระทบจากปัญหาวิกฤติการณ์ทางการเงินของโลกประกอบกับมีความไม่แน่นอนทางการเมืองภายในประเทศ ทำให้ธุรกิจส่วนใหญ่ได้รับผลกระทบจากปัญหาดังกล่าว ส่งผลให้รัฐบาลจัดเก็บรายได้จากภาษีอากรได้ลดลง ดังแสดงให้เห็นในภาพที่ 5 (ภาคผนวก ค) ทำให้รายได้ไม่พอกับรายจ่ายในโครงการต่าง ๆ ของรัฐบาลที่ออกมาเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ รัฐบาลจึงระดมทุนจากประชาชนโดยการออกพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มขึ้นจำนวนมาก ดังแสดงให้เห็นในตารางที่ 13 (ภาคผนวก ค) จึงเป็นการดึงดูดให้นักลงทุนนำเงินไปลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลแทนการลงทุนในหุ้นกู้ภาคเอกชนเพราะมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่า ดังนั้นจึงทำให้ปริมาณเงิน

ในความหมายกว้าง (M2) มีอิทธิพลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) อย่างไม่มีนัยสำคัญ

ผลการศึกษาครั้งนี้ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ ถาวร จิตประเสริฐพร (2546) ที่ได้ทำการศึกษาเรื่อง ปัจจัยกำหนดอุปสงค์ของการซื้อหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ โดยข้อมูลที่น่าสนใจศึกษาเป็นข้อมูลช่วงปี พ.ศ.2542 - พ.ศ.2546 ผลการศึกษาพบว่า ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นภาคเอกชนที่มีการซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ พีรพัฒน์ สมบูรณ์ (2552) ที่ได้ทำการศึกษาเรื่อง ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อมูลค่าการลงทุนในตราสารหนี้ประเภทหุ้นกู้ โดยข้อมูลที่น่าสนใจศึกษาเป็นข้อมูลช่วงปี พ.ศ.2547 - พ.ศ.2551 ผลการศึกษาพบว่า ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าการลงทุนในตราสารหนี้ประเภทหุ้นกู้ สำหรับผลการศึกษาที่ออกมาแตกต่างกัน อาจเป็นเพราะช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาและสถานการณ์ที่เกิดขึ้นมีความแตกต่างกัน โดยการศึกษาของ พีรพัฒน์ สมบูรณ์ (2552) เป็นช่วงต้นของการเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินของโลก จึงยังไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของภาคเอกชนในประเทศ ทำให้ข้อมูลที่น่าสนใจศึกษาแตกต่างกัน ทำให้ผลการศึกษาที่ได้มีความแตกต่างกัน

#### ดัชนีฟองเศรษฐกิจ (CEI)

โดยปกติ ดัชนีฟองเศรษฐกิจ (CEI) มีความสัมพันธ์กับ ปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) ในทิศทางเดียวกัน ตามทฤษฎี อุปสงค์และอุปทาน ความต้องการเงินกู้ (Demand and Supply of Loan able Funds) ของ Frederic S. Mishkin ที่ว่า หากดัชนีฟองเศรษฐกิจปรับตัวเพิ่มขึ้น จะบอกถึงภาวะเศรษฐกิจที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น นักลงทุนจะมีความมั่งคั่งเพิ่มขึ้น ทำให้อุปทานของเงินให้กู้มีมากขึ้น ส่งผลให้นักลงทุนมีความต้องการนำเงินมาลงทุนในหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้เพิ่มมากขึ้น แต่จากการศึกษาในครั้งนี้พบว่า ดัชนีฟองเศรษฐกิจ (CEI) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม แต่ไม่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากช่วงระยะเวลาที่ได้ทำการศึกษาขึ้นนั้น ดัชนีฟองเศรษฐกิจ (CEI) มีการปรับตัวยาวอยู่ตลอดเวลา แสดงให้เห็นถึงภาวะเศรษฐกิจที่ผันผวน อันเป็นผลมาจากปัญหาความไม่มีเสถียรภาพทางด้านการเมือง และปัญหาวิกฤติการณ์ทางการเงินของโลก ส่งผลให้นักลงทุนเกิดความไม่มั่นใจในผลการดำเนินงานของภาคธุรกิจ ที่อาจได้รับผลกระทบจากสภาวะทาง

เศรษฐกิจนี้ ทำให้นักลงทุนไม่มั่นใจในการนำเงินไปลงทุนในหุ้นภาคเอกชนที่อาจเกิดความเสี่ยงในการผิดนัดชำระเงินต้นและดอกเบี้ยมากขึ้น นักลงทุนจึงเลือกที่จะลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลที่ไม่มีความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระเงินต้นและดอกเบี้ย และฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์มากกว่า ดังแสดงให้เห็นในตารางที่ 14 และ 15 (ภาคผนวก ค) ดังนั้นจึงทำให้ดัชนีพ้องเศรษฐกิจ (CEI) มีอิทธิพลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ (VAL) อย่างไม่มีนัยสำคัญ

ผลการศึกษาครั้งนี้ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ เบญจพล สุทธิวินิช (2546) ที่ได้ทำการศึกษาเรื่อง ผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีต่อดัชนีตลาดตราสารหนี้และปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ของไทย โดยข้อมูลที่น่ามาศึกษาเป็นข้อมูลช่วงปี พ.ศ.2539 - พ.ศ.2543 ผลการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงดัชนีพ้องเศรษฐกิจส่งผลต่อปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ในทิศทางเดียวกัน และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ อารีรัตน์ แสงสุรีย์วัชรรา (2552) ที่ได้ทำการศึกษาเรื่อง ปัจจัยเศรษฐกิจที่มีผลต่อมูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยข้อมูลที่น่ามาศึกษาเป็นข้อมูลช่วงปี พ.ศ.2547 - พ.ศ.2551 ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีพ้องเศรษฐกิจ มีสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับผลการศึกษาที่ออกมาแตกต่างกัน อาจเป็นเพราะช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาแตกต่างกัน ซึ่งในช่วงระยะเวลาดังกล่าวสถานการณ์ที่เกิดขึ้นมีความแตกต่างกัน

### ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาค้างนี้

1. จากผลการศึกษา นักลงทุนที่สนใจลงทุนในหุ้นภาคเอกชนสามารถนำไปประยุกต์ใช้เป็นแนวทางประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหุ้นภาคเอกชน และ ภาคธุรกิจสามารถนำไปประยุกต์ใช้ประกอบการตัดสินใจสำหรับช่วงเวลาที่เหมาะสมในการออกหุ้นภาคเอกชน เพื่อให้สามารถระดมทุนจากนักลงทุนได้ โดยปัจจัยที่ควรคำนึงถึง คือ อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ (EXC) ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) ซึ่งปัจจัยดังกล่าวมีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ แต่อย่างไรก็ตาม นักลงทุนและภาคธุรกิจควรนำปัจจัยในด้านอื่น ๆ เข้ามาพิจารณาประกอบการตัดสินใจด้วย



2. ช่วงระยะเวลาในการศึกษาครั้งนี้ครอบคลุมภาวะเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน คือ ช่วง พ.ศ.2548 – พ.ศ.2550 เป็นช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจดี แต่ในช่วง พ.ศ.2551 – พ.ศ.2552 การประกอบธุรกิจในประเทศไทยได้รับผลกระทบจากความผันผวนในภาวะการเงินของโลก ทำให้ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับงานของผู้วิจัยที่นำมาเปรียบเทียบ

### **ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งต่อไป**

1. ในการศึกษาควรเพิ่มชุดข้อมูลที่ใช้ศึกษาให้มากขึ้น ทำให้ช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษามีความกว้างมากขึ้น ซึ่งอาจจะทำให้ผลการศึกษาที่ได้ สะท้อนถึงสภาพเศรษฐกิจในปัจจุบัน และมีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น

2. ในการศึกษาควรทำการแบ่งช่วงระยะเวลาที่ศึกษาออกเป็น 2 ช่วง คือ ช่วงก่อน และ หลัง เกิดวิกฤติเศรษฐกิจ เพื่อเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของปัจจัยที่นำมาศึกษาว่าเป็นอย่างไร ในแต่ละสภาพเศรษฐกิจ

## บรรณานุกรม

### ภาษาไทย

กรมสรรพากร. 2553. ผลการจัดเก็บภาษีอากร ปีงบประมาณ 2550 – 2552 [ออนไลน์].

เข้าถึงได้จาก: <http://www.rd.go.th>

กอบกุล สินธุ์วงศ์. 2550. “ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการซื้อขายตราสารหนี้ระยะสั้นในประเทศไทย.” วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต เศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

ณพล หงสกุลวสุ. 2550. “ความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและการเคลื่อนย้ายทุนของประเทศในเอเชีย.” วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

ดารบุษปี ปภาพจน์. 8 มีนาคม 2552. ดอกเบี้ยต่ำกว่า 1% โอกาสลงทุนหุ้นกู้ชั้นดี [ออนไลน์].

เข้าถึงได้จาก: <http://www.bangkokbiznews.com>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 9 กันยายน 2553. ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.set.or.th>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 13 กันยายน 2553. ลงทุนในตราสารหนี้ดีอย่างไร? [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.set.or.th>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 26 กันยายน 2553. ความหมายตราสารหนี้ [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.set.or.th>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 22 พฤศจิกายน 2553. ประเภทของความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารหนี้ [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.tsi-thailand.org>

### บรรณานุกรม (ต่อ)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 3 ธันวาคม 2553. **มูลค่าซื้อขายรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย** [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.set.or.th>

ไทรทศ กลิ่นอุทัย. 2552. “การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนกับราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มขนส่งและโลจิสติกส์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.” วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

ถาวร จิตรประเสริฐพร. 2546. “ปัจจัยกำหนดอุปสงค์ของการซื้อหุ้นกู้ในตลาดตราสารหนี้.” วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

ธนาคารแห่งประเทศไทย. 9 กันยายน 2553. **ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน** [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.bot.or.th>

ธนาคารแห่งประเทศไทย. 9 กันยายน 2553. **ปริมาณเงินในความหมายกว้าง**[ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.bot.or.th>

ธนาคารแห่งประเทศไทย. 9 กันยายน 2553. **อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ** [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.bot.or.th>

ธนาคารแห่งประเทศไทย. 9 กันยายน 2553. **อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ** [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.bot.or.th>

ธนาคารแห่งประเทศไทย. 16 กันยายน 2553. **ดัชนีฟองเศรษฐกิจ** [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.bot.or.th>

ธนาคารแห่งประเทศไทย. 3 ธันวาคม 2553. **ปริมาณเงินให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในประเทศ** [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.bot.or.th>

ธนาคารแห่งประเทศไทย. 3 ธันวาคม 2553. **ปริมาณหลักทรัพย์ออกใหม่** [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.bot.or.th>

### บรรณานุกรม (ต่อ)

- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนธนาชาติ จำกัด. 26 กันยายน 2553. **อันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้** [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.thanachartfund.com>
- เบญจพล สุทธิวินิช. 2546. “ผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีต่อดัชนีตลาดตราสารหนี้และปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ของไทย.” วิทยานิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- พจนีย์ พงษ์สามารถ. 2546. “การเปรียบเทียบความเสี่ยงและผลตอบแทนในการลงทุนระหว่างตราสารหนี้ภาครัฐและภาคเอกชน.” วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย
- พรทิพย์ จตุพรมงคลชัย. 2550. “ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ที่ทำการซื้อขายในศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย (สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย).” วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต เศรษฐศาสตร์การจัดการ มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ.
- พีรพัฒน์ สมบูรณ์. 2552. “ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อมูลค่าการลงทุนในตราสารหนี้ประเภทหุ้นกู้.” วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- ภัทรภรณ์ พชรศักดิ์ดาธ. 2553. **การซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติในตลาดตราสารหนี้ไทย ช่วงครึ่งแรกของปี 2553** [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.thaibma.or.th>
- ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย. 9 กันยายน 2553. **ปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรองของตลาดตราสารหนี้** [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.thaibma.or.th>
- ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย. 13 กันยายน 2553. **ขนาดตลาดการเงินไทย** [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.thaibma.or.th>
- ศูนย์วิจัยกสิกรไทย. 8 กันยายน 2546. **การรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจ... บทเรียนภาวะฟองสบู่ช่วงปี 2532-2538** [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.nidambe11.net>
- สุชาติ ธนฉัตรพันธ์. 14 พฤษภาคม 2553. **มองตลาดตราสารหนี้ไทย ในช่วงวิกฤติทางการเมือง** [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.thaibma.or.th>

### บรรณานุกรม (ต่อ)

สุมนา มิตรเจริญรัตน์. 2552. “ปัจจัยที่มีผลต่อราคาตราสารหนี้ภาคเอกชนของประเทศไทย.” การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเองปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต การเงิน มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.

สุรางค์ บุญยะพงศ์ไชย. 2540. “ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวดัชนีราคาหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์, กลุ่มบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์และกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์.” วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.

อารีรัตน์ แสงสุรีย์วัชรรา. 2552. “ปัจจัยเศรษฐกิจที่มีผลต่อมูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.” การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเองปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต การเงิน มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

ตารางที่ 9 แสดงข้อมูลตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ

Period	VAL	INT	EXC	SET	M2	PII	CEI
ม.ค. 2548	8,518.52	1.00	38.59	701.91	7,549.69	160.08	112.64
ก.พ. 2548	6,682.41	1.00	38.28	741.55	7,605.55	160.76	112.43
มี.ค. 2548	8,149.39	1.00	39.11	681.49	7,564.58	169.09	113.77
เม.ย. 2548	5,026.90	1.00	39.50	658.88	7,573.98	169.90	113.80
พ.ค. 2548	6,363.41	1.00	40.63	667.55	7,584.91	171.72	114.02
มิ.ย. 2548	8,344.43	1.00	41.33	675.50	7,540.23	171.32	114.62
ก.ค. 2548	4,404.76	1.00	41.85	675.67	7,617.99	168.75	112.93
ส.ค. 2548	7,340.72	1.00	41.28	697.85	7,674.93	171.14	114.06
ก.ย. 2548	4,123.54	1.75	41.05	723.23	7,739.82	169.61	114.00
ต.ค. 2548	7,413.05	2.00	40.78	682.62	7,751.57	169.11	113.73
พ.ย. 2548	4,651.00	2.00	41.25	667.75	7,878.79	166.31	114.21
ธ.ค. 2548	6,667.31	2.25	41.03	713.73	7,926.92	166.24	115.03
ม.ค. 2549	8,622.86	2.75	38.94	762.63	8,113.02	167.95	114.43
ก.พ. 2549	4,846.33	2.75	39.10	744.05	8,147.37	168.51	115.33
มี.ค. 2549	5,778.06	3.25	38.88	733.25	8,211.94	172.15	115.49
เม.ย. 2549	2,440.87	3.50	37.52	768.29	8,281.49	171.87	114.18
พ.ค. 2549	7,438.43	3.50	38.07	709.43	8,348.13	175.12	115.65
มิ.ย. 2549	5,657.79	3.50	38.19	678.13	8,242.38	173.57	114.69
ก.ค. 2549	8,628.96	3.50	37.84	691.49	8,326.34	175.31	114.98
ส.ค. 2549	7,280.11	3.50	37.58	690.90	8,397.80	174.67	115.16
ก.ย. 2549	8,356.88	3.50	37.57	686.10	8,405.27	172.63	114.95
ต.ค. 2549	13,018.42	3.50	36.69	722.46	8,439.28	169.88	114.95

Period	VAL	INT	EXC	SET	M2	PII	CEI
พ.ย. 2549	10,997.16	3.50	35.92	739.06	8,579.08	167.82	115.42
ธ.ค. 2549	5,887.44	3.50	35.45	679.84	8,573.38	168.96	116.27
ม.ค. 2550	10,425.10	3.50	34.75	654.04	8,680.47	169.48	114.82
ก.พ. 2550	12,215.21	3.50	33.85	677.13	8,818.33	169.13	115.30
มี.ค. 2550	16,342.38	3.25	32.28	673.71	8,890.32	166.64	115.26
เม.ย. 2550	13,881.33	2.75	32.78	699.16	8,947.30	169.16	115.69
พ.ค. 2550	9,346.13	2.25	32.90	737.40	9,018.41	169.33	116.14
มิ.ย. 2550	10,772.23	2.25	31.73	776.79	8,907.71	169.83	116.00
ก.ค. 2550	12,541.00	2.00	30.02	859.76	9,011.77	169.45	116.00
ส.ค. 2550	10,263.56	2.00	32.55	813.21	9,006.49	170.44	117.03
ก.ย. 2550	5,748.90	2.00	31.90	845.50	8,987.68	171.61	115.97
ต.ค. 2550	5,533.38	2.00	31.60	907.28	9,042.18	173.99	116.67
พ.ย. 2550	6,756.83	2.00	30.85	846.44	9,064.70	173.52	117.67
ธ.ค. 2550	4,414.79	2.00	29.65	858.10	9,109.47	175.35	116.72
ม.ค. 2551	7,827.91	2.00	31.38	784.23	9,187.09	177.40	118.83
ก.พ. 2551	7,415.95	2.00	31.00	845.76	9,323.36	179.81	118.98
มี.ค. 2551	5,550.60	2.00	31.52	817.03	9,393.19	179.51	118.55
เม.ย. 2551	7,494.95	2.00	31.68	832.45	9,421.39	179.07	118.82
พ.ค. 2551	6,927.84	2.00	32.49	833.65	9,433.92	177.78	118.10
มิ.ย. 2551	7,652.73	2.50	33.42	768.59	9,296.18	178.14	117.78
ก.ค. 2551	4,979.61	2.50	33.53	676.32	9,272.92	177.88	118.84
ส.ค. 2551	5,694.25	2.50	34.19	684.44	9,398.21	177.24	118.22
ก.ย. 2551	6,175.06	2.50	34.04	596.54	9,409.98	177.06	118.02
ต.ค. 2551	7,852.16	2.50	35.06	416.53	9,521.64	177.28	118.33
พ.ย. 2551	6,931.89	2.50	35.48	401.84	9,726.82	173.44	115.17
ธ.ค. 2551	7,967.12	1.50	34.75	449.96	9,944.33	168.75	113.82



Period	VAL	INT	EXC	SET	M2	PII	CEI
ม.ค. 2552	13,290.15	1.15	34.98	437.69	10,045.13	160.12	112.14
ก.พ. 2552	13,244.28	0.75	36.18	431.52	10,203.88	154.66	111.39
มี.ค. 2552	13,790.21	0.75	35.47	431.50	10,232.88	151.17	112.58
เม.ย. 2552	7,368.81	0.65	35.27	491.69	10,265.39	150.31	113.93
พ.ค. 2552	8,216.50	0.65	34.39	560.41	10,298.54	149.85	113.05
มิ.ย. 2552	10,484.49	0.65	34.07	597.48	10,133.74	150.63	114.65
ก.ค. 2552	9,095.84	0.65	34.03	624.00	10,004.12	152.40	115.51
ส.ค. 2552	9,344.64	0.65	34.01	653.25	10,107.58	154.26	113.88
ก.ย. 2552	10,800.24	0.65	33.45	717.07	10,112.61	157.18	116.51
ต.ค. 2552	10,058.92	0.65	33.45	685.24	10,180.35	159.21	116.48
พ.ย. 2552	6,218.54	0.65	33.23	689.07	10,346.94	162.07	117.09
ธ.ค. 2552	6,873.38	0.65	33.36	734.54	10,617.01	165.88	119.19

ภาคผนวก ข

ตารางแสดงข้อมูลผลการ Run Regressions

ตาราง 10 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของแบบจำลองปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขาย  
สุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย

Covariance Analysis: Ordinary								
Date: 11/23/10 Time: 14:34								
Sample: 1 60								
Included observations: 60								
Correlation Probability Cases		INT	EXC	SET	M2	PII	CEI	VAL
INT	Correlation	1						
	Sig	----						
	N	60						
EXC	Correlation	0.001186	1					
	Sig	0.9928	----					
	N	60	60					
SET	Correlation	0.238341	-0.2625*	1				
	Sig	0.0667	0.0427	----				
	N	60	60	60				
M2	Correlation	-0.33732**	-0.69931**	-0.32191*	1			
	Sig	0.0084	0	0.0121	----			
	N	60	60	60	60			
PII	Correlation	0.604**	-0.09213	0.472405**	-0.37184**	1		
	Sig	0	0.4838	0.0001	0.0034	----		
	N	60	60	60	60	60		
CEI	Correlation	0.237576	-0.61496**	0.477434**	0.309642*	0.600572**	1	
	Sig	0.0676	0	0.0001	0.0161	0	----	
	N	60	60	60	60	60	60	
VAL	Correlation	-0.02316	-0.28228*	-0.27421*	0.312312*	-0.39964**	-0.21528	1
	Sig	0.8606	0.0289	0.034	0.0151	0.0016	0.0986	----
	N	60	60	60	60	60	60	60

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

ตาราง 11 ผลการวิเคราะห์ของแบบจำลองปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย

Dependent Variable: VAL				
Method: Least Squares				
Date: 11/23/10 Time: 14:20				
Sample: 1 60				
Included observations: 60				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	110171.3	29194.26	3.77373	0.0004
INT	781.5573	375.7334	2.080085	0.0424
EXC	-747.6172	194.9825	-3.834279	0.0003
SET	-9.886231	4.540791	-2.177205	0.0339
M2	-1.613092	0.9502	-1.697634	0.0954
PII	-203.7837	78.98381	-2.580069	0.0127
CEI	-186.3271	339.4704	-0.548876	0.5854
R-squared	0.447322	Mean dependent var		8102.261
Adjusted R-squared	0.384754	S.D. dependent var		2843.453
S.E. of regression	2230.336	Akaike info criterion		18.36697
Sum squared resid	2.64E+08	Schwarz criterion		18.61131
Log likelihood	-544.0092	Hannan-Quinn criter.		18.46255
F-statistic	7.149439	Durbin-Watson stat		1.692751
Prob(F-statistic)	0.000013			

ตารางที่ 12 ผลการวิเคราะห์ของแบบจำลองปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายสุทธิของหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย แก้ไขปัญหา Autocorrelation ด้วยวิธี Cochrane-Orcutt Iterative Method หรือ Autoregressive (First Order Regressive)

Dependent Variable: VAL				
Method: Least Squares				
Date: 11/23/10 Time: 14:21				
Sample (adjusted): 2 60				
Included observations: 59 after adjustments				
Convergence achieved after 11 iterations				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	101267.9	32399.35	3.125614	0.0029
INT	726.5702	453.8736	1.600821	0.1156
EXC	-744.9251	232.1944	-3.208196	0.0023
SET	-10.62959	5.08272	-2.091319	0.0415
M2	-1.803088	1.124842	-1.602971	0.1151
PII	-218.3842	90.84653	-2.403881	0.0199
CEI	-68.47787	355.2907	-0.192738	0.8479
AR(1)	0.163986	0.140535	1.166867	0.2487
R-squared	0.46222	Mean dependent var	8095.206	
Adjusted R-squared	0.388407	S.D. dependent var	2867.331	
S.E. of regression	2242.38	Akaike info criterion	18.39394	
Sum squared resid	2.56E+08	Schwarz criterion	18.67564	
Log likelihood	-534.6212	Hannan-Quinn criter.	18.5039	
F-statistic	6.262034	Durbin-Watson stat	1.979686	
Prob(F-statistic)	0.000026			
Inverted AR Roots	0.16			

## ภาคผนวก ค

ตาราง 13 แสดง ปริมาณหลักทรัพย์ออกใหม่ ตั้งแต่ พ.ศ. 2548 – พ.ศ. 2552

หน่วย : ล้านบาท

		2548	2549	2550	2551	2552
1	หลักทรัพย์ออกใหม่ภายในประเทศ	2,619,221.16	4,154,003.15	8,199,525.72	13,326,071.92	13,120,262.22
2	หลักทรัพย์ออกใหม่ภาครัฐบาล	1,762,785.70	2,178,866.06	5,129,683.89	10,039,601.28	9,944,176.86
3	พันธบัตรรัฐบาล	188,900.00	210,539.06	330,216.02	228,132.00	501,841.20
4	ตั๋วเงินคลัง	474,000.00	875,200.00	543,000.00	421,000.00	885,850.00
5	ตั๋วสัญญาใช้เงิน	20,000.00	25,000.00	71,085.00	25,950.00	37,530.52
6	พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ	91,639.70	66,525.00	63,834.29	122,085.28	99,619.67
7	พันธบัตร ธปท. และกองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ 1/	961,846.00	1,001,602.00	4,121,548.58	9,242,434.00	8,419,335.47
8	พันธบัตรองค์กรพิเศษ 2/	26,400.00	0.00	0.00	0.00	0.00
9	หลักทรัพย์ออกใหม่ภาคเอกชน 3/	856,435.46	1,975,137.09	3,069,841.83	3,286,470.64	3,176,085.36
10	หุ้น	148,164.12	166,851.31	107,758.63	44,972.08	32,789.61
11	หุ้นสามัญ	146,647.23	166,776.88	107,554.06	44,955.45	32,744.61
12	หุ้นบุริมสิทธิ	1,516.89	74.43	204.57	16.63	45.00
13	ใบสำคัญแสดงสิทธิ	20.00	49.58	0.00	0.00	0.00
14	ตราสารหนี้ 4/	192,609.36	883,988.19	1,166,987.93	1,267,229.12	985,892.91
15	อายุน้อยกว่าถึง 1 ปี	12,052.89	728,612.65	947,211.71	981,398.32	571,825.89
16	อายุมากกว่า 1 ถึง 5 ปี	110,986.48	115,085.54	171,111.32	221,172.40	258,384.02
17	อายุเกิน 5 ปีขึ้นไป	69,569.99	40,290.00	48,664.90	64,658.40	155,683.00
18	หน่วยลงทุน 5/	515,641.98	924,248.01	1,795,095.27	1,974,269.44	2,157,256.48
19	อื่นๆ 6/	0.00	0.00	0.00	0.00	146.36
20	หลักทรัพย์ออกใหม่ในต่างประเทศ 7/	141,642.92	138,170.65	32,239.46	41,636.82	13,821.59
21	หลักทรัพย์ออกใหม่ภาครัฐบาล	99,656.31	77,793.36	14,663.70	41,636.82	1,161.08
22	รัฐบาล	79,488.76	73,239.99	4,629.99	36,925.09	1,161.08
23	รัฐวิสาหกิจ	20,167.55	4,553.37	10,033.71	4,711.73	0.00
24	หลักทรัพย์ออกใหม่ภาคเอกชน	41,986.61	60,377.29	17,575.76	0.00	12,660.51

หมายเหตุ :

- 1/ คัดตามราคาตลาดที่ตราไว้ของพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย และพันธบัตรกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนา ระบบสถาบันการเงินที่กระทรวงการคลังกำกับดูแลเงินและดอกเบี้ย
- 2/ ประกอบด้วยองค์การบริหารสินเชื่อบริษัทบริหารสินทรัพย์ บริษัทบริหารสินทรัพย์ บรรษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย และสถาบันบริหารกองทุนพลังงาน

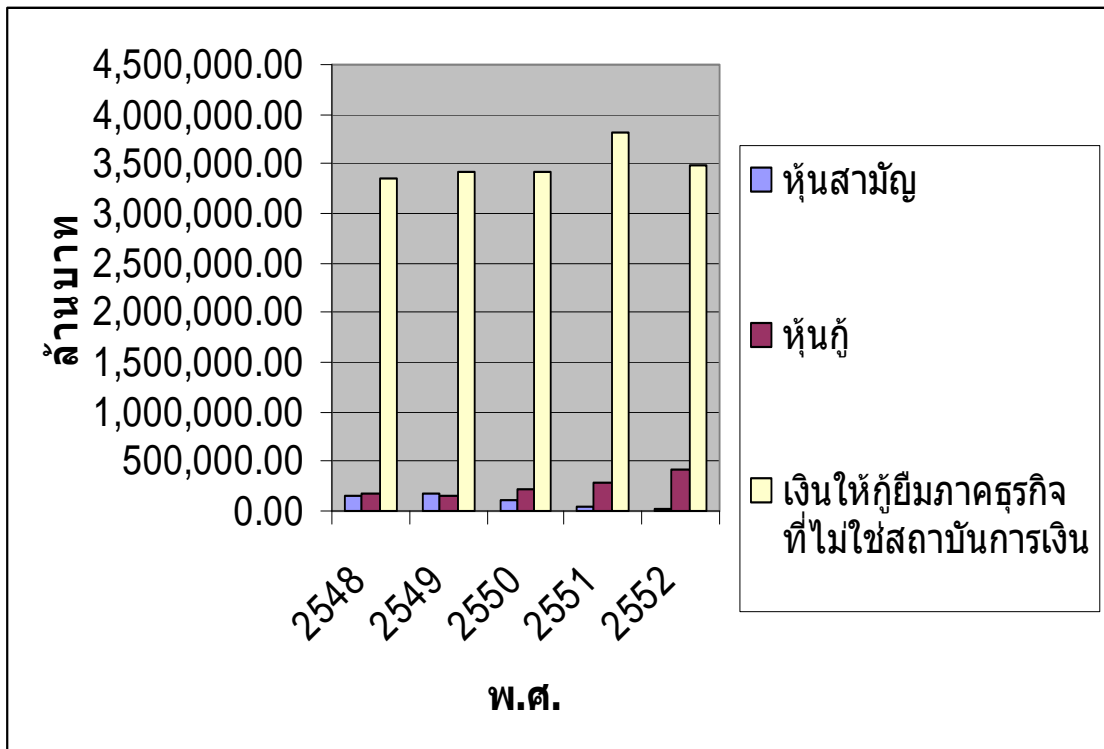
- 3/ ข้อมูลหลักทรัพย์ออกใหม่ในประเทศภาคเอกชนมีการแก้ไขข้อมูล 6 เดือนล่าสุด เมื่อ ก.ล.ต. และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงข้อมูล
  - 4/ ตั้งแต่เดือนพฤษภาคม 2548 รวมพันธบัตรองค์กรต่างประเทศที่ออกในประเทศไทย และตั้งแต่เดือนธันวาคม 2548 รวมตราสารหนี้ระยะสั้น (ได้แก่ หุ้นกู้ ตั๋วสัญญาใช้เงิน ตั๋วแลกเงิน และตั๋วเงิน)
  - 5/ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 ประกอบด้วยมูลค่าขายของหน่วยลงทุนของกองทุนเปิด
  - 6/ ประกอบด้วยใบสำคัญแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิง, ใบแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้ และใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์
  - 7/ ประกอบด้วยพันธบัตร หุ้นกู้ ตราสารเงินกู้ดอกเบี้ยลอยตัว ตราสารเงินฝากดอกเบี้ยลอยตัว และบัตรเงินฝาก
- ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย (2553)

ตาราง 14 แสดง ปริมาณเงินให้กู้ยืมและเงินรับฝากที่รวมในปริมาณเงินของธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในประเทศไทย ตั้งแต่ พ.ศ. 2548 – พ.ศ. 2552

หน่วย : ล้านบาท

	2548	2549	2550	2551	2552
<b>เงินให้กู้ยืม</b>	<b>5,795,965</b>	<b>6,013,582</b>	<b>6,245,829</b>	<b>7,393,251</b>	<b>7,691,505</b>
ธนาคารแห่งประเทศไทย	156,675	191,618	222,443	677,257	826,520
เงินให้กู้ยืมผ่านธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตร	156,670	191,618	222,443	327,588	312,804
เงินให้กู้ยืมอื่น	5	0	0	349,669	513,716
สถาบันรับฝากเงินอื่น	179,349	91,694	98,702	136,146	366,626
สถาบันการเงินอื่น	197,147	192,649	209,810	208,908	296,077
เงินให้กู้ยืมผ่านธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตร	1,022	2,061	0	0	5,119
ธุรกิจบริหารสินทรัพย์	130,401	83,129	68,550	54,429	41,327
อื่น ๆ	65,723	107,458	141,260	154,479	249,632
รัฐบาลกลาง	45,248	65,615	58,076	102,959	133,907
รัฐบาลท้องถิ่น	1,761	2,626	3,483	5,124	5,560
รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน	102,958	105,594	142,508	123,571	136,576
ภาคธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน	3,357,739	3,408,371	3,429,427	3,815,606	3,489,083
ภาคครัวเรือนและสถาบันไม่แสวงหากำไร	1,619,207	1,816,146	1,969,277	2,193,299	2,307,251
ผู้มีถิ่นที่อยู่ในต่างประเทศ	135,881	139,270	112,102	130,382	129,906
<b>เงินรับฝากที่รวมในปริมาณเงิน</b>	<b>5,711,345</b>	<b>6,129,027</b>	<b>6,051,657</b>	<b>6,588,699</b>	<b>6,540,790</b>
เงินรับฝากกระแสรายวัน	252,030	252,059	271,414	269,771	321,325
สถาบันการเงินอื่น	10,621	13,061	21,771	29,672	25,605
รัฐบาลท้องถิ่น	23,448	11,117	9,737	8,641	15,301
รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน	2,701	2,944	3,242	5,390	20,438
ภาคธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน	162,054	175,852	185,225	176,389	199,243
ภาคครัวเรือนและสถาบันไม่แสวงหากำไร	53,207	49,086	51,439	49,678	60,738
เงินรับฝากออมทรัพย์ ประจำ และเงินรับฝากอื่น	5,459,314	5,876,968	5,780,243	6,318,928	6,219,465
สถาบันการเงินอื่น	187,870	218,636	157,963	196,452	169,541
รัฐบาลท้องถิ่น	93,970	89,298	102,430	108,777	123,706
รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน	142,152	139,180	127,180	137,008	136,536
ภาคธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน	1,022,759	1,085,588	1,138,474	1,238,174	1,219,435
ภาคครัวเรือนและสถาบันไม่แสวงหากำไร	4,012,564	4,344,266	4,254,196	4,638,518	4,570,247

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย (2553)



ภาพที่ 3 ปริมาณการออกหุ้นสามัญและหุ้นกู้ของภาคเอกชน และปริมาณเงินที่ธนาคารพาณิชย์  
 จัดทะเบียนในประเทศให้กู้ยืมแก่ธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน  
 ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย (2553)

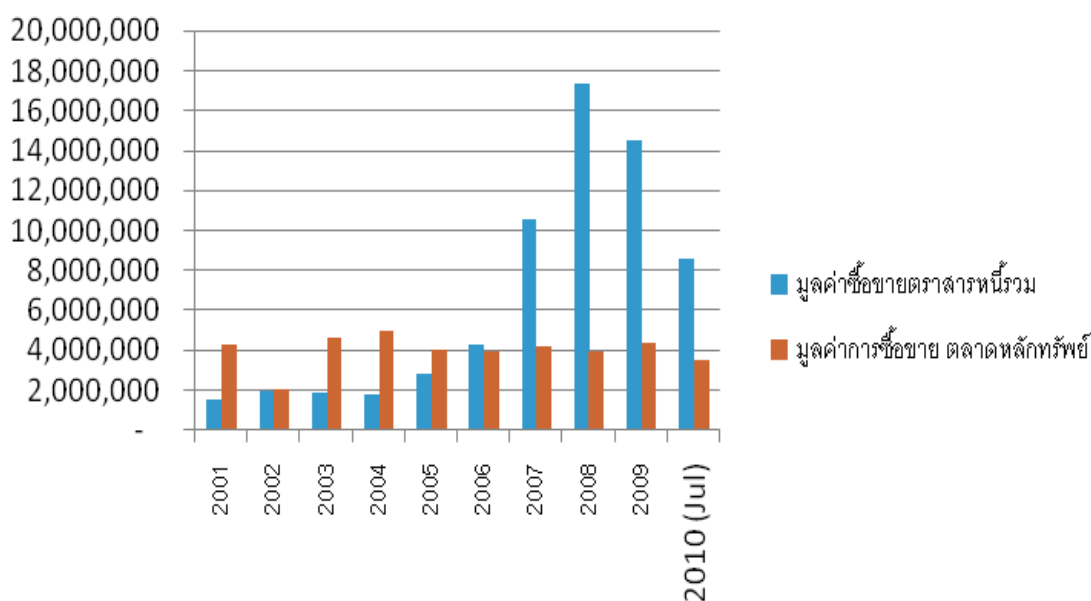


ตาราง 15 แสดง มูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรองของตราสารหนี้ ตั้งแต่ พ.ศ.2548 – พ.ศ.2552

หน่วย : ล้านบาท

Type of Bond	2548	2549	2550	2551	2552
Outright Trading Value	2,817,202	4,277,500	10,532,488	17,362,814	14,544,729
1. Government Debt Securities	2,739,123	4,183,355	10,389,991	17,242,128	14,372,316
1.1 Treasury Bills	908,449	1,500,203	799,731	542,250	1,288,821
1.2 Government Bond	438,158	631,117	1,112,263	1,172,889	1,484,397
1.3 State Agency Bond	1,282,437	1,968,202	8,406,201	15,431,787	11,520,111
1.4 State Owned Enterprise Bond	110,079	83,833	71,796	95,203	78,988
- Guaranteed	71,928	51,555	45,756	77,951	59,435
- Non-guaranteed	38,151	32,278	26,039	17,251	19,553
2. Corporate Bond	77,685	92,544	135,137	115,927	167,927
2.1 Long-term Corporate Bond	77,685	88,953	118,241	82,470	118,786
2.2 Commercial Paper	-	3,591	16,896	33,457	49,141
3. Foreign Bond	394	1,602	7,360	4,758	4,485
Financing Value	815,907	2,410,504	7,357,752	29,828,970	89,746,300
Other Trading Value	251,644	267,192	66,944	156,849	187,051
Grand Total	3,884,753	6,955,197	17,957,184	47,348,633	104,478,080

ที่มา : ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย (2553)



ภาพที่ 4 มูลค่าซื้อขายรวมของตลาดตราสารหนี้ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2553), ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย (2553)

หน่วย : ล้านบาท

ประเภทภาษี	ปีงบประมาณ 2550	อัตรา เพิ่ม/ลด ร้อยละ	ปีงบประมาณ 2551	อัตรา เพิ่ม/ลด ร้อยละ	ปีงบประมาณ 2552	อัตรา เพิ่ม/ลด ร้อยละ
1. ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา	192,795.12	13.35	204,921.95	6.29	198,095.44	(3.33)
2. ภาษีเงินได้นิติบุคคล	384,617.91	2.61	460,715.15	19.79	392,171.86	(14.88)
3. ภาษีเงินได้ปิโตรเลียม	65,734.88	16.30	74,033.42	12.62	90,712.40	22.53
4. ภาษีมูลค่าเพิ่ม	434,272.49	3.95	503,483.55	15.94	431,775.38	(14.24)
5. ภาษีธุรกิจเฉพาะ	34,405.82	12.35	25,107.48	(27.03)	18,099.04	(27.91)
6. อากรแสตมป์	7,136.82	(1.70)	7,732.21	8.34	7,487.83	(3.16)
7. รายได้อื่น ๆ	240.40	(1.22)	254.13	5.71	222.95	(12.27)
<b>รวม</b>	<b>1,119,203.42</b>	<b>5.85</b>	<b>1,276,247.90</b>	<b>14.03</b>	<b>1,138,564.90</b>	<b>(10.79)</b>

**ภาพที่ 5** ผลการจัดเก็บภาษีอากร ปีงบประมาณ 2550 - 2552  
ที่มา : กรมสรรพากร (2553)

## ประวัติผู้ศึกษา

นางสาวนันทิกา วิญญูวนิช เกิดเมื่อวันที่ 26 เมษายน 2528 สำเร็จการศึกษาปริญญาตรี  
บัญชีบัณฑิต สาขาการสอบบัญชี จากมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย เมื่อปีการศึกษา 2550 และ  
ศึกษาต่อในระดับปริญญาโทมหาบัณฑิต หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน  
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย ในปีการศึกษา 2552 ปัจจุบันทำงานกับ ห้าง  
หุ้นส่วนจำกัด ธรรมนันท์อพาร์ทเมนท์