



วิทยานิพนธ์

ปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์และอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล
ของกองทุนตราสารหนี้

**FACTORS AFFECTING THE DEMAND AND SUPPLY
OF GOVERNMENT BOND OF FIXED INCOME FUND**

นายชลธาร ขอบเสียง

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

พ.ศ. 2550



ใบรับรองวิทยานิพนธ์

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

ปริญญา

เศรษฐศาสตร์

สาขา

เศรษฐศาสตร์

ภาควิชา

เรื่อง ปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์และอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้

Factors Affecting the Demand and Supply of Government Bond of Fixed Income Fund

นามผู้วิจัย นายชลธาร ชอบเสียง

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

ประธานกรรมการ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์สันติยา เอกอัคร, Ph.D.)

กรรมการ

(อาจารย์บัณฑิต ชัยวิญชาติ, Ph.D.)

กรรมการ

(อาจารย์ชูลีพร เปี่ยมสมบูรณ์, พศ.ม.)

หัวหน้าภาควิชา

(รองศาสตราจารย์ชูชีพ พิพัฒน์ศิริ, Ph.D.)

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์รับรองแล้ว

(รองศาสตราจารย์วินัย อางคงหาญ, M.A.)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

วันที่ เดือน พ.ศ.

วิทยานิพนธ์

เรื่อง

ปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์และอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้

Factors Affecting the Demand and Supply of Government Bond of Fixed Income Fund

โดย

นายชลธาร ขอบเสียง

เสนอ

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
เพื่อความสมบูรณ์แห่งปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

พ.ศ. 2550

ชลธาร ขอบเสียง 2550: ปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์และอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของ
กองทุนตราสารหนี้ ปริญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์
ประธานกรรมการที่ปรึกษา: ผู้ช่วยศาสตราจารย์สันติยา เอกอัคร, Ph.D. 119 หน้า

การวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ (1) ศึกษาโครงสร้าง ลักษณะและนโยบายของกองทุนตรา
สารหนี้ในประเทศไทย (2) ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์และอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุน
ตราสารหนี้ โดยทำการศึกษาทั้งในเชิงพรรณนา และเชิงปริมาณ วิเคราะห์เชิงปริมาณโดยสร้างแบบจำลอง
เศรษฐมิติในการประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น โดยใช้ข้อมูลทุกปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544-2549

กองทุนตราสารหนี้เป็นกองทุนที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารหนี้และเงินฝาก มีผลตอบแทน
ที่สม่ำเสมอและมีความเสี่ยงต่ำ หลังจากที่รัฐบาลได้ดำเนินนโยบายงบประมาณขาดดุลและออกพันธบัตร
แก้ปัญหาวิกฤติเศรษฐกิจในช่วงหลังการเกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ทำให้การลงทุนในกองทุน
ตราสารหนี้เพิ่มขึ้น โดยในช่วงปี พ.ศ. 2548 จนถึงปัจจุบันจะพบว่า มีปริมาณกองทุนตราสารหนี้มากขึ้น
ตราสารหนี้ที่กองทุนตราสารหนี้มีสัดส่วนการลงทุนมากที่สุดคือ พันธบัตรรัฐบาล รองลงมาคือ ตัวเงินคลัง
เงินฝากธนาคารและหุ้นกู้ ตามลำดับ

ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ ได้แก่
อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ปริมาณเงินลงทุนของกองทุน
ตราสารหนี้มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน และอัตราเงินเพื่อมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน สามารถ
อธิบายปัจจัยที่มีผลทำให้เกิดอุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้ได้อย่างมีนัยสำคัญ
ทางสถิติ นอกจากนี้เมื่อพิจารณาด้านอุปทานของพันธบัตรรัฐบาลพบว่า ตัวแปรที่มีผลทำให้เกิดอุปทานของ
พันธบัตรรัฐบาล ได้แก่ อัตราเงินเพื่อมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ผลัดกันทั้งหมดรวมภายในประเทศ
มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกค้ำรายใหญ่ชั้นดีของธนาคารพาณิชย์มีความสัมพันธ์
ในทิศทางเดียวกัน และสามารถอธิบายปัจจัยที่มีผลต่ออุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้
ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากผลการศึกษาที่มีข้อเสนอแนะดังนี้ (1) ช่วงเวลาที่รัฐบาลควรออกพันธบัตร คือ เมื่อปริมาณการออก
กองทุนตราสารหนี้เพิ่มขึ้น (2) นักลงทุนควรพิจารณาอัตราเงินเพื่อก่อนตัดสินใจลงทุน หากคาดการณ์ได้ว่า
อัตราเงินเพื่อจะเพิ่มขึ้นก็ยังไม่ควรที่จะลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล แต่ในขณะที่รัฐบาล หากคาดการณ์ได้ว่าเงิน
เพื่อจะเพิ่มขึ้นก็ควรออกพันธบัตรรัฐบาล

Chonlathan Chobseing 2007: Factors Affecting the Demand and Supply of Government Bond of Fixed Income Fund. Master of Economics, Major Field: Economics, Department of Economics.
Thesis Advisor: Assistant Professor Santiya Eag-arkara, Ph.D. 119 pages.

The purposes of this study are: (1) to study structure, characteristics and investment policy of fixed income fund, (2) to study factors affecting the demand and supply of government bond of fixed income fund. This study uses both descriptive and quantitative analyses. In quantitative analysis, the study applies the simultaneous equation by two stage least square method. The secondary data sets in this study are data from 2001 to 2006.

Fixed income fund main investment was on debt and deposit money. This type of fund gained consistent return and provides low risk. After the government had managed the deficit budget policy and granted government bond to solve the post-1997 economic crisis, the number of the fixed income fund has increased. From 2005 to 2006, it appeared that the amount of the fund was higher. The largest proportion of investment was on government bond, treasury bill, bank deposit and corporate bond respectively.

The result of this study showed that the demand for government bond of fixed income fund was positively correlated with the average government bond yield, quantity of investment in fixed income fund and inflation rate. The supply of government bond was positively correlated with the inflation rate, gross domestic product, and minimum loan rate.

From the result of this study the recommendations are: (1) the appropriate time for government to grant the government bond is when the amount of granting fixed income fund increases, (2) investors should also consider the inflation rate before making decision. If they can expect that the inflation rate will be increase, they should not invest in government bond. On the other hand, if the government can expect that the inflation rate will be increase, they should grant the bond.

Student's signature

Thesis Advisor's signature

____ / ____ / ____

กิตติกรรมประกาศ

ในการจัดทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้สำเร็จลุล่วงไปได้ฉัน ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ
ผศ.ดร. สันติยา เอกอัคร ประธานกรรมการที่ปรึกษาเป็นอย่างสูง ที่กรุณาสละเวลาให้คำปรึกษา
ข้อเสนอแนะและแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มาโดยตลอด รวมถึงขอบพระคุณ
อ.ดร.บัณฑิต ชัยวิญญาติ กรรมการวิชาเอก ที่กรุณาสละเวลาให้คำแนะนำ แนวคิด ตลอดจน
ข้อเสนอแนะต่าง ๆ ซึ่งเป็นประโยชน์สำหรับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ อีกทั้ง อ. ชูลีพร เปี่ยมสมบูรณ์
กรรมการวิชารอง และ อ.ดร.กัมปนาท เพ็ญสุภา ผู้แทนบัณฑิตวิทยาลัย ที่ได้กรุณาให้คำแนะนำ
เพิ่มเติมเพื่อความสมบูรณ์ยิ่งขึ้นของวิทยานิพนธ์ พร้อมกันนี้ ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณคณาจารย์
ทุก ๆ ท่านที่กรุณาประสิทธิ์ประสาทความรู้ต่าง ๆ อันเป็นพื้นฐานสำคัญของวิทยานิพนธ์

ข้าพเจ้าขอขอบพระคุณ คุณไพฑูรย์ (บิดาผู้ล่วงลับ)-คุณชลลดา(มารดา)-คุณพิชญาและ
คุณชลธิศ ชอบเสียง และญาติพี่น้องของข้าพเจ้าทุกคน ที่คอยเป็นกำลังใจและให้การสนับสนุน
ทุกด้านตั้งแต่เกิดจนมาถึงปัจจุบันนี้ อีกทั้งขอบคุณ คุณอาภาพรรณ คำชिरพิทักษ์ สำหรับกำลังใจ
และการรับฟังข้าพเจ้าเสมอ ขอบขอบคุณคุณพล สุโกส กับการแลกเปลี่ยนความรู้และความคิดเห็น
ที่เป็นประโยชน์อย่างยิ่ง

สุดท้ายขอขอบพระคุณผู้ที่เกี่ยวข้องกับโครงการบัณฑิตศึกษา คณะเศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ พี่ๆและเพื่อนๆร่วมรุ่น MECON KU#13 ที่ช่วยสนับสนุนกันจนทำให้
วิทยานิพนธ์เล่มนี้สมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

ชลธาร ชอบเสียง

ตุลาคม 2550

สารบัญ

หน้า

สารบัญตาราง	(3)
สารบัญภาพ	(4)
บทที่ 1 บทนำ	1
ความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย	6
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	6
วิธีการเก็บข้อมูล	7
วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล	7
ขอบเขตของการวิจัย	8
นิยามศัพท์	8
บทที่ 2 แนวคิดทฤษฎีและการตรวจเอกสาร	10
แนวคิดทฤษฎี	10
การตรวจเอกสาร	26
บทที่ 3 แบบจำลองอุปสงค์และอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล	
ของกองทุนตราสารหนี้	34
แบบจำลองอุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล	34
สมมติฐานอุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล	35
แบบจำลองอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล	36
สมมติฐานการอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล	37
แบบจำลองสถานะดุลยภาพในตลาดตราสารหนี้	38
วิธีคาดประมาณสมการ	40
บทที่ 4 กองทุนรวมตราสารหนี้	46
ตราสารหนี้	46
โครงสร้างและลักษณะกองทุนรวมตราสารหนี้	49

สารบัญ (ต่อ)

หน้า

นโยบายการลงทุนของกองทุนตราสารหนี้	60
บทที่ 5 ปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์และอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล ของกองทุนตราสารหนี้	63
ปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล	64
ปัจจัยที่มีผลต่ออุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล	68
บทที่ 6 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	73
สรุปผลการวิจัย	73
ข้อเสนอแนะ	75
เอกสารและสิ่งอ้างอิง	78
ภาคผนวก	81
ภาคผนวก ก การทดสอบค่าสถิติ	82
ภาคผนวก ข ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	89
ภาคผนวก ค ตราสารหนี้ในประเทศไทย	94
ภาคผนวก ง ธุรกิจจัดการลงทุนในประเทศไทย	113
ประวัติการศึกษา และการทำงาน	119

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1.1 มูลค่าคงค้างหลักทรัพย์ภายในประเทศ พ.ศ. 2549	3
1.2 ปริมาณตราสารหนี้ออกใหม่ พ.ศ. 2549	4
1.3 เงินลงทุนของกองทุนตราสารหนี้ จำแนกตามประเภทสินทรัพย์ พ.ศ. 2549	5
ตารางผนวกที่	
ก1 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองอุปสงค์ครั้งที่ 1	83
ก2 ผลการวิเคราะห์ Serial Correlation LM Test แบบจำลองอุปสงค์ครั้งที่ 1	84
ก3 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองอุปทานครั้งที่ 2	85
ก4 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองอุปทานครั้งที่ 1	86
ก5 ผลการวิเคราะห์ Serial correlation LM test แบบจำลองอุปทานครั้งที่ 1	87
ก6 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองอุปทานครั้งที่ 2	88
ข1 ข้อมูลของตัวแปรในแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา	90
ค1 สรุปลำดับการดำเนินงานที่สำคัญของชมรมผู้ค้าตราสารหนี้และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย	106

สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
1.1	ทางเลือกการออมของประชาชนผ่านกองทุนรวม	2
2.1	การเลือกถือสินทรัพย์ภายใต้สถานการณ์ความไม่แน่นอน	11
2.2	การเลือกถือสินทรัพย์ภายใต้สถานการณ์ความไม่แน่นอน ณ ระดับอัตราดอกเบี้ยต่างๆ	14
2.3	อุปสงค์ของพันธบัตรและอุปทานของตลาดเงินให้กู้ยืม	16
2.4	อุปทานของพันธบัตรและอุปสงค์ของตลาดเงินให้กู้ยืม	17
2.5	ดุลยภาพในตลาดพันธบัตรและตลาดเงินให้กู้ยืม	17
2.6	ดุลยภาพของตลาดตราสารหนี้	18
2.7	การเปลี่ยนแปลงของเส้นอุปสงค์ อุปทานในตลาดพันธบัตรและตลาดเงินให้กู้ยืม	22
2.8	ลักษณะการลงทุนของกองทุนตราสารหนี้	23
4.1	เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ณ วันที่ 3 พฤษภาคม พ.ศ. 2550	47
4.2	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาล พ.ศ. 2544 – 2549	48
4.3	โครงสร้างกองทุนรวมตราสารหนี้	51

สารบัญภาพ (ต่อ)

ภาพที่		หน้า
4.4	ดุลงบประมาณรัฐบาล พ.ศ. 2539 – 2549	55
4.5	ปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาล พ.ศ. 2539 – 2549	56
4.6	จำนวนกองทุนตราสารหนี้ พ.ศ. 2548 – 2549	59
4.7	มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนตราสารหนี้ พ.ศ. 2548 – 2549	60
4.8	มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนตราสารหนี้ พ.ศ. 2548 – 2549	61
4.9	สัดส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ของกองทุนตราสารหนี้ พ.ศ. 2548 – 2549	62
ภาพผนวกที่		
ก1	สัดส่วนยอดคงค้างหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 – 2549	111

บทที่ 1

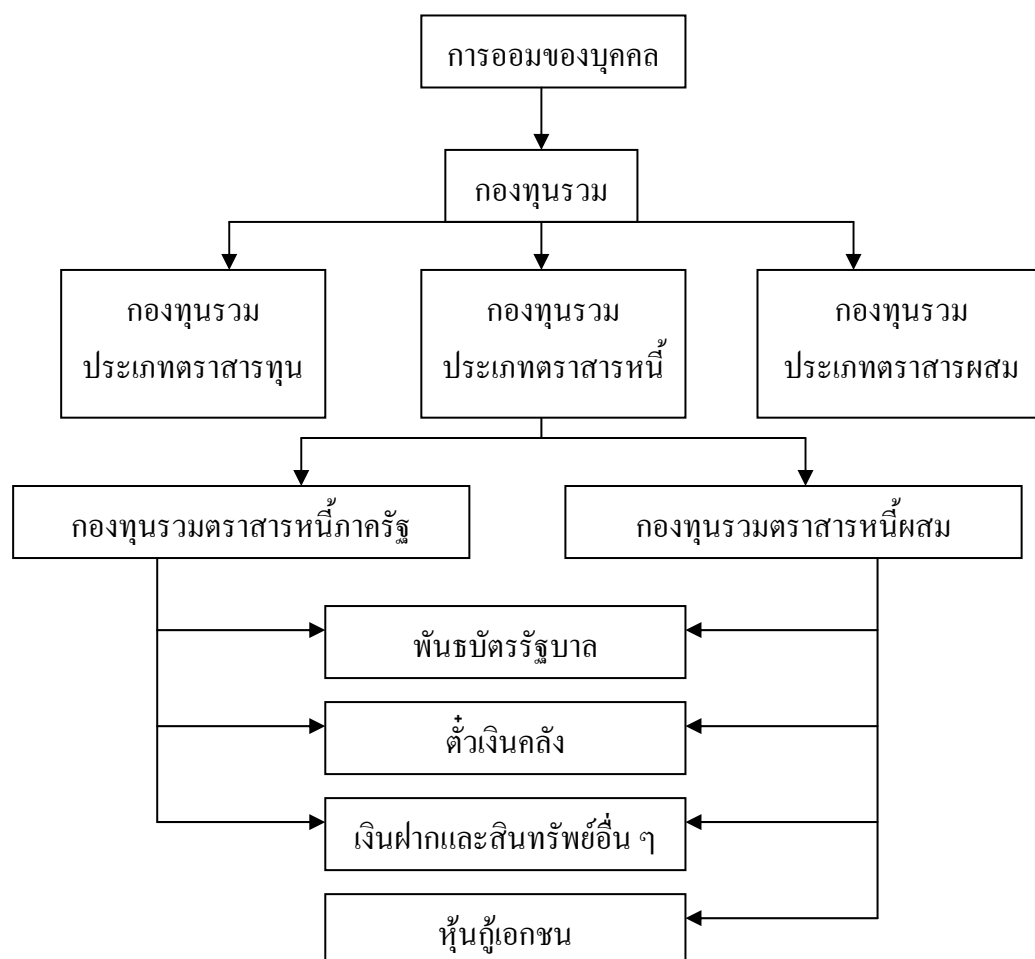
บทนำ

ความสำคัญของปัญหา

ระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยทางด้านการออมและการลงทุนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 จนถึงปัจจุบันนี้มีแนวทางการออมและการลงทุนในหลายรูปแบบ แนวทางที่สำคัญประการหนึ่งที่กำลังได้รับการสนับสนุนจากทั้งทางหน่วยงานภาครัฐ ภาคเอกชนรวมถึงได้รับความสนใจจากประชาชน นั่นคือ การลงทุนผ่านกองทุนรวม จากข้อมูลของฝ่ายกำกับธุรกิจจัดการลงทุน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ณ สิ้นไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2549 พบว่า ธุรกิจจัดการกองทุนรวมได้ออกกองทุนรวมประเภทต่าง ๆ รวมทั้งสิ้น 790 กองทุน ให้ประชาชนได้เลือกลงทุนผ่านกองทุนรวม และพบว่ามูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ณ สิ้นไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2549 มีมูลค่าทั้งสิ้น 1,195,791 ล้านบาท เพิ่มขึ้นมากกว่าเมื่อไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2548 ที่มีจำนวน 963,806 ล้านบาท ดังนั้นกองทุนรวมจึงเริ่มมีบทบาทสำคัญในการระดมทุนเพื่อการลงทุนของประเทศ กล่าวคือ กองทุนรวมเป็นผู้ระดมเงินออมจากประชาชนภายในประเทศนำมาลงทุนในรูปแบบต่าง ๆ ทั้งในตราสารทุน ตราสารหนี้ เงินฝากกับสถาบันการเงิน สินทรัพย์อื่น ๆ เพื่อนำเงินจากการออมในภาคประชาชนมาลงทุนหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจ อีกทั้งบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนต่างก็ได้แข่งขันกันระดมเงินทุนจากผู้ออมให้มาลงทุนผ่านกองทุนรวม โดยออกรูปแบบของกองทุนรวมให้ประชาชนมีทางเลือกในการลงทุนที่เพิ่มมากขึ้น

พัฒนาการของตราสารหนี้ของไทยได้เริ่มต้นขึ้นตั้งแต่การที่รัฐบาลได้ออกพันธบัตรรัฐบาลเป็นครั้งแรกในปี พ.ศ. 2476 เพื่อลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ของภาครัฐ หลังจากนั้นรัฐบาลได้ออกพันธบัตรมาเพื่อระดมทุนไปลงทุนในโครงการต่าง ๆ ส่งผลให้พันธบัตรไหลออกสู่ตลาดตราสารหนี้อย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ตราสารหนี้ภาคเอกชนหลังจากที่รัฐบาลได้มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ปี พ.ศ. 2535 ขึ้นเมื่อวันที่ 16 พฤษภาคม พ.ศ. 2535 เป็นการเปิดโอกาสให้บริษัทจำกัดและบริษัทมหาชนจำกัด สามารถออกตราสารหนี้เพื่อระดมทุนจากประชาชนได้โดยตรงซึ่งต่างจากเดิมที่จำกัดเฉพาะในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เท่านั้น ความคล่องตัวในตลาดของตราสารหนี้ภาคเอกชนจึงเกิดขึ้น ประกอบกับเมื่อวันที่ 26 พฤศจิกายน พ.ศ. 2546 ได้มีการเปิดบริการ Bond Electronic Exchange ในตลาดหลักทรัพย์

เพื่อให้มีการซื้อขายตราสารหนี้ได้คล่องตัวมากขึ้น จากวิวัฒนาการต่าง ๆ ทำให้กองทุนรวมตราสารหนี้เกิดการลงทุนที่หลากหลาย บริษัทจัดการกองทุนรวมหลาย ๆ บริษัท ได้ออกผลิตภัณฑ์กองทุนรวมตราสารหนี้หลายรูปแบบเพื่อเป็นแนวทางให้ประชาชนได้ลงทุนมากขึ้น



ภาพที่ 1.1 ทางเลือกการออมของประชาชนผ่านกองทุนรวม

ที่มา: จากการศึกษา

จากภาพที่ 1.1 จะแสดงให้เห็นถึงการระดมเงินทุนจากประชาชนของกองทุนรวม โดยกองทุนรวมถูกแบ่งเป็น 3 ประเภท ได้แก่ กองทุนตราสารทุน กองทุนตราสารหนี้และกองทุนตราสารผสม ในส่วนของการลงทุนผ่านตราสารหนี้ได้เป็นเครื่องมือใหม่ที่สร้างทางเลือกให้กับธุรกิจกองทุนรวมได้ออกผลิตภัณฑ์ที่เน้นการลงทุนผ่านตราสารหนี้โดยเฉพาะเพื่อเป็นการสร้างทางเลือกให้กับประชาชน ดังภาพที่ 1.1 ก็จะพบว่ากองทุนรวมตราสารหนี้เน้นลงทุนในตราสารหนี้ อันได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ภาคเอกชน เงินฝากกับสถาบันการเงินและตราสารอื่น ๆ ในขณะเดียวกัน

กองทุนตราสารหนี้ก็แยกออกเป็นกองทุนที่เน้นลงทุนในตราสารหนี้ของรัฐบาล กองทุนที่ลงทุนในตราสารหนี้ผสม

ตารางที่ 1.1 มูลค่าคงค้างหลักทรัพย์ภายในประเทศ ปี พ.ศ. 2549

(หน่วย: ล้านบาท)

ประเภทตราสาร	มูลค่าคงค้าง					
	ไตรมาส 2/2549	ร้อยละ	ไตรมาส 3/2549	ร้อยละ	ไตรมาส 4/2549	ร้อยละ
พันธบัตรรัฐบาล	1,447,041.70	40.25	1,480,776.90	39.32	1,511,476.90	37.71
ตั๋วเงินคลัง	238,000.00	6.62	250,000.00	6.64	218,000.00	5.44
ตั๋วสัญญาใช้เงิน	55,000.00	1.53	45,000.00	1.19	45,000.00	1.12
พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ	439,544.00	12.23	450,564.00	11.96	440,261.00	10.99
พันธบัตรรพท.และ กองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ	733,323.00	20.40	780,695.00	20.73	896,702.00	20.73
รวมตราสารหนี้ภาครัฐ	2,912,908.70	81.02	3,007,035.90	79.84	3,111,439.90	77.64
หุ้นภาคเอกชน	682,263.60	18.98	759,192.40	20.16	896,227.00	22.36
รวมตราสารหนี้	3,595,171.70	100.00	3,082,948.30	100.00	4,007,666.90	100.00

ที่มา: กลุ่มนโยบายพัฒนาตลาดทุน สำนักนโยบายการออมและการลงทุน สำนักงานเศรษฐกิจการคลังกระทรวงการคลัง (2550)

การลงทุนในตราสารหนี้ของกองทุนรวมนั้นมีความคล่องตัวมากขึ้น สืบเนื่องมาจากปริมาณของตราสารหนี้ประเภทต่าง ๆ มีจำนวนเพิ่มสูงขึ้น จากข้อมูลในตารางที่ 1.1 พบว่า มูลค่าหลักทรัพย์ที่คงค้างนั้นส่วนใหญ่จะเป็นตราสารหนี้ภาครัฐ ในไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2549 มีมากถึงร้อยละ 77.64 โดยพันธบัตรรัฐบาลมีมูลค่าคงค้างมากที่สุด พันธบัตรรัฐบาลมีมูลค่า 1,511,476.90 ล้านบาท รองลงมาได้แก่ พันธบัตรรัฐ รพท. และกองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ มีมูลค่า 896,702.00 ล้านบาท แต่ก็พบว่าในระบบเศรษฐกิจในส่วนนี้มูลค่าของตราสารหนี้ก็ได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2549 ตราสารหนี้ทั้งหมดมีมูลค่า 3,595,171.70 ล้านบาท และเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยในไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2549 มียอดหลักทรัพย์คงค้าง จำนวน 4,007,666.90 ล้านบาท เพิ่มขึ้นถึงร้อยละ 11.47 ในขณะที่ข้อมูลจากศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยระบุว่า ส่วนใหญ่การซื้อขายตราสารหนี้ยังคงกระจุกตัวอยู่ในพันธบัตรรัฐบาลเนื่องจากภาครัฐมีอุปทานและสภาพคล่องในตราสารหนี้มาโดยตลอดจากแนวโน้มการเติบโตของตราสารหนี้ประเภทต่าง ๆ ได้มีการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ให้มีบทบาทเป็นแหล่งระดมเงินทุนระยะยาวของทั้งภาครัฐบาลและภาคเอกชน

โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ตั้งศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย (Thai Bond Dealing Center) ในปี พ.ศ. 2541 ทำให้การซื้อขายตราสารหนี้ในประเทศไทยมีความคล่องตัวเพิ่มมากขึ้น ประกอบกับเศรษฐกิจในประเทศไทยหันมาพึ่งพาตลาดทุนและการออมเพิ่มมากขึ้น กล่าวคือ ทั้งภาครัฐบาลและภาคเอกชนต่างก็ออกตราสารหนี้ออกมาเพื่อที่จะระดมเงินทุนเพื่อนำเงินไปลงทุนในโครงการต่าง ๆ อีกทั้งมีการจัดทำระบบซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรวมกับการซื้อขายตราสารทุน เรียกว่า Bond Electronic Exchange

ตารางที่ 1.2 มูลค่าตราสารที่ออกใหม่ พ.ศ. 2549

(หน่วย: ล้านบาท)

ประเภทตราสาร	มูลค่าตราสารออกใหม่					
	ไตรมาส	ร้อยละ	ไตรมาส	ร้อยละ	ไตรมาส	ร้อยละ
	2/2549		3/2549		4/2549	
พันธบัตรรัฐบาล	59,855.00	8.30	43,445.00	5.75	65,700.00	7.12
ตั๋วเงินคลัง	206,000.00	28.58	246,200.00	32.61	179,000.00	19.41
ตั๋วสัญญาใช้เงิน	15,000.00	2.08	-	-	10,000.00	1.08
พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ	7,160.00	0.99	30,400.00	4.03	10,465.00	1.13
พันธบัตรรพท.และ กองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ	226,000.00	31.35	193,000.00	25.56	363,611.00	39.43
รวมตราสารหนี้ภาครัฐ	514,015.00	71.30	513,045.00	67.95	628,766.00	68.19
หุ้นกู้ภาคเอกชน	206,890.00	28.70	241,956.00	32.05	293,381.00	31.81
รวมตราสารหนี้	720,905.00	100.00	755,001.00	100.00	922,157.00	100.00

ที่มา: ฝ่ายกำกับธุรกิจจัดการลงทุน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์

และตลาดหลักทรัพย์ (2550)

จากตารางที่ 1.2 พบว่า ในไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2549 เป็นต้นมา มูลค่าของตราสารหนี้ของภาครัฐบาลเริ่มมีการออกเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้โดยเฉพาะในช่วงไตรมาสที่ 4 ของปี พ.ศ. 2549 นั้น ปริมาณตราสารหนี้ภาครัฐเพิ่มขึ้นมากทั้งพันธบัตรรัฐบาลและตั๋วเงินคลัง ทำให้ยอดคงค้างของหลักทรัพย์ก็เพิ่มขึ้นตามไปด้วย เนื่องมาจากรัฐบาลมีความต้องการที่จะระดมเงินทุนในโครงการต่าง ๆ ของรัฐบาล นักลงทุนส่วนใหญ่สนใจที่จะลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นของรัฐบาล เช่น ตั๋วเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุคงเหลือประมาณ 5-9 ปี เพื่อลดความเสี่ยงที่จะเกิดจากอัตราดอกเบี้ย (interest rate risk)

ประเภทของกองทุนซึ่งแบ่งตามนโยบายการลงทุนที่เลือกลงทุนในตราสารหนี้เป็นหลัก ก็คือ กองทุนตราสารหนี้ (fixed-income fund) เป็นกองทุนที่ลงทุนในตราสารหนี้ เงินฝาก หรือหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่น ๆ หรือการหาผลตอบแทนด้วยวิธีการอื่นตามที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด การที่จะเลือกลงทุนในตราสารหนี้ประเภทต่าง ๆ ของกองทุนแห่งตราสารหนี้ นั้น ใช้ปัจจัยที่เกี่ยวข้อง เช่น นโยบายการลงทุนในแต่ละกองทุน กลยุทธ์การลงทุน หรือผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้ อันได้แก่ ดอกเบี้ย ความเสี่ยงต่อการลงทุน แต่ละปัจจัยก็ได้ส่งผลให้มีสัดส่วนการลงทุนที่แตกต่างกันไปในแต่ละกองทุน

ตารางที่ 1.3 เงินลงทุนของกองทุนตราสารหนี้จำแนกตามประเภทสินทรัพย์ ปี พ.ศ. 2549

(หน่วย: ล้านบาท)

ประเภทสินทรัพย์	ไตรมาส 2/2549	ร้อยละ	ไตรมาส 3/2549	ร้อยละ	ไตรมาส 4/2549	ร้อยละ
หลักทรัพย์จดทะเบียน	1.00	0.01	1.00	0.01	4,305.00	0.79
หลักทรัพย์ใน	340,299.00	80.69	391,739.00	78.86	411,562.00	75.49
ThaiBMA						
หุ้นกู้	22,463.00	5.33	71,257.00	14.35	75,024.00	13.76
พันธบัตร	211,332.00	50.11	184,513.00	37.15	190,827.00	35.00
ตั๋วเงินคลัง	105,504.00	25.02	135,969.00	27.37	145,711.00	26.73
หลักทรัพย์ที่มีได้จด	18,004.00	4.27	5,932.00	1.19	4,401.00	0.81
ทะเบียนในตลาด						
หุ้นกู้	5,959.00	1.41	5,932.00	1.19	4,401.00	0.81
พันธบัตร	7,755.00	1.84	-	-	-	-
ตั๋วเงินคลัง	4,290.00	1.02	-	-	-	-
เงินฝากธนาคาร	63,429.00	15.04	99,061.00	19.94	124,922.00	22.91
มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ	421,733.00	100.00	496,733.00	100.00	545,190.00	100.00

ที่มา: ฝ่ายกำกับธุรกิจจัดการลงทุน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์

และตลาดหลักทรัพย์ (2550)

ในตารางที่ 1.3 ที่แสดงถึงเงินลงทุนของกองทุนตราสารหนี้พบว่าพันธบัตรเป็นตราสารหนี้ที่มีการลงทุนของกองทุนตราสารหนี้มากที่สุด ประเด็นที่น่าสนใจก็คือ พันธบัตรรัฐบาลเป็นตราสารหนี้ที่ไม่มีความเสี่ยง และเริ่มมีแนวโน้มการลงทุนที่เพิ่มขึ้นเนื่องมาจากรัฐบาลเริ่มออกพันธบัตรรัฐบาลออกมาเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะพันธบัตรเพื่อการปรับโครงสร้างหนี้ที่มีการออกอย่างต่อเนื่อง รวมไปถึงพันธบัตรประเภทต่าง ๆ และพันธบัตรที่มีการซื้อขายกันในตลาดรอง ทั้งนี้การให้ผลตอบแทนของพันธบัตร ก็ส่งผลต่อการเลือกลงทุนของกองทุนตราสารหนี้ รวมถึงความเสี่ยงและเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่ลงทุนในตราสารหรือหลักทรัพย์ชนิดอื่น ๆ ทำให้กองทุนตราสารหนี้เลือกลงทุนในสัดส่วนที่แตกต่างกันไป

สำหรับการศึกษาในครั้งนี้จะเป็นการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์ต่อพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ เพราะแนวโน้มของการลงทุนในพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้เริ่มมีสัดส่วนที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับการเพิ่มขึ้นของปริมาณพันธบัตรที่มีอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นการศึกษานี้จะทำให้เราได้ทราบถึงปัจจัยทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องที่มีผลทำให้เกิดอุปสงค์และอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้ที่สอดคล้องกับการเพิ่มขึ้นของการลงทุนของกองทุนตราสารหนี้ เพื่อเป็นแนวทางในการลงทุนในกองทุนตราสารหนี้และเป็นแนวทางในการศึกษาการลงทุนในพันธบัตร

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาโครงสร้าง ลักษณะ และนโยบายการลงทุนกองทุนรวมตราสารหนี้ในประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์และอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์และอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้ว่าปัจจัยใดมีความสำคัญมากน้อยเพียงใด จะทำให้ผู้ที่สนใจเรื่องพันธบัตรจะได้รับทราบถึงประเภทของตราสารหนี้ของรัฐบาล รวมไปถึงผู้ที่สนใจในกองทุนตราสารหนี้ได้ทราบถึงสาเหตุที่ทำให้กองทุนตราสารหนี้ลงทุนในพันธบัตร และนักลงทุนที่มีความสนใจในการลงทุนผ่านกองทุน

รวมจะได้รับทราบถึงโครงสร้างของกองทุนรวมตราสารหนี้ ลักษณะการลงทุนและประเภทของกองทุนรวมตราสารหนี้ที่มีอยู่ในประเทศไทย เพื่อเป็นข้อมูลในการตัดสินใจก่อนการลงทุนในกองทุนตราสารหนี้ ส่วนด้านการออกตราสารหนี้ของรัฐบาลก็จะได้ทราบว่าช่วงใดควรตัดสินใจออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อให้นักลงทุนประเภทต่าง ๆ ได้ลงทุน และบริหารจัดการลงทุนก็จะได้ทราบว่าช่วงเวลาใดควรออกกองทุนตราสารหนี้มาระดมทุนในตลาด

วิธีการเก็บข้อมูล

ในการศึกษาครั้งนี้จะใช้วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) ได้แก่ ดัชนีตราสารหนี้ที่มีการคำนวณในตลาดซื้อขายตราสารหนี้ไทย ปริมาณเงินทุนของกองทุนตราสารหนี้ ปริมาณการลงทุนในพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้จากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ รวมไปถึงข้อมูลพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ และอัตราเงินเฟ้อ จากฐานข้อมูลเศรษฐกิจของธนาคารแห่งประเทศไทย ข้อมูลอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องจากหน่วยงานที่มีการเก็บข้อมูล และจากวิทยานิพนธ์ วารสาร บทความทางวิชาการทั้งในและต่างประเทศ

วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

1. การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (descriptive method) ศึกษาลักษณะของกองทุนต่าง ๆ โดยเฉพาะกองทุนตราสารหนี้ที่เกี่ยวกับโครงสร้างและรูปแบบของการลงทุน การจ่ายผลตอบแทน รวมไปถึงลักษณะของพันธบัตรรัฐบาลที่ทำการศึกษา โดยใช้แหล่งข้อมูลทุติยภูมิที่ได้มานำมาสรุปและอธิบายในเชิงพรรณนา

2. การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (quantitative method) ศึกษาถึงปัจจัยทางเศรษฐกิจที่จะกำหนดอุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ตามแนวคิดการกำหนดอุปสงค์ในตลาดพันธบัตรและการกำหนดอุปทานของพันธบัตรรัฐบาลมาศึกษาร่วมกันเพื่อดูผลกระทบที่เกี่ยวข้องที่ทำให้เกิดอุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ นำมาใช้วิธีการทางเศรษฐมิติในการประมาณสมการต่อเนื่อง (simultaneous equation) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดสองขั้น (two stage least square: TSLS) ในการประมาณค่าอุปสงค์และอุปทานในการวิเคราะห์ปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลต่ออุปสงค์ของพันธบัตรซึ่งปัจจัยตามทฤษฎี

ขอบเขตของการวิจัย

ในการศึกษาครั้งนี้ปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ ที่ทำการศึกษาจะใช้ข้อมูล รายไตรมาสเริ่มตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2544 จนถึง ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2549 รวมทั้งสิ้นได้ 24 ช่วงเวลา

นิยามศัพท์

กองทุนตราสารหนี้ (fixed income fund) หมายถึง กองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารหนี้ เงินฝาก หรือหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่น ๆ ที่เป็นไปตามมาตรฐานของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ตราสารหนี้ (bond) หมายถึง ตราสารที่ออกโดยรัฐบาล รัฐวิสาหกิจและบริษัทโดยทั่วไป ที่มีลักษณะเป็นหนี้ คือ ผู้ออกตราสารมีฐานะเป็นลูกหนี้ ส่วนผู้ถือตราสารมีฐานะเป็นเจ้าหนี้

พันธบัตร (government bond) หมายถึง หลักทรัพย์ที่ออกโดยรัฐบาล เพื่อระดมเงินทุนจากประชาชนทั่วไป เป็นตราสารหนี้ซึ่งมีรัฐบาลผู้ออกตราสารเป็นลูกหนี้ และเป็นเอกสารทางการเงินเพื่อขายแก่ผู้ลงทุนซึ่งมีฐานะเป็นเจ้าหนี้ โดยที่กำหนดให้รัฐบาลผู้ออกตราสารจ่ายเงินในรูปดอกเบี้ยเพื่อตอบแทนแก่ผู้ลงทุนตามเงื่อนไขของอัตราที่กำหนดและตามเวลาของการจ่ายดอกเบี้ย และจ่ายเงินตามราคาที่ตราไว้แก่ผู้ลงทุนซึ่งเป็นเจ้าหนี้เมื่อพันธบัตรครบกำหนดไถ่คืน โดยพันธบัตรในทีนี้จะหมายรวมถึง พันธบัตรที่จดทะเบียนในตลาดตราสารหนี้และที่มีได้จดทะเบียน

หุ้นกู้ (corporate bond) หมายถึง หลักทรัพย์ที่ออกโดยบริษัทเอกชน เพื่อระดมเงินทุนจากประชาชนทั่วไป หุ้นกู้เป็นตราสารหนี้ มีบริษัทเอกชนผู้ออกตราสารเป็นลูกหนี้ ระดมเงินทุนโดยการขายหุ้นกู้ ซึ่งเป็นเอกสารทางการเงินเพื่อขายแก่ประชาชนผู้ลงทุนมีฐานะเป็นเจ้าหนี้ หุ้นกู้อาจกำหนดให้มีดอกเบี้ยหรือไม่ก็ได้ แต่ถ้าหุ้นกู้กำหนดให้มีการจ่ายดอกเบี้ย หุ้นกู้จะต้องจ่ายในอัตราเท่ากันทุกหน่วยตามราคาที่ตราไว้ ณ วันที่ได้กำหนดไว้เพื่อจ่ายดอกเบี้ย และเมื่อถึงกำหนดวันไถ่คืนหุ้นกู้ บริษัทเอกชนผู้ออกจะต้องชำระเงินให้แก่ผู้ลงทุนตามราคาที่ตราไว้

อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาล หมายถึง เส้นกราฟความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลที่คำนวณถึงวันครบกำหนดอายุกับระยะเวลาที่เหลืออยู่จนถึงวันครบกำหนดอายุ ซึ่งคำนวณโดยศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย

บทที่ 2

แนวคิดทฤษฎีและการตรวจเอกสาร

ในบทนี้จะทำการอธิบายแนวคิดทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ที่นำมาใช้ รวมถึงการตรวจสอบเอกสาร ที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้ ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

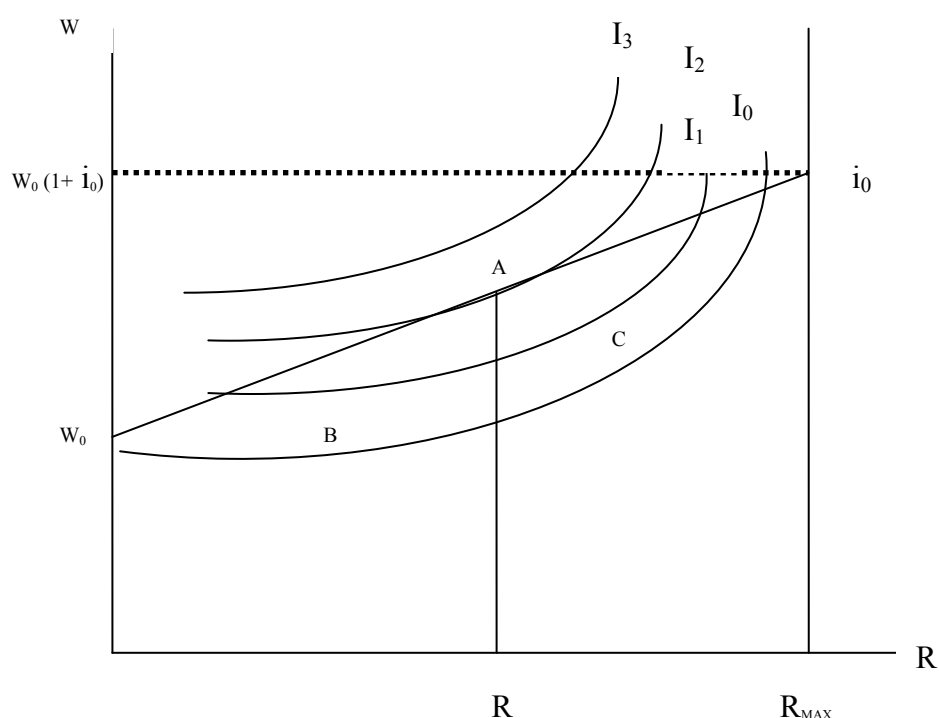
แนวคิดทฤษฎี

ทฤษฎีความต้องการถือเงินตามแนวคิดการถือสินทรัพย์

ชมเพลิน จันทรเรืองเพ็ญ (2541) กล่าวถึงแนวคิดของทฤษฎีนี้ว่าจะสะท้อนถึงการพิจารณาตัดสินใจจากปัจจัยที่ส่งผลให้กองทุนตราสารหนี้เลือกลงทุนในพันธบัตรหรือตราสารอื่น ๆ เพื่อแสวงหาผลตอบแทนจากการถือสินทรัพย์ต่าง ๆ ให้มากที่สุด หรือหากกำไรสูงสุด (maximize profit) โดยพยายามที่จะลดต้นทุนและลดความเสี่ยงให้น้อยที่สุด (minimize cost) แนวคิดดังกล่าวพัฒนามาจากทฤษฎีความต้องการถือเงินซึ่งขึ้นอยู่กับความต้องการแสวงหาอัตราผลตอบแทนสูงสุด และลดความเสี่ยงให้น้อยที่สุด โดย เจมส์ โทบิน (James Tobin) ได้พัฒนาแนวคิดนี้โดยกล่าวว่า ผู้ถือสินทรัพย์จะเลือกถือสินทรัพย์ที่ประกอบด้วยทั้งเงินและพันธบัตร สมมติฐานของทฤษฎีก็คือ แต่ละบุคคลในที่นี้จะสมมติให้เป็นกองทุนตราสารหนี้ ต้องการที่จะแสวงหาอัตราผลตอบแทนสูงสุดจากสินทรัพย์ที่ถืออยู่ และขณะเดียวกันก็ต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงอันเกิดจากการถือสินทรัพย์ในรูปแบบต่าง ๆ ด้วย สินทรัพย์ที่เป็นทางเลือกตามทฤษฎีนี้ก็คือ เงินและพันธบัตร(หรือตราสารหนี้ภาคเอกชน) ความเสี่ยงอันเกิดจากการถือพันธบัตรขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงในราคาตลาดของพันธบัตร (ทำให้เกิดกำไรส่วนทุนหรือขาดทุนส่วนทุน) เนื่องมาจากความไม่แน่นอนของอัตราดอกเบี้ยในอนาคต แต่ความเสี่ยงของการถือเงินไม่มีจะเท่ากับศูนย์ ดังนั้นถ้าหากสินทรัพย์ที่กองทุนตราสารหนี้ถืออยู่ประกอบด้วยพันธบัตรเท่านั้นความเสี่ยงก็จะสูงสุด ในขณะที่หากสินทรัพย์ที่ถืออยู่ประกอบด้วยเงินสดเพียงอย่างเดียวความเสี่ยงจะเท่ากับศูนย์ แต่ในความเป็นจริงนั้นการลงทุนโดยกองทุนตราสารหนี้จะถือทั้งพันธบัตรและเงินสด ดังนั้นความเสี่ยงจึงขึ้นอยู่กับว่าสัดส่วนของเงินหรือของพันธบัตรในสินทรัพย์ทั้งหมดที่กองทุนฯถืออยู่นั้นเป็นอย่างไร

ผลตอบแทนของพันธบัตรประกอบด้วย 2 ส่วนคือ ผลตอบแทนในรูปของรายได้จากดอกเบี้ยซึ่งมีความแน่นอนและผลตอบแทนอันเกิดจากการมีกำไรส่วนทุนหรือการขาดทุนส่วนทุน (capital gain/loss) ซึ่งขึ้นอยู่กับเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย เจมส์ โทบิน ตั้งข้อสมมติไว้ว่า มูลค่าที่คาดคะเนของกำไรส่วนทุนหรือขาดทุนส่วนทุนเท่ากับศูนย์ ซึ่งหมายความว่า ผู้เป็นเจ้าของสินทรัพย์คาดคะเนว่า โอกาสที่อัตราดอกเบี้ยจะเพิ่มขึ้นเท่าตัวหรือลดลงครึ่งหนึ่งเป็นไปได้เท่า ๆ กัน ไม่ว่าอัตราดอกเบี้ยปัจจุบันเป็นเท่าใดหรืออยู่ที่ตาม ดังนั้นถ้าหากตั้งข้อสมมติเช่นนี้อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการถือพันธบัตรจะเท่ากับอัตราดอกเบี้ยตลาด

การวิเคราะห์การตัดสินใจตามทฤษฎีนี้จะอาศัยหลักของเส้นความพึงพอใจ (indifference curve analysis) หาส่วนประกอบที่เหมาะสมที่กองทุนจะเลือกถือสินทรัพย์เพื่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุดและความเสี่ยงน้อยที่สุด



ภาพที่ 2.1 การเลือกถือสินทรัพย์ภายใต้สถานการณ์ความไม่แน่นอน
ที่มา: ชมเพลิน จันทรเรืองเพ็ญ (2541)

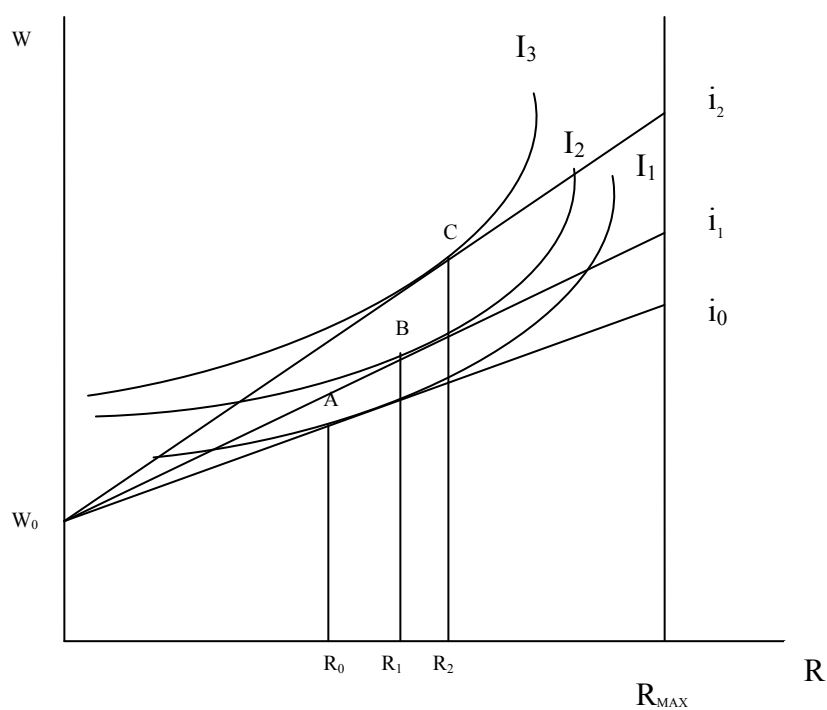
จากภาพที่ 2.1 แกนนอนแสดงถึงระดับความเสี่ยงของการมีกำไรส่วนทุนหรือการขาดทุน ส่วนทุนอันเนื่องมาจากความไม่แน่นอนของอัตราดอกเบี้ยอนาคต ซึ่งจะใช้สัญลักษณ์ R ถ้าหาก ส่วนประกอบของทรัพย์สินส่วนใหญ่เป็นพันธบัตรระดับความเสี่ยงก็จะสูงและจะสูงสุดเมื่อเป็น พันธบัตรทั้งหมด ระดับความเสี่ยงสูงสุดแสดงโดย R_{MAX} แกนตั้งแสดงถึงมูลค่าของทรัพย์สิน ที่คาดคะเนซึ่งเป็นเครื่องมือแสดงถึงอรรถประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากทรัพย์สินที่ถือซึ่งจะใช้ สัญลักษณ์ W ค่าที่คาดคะเนนี้อาจไม่ใช่มูลค่าเดียวกันกับมูลค่าที่เกิดขึ้นจริงเมื่อสิ้นงวดเวลา แต่เป็น มูลค่าที่แต่ละบุคคลคาดว่าจะเกิดขึ้นจากการคาดคะเนอัตราดอกเบี้ยในอนาคตของถ้าหากการคาดคะเน ถูกต้องมูลค่าที่เกิดขึ้นจริงก็จะเท่ากับมูลค่าที่คาดคะเน $W_0(1+i_0)$ ดังนั้นอัตราการเจริญเติบโตของ มูลค่าทรัพย์สินย่อมขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ย หรือ

สมมติว่ามูลค่าของทรัพย์สินที่บุคคลผู้นี้ถืออยู่เมื่อเริ่มต้นแสดง โดย W_0 สมมติให้สินทรัพย์ ที่ถืออยู่เป็นเงินทั้งหมด ระดับความเสี่ยงเท่ากับ 0 มูลค่าของสินทรัพย์ที่บุคคลนี้คาดคะเนว่าจะเป็น เมื่อสิ้นงวดเวลาที่จะพิจารณา ถ้าหากสินทรัพย์ที่ถืออยู่ทั้งหมดเป็นพันธบัตรก็คือ $W_0(1+i_0)$ ดังนั้น อัตราการเจริญเติบโตของมูลค่าทรัพย์สินย่อมขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ย หรือ i_0 ทั้งนี้เพราะมีข้อสมมติ ที่ว่ามูลค่าที่คาดคะเนของกำไรส่วนทุนหรือขาดทุนส่วนทุนเท่ากับศูนย์ เส้นแสดงการเจริญเติบโต (growth path) ของทรัพย์สินจาก W_0 ไปเป็น $W_0(1+i_0)$ แสดงโดยเส้นตรง $W_0 i_0$ เส้นนี้เทียบได้กับ เส้นงบประมาณ (budget line) ในทฤษฎีพฤติกรรมของผู้บริโภคทั้งนี้เพราะเส้นนี้แสดงถึง ส่วนประกอบต่าง ๆ ของระดับความเสี่ยง และมูลค่าของทรัพย์สินที่คาดคะเนเป็นทางเลือกของ ผู้ถือทรัพย์สิน

อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างมูลค่าของทรัพย์สินที่คาดคะเนกับระดับความเสี่ยงแสดงโดยเส้น ความพอใจเท่ากัน (indifference curve) ซึ่งก็คือเส้น I_0, I_1, I_2, I_3 ตามรูป ทุก ๆ จุดบนเส้นเดียวกัน มีความพึงพอใจเท่ากันระหว่างส่วนประกอบต่าง ๆ ของมูลค่าทรัพย์สินที่คาดคะเนกับระดับ ความเสี่ยง เช่น บนเส้น I_0 ที่จุด B และ C ผู้ถือสินทรัพย์มีความพอใจเท่ากันแต่ที่จุด C จะมี ความเสี่ยงที่มากกว่า เพื่อเป็นการจูงใจให้ผู้ถือสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงก็ต้องได้รับมูลค่าทรัพย์สิน ที่คาดคะเนสูงขึ้นขณะเดียวกันเมื่อมีทรัพย์สินมากขึ้นเรื่อย ๆ อรรถประโยชน์หน่วยสุดท้ายของ ทรัพย์สินจะลดลง ดังนั้นการเพิ่มในมูลค่าของทรัพย์สินที่คาดคะเนจึงต้องเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงขึ้น เพื่อชดเชยกับการเพิ่มขึ้นในระดับความเสี่ยงที่เท่า ๆ กันเส้นความพอใจเท่ากันในกรณีนี้จึงเป็นเส้น ลาดลงจากขวาไปซ้ายและค่าความชันของเส้นจะลดลงด้วย คุณสมบัติที่สำคัญอีกประการหนึ่งของ เส้นความพอใจเท่ากันคือ เส้นความพอใจที่สูงกว่าจะให้ความพึงพอใจแก่ผู้ถือทรัพย์สินมากกว่า

เส้นที่อยู่ในระดับต่ำกว่าทั้งนี้เพราะเส้นที่สูงกว่าจะให้มูลค่าของทรัพย์สินที่คาดคะเนสูงกว่าสำหรับความเสี่ยงในระดับเดียวกัน หรือในอีกด้านหนึ่ง เส้นที่สูงกว่าแสดงถึงระดับความเสี่ยงต่ำกว่า สำหรับมูลค่าของทรัพย์สินที่คาดคะเนที่กำหนดให้ ส่วนประกอบของสินทรัพย์ที่ทำให้ผู้ถือทรัพย์สินได้รับอรรถประโยชน์สูงสุดโดยที่ในขณะเดียวกันก็มีความเสี่ยงน้อยที่สุดด้วย ก็คือ ส่วนประกอบ ณ จุดที่เส้นความพอใจเท่ากันสัมผัสกับเส้นงบประมาณ ตามรูปส่วนประกอบ ดังกล่าวแสดงโดยจุด A บนเส้น I_2 ซึ่งเป็นส่วนประกอบที่มีพันธบัตรที่มากกว่าเงิน มูลค่าของทรัพย์สินซึ่งผู้ถือทรัพย์สินคาดว่าจะได้รับจากส่วนประกอบนี้เมื่อสิ้นสุดงวดเวลาคือ AR

ในการที่จะหาเส้นความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไรหรือเงินที่ถืออยู่ในมือ (idle balance) ของแต่ละบุคคลนั้น ต้องหาส่วนประกอบของสินทรัพย์ที่เหมาะสม ณ ระดับอัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ ดังนั้นจึงต้องเปลี่ยนแปลงภาพที่ 2.2 ใหม่เพื่อแสดงถึงระดับอัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ นี้ สมมติว่าอัตราดอกเบี้ยมีใช้ i_0 แต่สูงกว่า i_0 คือ i_1 เส้นแสดงการเจริญเติบโตของมูลค่าสินทรัพย์ที่คาดคะเนจะต้องสูงกว่าเส้น $W_0 i_0$ ถ้าหากว่าระดับความเสี่ยงไม่เปลี่ยนแปลงค่าความชันของเส้นแสดงการเจริญเติบโต ก็คือ $(W_0 (1 + i_0) - W_0) / R_{MAX}$ หรือคือ iW_0 / R_{MAX} ดังนั้นถ้า W และ R_{MAX} คงที่ ค่าความชันของเส้นแสดงการเจริญเติบโตจะขึ้นอยู่กับค่าของ i ภาพที่ 2 แสดงถึงจุดสมดุล ณ ระดับอัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ ซึ่งก็คือจุด A, B, C จุดสมดุลเหล่านี้แสดงว่า เมื่ออัตราดอกเบี้ยตลาดสูงขึ้นจาก i_0 เป็น i_1 และ i_2 ตามลำดับผู้ถือทรัพย์สินพอใจที่จะยอมรับความเสี่ยงมากขึ้นโดยการถือพันธบัตรมากขึ้นและถือเงินน้อยลง



ภาพที่ 2.2 การเลือกถือสินทรัพย์ภายใต้สถานการณ์ความไม่แน่นอน ณ ระดับอัตราดอกเบี้ยต่างๆ
ที่มา: ชมเพลิน จันทรเรืองเพ็ญ (2541)

ทฤษฎีอุปสงค์และอุปทานในตลาดพันธบัตร (demand and supply in the bond market)

Hubbard (2002) กล่าวถึงการกำหนดอัตราดอกเบี้ยคลยภาพที่เกิดจากอุปสงค์และอุปทานในตลาดพันธบัตร โดยที่อุปสงค์และอุปทานของพันธบัตรก็จะมีความสัมพันธ์กับอุปสงค์และอุปทานในตลาดกู้ยืมเงิน (loanable fund) ตัวแปรโครงสร้างของอุปสงค์และอุปทานเป็นดังนี้

	กรณีพันธบัตรเป็นสินค้า	กรณีเงินทุนเป็นสินค้า
ผู้ซื้อ	ผู้ซื้อพันธบัตร(ประชาชน)	ผู้ขอกู้
ผู้ขาย	รัฐบาลผู้ออกพันธบัตร	ผู้ให้กู้
ราคา	ราคาของพันธบัตร	อัตราดอกเบี้ย

ความสัมพันธ์กันระหว่าง 2 ตลาดนี้ก็คือ ผู้ซื้อพันธบัตรในตลาดพันธบัตรจะเป็นผู้ให้กู้ในตลาดกู้ยืมเงิน ในขณะที่ผู้ออกพันธบัตรหรือรัฐบาลในตลาดพันธบัตร จะเป็นผู้ขอกู้ในตลาดเงินกู้ยืม

1. การกำหนดอุปสงค์ของพันธบัตร

เกิดจากความสัมพันธ์ของระดับราคาของพันธบัตรและปริมาณพันธบัตร เช่น กำหนดให้พันธบัตรเป็น discount bond นั้นหมายถึงอัตราดอกเบี้ยจะไม่ถูกกำหนดขึ้นแต่อัตราผลตอบแทนจะถูกกำหนดจากราคาขาย ราคาพันธบัตรที่กำหนด (face value) มูลค่า X บาท อายุพันธบัตร (maturity) 1 ปี ถ้าราคาพันธบัตรมีค่าเท่ากับ X_1 บาท กับ X_2 บาท ผู้ซื้อต้องการซื้อพันธบัตรที่ราคา X_1 บาทมากกว่าเนื่องจากราคาถูกและอัตราผลตอบแทนจะมากกว่าผลตอบแทนของราคาพันธบัตรที่เท่ากับ X_2 บาท แสดงโดยเส้น d_1 กลายเป็นเส้นอุปสงค์ของพันธบัตร

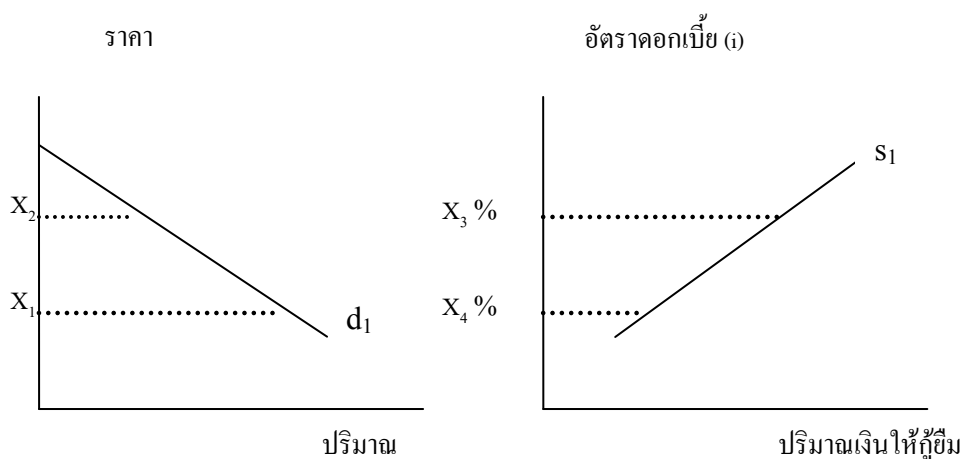
ขณะที่ความสัมพันธ์กับตลาดกู้ยืมเงินหาได้จากการหาอัตราผลตอบแทนจากการขายพันธบัตร ณ ระดับราคาต่าง ๆ โดยใช้สูตรการคำนวณ

$$\text{อัตราผลตอบแทน } (i) = (FV - DP) / DP$$

$$i = (X - X_1) / X_1 = X_3 \%$$

$$i = (X - X_2) / X_2 = X_4 \%$$

มองในมุมมองของผู้ให้กู้ยืมเมื่อผลตอบแทนในการให้กู้ยืมต่ำเท่ากับ X_4 % (เกิดต่อเนื่องมาจากการซื้อพันธบัตรน้อย) ปริมาณเงินทุนให้กู้ยืมในตลาดเงินให้กู้ยืมก็จะน้อย แต่เมื่อผลตอบแทนจากการให้กู้ยืมเพิ่มสูงขึ้นเป็น X_3 % ปริมาณเงินทุนให้กู้ยืมก็จะเพิ่มสูงขึ้น กลายเป็นเส้น S_1 ที่แสดงให้เห็นถึงอุปทานในตลาดเงินให้กู้ยืม ดังภาพที่ 3 ที่แสดงถึงอุปสงค์ของพันธบัตรและอุปทานในตลาดเงินให้กู้ยืม

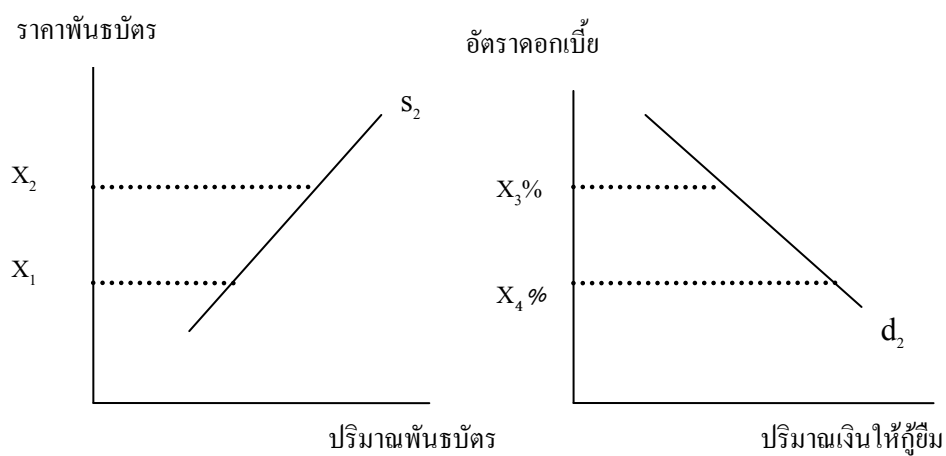


ภาพที่ 2.3 อุปสงค์ของพันธบัตรและอุปทานของตลาดเงินให้กู้ยืม

ที่มา: Hubbard (2002)

2. การกำหนดอุปทานของพันธบัตร

สำหรับการกำหนดอุปทานของพันธบัตรจะดูจากต้นทุนของพันธบัตรที่เกิดจากการขายพันธบัตร เช่น ดังตัวอย่างข้างต้น ถ้าต้นทุนในการออกพันธบัตรในราคา X_1 สูงกว่าต้นทุนการออกพันธบัตรที่ขายได้ในราคา X_2 เพราะหากมองในมุมมองของสินค้าทั่วไปสินค้าที่มีราคาถูกลงกว่าผู้ขายย่อมมีความต้องการขายน้อยกว่ากลายเป็นเส้นอุปทานของพันธบัตรคือเส้น S_2 ในขณะที่ความสัมพันธ์ที่จะเกิดขึ้นกับตลาดกู้ยืมก็คือ จากอุปทานของพันธบัตรจะแสดงให้เห็นถึงอุปสงค์ในตลาดเงินกู้ยืม เมื่อพิจารณาจากผลตอบแทนดังเช่นตัวอย่างข้างต้นที่อัตราดอกเบี้ย (อัตราผลตอบแทน) เท่ากับ X_3 % และ X_4 % เมื่อมองในรูปของต้นทุนของผู้กู้จะพบว่า ผู้กู้มีความต้องการที่จะกู้เงินในต้นทุนที่ถูก ดังนั้นจึงมีความต้องการกู้เงินที่ระดับอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าแสดงโดยเส้น d_2 อธิบายได้ว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยต่ำผู้กู้ก็ต้องการกู้มากกว่า กลายเป็นเส้นอุปสงค์เงินให้กู้ยืม ดังภาพที่ 2.4 แสดงให้เห็นถึงอุปทานของพันธบัตรและอุปสงค์ของเงินให้กู้ยืม

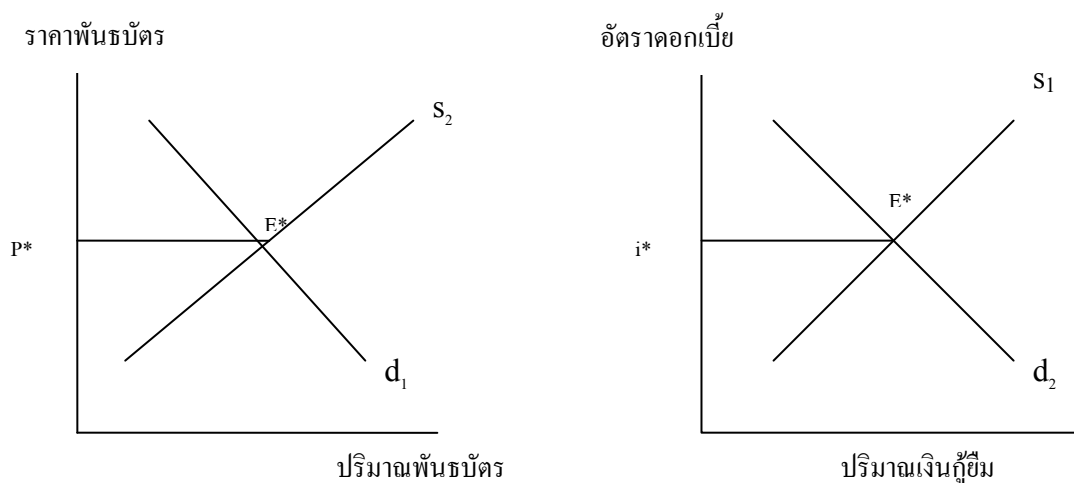


ภาพที่ 2.4 อุปทานของพันธบัตรและอุปสงค์ของเงินให้กู้ยืม

ที่มา: Hubbard (2002)

3. การกำหนดดุลยภาพในตลาดพันธบัตรและตลาดเงินให้กู้ยืม

เมื่อทราบที่มาของอุปสงค์และอุปทานของพันธบัตรและเงินให้กู้ยืมแล้วนำมารวมกัน ก็จะได้ดุลยภาพของทั้ง 2 ตลาด ดังภาพที่ 2.5



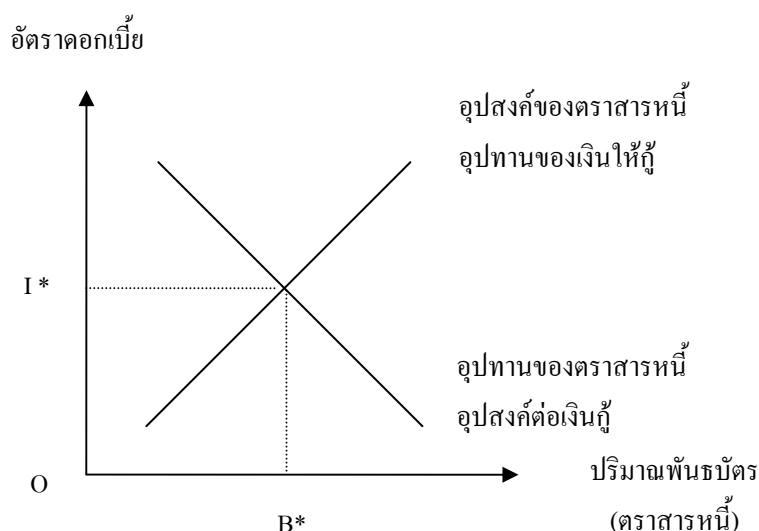
ภาพที่ 2.5 ดุลยภาพในตลาดพันธบัตรและตลาดเงินให้กู้ยืม

ที่มา: Hubbard (2002)

จากรูปสมมติให้ราคาพันธบัตรดูสภาพเท่ากับ P^* ถ้าหากราคาพันธบัตรสูงกว่า P^* จะทำให้ต้นทุนในการออกพันธบัตรถูกลงในขณะที่อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรก็จะลดลง ก่อให้เกิดอุปทานส่วนเกิน (excess supply) เกิดขึ้นราคาก็จะลดลงปรับตัวเข้าสู่ราคาดูสภาพ ในขณะที่ในทางตรงกันข้ามหากราคาพันธบัตรต่ำกว่า P^* จะทำให้ต้นทุนการออกพันธบัตรสูง ในขณะที่อัตราผลตอบแทนก็จะสูงขึ้นก่อให้เกิดอุปสงค์ส่วนเกิน (excess demand) ราคาก็จะปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นเข้าสู่ราคาดูสภาพ ทางด้านตลาดเงินให้กู้ยืมถ้าอัตราดอกเบี้ย (ผลตอบแทน) สูงกว่า i^* เกิดความต้องการที่จะนำเงินมาให้กู้ยืมเพิ่มมากขึ้น ในขณะที่ฝ่ายของผู้กู้ก็จะมีต้นทุนที่สูงขึ้น เกิดอุปทานส่วนเกิน (excess supply) อัตราดอกเบี้ยก็จะลดลงเข้าสู่อัตราดอกเบี้ยดูสภาพในทางตรงกันข้ามถ้าอัตราดอกเบี้ย (ผลตอบแทน) ต่ำกว่า i^* ต้นทุนของผู้กู้จะต่ำในขณะที่ผลตอบแทนของผู้ให้กู้จะลดลงส่งผลให้เกิด อุปสงค์ส่วนเกิน (excess demand) อัตราดอกเบี้ยก็จะเพิ่มขึ้นเข้าสู่อัตราดอกเบี้ยดูสภาพ

4. การเปลี่ยนแปลงดูสภาพของอัตราดอกเบี้ยและดูสภาพในตลาดพันธบัตรและตลาดเงินให้กู้ยืม

ทั้งนี้จากการศึกษาทฤษฎีที่ผ่านมาจะแสดงภาวะดูสภาพของตลาดพันธบัตร โดยจะพบว่าอุปสงค์ต่อเงินกู้สามารถแทนได้ด้วยอุปทานของพันธบัตร ในขณะเดียวกันอุปทานของเงินกู้แทนด้วยอุปสงค์ของพันธบัตรเช่นเดียวกัน ตามภาพที่ 2.6



ภาพที่ 2.6 ดูสภาพของตลาดตราสารหนี้

ที่มา: Mishkin (2003)

Mishkin (2003) ได้อธิบายว่าในความเป็นจริงแล้วนอกเหนือจากปัจจัยราคาและปริมาณของพันธบัตรยังมีปัจจัยอื่น ๆ ที่ทำให้ดุลยภาพในตลาดพันธบัตรและตลาดเงินให้กู้ยืมเปลี่ยนแปลงไปทางทฤษฎีจะส่งผลให้เส้นอุปสงค์หรือเส้นอุปทานเปลี่ยนแปลงทั้งเส้น (shift in demand or supply) ซึ่งเกิดจากปัจจัยดังต่อไปนี้

4.1 การเคลื่อนย้ายเส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้ (shift in the demand for bonds) มาจากปัจจัยต่างๆ ดังนี้ คือ

4.1.1 ความมั่งคั่ง (wealth) เมื่อเศรษฐกิจอยู่ในช่วงขยายตัว ความมั่งคั่งจะเพิ่มขึ้น ส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์ในตราสารหนี้ ในวัฏจักรธุรกิจถ้าความมั่งคั่งเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อุปสงค์ในตราสารหนี้สูงขึ้น เส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้จะเคลื่อนย้ายไปทางขวา แต่ถ้าในช่วงเศรษฐกิจถดถอย ความมั่งคั่งลดลงจะทำให้อุปสงค์ของตราสารหนี้ลดลง เส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้จะเคลื่อนไปทางซ้าย ส่วนปัจจัยที่ทำให้ความมั่งคั่งเพิ่มขึ้น ได้แก่ การออม ถ้าการออมของประชาชนเพิ่มขึ้นความมั่งคั่งจะเพิ่มขึ้น อุปสงค์ในตราสารหนี้จะเพิ่มขึ้น เส้นอุปสงค์จะเคลื่อนย้ายไปทางขวา หากประชาชนลดการออม ความมั่งคั่งและอุปสงค์ในตราสารหนี้ก็จะลดลงและเส้นอุปสงค์จะเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

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

4.1.3 อัตราดอกเบี้ยที่คาดการณ์ในอนาคต แบ่งได้เป็น 2 กรณี คือ

- การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยจากการซื้อตราสารหนี้สูงขึ้น อุปสงค์ในตราสารหนี้จะลดลง เส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้จะเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

- การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยจากการซื้อตราสารหนี้ลดลง อุปสงค์ในตราสารหนี้จะเพิ่มขึ้น เส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้จะเคลื่อนย้ายไปทางขวา

4.1.4 อัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์ของทรัพย์สินอื่น ๆ มีผลกระทบต่ออุปสงค์ในตราสารหนี้ เช่น ถ้าประชาชนคาดการณ์ว่าในอนาคตระดับราคาสินทรัพย์จะสูงขึ้น ผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ (capital gains) และเงินปันผล (dividend yields) น่าจะสูงขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกันจะทำให้ผลตอบแทนของตราสารหนี้ต่ำกว่าเพราะผลตอบแทนที่ได้รับจากการซื้อตราสารหนี้จะคงที่ มีผลให้อุปสงค์ของตราสารหนี้ปรับตัวลดลง เส้นอุปสงค์จะเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

4.1.5 อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์มีลักษณะคล้ายกับผลตอบแทนที่คาดการณ์ของทรัพย์สิน การเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์จะส่งผลกระทบต่อการเพิ่มขึ้นของราคาทรัพย์สินในอนาคต นั่นคือ ผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์จะสูงขึ้น ส่งผลให้มีการคาดการณ์ผลตอบแทนจากทรัพย์สินเพิ่มขึ้น และทำให้ผลตอบแทนจากตราสารหนี้โดยเปรียบเทียบลดลง ส่งผลให้อุปสงค์ของตราสารหนี้ลดลง อาจกล่าวได้ว่าอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของตราสารหนี้ลดลง เมื่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้โดยเปรียบเทียบปรับตัวลดลงจึงทำให้เส้นอุปสงค์เคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

4.1.6 ความเสี่ยงของตราสารหนี้เมื่อเปรียบเทียบกับทรัพย์สินอื่น ๆ (risk of bonds relative to alternative assets) ถ้าราคาตราสารหนี้ในตลาดมีความผันผวนมาก จะทำให้ความเสี่ยงของการซื้อตราสารหนี้สูงขึ้น ส่งผลให้อุปสงค์ในตราสารหนี้ลดลง เส้นอุปสงค์จะเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย ในทางกลับกันความผันผวนของราคาทรัพย์สินในตลาดอื่น เช่น ตลาดหุ้นจะส่งผลต่ออุปสงค์ในตราสารหนี้ให้สูงขึ้น เส้นอุปสงค์ของตราสารหนี้จะเคลื่อนย้ายไปทางขวา

4.1.7 สภาพคล่องของตราสารหนี้เมื่อเปรียบเทียบกับทรัพย์สินอื่น ๆ (liquidity of bonds relative to alternative assets) ณ ระดับอัตราดอกเบี้ยคงที่ เมื่อนักลงทุนสามารถซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ได้ง่ายขึ้น จะทำให้อุปสงค์ในตราสารหนี้สูงขึ้น เส้นอุปสงค์จะเคลื่อนย้ายไปทางขวา ในทางกลับกันเมื่อสภาพคล่องของทรัพย์สินอื่น ๆ เพิ่มขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกับสภาพคล่องของตราสารหนี้ จะทำให้อุปสงค์ในตราสารหนี้ลดลง เส้นอุปสงค์จึงเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

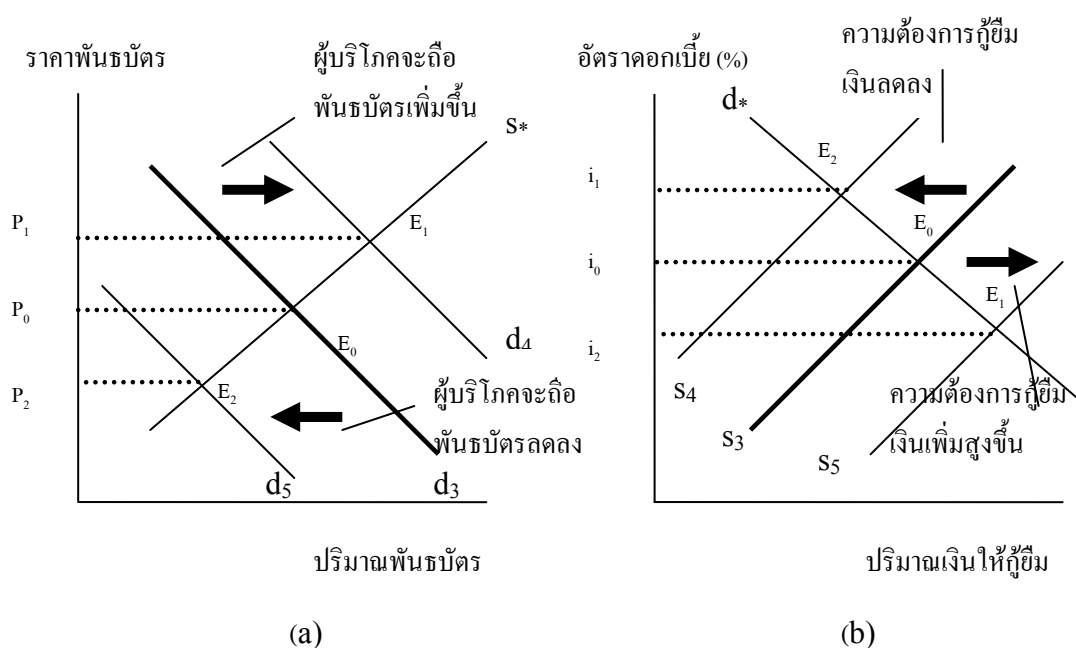
4.2 การเคลื่อนย้ายเส้นอุปทานของตราสารหนี้ (shift in the supply of bonds) มาจากปัจจัยต่างๆ ดังนี้ คือ

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

4.2.2 อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ (expected inflation) เมื่อต้นทุนที่แท้จริงของผู้กู้ลดลงจากอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ จะส่งผลให้ผู้ระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้เพิ่มขึ้น อุปทานตราสารหนี้จึงสูงขึ้น เส้นอุปทานจะเคลื่อนย้ายไปทางขวา

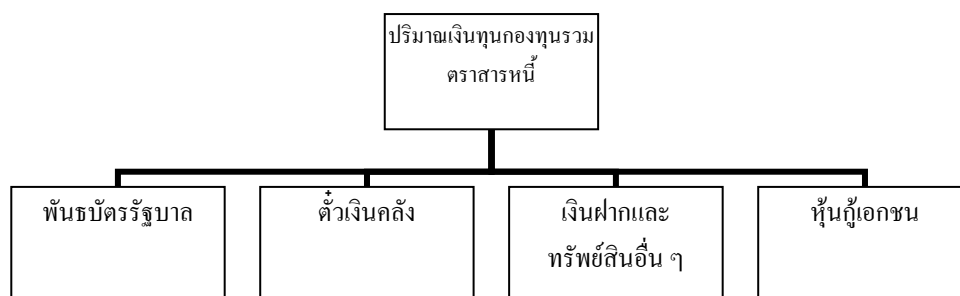
4.2.3 กิจกรรมของรัฐบาล (government activities) ถ้ารัฐบาลมีงบประมาณขาดดุล รัฐบาลจะชดเชยการขาดดุลด้วยการออกตราสารหนี้เพื่อการระดมทุน ทำให้เส้นอุปทานเคลื่อนย้ายไปทางขวา ในทางกลับกันถ้ารัฐบาลมีงบประมาณเกินดุลก็จะลดการระดมทุนโดยการลดการออกตราสารหนี้ ทำให้อุปทานของตราสารหนี้ลดลง เส้นอุปทานของตราสารหนี้จะเคลื่อนย้ายไปทางซ้าย

จากภาพที่ 2.7 (a) การเปลี่ยนแปลงของเส้นอุปสงค์ในตลาดพันธบัตรอาจเกิดจากปัจจัยต่าง ๆ ที่ได้กล่าวมาในข้างต้น เช่น รายได้เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น จะทำให้อุปสงค์ของพันธบัตรเพิ่มขึ้น จากเส้น d_3 เป็นเส้น d_4 เมื่อกำหนดให้ตัวแปรอื่น ๆ คงที่ ราคาของพันธบัตรจะเพิ่มขึ้นจาก P_0 เป็น P_1 และจุดดุลยภาพเปลี่ยนแปลงไปจาก E_0 เป็น E_1 ในขณะที่ในตลาดเงินให้กู้ยืมในภาพที่ 2.7 (b) เกิดความพึงพอใจให้กู้ยืมเพิ่มสูงขึ้น เป็นผลต่อเนื่องมาจากคนซื้อพันธบัตรเพิ่มมากขึ้น อุปทานของตลาดเงินกู้ยืมจะเพิ่มสูงขึ้นจากเส้น s_3 เป็นเส้น s_5 ทำให้อัตราผลตอบแทน (อัตราดอกเบี้ย) ลดลงจาก i_0 เป็น i_1 จูงใจให้คนกู้ยืมเพิ่มขึ้น



ภาพที่ 2.7 การเปลี่ยนแปลงของเส้นอุปสงค์ อุปทานในตลาดพันธบัตรและตลาดเงินให้กู้ยืม
ที่มา: Hubbard (2002)

จากทฤษฎีความต้องการถือเงินตามแนวคิดการถือสินทรัพย์และทฤษฎีอุปสงค์อุปทานในตลาดพันธบัตรที่ใช้ loanable framework มาช่วยพิจารณานั้นจะสามารถนำมากำหนดแบบจำลองเพื่อทดสอบว่ามีปัจจัยใดบ้างก่อให้เกิดอุปสงค์ในพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ จากภาพที่ 2.8 เมื่อกองทุนมีปริมาณเงินทุนอยู่จำนวนหนึ่ง ทำให้กองทุนตราสารหนี้สามารถเลือกลงทุนได้ในหุ้นกู้ภาคเอกชน พันธบัตรฝากเงินในธนาคาร หรือลงทุนในสินทรัพย์อื่น ๆ ซึ่งสัดส่วนการลงทุนก็ขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายๆ ประการ เช่น อัตราผลตอบแทน ปริมาณเงินทุน นโยบายของกองทุนทางด้านความเสี่ยงในการลงทุน



ภาพที่ 2.8 ลักษณะการลงทุนของกองทุนตราสารหนี้
ที่มา: จากการศึกษา

5. อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน

จิรัตน์ สังข์แก้ว (2543) ได้อธิบายถึงวัตถุประสงค์หลักของผู้ลงทุน คือ ต้องการผลตอบแทนที่สูงที่สุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง อัตราผลตอบแทนเป็นสิ่งสำคัญที่นักลงทุนใช้ในการลงทุน ผู้ลงทุนได้ใช้ระดับอัตราผลตอบแทนที่ประเมินได้(ควบคุมกับความเสี่ยง) ของช่องทางในการลงทุนต่าง ๆ นำมาเปรียบเทียบกับ และเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ (ภายใต้ระดับความเสี่ยงหนึ่ง) เพื่อจัดสรรส่วนการลงทุนในหลักทรัพย์ให้ได้ผลตอบแทนมากที่สุด นอกจากนี้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในช่วงที่ผ่านมายังเป็นเครื่องวัดการลงทุนว่ามีประสิทธิภาพในการลงทุนมากน้อยเพียงใด ดังนั้นการเข้าใจแนวคิดเรื่องอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนจึงเป็นประเด็นสำคัญในการตัดสินใจที่จะลงทุน

5.1 อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง

สำหรับการลงทุนในตราสารหนี้ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ประเภทที่ให้อายุได้ประจำแก่ผู้ลงทุนโดยผู้ออกตราสารสัญญาว่าจะจ่ายดอกเบี้ยให้ตามจำนวนในระยะเวลาที่กำหนดไว้พร้อมทั้งสัญญาว่าจะจ่ายเงินต้นคืนเมื่อสิ้นสุดอายุของตราสาร ดังนั้นผลตอบแทนที่ได้รับจึงอยู่ในรูปของดอกเบี้ยรับ แต่ก็มีตราสารหนี้บางประเภทไม่จ่ายดอกเบี้ยระหว่างงวด (zero coupon bond) โดยขายต่ำกว่ามูลค่าที่ตราไว้ ซึ่งผู้ถือจะได้รับผลตอบแทนจากส่วนต่างระหว่างมูลค่าเมื่อครบกำหนดกับราคาเมื่อรับซื้อ เช่น ตั๋วแลกเงินและตั๋วเงินคลัง ดังนั้นการคำนวณอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้จึงคำนวณได้จากผลประโยชน์ที่ผู้ลงทุนได้รับตลอดหนึ่งปีแล้วนำมาเปรียบเทียบกับ

เงินลงทุนต้นงวด แต่ทั้งนี้ผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้ ที่ผู้ถือได้รับนับจากวันที่ซื้อ จนถึงวันครบกำหนดไถ่ถอน หรือในระหว่างที่ยังไม่ครบกำหนดระยะเวลาไถ่ถอน นอกจากตราสารหนี้จะมีมูลค่าในตัวเองตามปริมาณกระแสเงินสดที่ผู้ถือจะได้รับในรูปอัตราดอกเบี้ย (current yield) แล้ว ราคาของตราสารหนี้ยังมีการเปลี่ยนแปลง หรือปรับเปลี่ยนไปตามอัตราดอกเบี้ยตลาดอีกด้วย ดังนั้นในการคำนวณอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในช่วงระยะเวลาหนึ่งปี จึงสามารถคำนวณได้โดยพิจารณาจากผลตอบแทนที่ได้รับในรูปดอกเบี้ย (current yield) และผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงราคาของตราสารหนี้ (capital gain) ดังสมการ

$$R_{t(i)} = \frac{C_{t(i)} + (P_{mt(i)} - P_{t(i)})}{P_{t(i)}}$$

เมื่อ

$R_{t(i)}$ = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในปีที่ t

$C_{t(i)}$ = ดอกเบี้ยรับหรือส่วนลดรับจากการลงทุนในตราสารหนี้ประเภท i ในปีที่ t

$P_{mt(i)}$ = มูลค่าเงินลงทุนที่ปรับมูลค่าตามราคาตลาดตราสารหนี้ประเภท i ในปีที่ t

$P_{t(i)}$ = มูลค่าเงินลงทุนตามราคาทุนของตราสารหนี้ประเภท i ในปีที่ t

สรุปได้ว่าเมื่อผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง คือ ผลรวมของการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์หรือการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์หรือมีการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ลงทุนกับผลรวมของผลตอบแทนจากเงินปันผลระหว่างงวด (ถ้ามี) หรืออัตราดอกเบี้ยรับ ซึ่งผลตอบแทนรวมแสดงในรูปร้อยละ โดยเทียบกับเงินลงทุนเริ่มแรก และมักคิดต่อระยะเวลาหนึ่งปี เรียกว่า “อัตราผลตอบแทน” เป็นตัวบ่งถึงผลที่ผู้ลงทุนได้รับหรือจะได้รับในหนึ่งงวดเวลาจากการลงทุนประเภทนั้น ๆ ผู้ลงทุนมักใช้อัตราผลตอบแทนนี้เปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่ต้องเผชิญและ/หรือ เปรียบเทียบการลงทุนประเภทอื่นเพื่อการตัดสินใจลงทุน

5.2 อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

โดยทั่วไปแล้วหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง คือ หลักทรัพย์ที่ออกโดยรัฐบาล เพราะเป็นหลักทรัพย์ที่มีความมั่นคงที่จะได้รับผลตอบแทนที่ระบุไว้อย่างแน่นอน และเนื่องจากเป็นหลักทรัพย์ที่ออกโดยรัฐบาลทำให้มีความมั่นคงที่จะได้รับผลตอบแทนสูงและมีแนวโน้มที่จะผันแปรน้อยมากหรือแทบไม่มีเลย แต่ในบางกรณีการใช้หลักทรัพย์เพียงตัวเดียวอาจไม่สะท้อนภาพ

ที่แท้จริงของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงได้ หากต้องการใช้เป็นตัวแทนเพื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในบางประเภท เช่น การลงทุนในตราสารหนี้ เพราะเนื่องจากผลตอบแทนตราสารหนี้ในแต่ละประเภทมีระยะเวลาเป็นตัวกำหนดมูลค่าของอัตราผลตอบแทนด้วย ดังนั้นหากต้องการเปรียบเทียบให้เห็นถึงความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงกับการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทอื่นที่มีระยะเวลาเป็นตัวกำหนด อาจทำได้โดยการหาค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงในหลายช่วงเวลา เช่น อัตราเฉลี่ยของอัตราดอกเบี้ยซื้อพันธบัตรรัฐบาลประเภท 7 วัน, 14 วัน, 1 เดือน, 2 เดือน, และ 3 เดือน เพื่อสะท้อนค่ากลางของอัตราผลตอบแทนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงได้มากขึ้น ดังเช่น สมการ

$$\bar{R}_t = \frac{\sum R_{t(i)}}{n}$$

เมื่อ

$\bar{R}_t$ = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงในปีที่ t

$R_{t(i)}$ = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงประเภท i ในปีที่ t

n = จำนวนประเภทหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงที่นำมาหาค่าเฉลี่ย

5.3 อัตราผลตอบแทนตลาด

อัตราผลตอบแทนตลาดเป็นค่าที่แสดงให้เห็นถึงอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์ประเภทนั้น ๆ อัตราผลตอบแทนตลาดจึงเป็นค่าสะท้อนผลการดำเนินงานของตลาดว่ามีอัตราผลตอบแทนโดยภาพรวมเป็นเช่นไร ในการหาค่าอัตราผลตอบแทนตลาดอาจทำได้โดยการหาค่าผลรวมของร้อยละการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหลักทรัพย์ตลาดตราสารประเภทนั้น ๆ ในแต่ละงวดเวลา ดังสมการ

$$R_{mt} = \sum_{T=1}^{12} \left\{ \frac{(I_{mT} - I_{mT-1}) \times 100}{I_{mT-1}} \right\}$$

เมื่อ

R_{mt} = อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดในปีที่ t

I_{mT} = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ตลาดในเดือนที่ T ของแต่ละปี

สำหรับตลาดตราสารหนี้ระยะสั้นจะใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำของธนาคารพาณิชย์ใหญ่เป็นตัวแทนได้ แต่สำหรับตราสารหนี้ระยะยาวโดยทั่วไปนิยมใช้อัตราผลตอบแทนตลาดของพันธบัตรเป็นตัวแทนตลาด แต่ถ้าบางกรณีต้องการให้เห็นภาพรวมที่แท้จริง อัตราผลตอบแทนตลาดอาจทำได้โดยการหาค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนตลาดของพันธบัตรและหุ้นกู้ได้ เพราะหลักทรัพย์ทั้งสองประเภทมีมูลค่าการซื้อขายจำนวนมากสำหรับตราสารหนี้ ดังสมการ

$$\overline{R_{mt}} = \frac{R_{mbt} + R_{mdt}}{n}$$

เมื่อ

$\overline{R_{mt}}$ = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยตลาดของตราสารหนี้ระยะยาวในแต่ละปี

R_{mbt} = อัตราผลตอบแทนของตลาดพันธบัตรรัฐบาล ในปีที่ t

R_{mdt} = จำนวนประเภทอัตราผลตอบแทนตลาดที่นำมาหาค่าเฉลี่ย

จากแนวคิดเรื่องอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน ได้นำมาใช้เป็นแนวทางในการหาอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้ประเภทต่าง ๆ เพื่อเป็นตัวแทนในการนำไปศึกษาปัจจัยที่ทำให้เกิดอุปสงค์ในพันธบัตรรัฐบาล

การตรวจเอกสาร

ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ภาสวรรณ วัฒนสิน (2539) ศึกษาเรื่องการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ภาคเอกชนไทย โดยใช้ตัวแปรอิสระที่เป็นปัจจัยทางเศรษฐกิจที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ตามทฤษฎี The Theory of Investment of The firm และ Theory of Asset Demand อธิบายตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้

ในส่วนของการศึกษาตัวแปรที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ พบว่า โดยส่วนใหญ่ตัวแปรอิสระตามทฤษฎี The Theory of Asset Demand และ The Theory of Investment of The Firm มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้งในตลาดแรกและตลาดรอง โดยเฉพาะตัวแปรที่แสดงถึงต้นทุนของเงินทุนจากทางเลือกอื่น เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ซึ่งใช้แทนต้นทุนของแหล่งเงินทุนอื่นในตลาดแรก และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร ที่ใช้เป็นตัวแทนของต้นทุนของเงินทุนจากแหล่งอื่นในตลาดรอง เป็นต้น มีอิทธิพลต่อการเลือกใช้เงินทุนของธุรกิจ หรือแหล่งอุปทานของตราสารหนี้ และทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้และตัวแปรอิสระดังกล่าวเป็นไปในทิศทางเดียวกันตามทฤษฎียกเว้นอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญจะทำให้ผู้ลงทุนเปลี่ยนแปลงการลงทุนในหุ้นสามัญและตราสารหนี้ในทิศทางเดียวกัน ทำให้อัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้าม นอกจากนั้นลักษณะของการเป็นหุ้นกู้ควบ Warrant มูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นสามัญ และการมีตลาดรองตราสารหนี้ ก็ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในความต้องการของผู้ลงทุนในตราสารหนี้ หรือที่เรียกว่า อุปสงค์ของตราสารหนี้ และมีอิทธิพลต่ออัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนอัตราเงินเฟ้อไม่ได้เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ รวมทั้งอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำระยะเวลา 1 ปี ก็ไม่ได้เป็นตัวแปรที่สำคัญมากนักยกเว้นในตราสารบางกลุ่ม โดยในตลาดแรกผู้ลงทุนที่ลงทุนในตราสารที่มีการจัดอันดับเครดิตในกลุ่ม A จะคำนึงถึงอัตราผลตอบแทนจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำมากกว่าผู้ลงทุนในตราสารในกลุ่มอื่น ๆ เนื่องจากตราสารที่มีการจัดอันดับเครดิตดี จะให้ผลตอบแทนที่ต่ำใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำระยะเวลา 1 ปี

สำหรับในตลาดรอง นอกจากต้นทุนของแหล่งเงินทุนที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้แล้ว เมื่อสร้างความสัมพันธ์ตามแบบจำลองพบว่า สมการมีปัญหา positive autocorrelation จึงได้เพิ่มตัวแปร อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ในช่วงเวลาที่ผ่านเข้ามาเข้าไปในสมการ ก็พบว่าตัวแปรดังกล่าวมีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนั้นตราสารที่มีการจัดอันดับเครดิตที่ต่างกัน ก็มีผลต่อการกำหนดอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ที่แตกต่างอัตราผลตอบแทนของตราสารที่มีการจัดอันดับเครดิตในกลุ่ม A จะอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรต่าง ๆ มากกว่าตราสารในกลุ่มอื่น ๆ ซึ่งอาจจะเป็นผลมาจากส่วนใหญ่การซื้อขายตราสารในชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ มีมูลค่าการซื้อขายตราสารที่มีการจัดอันดับเครดิตในกลุ่ม A มากถึงร้อยละ 44 ของมูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ทั้งหมด

สุชาติ อุปริพุทธิพงศ์ (2541) ได้ศึกษาผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีต่อดัชนีตราสารหนี้ โดยใช้เทคนิค co - integration วิธี two - step approach ของ Engle and Granger ในการทดสอบความสัมพันธ์ระยะยาว และประมาณการแบบจำลองการปรับตัวในระยะสั้นของดัชนีตราสารหนี้กับตัวแปรที่เกี่ยวข้องในรูปแบบของ error correction model สำหรับการทดสอบได้ตั้งสมมติฐานตัวแปรตามทฤษฎีอุปสงค์และอุปทานความต้องการเงินกู้ และแบบจำลองการประเมินมูลค่า โดยตัวแปรที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยของบริษัทหลักทรัพย์ เอกธำรง จำกัด (มหาชน) และดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยของธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) เป็นตัวแปรตาม และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ ปริมาณเงิน มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ ภาคเอกชนและภาครัฐ อัตราดอกเบี้ยที่คาดการณ์ในอนาคต อัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์ของทรัพย์สินอื่น ๆ อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ไว้ อัตราเงินเฟ้อ ปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการขาดดุลของรัฐบาลเป็นตัวแปรอธิบาย สำหรับข้อมูลก็นำมาศึกษาเป็นข้อมูลในช่วงเดือนพฤศจิกายน พ.ศ. 2537 -เดือนกันยายน พ.ศ. 2541 และเมื่อทำการทดสอบ co - integration test พบว่ามีความสัมพันธ์ในระยะยาวระหว่างตัวแปรตาม คือ ดัชนีตราสารหนี้ของบริษัทหลักทรัพย์เอกธำรง จำกัด (มหาชน) และดัชนีตราสารหนี้ของธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) กับตัวแปรอธิบาย ได้แก่ ปัจจัยดังกล่าวข้างต้นยกเว้นอัตราดอกเบี้ยที่คาดการณ์ในอนาคตอัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์ของทรัพย์สินอื่น ๆ อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ไว้และการขาดดุลของรัฐบาล ซึ่งปัจจัยดังกล่าวมีทิศทางความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ สำหรับการปรับตัวในระยะสั้นของดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยในรูปแบบ error correction model พบว่าแบบจำลองที่ประมาณการมีความเหมาะสมไม่มีปัญหาในเรื่อง autocorrelation, heteroskedasticity และ misspecification เมื่อนำมาทดสอบความสามารถในการคาดการณ์ (predictive ability) พบว่ามีคุณสมบัติในการคาดการณ์ได้ดี

นอกจากนี้ได้ศึกษาความสัมพันธ์ในเชิงเหตุและผล ผลการศึกษาความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลของตัวแปรตามคือ ดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยของบริษัทหลักทรัพย์เอกธำรง จำกัด (มหาชน) พบว่ามี 5 ปัจจัยที่สัมพันธ์ในลักษณะทิศทางเดียวกับดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ย ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ ปริมาณเงิน มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ของภาคเอกชนและภาครัฐ ปริมาณการซื้อขายของตราสารหนี้ และดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปัจจัยดังกล่าวมีอิทธิพลที่จะกำหนดการเปลี่ยนแปลงในดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ย ส่วนระดับอัตราเงินเฟ้อมีความสัมพันธ์ในเชิง feedback คือ เป็นปัจจัยกำหนดการเปลี่ยนแปลงในดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยและถูกกำหนดจากการเปลี่ยนแปลงในดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยเช่นเดียวกัน

สำหรับกรณีที่ตัวแปรตามเป็นดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยของ ธ.กสิกรไทย จำกัด (มหาชน) พบว่ามี 3 ปัจจัยที่สัมพันธ์ในลักษณะทิศทางเดียวกับดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ของภาคเอกชนและภาครัฐและปริมาณการซื้อขายของตราสารหนี้ปัจจัยดังกล่าวมีอิทธิพลที่จะกำหนดการเปลี่ยนแปลงในดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ย แต่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอัตราเงินเฟ้อนั้นมีความสัมพันธ์ในเชิง feedback คือเป็นปัจจัยที่กำหนดการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยและถูกกำหนดจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยเช่นกัน สำหรับปริมาณเงินไม่ได้เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยของธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) แต่ดัชนีตราสารหนี้ดังกล่าวเป็นปัจจัยหรือตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงิน ดังนั้นจะเห็นได้ว่าปริมาณเงิน ปริมาณการซื้อขายของตราสารหนี้ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นต่ำ อัตราเงินเฟ้อ และมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ของภาคเอกชนและภาครัฐ มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงดัชนีตราสารหนี้เฉลี่ยของ บล.เอกราช จำกัด (มหาชน) และธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) ตามทิศทางความสัมพันธ์ที่ได้กล่าวแล้วข้างต้น

จักรณัฏเทพ กรินชัย (2544) ได้ทำการเปรียบเทียบความเสี่ยงอัตราผลตอบแทนและการดำเนินงานของกองทุนรวมจำแนกตามนโยบายการลงทุน โดยแบ่งเป็นกองทุนรวมตราสารทุนตราสารหนี้ และตราสารผสมใช้ข้อมูลในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2540 ถึง เดือนมิถุนายน พ.ศ. 2543 ข้อสังเกตคือเป็นช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจไทยตกต่ำ

ในการศึกษาใช้วิธีการหาอัตราผลตอบแทนใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในการหาความเสี่ยงในการลงทุน จากนั้นหาค่าสัมประสิทธิ์การแปรผันและค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ผลการศึกษาพบว่ากองทุนรวมที่มีความสัมพันธ์กับตลาดน้อยที่สุด คือ กองทุนรวมตราสารหนี้ที่ให้อัตราผลตอบแทนมากที่สุดและมีความเสี่ยงต่ำที่สุด รองลงมาเป็นกองทุนตราสารผสม สุดท้ายเป็นกองทุนตราสารทุนเป็นกลุ่มที่ให้อัตราผลตอบแทนน้อยที่สุดและมีความเสี่ยงสูงที่สุด ในขณะที่อัตราการจัดดำเนินงานกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุด คือ กองทุนตราสารหนี้ รองลงมาเป็นกองทุนตราสารผสม และกองทุนตราสารทุนตามลำดับ

เยาวพรรณ กวางทอง (2544) ได้ทำการวิเคราะห์อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน: กรณีศึกษา พันธบัตรรัฐบาลของธนาคารพาณิชย์ การศึกษามีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของปัจจัย ภายในและภายนอกประเทศที่เป็นตัวกำหนดอุปสงค์และอุปทานของเงินทุนในตลาดซื้อคืน และนำผลการศึกษาที่ได้มาใช้อาคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน

จากการศึกษาข้อมูลในช่วงตั้งแต่วันที่ 5 มกราคม ถึง 30 ธันวาคม พ.ศ. 2541 รวมทั้งสิ้น 242 วัน วิเคราะห์ถึงผลการเปลี่ยนแปลงตัวแปรปัจจัยพื้นฐานที่มีผลต่ออัตราดอกเบี้ยและปริมาณ การซื้อขายพันธบัตรในตลาดซื้อคืน โดยใช้วิธีคาดประมาณแบบ three stages least square พบว่า ค่าความยืดหยุ่นของอุปสงค์เงินทุน (ปริมาณความต้องการขายพันธบัตร) มีค่าเท่ากับ -1.244 ขณะที่ ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร ปริมาณฐานเงิน อัตราดอกเบี้ย เงินฝากประจำ ค่า swap rate อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารประเภทเบิกเกินบัญชี ก็จะมีผล ต่อความต้องการขายพันธบัตรเช่นเดียวกัน ด้านอุปทานของเงินกู้ (ปริมาณความต้องการซื้อพันธบัตร) มีค่าความยืดหยุ่นต่ออัตราดอกเบี้ยเท่ากับ 8.158 ขณะที่ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่มีผลต่ออุปทาน ของเงินทุนที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิระหว่างประเทศ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างบาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา สัดส่วนสินเชื่อต่อเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารแห่งสิงคโปร์และค่าธรรมเนียมในการป้องกันความเสี่ยง จากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน

ผลการศึกษาดังกล่าวนำไปสู่ข้อเสนอแนะที่ว่า การแทรกแซงในตลาดซื้อคืนพันธบัตรของ ธนาคารแห่งประเทศไทยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงทางด้านอุปทานจะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลง ในอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนมากกว่าการเปลี่ยนแปลงทางด้านอุปสงค์ ดังนั้นสามารถนำอัตรา ดอกเบี้ยซื้อคืนเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายทางการเงินของประเทศได้

พจนีย์ พงษ์สามารถ (2546) ได้ทำการเปรียบเทียบความเสี่ยงและผลตอบแทนในการลงทุน ระหว่างตราสารหนี้ภาครัฐและภาคเอกชน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ ศึกษาลักษณะคุณสมบัติของ ตราสารหนี้ภาครัฐและภาคเอกชน และศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและผลตอบแทนของการลงทุน ในตราสารหนี้ภาครัฐและเอกชน

ในการศึกษาได้ทำการเปรียบเทียบตราสารหนี้ 3 ประเภท คือ พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรรัฐวิสาหกิจและหุ้นกู้ภาคเอกชน โดยเปรียบเทียบความเสี่ยงกับผลตอบแทนของตราสารหนี้แต่ละประเภทด้วยค่าความเสี่ยงเปรียบเทียบและคำนวณอัตราผลตอบแทนเป็นรายวัน ในการศึกษาได้เลือกตราสารหนี้เพื่อเป็นตัวแทนในการศึกษา 2 กลุ่ม โดยตราสารหนี้แต่ละกลุ่มจะมีอายุคงเหลือใกล้เคียงกัน ข้อมูลที่ใช้จะเป็นข้อมูลรายวันในช่วงปี พ.ศ. 2545 ผลการศึกษาสรุปได้ว่า การลงทุนในระยะสั้นสำหรับตราสารหนี้ที่มีอายุคงเหลือน้อยนั้น ตราสารหนี้ที่นำลงทุนที่สุดก็คือพันธบัตรรัฐบาล เนื่องจากมีความเสี่ยงเปรียบเทียบต่ำที่สุด รองลงมาคือ พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ และหุ้นกู้ภาคเอกชน ส่วนตราสารหนี้ที่มีอายุคงเหลือยาวนานนั้นหุ้นกู้ภาคเอกชนนำลงทุนมากที่สุด รองลงมาคือพันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรรัฐวิสาหกิจตามลำดับ

ผลการศึกษาดังกล่าวได้ข้อเสนอแนะที่ว่าในการลงทุนส่วนใหญ่เป็นการลงทุนระยะสั้น ดังนั้นปัจจัยความเสี่ยงทางด้านราคาจึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ใช้ในการตัดสินใจ ในการลงทุนนักลงทุนต้องลงทุนภายใต้ความเสี่ยงที่ยอมรับได้และต้องทำผลตอบแทนให้ได้มากที่สุดภายใต้ความเสี่ยงนั้น

อิสรา ครองญาติ (2547) ได้ทำการวิเคราะห์หาทางเลือกที่เหมาะสมในการลงทุน ในตราสารหนี้ที่ต่างอายุกันของกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ โดยพิจารณาเปรียบเทียบถึงผลตอบแทนที่ได้รับกับผลตอบแทนที่ควรจะได้รับจากการลงทุนในตราสารหนี้โดยแบ่งเป็นตราสารหนี้ระยะสั้น ได้แก่ ตัวสัญญาใช้เงินแล้วตัวแลกเงิน ในขณะที่ตราสารหนี้ระยะยาว ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาลและหุ้นกู้ช่วงเวลาที่ศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2542 – พ.ศ. 2545

ในการศึกษาได้หาค่าผลตอบแทนที่แท้จริง โดยใช้การเปรียบเทียบมูลค่าตามราคาทุน ราคาตลาดและอัตราดอกเบี้ยหรือส่วนลดรับ ณ สิ้นปี ของตราสารแต่ละประเภท ส่วนการหาค่าอัตราผลตอบแทนที่ควรจะได้รับใช้ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ ในการหาค่าหลังจากนั้นทำการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนทั้งสอง โดยใช้เงื่อนไขว่าถ้าอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงมีค่ามากกว่าอัตราผลตอบแทนที่ควรจะได้รับแสดงว่าการลงทุนนั้นมีประโยชน์มาก ส่วนถ้าอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงมีค่าน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่ควรจะได้รับ สรุปได้ว่าการลงทุนดังกล่าวไม่ให้ผลประโยชน์และควรปรับสัดส่วนในการลงทุน

ผลการศึกษาพบว่า โดยส่วนใหญ่การลงทุนในตราสารหนี้ให้ผลในเชิงบวก การลงทุนในหุ้นกู้ให้ผลประโยชน์มากที่สุด รองลงมาได้แก่ การลงทุนในตัวแลกเปลี่ยน พันธบัตรรัฐบาลและตัวสัญญาใช้เงินตามลำดับ จึงได้ข้อสรุปว่า หากผู้ลงทุนต้องการลงทุนให้ได้ผลตอบแทนระดับสูง ต้องลงทุนในหุ้นกู้ ซึ่งเป็นตราสารหนี้ระยะยาวแต่ถ้าต้องการสภาพคล่องมากกว่าก็ควรลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้น ได้แก่ ตัวแลกเปลี่ยน

มงคล เจริญกุล (2547) ได้ศึกษาการปรับสัดส่วนการลงทุนในกลุ่มตราสารหนี้ โดยมีกรณีศึกษาเป็นพันธบัตรรัฐบาลไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ตราสารหนี้ โดยใช้เส้นตรงทางคณิตศาสตร์และดัชนีตลาดในการกำหนดสัดส่วนการลงทุน

ในการศึกษาได้ทำการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ด้วยสมการเส้นตรงทางคณิตศาสตร์และกลยุทธ์เชิงรับตามดัชนีตลาดโดยใช้อัตราผลตอบแทนจนครบกำหนดได้ถอนและคุณลักษณะของพันธบัตรรัฐบาลในช่วงเวลาดังแต่ 2 กรกฎาคม 2545 ถึง 30 มิถุนายน 2546 โดยนำมาเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์และการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ตามดัชนีตลาด

ผลการศึกษาพบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นตามสมการเส้นตรงทางคณิตศาสตร์จะให้ผลตอบแทนต่อปีสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นตามดัชนีตลาด แต่เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนต่อปีกับความเสี่ยงจากการลงทุนจะพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนการลงทุนตามดัชนีตลาดจะให้ผลตอบแทนต่อปี ต่อ 1 หน่วยความเสี่ยงสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างด้วยสมการเส้นตรง

กอบกุล สิ้นรัชวงศ์ (2549) ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการซื้อขายตราสารหนี้ระยะสั้นในประเทศไทย โดยศึกษาทั้งทางด้านอุปสงค์และอุปทาน โดยใช้ข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม 2543 ถึง เดือนธันวาคม 2547 พบว่าปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์ของตราสารหนี้ระยะสั้น ได้แก่ ราคาของตราสารหนี้ระยะสั้นและมูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ระยะสั้นเมื่อเดือนที่ผ่านมา ส่วนปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออุปทานของตราสารหนี้ระยะสั้น ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี เฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ใหญ่ 5 แห่ง

จากการศึกษาของเขาวรรณ กวางทอง (2544) ที่ได้ศึกษาถึงอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน
 กรมศึกษาพันธบัตรรัฐบาลของธนาคารพาณิชย์ โดยได้วิเคราะห์ถึงปัจจัยที่ทำให้เกิดอุปสงค์และ
 อุปทานของพันธบัตรเพื่อนำไปกำหนดอัตราดอกเบี้ย มีประโยชน์ต่อการศึกษาในครั้งนี้โดยจะใช้
 เป็นแนวทางในการศึกษาหาอุปสงค์ของพันธบัตรรัฐบาล โดยมีปัจจัยต่าง ๆ ที่ได้มีการศึกษาเป็น
 แนวทางไว้แล้ว ได้แก่ การศึกษาของ พงษ์พงษ์สามารถ (2546) และจักรฉัตรเทพ กรินชัย (2544)
 ก็ได้บอกถึงผลกระทบของความเสี่ยงต่อการลงทุนในพันธบัตร ส่วนของภาสวรรณ วัฒนสิน
 (2539) ก็มองในรูปของตราสารหนี้ภาคเอกชนที่จะนำมาประยุกต์ในการศึกษากับพันธบัตรรัฐบาล
 ส่วนปัจจัยอื่น ๆ ในภาพรวมนั้น สุชาติ อุปริทธิพิงส์ (2541) ก็ได้ศึกษาถึงตัวแปรที่ทำให้ดัชนี
 ตราสารหนี้เปลี่ยนแปลง ซึ่งก็จะมีผลต่อการตัดสินใจเลือกลงทุนในพันธบัตรของกองทุนรวม
 สำหรับการศึกษาของ อิศรา ครองญาติ (2547) ถูกนำมาเป็นแนวคิดในการหาตัวแทนของตัวแปร
 ที่จะนำมาทำการศึกษา เช่น ผลตอบแทนของตราสารหนี้ในระยะต่าง ๆ โดยการศึกษาที่ผ่านมา
 ก่อนหน้านี้จะพบว่าได้ศึกษาอุปสงค์ต่อพันธบัตรรัฐบาลที่เป็นของธนาคารพาณิชย์แต่การศึกษารุ่นนี้
 ได้ศึกษาเจาะลึกลงไปในประเทศของพันธบัตรรัฐบาลและการพฤติกรรมตัดสินใจเลือกลงทุน
 ในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนรวม โดยใช้การศึกษาของ มงคล เจริญกุล (2547) ในการกำหนด
 กลยุทธ์การลงทุนของกองทุนรวมเพื่อให้เห็นถึงอุปสงค์และอุปทานในการลงทุนในพันธบัตร
 รัฐบาล รวมทั้งการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการซื้อขายตราสารหนี้ระยะสั้นในประเทศไทย
 ที่ศึกษาโดย กอบกุล สนิทวงศ์ (2549) จะถูกนำไปเป็นแนวทางในการศึกษาทางด้านอุปสงค์กับ
 อุปทานของตราสารหนี้ในครั้งนี้ แม้ว่าจะเคยมีการศึกษาแนวโน้มการลงทุนของกองทุนรวมก็เป็น
 เพียงการศึกษาในภาพรวมไม่ได้มีการกำหนดชัดเจนว่าเป็นกองทุนประเภทใดและกองทุนนั้น
 ตัดสินใจในการลงทุนในสินทรัพย์ได้อย่างไร ดังนั้นการศึกษานี้จะเน้นไปในส่วนของปัจจัย
 ที่มีผลต่ออุปสงค์และอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้

บทที่ 3

แบบจำลองอุปสงค์และอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้

จากแนวคิดทฤษฎีการกำหนดอุปสงค์และอุปทานของพันธบัตร และการตรวจสอบเอกสารสามารถนำมาศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์และอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้กำหนดแบบจำลองทางด้านอุปสงค์และอุปทาน โดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติ เพื่อทำการศึกษาอธิบายได้ดังนี้

แบบจำลองอุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล

Mishkin (2003) อธิบายถึงปัจจัยที่จะส่งผลให้อุปสงค์มีการเปลี่ยนแปลง ได้แก่ ตัวแปรภายใน คือ อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล และกลุ่มตัวแปรภายนอก คือ อัตราเงินเฟ้อ ปริมาณเงินทุน และความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเมื่อเทียบกับตราสารอื่น ๆ ซึ่งจากการศึกษาจะแทนความเสี่ยงด้วยความแปรปรวนของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี ของธนาคารพาณิชย์ใหญ่ 5 แห่ง เทียบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพันธบัตรรัฐบาลและกำหนดแบบจำลองได้ดังนี้

$$Qd_t = f(RG, \pi, I, VAR)$$

สมการโครงสร้าง คือ

$$Qd_t = a_0 + a_1 RG_t + a_2 \pi_t + a_3 I_t + a_4 VAR + \varepsilon_1 \quad (1)$$

เมื่อกำหนดให้

Qd คือ ปริมาณการลงทุนในพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ (ล้านบาท)

RG คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาล (ร้อยละ)

π คือ อัตราเงินเฟ้อ (ร้อยละ)

I คือ ปริมาณเงินทุนของกองทุนตราสารหนี้ (ล้านบาท)

VAR คือ ความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี ของธนาคารพาณิชย์ใหญ่ 5 แห่ง ได้แก่ บมจ.ธนาคารกรุงเทพ บมจ.ธนาคารกรุงไทย บมจ.ธนาคารกสิกรไทย บมจ.ธนาคารไทยพาณิชย์ บมจ.ธนาคารกรุงศรีอยุธยา

สมมติฐานอุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล

จากทฤษฎีสามารถกำหนดสมมติฐานในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาล (RG) ใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาลที่คำนวณโดยตลาดตราสารหนี้ไทย ถ้าอัตราเฉลี่ยผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มสูงขึ้น จะทำให้อุปสงค์ของกองทุนตราสารหนี้เพิ่มสูงขึ้น

$$a_1 = \frac{\partial Q_d}{\partial RG} > 0$$

2. อัตราเงินเฟ้อ (π) อัตราเงินเฟ้อที่จะสะท้อนถึงระดับราคาและผลตอบแทนที่แท้จริงของสินค้า เมื่อมีอัตราเงินเฟ้อในปัจจุบันลดลงผลตอบแทนที่จะได้รับเมื่อกำหนดให้ผลตอบแทนจากพันธบัตรคงที่และผลตอบแทนของการลงทุนด้านอื่น ๆ ลดลง ก็จะทำให้อุปสงค์ต่อพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ลดลง

$$a_2 = \frac{\partial Q_d}{\partial \pi} > 0$$

3. ปริมาณเงินทุนของกองทุนตราสารหนี้ (I) เมื่อปริมาณเงินทุนของกองทุนตราสารหนี้เพิ่มขึ้นจากการที่ประชาชนสนใจที่จะลงทุนในกองทุนตราสารหนี้เพิ่มขึ้น เปรียบเสมือนกับกองทุนตราสารหนี้มีปริมาณเงินทุนที่จะไปลงทุนในพันธบัตรและตราสารอื่น ๆ เพิ่มมากขึ้นส่งผลให้เกิดอุปสงค์ในพันธบัตรที่เพิ่มขึ้น เพราะถ้าหากว่าสัดส่วนการลงทุนในตราสารต่าง ๆ ของกองทุนตราสารหนี้คงเดิมแต่ปริมาณเงินทุนเพิ่มขึ้นการลงทุนในพันธบัตรก็จะเพิ่มขึ้น

$$a_3 = \frac{\partial Q_d}{\partial I} > 0$$

4. ความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี ของธนาคารพาณิชย์ใหญ่ 5 แห่ง ได้แก่ บมจ.ธนาคารกรุงเทพ บมจ.ธนาคารกรุงไทย บมจ.ธนาคารกสิกรไทย บมจ.ธนาคารไทยพาณิชย์ บมจ.ธนาคารกรุงศรีอยุธยา (VAR) ถ้าความเสี่ยงเพิ่มสูงขึ้นกล่าวคือ เมื่อเปรียบเทียบแล้วการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลจะได้ผลตอบแทนที่น้อยกว่าการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ จะทำให้อุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ลดลง

$$a_4 = \frac{\partial Q_d}{\partial VAR} < 0$$

แบบจำลองอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล

Mishkin (2003) อธิบายถึงปัจจัยที่มีผลต่ออุปทานการออกพันธบัตรรัฐบาล ได้แก่ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพันธบัตรรัฐบาล อัตราเงินเฟ้อ โอกาสของความสามารถในการทำกำไรจากการลงทุน ในที่นี้แทนด้วย ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่สะท้อนถึงสถานะเศรษฐกิจและกิจกรรมของรัฐบาล ได้แก่ การดำเนินนโยบายการขาดดุลรัฐบาล และ Hubbard (2001) ได้เปรียบเทียบว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินมีผลต่อต้นทุนการออกพันธบัตรรัฐบาล ในการศึกษาครั้งนี้แทนด้วยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้รายใหญ่ชั้นนำของธนาคารพาณิชย์และกำหนดแบบจำลองได้ดังนี้

$$Qs_t = f(RG, \pi, GB, GDP, MLR)$$

สมการโครงสร้างคือ

$$Qs_t = b_0 + b_1 RG_t + b_2 \pi_t + b_3 GB + b_4 GDP + b_5 MLR + \varepsilon_2 \quad (2)$$

เมื่อกำหนดให้

- RG คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาล (ร้อยละ)
- π คือ อัตราเงินเฟ้อ (ร้อยละ)
- GB คือ ดุลงบประมาณของรัฐบาล กำหนดให้เป็นตัวแปรหุ่น (dummy variable)
 $GB = 0$ เมื่อช่วงเวลาที่ศึกษารัฐบาลมีการกำหนดงบประมาณแบบสมดุลหรือเกินดุล
 $GB = 1$ เมื่อ ช่วงเวลาที่ศึกษารัฐบาลมีการกำหนดงบประมาณแบบขาดดุล
- GDP คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (ล้านบาท)
- MLR คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกค้ำรายได้ใหญ่ขึ้นค้ำของธนาคารพาณิชย์

สมมติฐานอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล

จากทฤษฎีสามารถกำหนดสมมติฐานในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออุปทานการลงทุน
 พันธบัตรรัฐบาลดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาล (RG) ใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตร
 รัฐบาลที่คำนวณโดยตลาดตราสารหนี้ไทย ถ้าอัตราเฉลี่ยผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มสูงขึ้น
 จะทำให้อุปทานของพันธบัตรรัฐบาลลดลงเนื่องจากราคาของพันธบัตรจะมีราคาสูงขึ้นทำให้ต้นทุน
 ในการออกพันธบัตรรัฐบาลสูงขึ้นส่งผลให้อุปทานต่อพันธบัตรลดลง

$$b_1 = \frac{\partial Q_s}{\partial RG} < 0$$

2. อัตราเงินเฟ้อ (π) อัตราเงินเฟ้อที่จะสะท้อนถึงระดับราคาและผลตอบแทนที่แท้จริง
 ของสินค้า เมื่ออัตราเงินเฟ้อในปัจจุบันลดลงก็จะเร่งออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อให้ผลตอบแทนที่
 จะจ่ายในปัจจุบันต่ำกว่าช่วงที่อัตราเงินเฟ้อสูงจะทำให้อุปทานพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มสูงขึ้น

$$b_2 = \frac{\partial Q_s}{\partial \pi} < 0$$

3. ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ถ้าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเพิ่มสูงขึ้น จะทำให้ผู้ลงทุนในที่นี้คือรัฐบาลมีการลงทุนเพิ่มขึ้นทำให้ต้องเพิ่มการระดมทุนโดยการออกพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มขึ้น จะทำให้อุปทานของพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มสูงขึ้น

$$b_4 = \frac{\partial Q_s}{\partial GDP} > 0$$

4. อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมรายใหญ่ขึ้นดีของธนาคารพาณิชย์ (MLR) ถ้าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เพิ่มสูงขึ้น เมื่อพิจารณาในตลาดเงินกู้ยืมแล้วจะทำให้ ปริมาณความต้องการเงินกู้ยืมลดลง เนื่องจากต้นทุนการกู้ยืมสูงและจะส่งผลกระทบต่อระดับราคาพันธบัตรรัฐบาล ทำให้ราคาพันธบัตรลดลงส่งผลให้อุปทานของพันธบัตรรัฐบาลจะเพิ่มขึ้น เนื่องจากต้นทุนการออกพันธบัตรก็จะลดลงด้วย

$$b_5 = \frac{\partial Q_s}{\partial MLR} > 0$$

5. คุลงประมาณรัฐบาล (GB) รัฐบาลจะระดมเงินทุนจากประชาชนหรือผู้ลงทุนทั่วไป ก็ต่อเมื่อมีการตัดสินใจทำงบประมาณแบบขาดคุลงประมาณ เพื่อระดมทุนมาใช้จ่ายแทนรายได้ที่มีน้อยกว่ารายจ่ายของรัฐบาล ดังนั้นจะทำให้อุปทานของพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มสูงขึ้น

แบบจำลองสถานะดุลยภาพในตลาดตราสารหนี้

จากแนวคิดทฤษฎีด้านความต้องการสินทรัพย์ด้านพันธบัตรรัฐบาล พฤติกรรมการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยถูกกำหนดจากอุปสงค์และอุปทานพันธบัตร โดยในระบบเศรษฐกิจ ดุลยภาพของตลาดจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อราคาที่ผู้ซื้อมีความเต็มใจที่จะซื้อเท่ากับราคาที่ผู้ขายตั้งใจจะขาย ตลาดตราสารหนี้ดุลยภาพของตลาดจะเกิดขึ้น ต่อเมื่อความต้องการลงทุนในตราสารหนี้ (demand for bond) เท่ากับความต้องการที่จะขายตราสารหนี้ (supply of bond) และจะทำให้ได้อัตราดอกเบี้ยที่จุดดุลยภาพ เมื่ออัตราดอกเบี้ยมีการเปลี่ยนแปลงต่ำกว่าจุดดุลยภาพจะทำให้เกิดอุปสงค์ส่วนเกินของพันธบัตรรัฐบาล ทำให้อัตราดอกเบี้ยปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพ และเมื่ออัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรสูงกว่าจุดดุลยภาพจะเกิดอุปทานส่วนเกิน ทำให้อัตราดอกเบี้ยปรับตัวลดลง เพื่อปรับเข้าสู่อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพเช่นเดียวกัน และในกรณีที่ปัจจัยภายนอกมีการเปลี่ยนแปลงจะทำให้เกิด

การเคลื่อนย้ายของเส้นอุปสงค์และอุปทานของพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งจะส่งผลต่อจุดดุลยภาพของอัตราดอกเบี้ย เมื่อนำสมการอุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ สมการ (1) และสมการอุปทานการออกพันธบัตรรัฐบาล สมการที่ (2) ในตลาดพันธบัตรรัฐบาลจะได้สมการดุลยภาพดังนี้

$$Qd_t = Qs_t = Q_t \quad (3)$$

โดยกำหนดให้

Q_t = ปริมาณพันธบัตรรัฐบาลที่ลงทุนโดยกองทุนตราสารหนี้ (หน่วย: ล้านบาท)
จากสมการที่ (1) และสมการที่ (2) สามารถหาคำตอบได้ คือ

$$\begin{aligned} a_0 + a_1 RG_t + a_2 \pi_t + a_3 I_t + a_4 VAR + \varepsilon_1 = \\ b_0 + b_1 RG_t + b_2 \pi_t + b_3 GB + b_4 GDP + b_5 MLR + \varepsilon_2 \end{aligned}$$

ดังนั้นจะได้

$$RG_t = \beta_0 + \beta_1 \pi_t + \beta_2 GB_t + \beta_3 GDP_t + \beta_4 MLR_t + \beta_5 I + \beta_6 VAR + v_{1t} \quad (4)$$

โดยที่

$$\begin{aligned} \beta_0 = \frac{b_0 - a_0}{a_1 - b_1}, \beta_1 = \frac{b_2 - a_2}{a_1 - b_1}, \beta_2 = \frac{b_3}{a_1 - b_1}, \beta_3 = \frac{b_4}{a_1 - b_1}, \beta_4 = \frac{-b_5}{a_1 - b_1}, \beta_5 = \frac{-a_3}{a_1 - b_1}, \\ \beta_6 = \frac{-a_4}{a_1 - b_1}, v_{1t} = \frac{\varepsilon_1 - \varepsilon_2}{a_1 - b_1} \end{aligned}$$

ดังนั้นเมื่อนำอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาลที่ได้ (RG) ในสมการที่ (4) ไปแทนในสมการอุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ สมการที่ (1) จะได้คำตอบคือ

$$Q_t = \mu_8 + \mu_9 \pi_t + \mu_{10} GB_t + \mu_{11} GDP_t + \mu_{12} MLR_t + \mu_{13} I_t + \mu_{14} VAR_t + v_{2t} \quad (5)$$

โดยที่

$$\mu_8 = \frac{a_1 b_0 - a_0 b_1}{a_1 - b_1}, \mu_9 = \frac{a_1 b_2 - a_2 b_1}{a_1 - b_1}, \mu_{10} = \frac{a_1 b_3}{a_1 - b_1}, \mu_{11} = \frac{a_1 b_4}{a_1 - b_1}, \mu_{12} = \frac{a_1 b_5}{a_1 - b_1},$$

$$\mu_{13} = \frac{-a_3 b_1}{a_1 - b_1}, \mu_{14} = \frac{-a_4 b_1}{a_1 - b_1}, v_2 = \frac{a_1 \varepsilon_2 - b_1 \varepsilon_1}{a_1 - b_1}$$

สมการที่ (4) และ (5) นี้เรียกว่าสมการลดรูป (reduced form equations) เป็นสมการที่แสดงเงื่อนไขดุลยภาพในตลาดพันธบัตรรัฐบาลที่ลงทุนโดยกองทุนตราสารหนี้ และเป็นสมการที่จะนำไปประมาณค่าในการศึกษา

วิธีคาดประมาณสมการ

การคาดประมาณแบบจำลองในการศึกษาในครั้งนี้จะแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ การตรวจสอบการชี้ชัดของสมการว่าเป็นลักษณะใด เพื่อกำหนดว่าจะใช้วิธีการใดในการคาดประมาณสมการ และนำสมการที่ได้ไปคาดประมาณด้วยวิธีการทางเศรษฐมิติ ซึ่งจะอธิบายได้ดังนี้

1. ขั้นตอนที่ 1 การตรวจสอบ identification

จากสมการอุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้สมการที่ (1) และสมการอุปทานการออกพันธบัตรรัฐบาลสมการที่ (2) จะสามารถตรวจสอบเพื่อดูว่าสมการใดสามารถระบุชี้ชัด (identified) ได้หรือไม่ โดยใช้เงื่อนไขสองประการ ได้แก่ order condition for identification และ rank condition for identification โดยมีรายละเอียดการศึกษาดังนี้

1.1 order condition

กำหนดให้

M = จำนวนตัวแปรภายในแบบจำลอง

m = จำนวนตัวแปรภายในสมการ

K = จำนวนตัวแปรภายนอกในแบบจำลอง

k = จำนวนตัวแปรภายนอกในสมการ

ในการตรวจสอบว่าสมการในแบบจำลองจะเรียกได้ว่า identified มีเงื่อนไขในการพิจารณา ดังนี้

$K - k = m - 1$: เป็นสมการ exactidentified

$K - k > m - 1$: เป็นสมการ overidentified

$K - k < m - 1$: เป็นสมการ underidentified

จากสมการอุปสงค์สมการที่ (1)

$$Qd_t = a_0 + a_1 RG_t + a_2 \pi_t + a_3 I_t + a_4 VAR + \varepsilon_1$$

พิจารณาได้ดังนี้ $K = 6, k = 3, m = 2$

เพราะฉะนั้น $6 - 3 > 2 - 1$

แสดงว่าเป็นสมการ overidentified

จากสมการอุปทานสมการที่(2)

$$Qs_t = b_0 + b_1 RG_t + b_2 \pi_t + b_3 GB_t + b_4 GDP_t + b_5 MLR_t + \varepsilon_2$$

พิจารณาได้ดังนี้ $K = 6, k = 4, m = 2$

เพราะฉะนั้น $6 - 4 > 2 - 1$

แสดงว่าเป็นสมการ overidentified

1.2 rank condition จากเงื่อนไขของ order condition ข้างต้นนั้นจะเป็นเงื่อนไขที่จำเป็น แต่ก็ยังไม่เพียงพอที่จะตอบว่าระบบสมการเป็น identified หรือไม่ จึงจำเป็นที่จะต้องใช้อนุเงื่อนไขที่เพียงพอ (sufficient condition) มาพิจารณาร่วมด้วย

เงื่อนไขในการตรวจสอบว่าระบบสมการที่ประกอบด้วย G สมการสมการใดจะมีความซับซ้อนนั้นก็ต่อเมื่อสามารถหาดีเทอร์มิแนนต์ลำดับ $(G - 1)$ ที่ไม่เท่ากับศูนย์อย่างน้อย 1 ค่าจากสัมประสิทธิ์ของตัวแปรที่ไม่ได้อยู่ในสมการนั้นแต่อยู่ในสมการอื่นในระบบสมการดังกล่าว

พิจารณาแบบจำลองอุปสงค์สมการที่(1) สมการอุปทานสมการที่(2)และสมการดุลภาพสมการที่ (3) จากแบบจำลองนี้จะพบว่ามีตัวแปรภายในอยู่ 3 ตัวแปรคือ Qs_t, Qd_t, RG และมีสมการอิสระอยู่ 3 สมการ ส่วนตัวแปรอื่น ๆ ที่อยู่ภายในแบบจำลองเป็นตัวแปรที่ถูกกำหนดค่าจากภายนอก จากสมการทั้ง 3 สามารถเขียนใหม่ได้ดังนี้

$$Qd_t - a_0 - a_1 RG_t - a_2 \pi_t - a_3 I_t - a_4 VAR_t = \varepsilon_1 \quad (6)$$

$$Qs_t - b_0 - b_1 RG_t - b_2 \pi_t - b_3 GB_t - b_4 GDP_t - b_5 MLR_t = \varepsilon_2 \quad (7)$$

$$Qd_t - Qs_t = 0 \quad (8)$$

นำมาเขียนในตารางที่แสดงสัมประสิทธิ์ของตัวแปรโดยไม่พิจารณาถึงค่าความคลาดเคลื่อนในแบบจำลองได้ดังนี้

สมการ	ตัวแปร								
	Qd_t	Qs_t	RG	π	I	VAR	GB	GDP	MLR
1	1	0	$-a_1$	$-a_2$	$-a_3$	$-a_4$	0	0	0
2	0	1	$-a_0$	$-b_2$	0	0	$-b_3$	$-b_4$	$-b_5$
3	1	-1	0	0	0	0	0	0	0

พิจารณาจากสมการอุปสงค์สมการที่ (6) ตัดแถวที่ 1 และสลับที่ค่าสัมประสิทธิ์ของสมการที่ (6) ที่ไม่เป็นศูนย์ออก ได้ดังนี้

1	0	$-a_1$	$-a_2$	$-a_3$	$-a_4$	0	0	0
0	1	$-a_0$	$-b_2$	0	0	$-b_3$	$-b_4$	$-b_5$
1	-1	0	0	0	0	0	0	0

เมื่อตัดแถวที่ 1 และสครัมภ์ที่ค่าสัมประสิทธิ์ที่ไม่เป็นศูนย์ออกได้ดังนี้

-1	$-b_3$	$-b_4$	$-b_5$
1	0	0	0

จากระบบสมการประกอบด้วย 3 สมการ ดังนั้น ค่า $G = 3$ และการหาดีเทอร์มิแนนต์ $((G-1) \times (G-1))$ พบว่าต้องหาดีเทอร์มิแนนต์ของลำดับ (2×2) อย่างน้อย 1 ค่า ที่มีค่าไม่เท่าศูนย์ ดังนั้นเงื่อนไขใน rank ของความซ้ซัดจึงเป็นจริง แต่จากเงื่อนไขคำสั่งของความซ้ซัดที่พิจารณาจากวิธี order condition พบว่า $(K - k) > (m - 1)$ ดังนั้นสมการที่ (6) จึงเป็นสมการซ้ซัดเกินความจำเป็น (overidentified)

พิจารณาจากสมการอุปทานสมการที่ (7) ตัดแถวที่ 2 และสครัมภ์ที่ค่าสัมประสิทธิ์ของสมการที่ (7) ที่ไม่เป็นศูนย์ออก ได้ดังนี้

1	0	$-a_1$	$-a_2$	$-a_3$	$-a_4$	0	0	0
0	1	$-a_0$	$-b_2$	0	0	$-b_3$	$-b_4$	$-b_5$
1	-1	0	0	0	0	0	0	0

เมื่อตัดแถวที่ 2 และสครัมภ์ที่ค่าไม่เป็นศูนย์ออกได้ดังนี้

1	$-a_3$	$-a_4$
1	0	0

จากระบบสมการประกอบด้วย 3 สมการ ดังนั้น ค่า $G = 3$ และการหาดีเทอร์มิแนนต์ $((G - 1) \times (G - 1))$ พบว่าต้องหาดีเทอร์มิแนนต์ของลำดับ (2×2) อย่างน้อย 1 ค่า ที่มีค่าไม่เท่าศูนย์ ดังนั้นเงื่อนไขใน Rank ของความซ้ซัดจึงเป็นจริงแต่จากเงื่อนไขคำสั่งของความซ้ซัดที่พิจารณาจากวิธี order condition พบว่า $(K - k) > (m - 1)$ ดังนั้นสมการที่ (7) จึงเป็นสมการซ้ซัดเกินความจำเป็น

2. ขั้นตอนที่ 2 การคาดประมาณสมการ overidentified

การศึกษาในครั้งนี้จะใช้การคาดประมาณด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น เนื่องจากสามารถใช้กับกรณีที่เป็น overidentified ได้

Gujarati (2003) ได้อธิบายถึงข้อสมมติข้อหนึ่งของการใช้วิธีการกำลังสองน้อยที่สุด (ordinary least square) ในการคาดประมาณสมการ คือ ตัวแปรอิสระจะต้องเป็น non-stochastic กล่าวคือไม่ว่าในการคาดประมาณสมการครั้งใดก็ตาม ตัวแปรอิสระจะต้องมีค่าเท่าเดิมทุกครั้งเมื่อถูกเลือกขึ้นมาเป็นตัวแปรอิสระในการคาดประมาณสมการ แต่ในกรณีของการศึกษาในครั้งนี้จะพบว่าตัวแปรที่ทำให้ไม่สามารถใช้วิธีการคาดประมาณด้วยวิธีการกำลังสองน้อยที่สุด มีอยู่สองตัวจากสมการข้างต้นในสมการที่ (1) และสมการที่ (2) คือ RG และ Q ซึ่งเป็นตัวแปรที่กำหนดขึ้นเองภายในแบบจำลอง (endogenous variable) ทำให้ตัวแปรอิสระทั้งสองตัวเป็น stochastic และก่อให้เกิดปัญหา simultaneous bias ทำให้ไม่สามารถใช้วิธีการ ordinary least square ในการคาดประมาณสมการได้

จากการที่ไม่สามารถใช้วิธีการกำลังสองน้อยที่สุดได้ ในการศึกษาครั้งนี้จึงต้องใช้วิธีการอื่น ๆ ในการคาดประมาณสมการ ซึ่งจะใช้วิธีการกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น ซึ่งมีขั้นตอนดังต่อไปนี้

1. นำสมการโครงสร้างมาจัดให้อยู่ในรูป reduce form เพื่อหาตัวแทนของ RG และ Q จากการศึกษาที่ผ่านมาจะได้เป็นสมการที่ (4) และ (5) ดังนี้

$$RG_t = \beta_0 + \beta_1\pi_t + \beta_2GB_t + \beta_3GDP_t + \beta_4MLR_t + \beta_5I + \beta_6VAR + v_{1t} \quad (4)$$

$$Q_t = \mu_8 + \mu_9\pi_t + \mu_{10}GB_t + \mu_{11}GDP_t + \mu_{12}MLR_t + \mu_{13}I + \mu_{14}VAR + v_{2t} \quad (5)$$

ในครั้งแรกจะทำการคาดประมาณสมการสมการที่ (4) และ (5) ด้วยวิธีการ OLS จะได้

$$RG_t = \beta_0 + \beta_1\pi_t + \beta_2GB_t + \beta_3GDP_t + \beta_4MLR_t + \beta_5I + \beta_6VAR + v_{1t} \quad (4.1)$$

ดังนั้น

$$RG_t = \hat{R}G_t + \hat{v}_{1t} \quad (4.2)$$

$$\hat{Q}_t = \mu_8 + \mu_9\pi_t + \mu_{10}GB_t + \mu_{11}GDP_t + \mu_{12}MLR_t + \mu_{13}I_t + \mu_{14}VAR_t + v_{2t} \quad (5.1)$$

ดังนั้น

$$Q_t = \hat{Q}_t + \hat{v}_{2t} \quad (5.2)$$

2. นำค่า $\hat{R}G_t$ ที่ได้จากสมการ (4.1) และ $\hat{Q}_t$ ในสมการที่ (5.1) นำไปแทนค่าในสมการโครงสร้างที่ (1) และ (2) เพื่อหาคำตอบของการศึกษาในครั้งนี้ จะได้

$$\hat{Q}_t + \hat{v}_{2t} = a_0 + a_1\hat{R}G_t + a_1\hat{v}_{1t} + a_2\pi_t + a_3I_t + a_4VAR_t + \varepsilon_1 \quad (1.1)$$

$$\hat{Q}_t + \hat{v}_{2t} = b_0 + b_1\hat{R}G_t + b_1\hat{v}_{1t} + b_2\pi_t + b_3GB + b_4GDP + b_5MLR + \varepsilon_2 \quad (2.1)$$

นำสมการที่ (1.1) และ (1.2) ไปคาดประมาณสมการด้วยวิธีการกำลังสองน้อยที่สุด

บทที่ 4

กองทุนรวมตราสารหนี้

ในบทนี้จะอธิบายถึง ตราสารหนี้ ธุรกิจจัดการกองทุนรวมในประเทศไทย และอธิบายโครงสร้าง ลักษณะและนโยบายการลงทุนของกองทุนรวมตราสารหนี้ โดยมีรายละเอียดดังนี้

ตราสารหนี้

พันธบัตรรัฐบาลจัดเป็นตราสารหนี้ชนิดหนึ่งที่ออกโดยรัฐบาล เป็นตราสารที่นำลงทุนประเภทต่าง ๆ ให้ความสนใจในการลงทุนรวมทั้งการศึกษาในครั้งนี้เป็นการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับกองทุนรวมตราสารหนี้และพันธบัตรรัฐบาล และตราสารหนี้ก็เป็นตราสารหลักที่กองทุนตราสารหนี้เลือกลงทุน ดังนั้นในส่วน of ตราสารหนี้จะอธิบายถึง ความหมายของตราสารหนี้ โครงสร้างผลตอบแทนของตราสารหนี้ ความหมายเส้นอัตราผลตอบแทน ดังนี้

ความหมายของตราสารหนี้

สมาคมบริษัทจัดการลงทุน (2550) ได้ให้ความหมายของตราสารหนี้ (debt instruments) ว่าเป็นตราสารแสดงความเป็นหนี้ หรือสัญญาเงินกู้ที่บริษัทออกให้แก่ผู้ลงทุนทั่วไป โดยสัญญาว่าจะใช้เงินตามกำหนด และจ่ายดอกเบี้ยตามกำหนด กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ เป็นตราสารสิทธิที่แสดงความเป็น "เจ้าหนี้ของกิจการ" โดยทั่วไปแล้วการลงทุนในตราสารหนี้ จะมีความเสี่ยงน้อยกว่าการลงทุนในตราสารทุน ซึ่งผลตอบแทนที่เป็นดอกเบี้ยของตราสารหนี้ก็จะมีวิธีการคิดจากเส้นอัตราผลตอบแทนโดยสามารถอธิบายโครงสร้างของผลตอบแทนได้ดังนี้

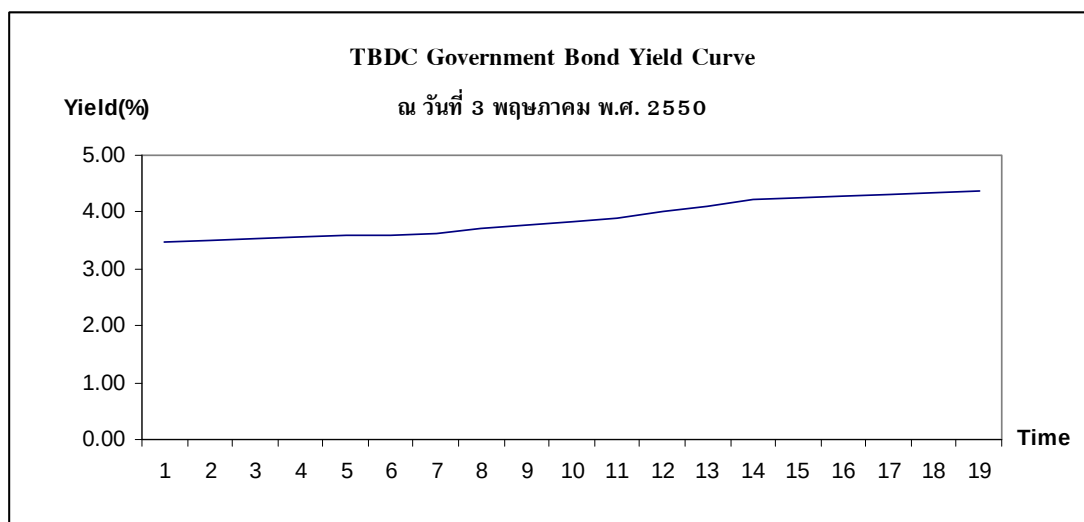
โครงสร้างผลตอบแทนของตราสารหนี้

ในการลงทุนในตราสารหนี้ โดยทั่วไปแล้ว ผู้ลงทุนพิจารณาผลตอบแทนของการลงทุนหรือติดตามผลตอบแทนของการลงทุนได้จากการดูเส้นอัตราผลตอบแทน (yield curve) เนื่องจาก ณ จุดเวลา ระดับอัตราดอกเบี้ยหรืออัตราคิดลดจะขึ้นอยู่กับอายุของตราสารหนี้ เช่น อัตราคิดลดสำหรับการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 เดือน อาจแตกต่างจากอัตราผลตอบแทนสำหรับ

การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี 5 ปี หรือ 10 ปี เป็นต้น ดังนั้นเพื่อให้ผู้ลงทุนได้ทราบถึงอัตราคิดลดที่แตกต่างกัน การวิเคราะห์ราคาและอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ที่มีอายุคงเหลือแตกต่างกัน การวิเคราะห์ราคาและอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ หรืออัตราคิดลดจึงได้มีการสร้างเส้นอัตราผลตอบแทนสำหรับใช้เป็นเครื่องมือประกอบ

ความหมายของเส้นอัตราผลตอบแทน

เส้นอัตราผลตอบแทน (yield curve) เป็นเส้นแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนหรืออัตราคิดลด (yield to maturity หรือเรียกสั้น ๆ ว่า yield) กับอายุคงเหลือของตราสารหนี้ (time to maturity) ทุกจุดบนเส้นอัตราผลตอบแทนจะแสดงอัตราผลตอบแทนที่ใช้สำหรับคิดลดเพื่อกำหนดราคาของตราสารหนี้ที่มีอายุคงเหลือสอดคล้องกับอัตราคิดลดสำหรับอายุคงเหลือของตราสารหนี้ฉบับนั้น โดยปกติเส้นอัตราผลตอบแทนจะใช้พันธบัตรรัฐบาลในช่วงต่าง ๆ มาใช้ในการสร้าง เรียกว่าเส้นอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (risk-free yield curve) อย่างไรก็ตาม เส้นอัตราผลตอบแทนในระดับความเสี่ยงต่าง ๆ ก็สามารถสร้างขึ้นได้หากตราสารหนี้เหล่านั้นมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ และผู้วิเคราะห์สามารถประมาณค่าชดเชยความเสี่ยงของอันดับความน่าเชื่อถือที่แตกต่างกันสำหรับตราสารหนี้ในแต่ละกลุ่มอันดับเครดิต

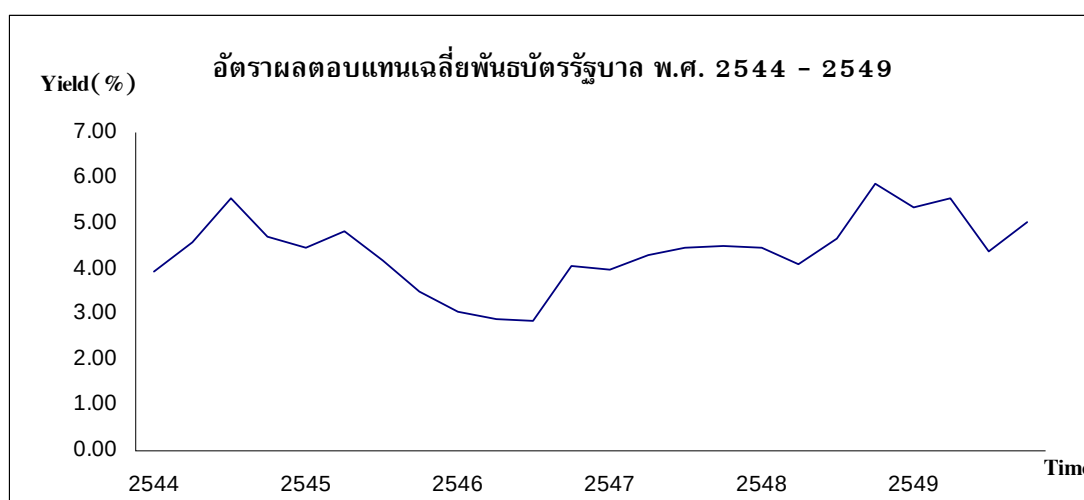


ภาพที่ 4.1 เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ณ วันที่ 3 พฤษภาคม พ.ศ. 2550

ที่มา: จากการศึกษา

เส้นอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (Thai BDC Government Bond Yield Curve) ได้ถูกพัฒนาและเผยแพร่โดยศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยมาตั้งแต่เดือนกันยายน พ.ศ. 2541 ต่อมากระทรวงการคลังได้กำหนดเกณฑ์ใหม่ในการสร้างเส้นอัตราผลตอบแทนให้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น โดยเปลี่ยนจากการใช้อัตราผลตอบแทนของการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลในตลาดรองตราสารหนี้เฉลี่ยถ่วงน้ำหนักตามมูลค่าการซื้อขาย (weighted average executed yield) มาเป็นการใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของการเสนอซื้อ (bid yield) ที่ได้จากสถาบันการเงินลูกค้าพันธบัตรของธนาคารแห่งประเทศไทยจำนวน 9 รายเป็นจำนวนขั้นต่ำ 20 ล้านบาท นอกจากนี้ยังได้กำหนดหลักเกณฑ์สำหรับการเลือกตราสารหนี้อ้างอิง (benchmark bond) โดยเป็น loan bond ที่มีอายุใกล้เคียงกับ 1, 2, 5, 7 และ 10 ปี โดยมีมูลค่าการออกขนาดใหญ่และปริมาณซื้อขายมากเพียงพอ ซึ่งศูนย์ซื้อขายจะทำการเผยแพร่ข้อมูล government bond yield curve และ benchmark bond ทุกสิ้นวันทำการภายในเวลา 16.30 น. ผ่านทางหนังสือพิมพ์รายวันและ Thai BDC Website

จากภาพที่ 4.1 พบว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของประเทศไทยในปัจจุบันเป็นลักษณะปกติ (normal yield curve) จะมีลักษณะโค้งขึ้นแสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ระยะยาวจะสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ระยะสั้น



ภาพที่ 4.2 อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาล พ.ศ. 2544 – 2549

ที่มา: จากการศึกษา

อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาล เป็นอัตราผลตอบแทนที่สะท้อนให้เห็นถึงผลตอบแทนของตราสารหนี้รัฐบาลจากภาพที่ 4.2 จะพบว่า จากปี พ.ศ. 2547 แนวโน้มของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพันธบัตรรัฐบาลมีการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง มีผลให้กองทุนตราสารหนี้เริ่มมีการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มมากขึ้น ในขณะเดียวกันก็เป็นการดึงดูดนักลงทุนให้ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มมากขึ้นอีกด้วย

โครงสร้างและลักษณะกองทุนรวมตราสารหนี้

กองทุนรวมตราสารหนี้เป็นกองทุนรวมที่ถูกจัดอยู่ในประเภทของกองทุนรวมตามแบบมาตรฐานของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กองทุนรวมตราสารหนี้ก็จะมีลักษณะและโครงสร้างที่แตกต่างจากกองทุนรวมประเภทอื่น ซึ่งการศึกษาในครั้งนี้จะได้อธิบายความหมายของกองทุนตราสารหนี้ ความเป็นมาของธุรกิจจัดการกองทุนรวมในประเทศไทย โครงสร้างกองทุนตราสารหนี้ และการเจริญเติบโตของกองทุนตราสารหนี้ ดังนี้

ความหมายของกองทุนรวมตราสารหนี้

ธนัยวงศ์ กิรติวานิชย์ และ ภัสรา ชวาลกร (2549) กล่าวว่ากองทุนรวมมีบทบาทที่สำคัญในการระดมทุนจากนักลงทุนมาลงทุนรวมกัน เพื่อนำเงินลงทุนไปลงทุนในหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์ประเภทต่าง ๆ โดยมีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม (บลจ.) เป็นผู้จัดตั้งและทำหน้าที่บริหารกองทุนรวมให้ได้ผลตอบแทน แล้วนำมาเฉลี่ยคืนให้กับนักลงทุนแต่ละรายตามสัดส่วนที่ลงทุนไว้ แต่แรกในกองทุนรวมนั้น กองทุนตราสารหนี้ก็เป็นกองทุนอีกประเภทที่ถูกแบ่งประเภทตามนโยบายโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2535) ว่าเป็นกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหรือมีไว้เฉพาะเงินฝากหรือหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่น หรือการหาผลตอบแทนโดยวิธีอื่นตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดหรือให้ความเห็นชอบให้กองทุนประเภทดังกล่าวลงทุนได้ ห้ามมิให้กองทุนรวมตราสารหนี้ลงทุนหรือมีไว้ซึ่งตราสารทุนหรือตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุน (หุ้นกู้แปลงสภาพ) ยกเว้นแต่สำนักงาน ก.ล.ต. จะพิจารณาอนุญาต เมื่อมีผู้ให้คำรับรองที่น่าเชื่อถือได้ว่าจะเป็นผู้รับซื้อตราสารทุนหลังการแปลงสภาพนั้นออกไปจากกองทุน นอกจากนั้นแล้วกองทุนรวมในประเทศไทยก็ยังมีอีกหลายประเภท เช่น กองทุนตราสารทุน กองทุนรวมตราสารผสม และประเภทอื่น ๆ อีก รวมแล้วทั้งหมด 10 ประเภท ทำให้ธุรกิจจัดการกองทุนรวมมีการพัฒนา

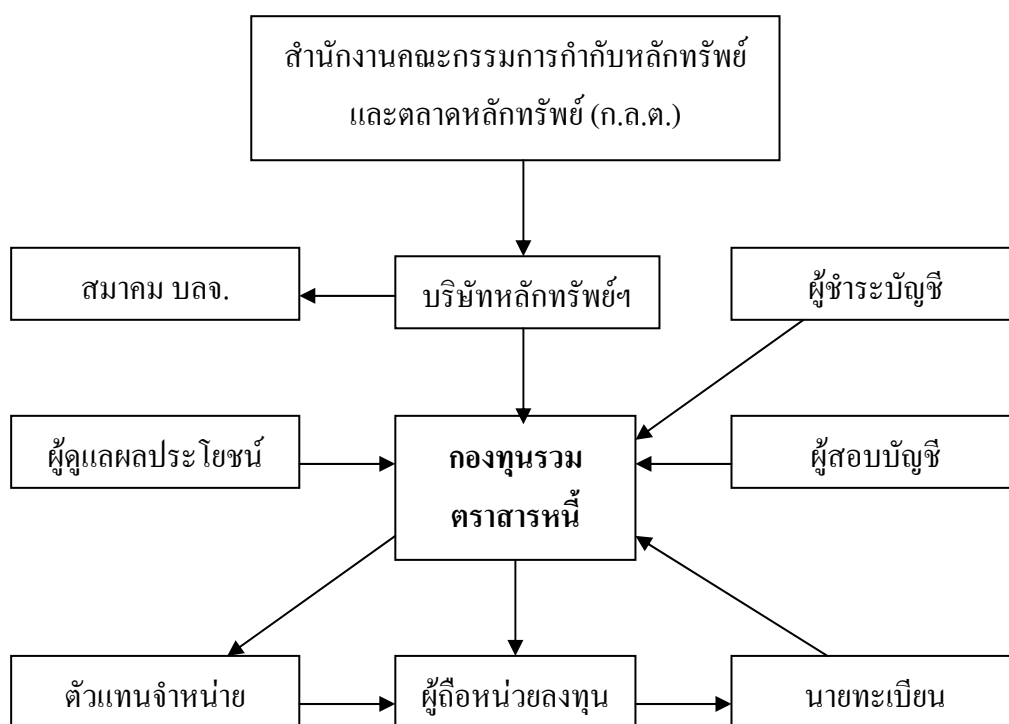
ในช่วงเวลาต่างอย่างต่อเนื่องทำให้เป็นเครื่องมือในการระดมทุนและการลงทุนที่สำคัญในตลาดทุนและตลาดเงินในประเทศไทย

ธุรกิจจัดการกองทุนรวมในประเทศไทย

เมื่อปี พ.ศ. 2535 รัฐบาลได้เปิดเสรีการดำเนินธุรกิจจัดการลงทุนและส่งเสริมให้มีการระดมทุนในประเทศมากขึ้นเพื่อลดการพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศ โดยได้ออกพระราชบัญญัติกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เพื่อกำหนดวิธีการดำเนินงานต่าง ๆ ด้านการลงทุนที่เกี่ยวข้อง สำหรับในส่วนที่เกี่ยวข้องกับกองทุนรวมนั้น ได้มีการแบ่งประเภทกองทุนรวมตามแบบมาตรฐานของสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ แบ่งตามนโยบายการลงทุนออกเป็น 10 แบบ และกองทุนตราสารหนี้ก็ถูกแบ่งออกเป็น 3 ประเภท ได้แก่ กองทุนรวมตราสารหนี้ทั่วไป กองทุนรวมตราสารหนี้ระยะสั้น กองทุนรวมตราสารหนี้ระยะยาว ซึ่งในการแบ่งตามนโยบายสามารถอธิบายถึงกองทุนตราสารหนี้ได้ว่า กองทุนตราสารหนี้เป็นกองทุนรวมที่มีนโยบายนำเงินลงทุนไปลงทุนในตราสารหนี้และเงินฝากเท่านั้น สำหรับตราสารหนี้ที่กองทุนรวมสามารถลงทุนได้ก็ได้แก่ พันธบัตร หุ้นกู้ ตัวแลกเงิน และตัวสัญญาใช้เงิน เป็นต้น โดยจะไม่นำเงินลงทุนไปลงทุนในตราสารทุนเลย เนื่องจากการลงทุนในตราสารหนี้นั้นกองทุนรวมจะได้รับผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยและผลกำไร(หรือขาดทุน) จากการเพิ่มขึ้น (ลดลง) ของราคาตราสารหนี้ แม้ว่ามูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมตราสารหนี้จะมีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงได้เหมือนกับกองทุนรวมประเภทอื่น ๆ แต่ก็มิได้มากเท่ากับกองทุนรวมตราสารทุนหรือกองทุนรวมตราสารผสม กองทุนรวมตราสารหนี้เหมาะกับผู้ลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนค่อนข้างสม่ำเสมอและมีความเสี่ยงในการลงทุนไม่มาก (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548) ดังนั้นจะพบว่ากองทุนรวมตราสารหนี้ มีความเสี่ยงน้อยกว่ากองทุนรวมที่มีนโยบาย ลงทุนในตราสารทุนหรือกองทุนตราสารผสม เหมาะสำหรับผู้ลงทุนที่ยอมรับความเสี่ยงได้น้อยกว่าจากการแบ่งประเภทของกองทุนตราสารหนี้สามารถอธิบายโครงสร้างของกองทุนตราสารหนี้ได้ดังนี้

โครงสร้างของกองทุนรวมตราสารหนี้

การแบ่งประเภทของกองทุนตราสารหนี้ โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้ง พ.ร.บ. กำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ทำให้จะสามารถอธิบายถึงโครงสร้างของกองทุนรวมตราสารหนี้ได้อย่างชัดเจนว่าเกี่ยวข้องกับหน่วยงานใดและแต่ละหน่วยงานมีหน้าที่อย่างไรในการจัดการที่เกี่ยวกับกองทุนตราสารหนี้ ซึ่งโครงสร้างของกองทุนรวมตราสารหนี้ ประกอบด้วยบุคคลและหน่วยงานต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง ทั้งภาครัฐและภาคเอกชน ดังรูปที่ 4.3



ภาพที่ 4.3 โครงสร้างกองทุนรวมตราสารหนี้
ที่มา: จากการศึกษา

จากภาพโครงสร้างกองทุนรวมตราสารหนี้จะพบว่ามีหน่วยงานและบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกองทุนตราสารหนี้ รวมถึงบางส่วนก็มีความเกี่ยวข้องกันเอง สามารถอธิบายได้ดังนี้

1. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม (Investment Management Company) หรือเรียกว่า “บริษัทจัดการลงทุน (บลจ.)” นั้นต้องเป็นบริษัทที่ได้รับใบอนุญาตเพื่อประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวมจากกระทรวงการคลัง และดำเนินงานภายใต้พระราชบัญญัติกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยก่อนการจัดตั้งกองทุนรวมตราสารหนี้ บลจ. บริษัทจัดการลงทุนจะทำหน้าที่เป็นผู้จัดทำโครงการลงทุนและรายละเอียดต่าง ๆ นำเสนอขออนุมัติจากสำนักงาน ก.ล.ต. เมื่อได้รับอนุมัติให้เสนอขายก็จะต้องเปิดเผยรายละเอียดข้อมูลที่จำเป็นให้กับนักลงทุนได้ทราบ และทำการแต่งตั้งผู้จัดการกองทุน (fund manager) เป็นผู้บริหารจัดการลงทุน

2. สมาคมบริษัทจัดการลงทุน (Association of Investment Management Companies: AIMC) จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เป็นองค์กรที่ไม่แสวงหากำไร ดำเนินงานเกี่ยวเนื่องกับธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุน สมาชิก ได้แก่ กลุ่มบริษัทจัดการการลงทุนประเภทกองทุนรวม กลุ่มบริษัทจัดการลงทุนประเภทกองทุนส่วนบุคคล และกลุ่มบริษัทจัดการลงทุนประเภทกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ หน้าที่หลักก็คือการกำหนดจรรยาบรรณและวางมาตรฐานในการปฏิบัติงานให้แก่สมาชิก ผู้จัดการกองทุนรวม ตลอดจนพนักงานที่เกี่ยวข้องได้ยึดถือปฏิบัติเป็นมาตรฐานเดียวกัน

3. สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) เป็นองค์กรอิสระของภาครัฐ ทำหน้าที่พัฒนาและกำกับดูแลให้การดำเนินธุรกิจจัดการลงทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและชอบธรรม โดยทำการออกกฎเกณฑ์ ประกาศ ข้อบังคับ และข้อกำหนดต่าง ๆ เพื่อกำกับดูแลทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง โดยกำกับดูแลทุกฝ่ายที่ปรากฏในรูปที่ 3.1

4. ผู้ดูแลผลประโยชน์ (trustee) คือสถาบันการเงินที่มีคุณสมบัติตามที่ สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดโดยทำหน้าที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหน่วยลงทุน รักษาผลประโยชน์ทั้งมวลของผู้ถือหน่วยลงทุน ผู้ดูแลผลประโยชน์จะต้องไม่มีส่วนเกี่ยวข้องใด ๆ ทั้งทางตรงและทางอ้อมกับบริษัทจัดการลงทุน

5. ตัวแทนสนับสนุนการขายหน่วยลงทุน คือ บุคคล หรือนิติบุคคลที่บริหารจัดการลงทุน แต่งตั้งขึ้นเป็นตัวแทน เพื่อทำหน้าที่ให้คำแนะนำและเสนอขาย หรือรับซื้อคืนหน่วยลงทุนของ กองทุนภายในกรอบกฎหมายที่กำหนด

6. นายทะเบียนหน่วยลงทุน เป็นสถาบันการเงินที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. ให้มีหน้าที่ดูแล และจัดทำทะเบียนรายชื่อผู้ถือหน่วยลงทุนของกองทุนรวม ตลอดจนดูแลสิทธิ ประโยชน์ต่าง ๆ ของผู้ถือหน่วยลงทุนให้เป็นไปอย่างถูกต้อง และในบางกรณีบริหารจัดการลงทุน อาจทำหน้าที่เป็นนายทะเบียนหน่วยลงทุนของกองทุนรวมซึ่งตนเป็นผู้บริหารจัดการเองได้

7. ผู้สอบบัญชีรับอนุญาต เป็นผู้มีชื่ออยู่ในรายชื่อที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. ว่าด้วยการให้ความเห็นชอบผู้สอบบัญชี โดยทำหน้าที่ตรวจสอบบัญชีทรัพย์สินของกองทุนรวม ตลอดจนตรวจสอบและให้ความเห็นชอบงบการเงินของกองทุนรวมให้เป็นไปตามมาตรฐานบัญชี

จากโครงสร้างของตราสารหนี้ก็จะพบว่ามียหลายหน่วยงานที่เกี่ยวข้องในการออกกองทุน ตราสารหนี้และควบคุมการบริหารจัดการกองทุนตราสารหนี้ รวมทั้งการสนับสนุนการลงทุน ในกองทุนตราสารหนี้ ซึ่งแต่ละหน่วยงานหรือบุคคลก็จะมีหน้าที่ที่แตกต่างกันออกไป โดยมุ่งหวัง ที่จะพัฒนาให้กองทุนตราสารหนี้เป็นส่วนหนึ่งของการพัฒนาตลาดเงินและตลาดทุนในประเทศไทย แต่ในการทำหน้าที่ของแต่ละหน่วยงานหรือกลุ่มบุคคลในโครงสร้างตราสารหนี้ไม่ได้มีปัจจัยที่ เกิดขึ้นในหน่วยงานหรือกลุ่มบุคคลนั้น ๆ เพียงอย่างเดียว หากแต่มีปัจจัยที่เกิดจากสภาพทางเศรษฐกิจ ที่มีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลาเข้ามาเกี่ยวข้อง ทำให้กองทุนตราสารหนี้ในแต่ละช่วงเวลาของ สถานการณ์ทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน ก็จะมีสถานะที่แตกต่างกันออกไปดังที่จะได้อธิบายถึง การเจริญเติบโตของกองทุนรวมตราสารหนี้ในหัวข้อต่อไป ในการอธิบายการจะสามารถแบ่งได้ ออกเป็น 3 ช่วง ได้แก่ ช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ พ.ศ. 2540 ช่วงวิกฤตการณ์ทาง เศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 และช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ พ.ศ. 2540

การเจริญเติบโตของกองทุนรวมตราสารหนี้

ช่วงก่อนเกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540

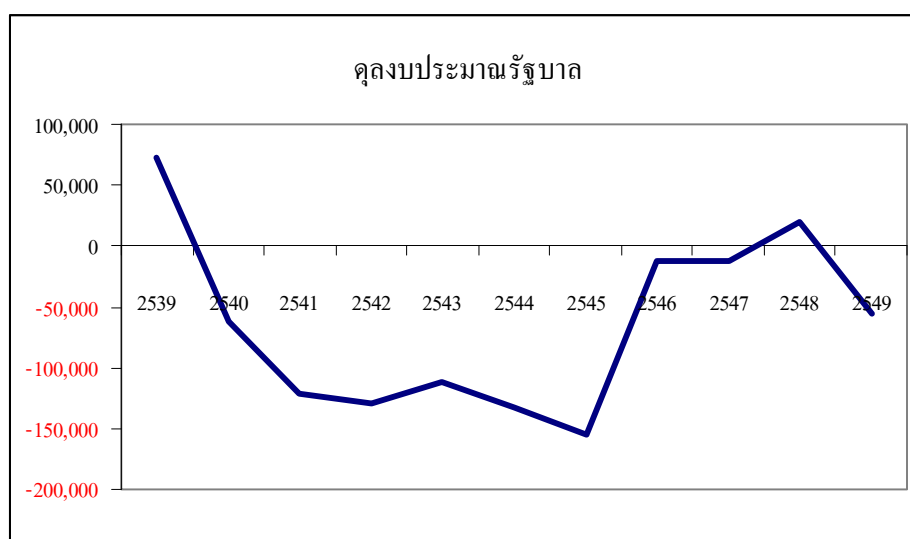
นับตั้งแต่การออกพระราชบัญญัติกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เป็นต้นมา ธุรกิจจัดการลงทุนได้มีการพัฒนาโดยได้รับการสนับสนุนจากสำนักงาน ก.ล.ต. โดยมุ่งหวังว่าจะให้มียกลงทุนประเภทสถาบันเพิ่มมากขึ้นทำให้ในระยะเพียง 4 ปี หลังจากพ.ศ. 2535 มีกองทุนรวมจัดตั้งขึ้นมาทั้งสิ้น 130 กองทุน สาเหตุที่กองทุนมีการขยายตัวเป็นอย่างมากก็เนื่องมาจากบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมมีผู้ถือหุ้นหลักในบริษัทเป็นธนาคารพาณิชย์ ดังนั้นในการเสนอขายหน่วยลงทุนจึงเสนอขายผ่านทางสาขาของธนาคาร ประกอบกับในช่วงดังกล่าวตลาดหุ้นมีผลประกอบการที่ดีทำให้การจ่ายเงินปันผลของกองทุนรวมในช่วงแรกๆ นั้นมีอัตราที่สูง แต่ในขณะเดียวกันเมื่อปี พ.ศ. 2537 ตลาดหุ้นมีการปรับตัวสูงขึ้นถึง 1,700 ผู้ลงทุนมองว่าราคาหุ้นสูงกว่าราคาปัจจัยพื้นฐานจึงมีการขายหุ้นออกมามาก ทำให้ราคาหุ้นตกลงและกองทุนรวมที่เพิ่งจำหน่ายออกไปก็เริ่มประสบปัญหาเกี่ยวกับการขาดทุนไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ ทำให้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนเริ่มลดลงแต่ในทางกลับกัน แม้ว่าตลาดหุ้นจะมีปัญหาแต่ขนาดของกองทุนรวมยังคงเติบโตต่อเนื่อง เพราะในช่วงปี พ.ศ. 2537 – 2539 อัตราดอกเบี้ยในตลาดขณะนั้นมีแนวโน้มสูงขึ้น ประกอบกับอุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และสถาบันการเงินได้ออกหุ้นกู้จำนวนมาก บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมจึงหันมาออกกองทุนรวมตราสารหนี้เพิ่มขึ้น และได้รับความนิยมเป็นอย่างมาก

ช่วงเกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540

เศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียได้รับผลกระทบจากการเกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจครั้งใหญ่ ส่งผลให้ค่าเงินอ่อนตัวอย่างรุนแรง ทำให้กิจการต่าง ๆ ที่มีหนี้สินต่างประเทศไม่มีความสามารถในการชำระหนี้และเกิดวิกฤติในระบบสถาบันการเงินเนื่องจากผู้ฝากเงินขาดความเชื่อมั่นจนมีการถอนเงินออกจากธนาคารและบริษัทเงินทุนต่างๆ จนทางการต้องตัดสินใจปิดสถาบันการเงินจำนวน 56 สถาบัน และออกมาตรการรับประกันผู้ฝากเงินและเจ้าหน้าที่สถาบันการเงินที่เหลือ ซึ่งอุตสาหกรรมกองทุนรวมได้รับผลกระทบอย่างมาก โดยเฉพาะกองทุนตราสารหนี้ได้รับผลกระทบถึง 2 ทาง นั่นคือ 1) ขาดสภาพคล่องเนื่องจากเมื่อผู้ถือหน่วยลงทุนมาขายคืนหน่วยลงทุนแต่ผู้จัดการกองทุนไม่สามารถไถ่ถอนเงินจากสถาบันการเงินได้ทันที 2) ผู้ออกตราสารหนี้ที่กองทุนรวมลงทุนอยู่บางรายได้รับผลกระทบทางเศรษฐกิจจึงไม่มีความสามารถในการชำระหนี้ทำให้

สภาพคล่องในการซื้อขายตราสารหนี้ลดลงมาก เนื่องจากผู้ลงทุนในตลาดตราสารหนี้ขาดความเชื่อมั่นและการตีราคาทรัพย์สินทำได้ยาก ส่วนในกรณีที่ผู้ออกตราสารหนี้บางรายไม่สามารถชำระดอกเบี้ยหรือเงินต้นได้ ก็มีผลทำให้กองทุนรวมตราสารหนี้ต้องตีราคาทรัพย์สินดังกล่าวเป็นศูนย์ทำให้มูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมตราสารหนี้หลายกองทุนลดลงเป็นอย่างมาก ในช่วงเกิดวิกฤติเศรษฐกิจคราวนั้นทำให้กองทุนตราสารหนี้เกือบจะแทบทุกกองทุนต้องหยุดการซื้อขายหน่วยลงทุนและหลายกองทุนตัดสินใจยกเลิกกองทุนเพื่อคืนเงินให้กับผู้ถือหน่วยลงทุน

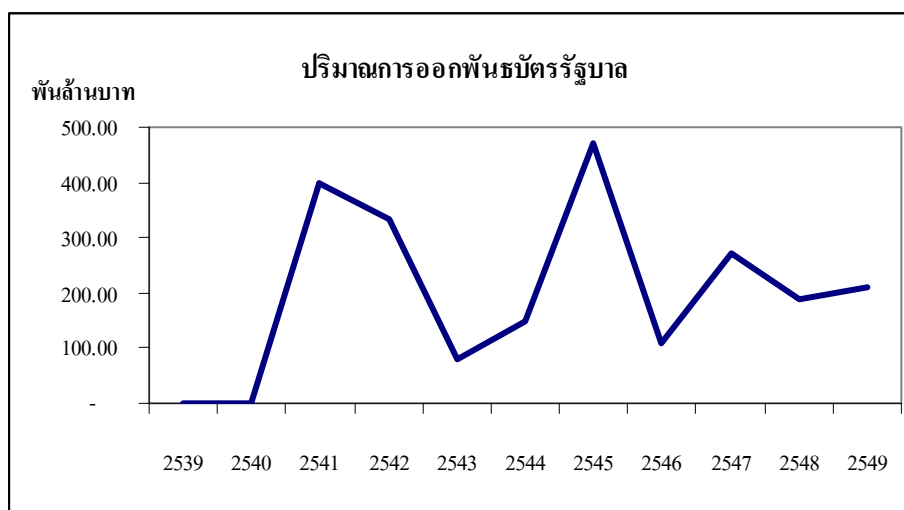
เมื่อรัฐบาลต้องแก้ไขปัญหาทางเศรษฐกิจที่จะต้องใช้เงินจำนวนมาก ดังนั้นรัฐบาลจึงมีการออกพันธบัตรเป็นจำนวนมากเป็นครั้งแรกหลังจากที่ไม่ได้ออกพันธบัตรมาเป็นเวลานาน เนื่องจากในช่วงนั้นรัฐบาลเริ่มขาดดุลงบประมาณแล้วจากภาพที่ 4.4 พบว่าในช่วงเวลาดังแต่ปี พ.ศ. 2540 รัฐบาลดำเนินนโยบายขาดดุลงบประมาณ และในปี พ.ศ. 2545 ขาดดุลงบประมาณถึง 154,893 ล้านบาท เป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้พันธบัตรรัฐบาลได้ออกมาสู่ตลาดเป็นจำนวนมาก เพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณของรัฐบาล



ภาพที่ 4.4 ดุลงบประมาณรัฐบาล ปี พ.ศ. 2539 – 2549

ที่มา: จากการศึกษา

การที่รัฐบาลมีงบประมาณที่ขาดดุลเป็นจำนวนมากประกอบกับการออกพันธบัตรมาเพื่อปรับปรุงโครงสร้างสถาบันการเงิน ทำให้ในช่วงเวลาดังกล่าวมีการออกพันธบัตรรัฐบาลเป็นจำนวนมาก จากภาพที่ 4.5 จะพบว่าในช่วงก่อนหน้าการเกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจไม่มีการออกพันธบัตรรัฐบาลเลย จนกระทั่ง เมื่อปี พ.ศ. 2541 ได้ออกพันธบัตรออกมาเพื่อแก้วิกฤติเศรษฐกิจ รวมทั้งเป็นผลส่วนหนึ่งมาจากการขาดดุลงบประมาณรัฐบาล โดยเมื่อปี พ.ศ. 2539 พบว่ายังไม่มีมีการออกพันธบัตรออกมาสู่ตลาดตราสารหนี้ แต่เมื่อเกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจ ในปี พ.ศ. 2540 รัฐบาลจึงได้ออกพันธบัตรมาในปี พ.ศ. 2541 ถึง 400,000 ล้านบาท เพื่อแก้วิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจและออกมาอย่างต่อเนื่องจน เมื่อปี พ.ศ. 2545 มีปริมาณการออกพันธบัตรมากที่สุดถึง 471,500 ล้านบาท ซึ่งก็เป็นผลมาจากการขาดดุลงบประมาณรัฐบาลมากที่สุดในช่วงเวลาที่ศึกษา



ภาพที่ 4.5 ปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาล ปี พ.ศ. 2539 - 2549

ที่มา: จากการศึกษา

ดังนั้นในสถานะที่ผู้ลงทุนระมัดระวังการลงทุนเป็นอย่างมากจึงมีการจัดตั้งกองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในพันธบัตรซึ่งมีความเสี่ยงทางด้านเครดิตต่ำและยังให้ผลตอบแทนที่สูงเนื่องจาก ณ ตอนนั้นอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดอยู่ในระดับที่สูงมากนั่นเอง กองทุนรวมตราสารหนี้ที่เน้นลงทุนในพันธบัตร จึงเป็นทางเลือกในการลงทุนที่เติบโตเป็นอย่างมากในช่วงนั้น แต่ในส่วนของกองทุนรวมตราสารทุนนั้น นับว่าตกต่ำเป็นอย่างมาก เมื่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวลดลงอย่างมากและแตะจุดต่ำสุดที่ 207.00 จุด ทำให้การลงทุนในกองทุนรวมโดยภาพรวมก็ลดลงเป็นอย่างมาก ในด้านการขยายตลาดของกองทุนรวมที่เสนอขายประชาชนยังอยู่ในสถานะที่

ชะลอตัว และเกิดกองทุนรวมประเภทใหม่ที่ออกเสนอขายแก่ผู้ลงทุนสถาบัน เนื่องจากทางการได้อนุญาตให้จัดตั้งกองทุนรวมเพื่อแก้ไขปัญหาในสถาบันการเงินซึ่งมีทั้งที่เป็นกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทุนรวมสิทธิเรียกร้องเพื่อเป็นช่องทางให้ผู้ลงทุนสถาบันจัดตั้งกองทุนเพื่อนำเงินของกองทุนไปประมูลซื้อหนี้สินจากองค์กรเพื่อปฏิรูประบบสถาบันการเงินและสถาบันการเงินบางแห่งก็ใช้กองทุนประเภทดังกล่าวเป็นเครื่องมือในการระดมทุนเพื่อปรับโครงสร้างเงินทุนให้แข็งแกร่งขึ้น

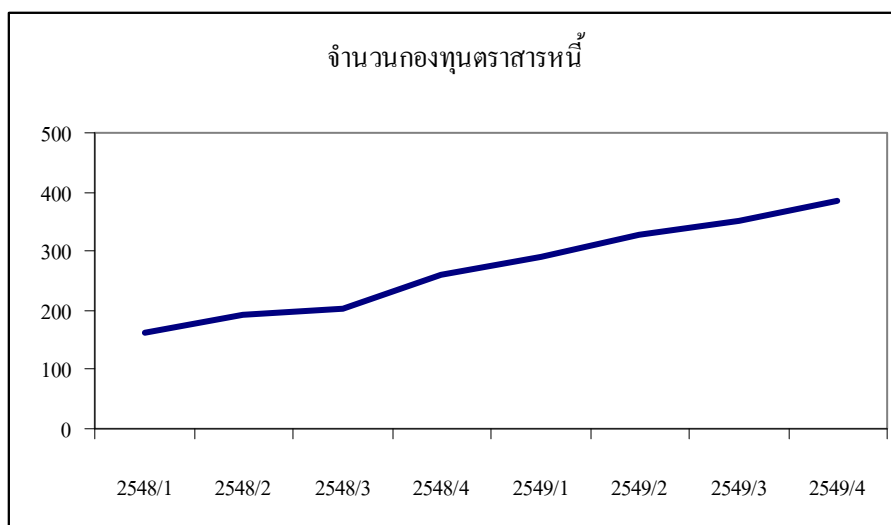
ช่วงหลังเกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2540

เมื่อสถานการณ์ทางเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวไปในทิศทางที่ดีขึ้นตั้งแต่ปี พ.ศ. 2542 การระดมทุนผ่านกองทุนรวมก็มีเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ ประกอบกับตลาดหุ้นก็เริ่มฟื้นตัว ในขณะที่การลงทุนในตลาดตราสารหนี้ก็มีผลตอบแทนที่ยังดีอยู่ แต่เนื่องจากสภาพคล่องทางการเงินยังล้นระบบอยู่มากทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากลดลงอย่างมากและอยู่ในระดับที่ต่ำที่สุด การลงทุนในตราสารหนี้ก็เกิดความผันผวนจากการที่ราคาดราสารหนี้ได้ปรับตัวขึ้นมาอย่างต่อเนื่อง ทำให้อัตราผลตอบแทนหรือ yield ต่ำลงมาก ดังนั้นเมื่อมีการคาดการณ์ว่าดอกเบี้ยในท้องตลาดอาจจะปรับตัวขึ้นก็จะมีการขายตราสารหนี้ออกมาเพื่อลดความเสี่ยงทางด้านราคา จากการขายอย่างต่อเนื่องทำให้ราคาลดลงซึ่งส่งผลกระทบต่อกองทุนรวมตราสารหนี้ที่ผู้ลงทุนบางส่วนมาไถ่ถอนหน่วยลงทุน เนื่องจากไม่มั่นใจว่าราคาดราสารหนี้จะลดลงไปอีกหรือไม่ โดยเฉพาะในช่วงครึ่งปีหลังของปี พ.ศ. 2546 เมื่อนักลงทุนเห็นว่าดัชนีชี้้นำทางเศรษฐกิจเริ่มมีการปรับตัวในทิศทางที่ดีขึ้น เช่น อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ อัตราการเติบโตของการส่งออก อัตราการใช้กำลังการผลิต และอัตราการว่างงาน เป็นต้น ซึ่งต่างก็สนับสนุนว่าเศรษฐกิจของประเทศไทยน่าจะดีขึ้นอย่างต่อเนื่องและนอกจากนี้ในตลาดหุ้นกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ขยายตัวเพิ่มขึ้นทำให้กองทุนรวมตราสารหุ้นและตราสารผสมมีจำนวนเพิ่มขึ้นในขณะที่ตราสารหนี้ในขณะนั้นยังเป็นสิ่งที่ผู้ลงทุนให้ระมัดระวังพอสมควร

ต่อมาในช่วงปี พ.ศ. 2547 ทิศทางของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเริ่มมีทิศทางการปรับตัวที่สูงขึ้น อันเนื่องมาจากการปรับตัวเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรในสหรัฐอเมริกาเป็นแรงกดดันส่วนหนึ่งให้ไทยต้องเพิ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรให้สูงเพิ่มขึ้น ซึ่งโดยปกติแล้วอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยจะทรงตัวอยู่เหนืออัตราผลตอบแทนพันธบัตรของสหรัฐอเมริกาตามความเสี่ยงของประเทศที่สูงกว่า ประกอบกับรัฐบาลได้ออกมาตรการสนับสนุนการลงทุน

ในกองทุนรวม เช่น มาตรการจูงใจทางด้านภาษีสำหรับนักลงทุนที่ลงทุนในกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว ที่ให้มีการนำเงินลงทุนไปลดหย่อนภาษีได้ตามที่ลงทุนจริงไม่เกินร้อยละ 15 ของรายได้ต่อปี หรือไม่เกิน 3 แสนบาท และถ้าไรจากการขายคืนหน่วยลงทุน (capital gain tax) ก็ไม่ต้องนำมาคำนวณเป็นรายได้เพื่อเสียภาษี ซึ่งจะมีส่วนทำให้กองทุนประเภทดังกล่าวเป็นที่สนใจของนักลงทุนมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ยังมีมาตรการที่สนับสนุนการให้ความคุ้มครองนักลงทุน การส่งเสริมให้มีการจัดอันดับ บลจ.ต่าง ๆ ในประเทศ ซึ่งจะช่วยส่งเสริมความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อการลงทุนในกองทุนรวมมากขึ้น อีกปัจจัยหนึ่ง ได้แก่ การแข่งขันระหว่างบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่จะเพิ่มมากขึ้น ทั้งในแง่ของการนำเสนอผลิตภัณฑ์การเงินที่มีความหลากหลายเพื่อเป็นทางเลือกให้กับนักลงทุน และการส่งเสริมกลยุทธ์การขายด้วยวิธีการใหม่ ๆ ตลอดจนการพยายามเข้าถึงกลุ่มนักลงทุนมากขึ้น และการเพิ่มคุณภาพในการให้บริการลูกค้า ปัจจัยต่าง ๆ ที่ได้กล่าวมาในข้างต้นนี้จะมีส่วนสำคัญอย่างมากในการดึงดูดให้นักลงทุนเข้ามาลงทุนในกองทุนรวมเพิ่มมากขึ้นและผลักดันให้ธุรกิจกองทุนรวมสามารถที่จะเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง

ปัจจัยที่สำคัญนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2547 เป็นต้นมาจนถึงปัจจุบัน ที่ทำให้กองทุนตราสารหนี้มีจำนวนเพิ่มสูงขึ้น ได้แก่ การแข่งขันออกผลิตภัณฑ์ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมที่มีธนาคารเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ นำเสนอผลิตภัณฑ์ผ่านทางธนาคาร ในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยยังอยู่ในระดับต่ำ ออกผลิตภัณฑ์มาเพื่อเพิ่มช่องทางการลงทุนให้กับนักลงทุนเปลี่ยนจากการฝากเงินที่ได้รับอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำมาลงทุนในกองทุนตราสารหนี้ที่อาจได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่า และมีความเสี่ยงไม่ต่างไปจากการฝากเงิน เนื่องจาก เน้นการลงทุนในตราสารหนี้ของรัฐบาลเป็นหลักจนทำให้กองทุนตราสารหนี้มีปริมาณเพิ่มขึ้นและมูลค่าทรัพย์สินรวมสุทธิก็เพิ่มสูงขึ้นด้วยเช่นกัน

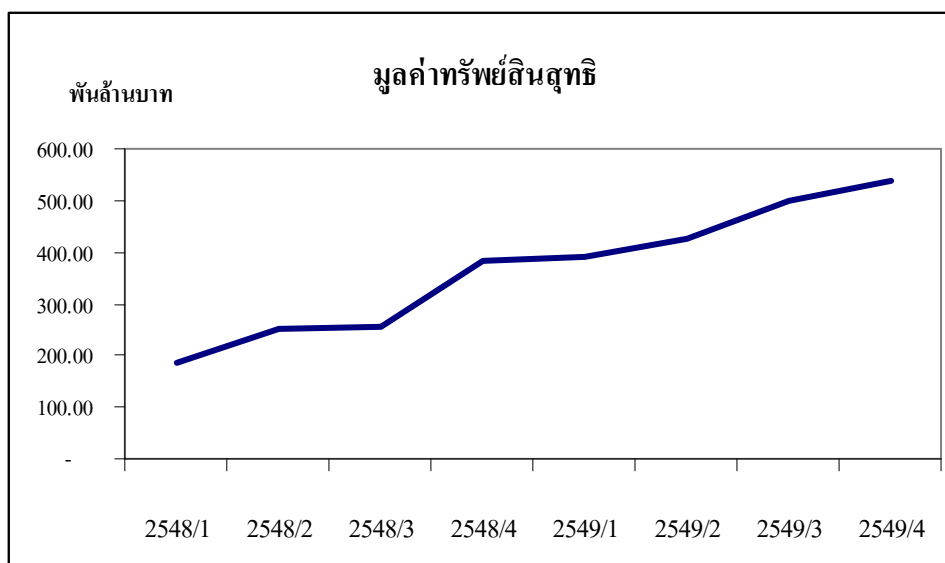


ภาพที่ 4.6 จำนวนกองทุนตราสารหนี้ พ.ศ. 2548 – 2549

ที่มา: จากการศึกษา

จากภาพที่ 4.6 เมื่อไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2548 จำนวนกองทุนตราสารหนี้มีจำนวน 161 กองทุน และในช่วงเวลาดังกล่าวบริษัทจัดการกองทุนได้แข่งขันกันออกผลิตภัณฑ์ประเภทกองทุนตราสารหนี้ เพื่อดึงดูดนักลงทุนให้มาสนใจในการลงทุนผ่านกองทุนตราสารหนี้ โดยใช้จุดแข็งของการที่มีความเสี่ยงในการลงทุนค่อนข้างต่ำ และอาศัยช่องทางการขายผ่านธนาคารพาณิชย์ที่เป็นบริษัทในเครือเดียวกันที่มีฐานลูกค้าอยู่แล้ว ส่งผลให้ธุรกิจจัดการลงทุนมีปริมาณการออกตราสารหนี้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและในไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2549 พบว่ามีจำนวนกองทุนตราสารหนี้ทั้งสิ้น 386 กองทุน เพิ่มขึ้นถึง 240% จากเมื่อปี 2548

นอกจากนั้นแล้วการที่จำนวนกองทุนตราสารหนี้เพิ่มมากขึ้นส่งผลให้เงินลงทุนของกองทุนตราสารหนี้ (มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ) ก็เพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน ดังแสดงได้ในภาพที่ 4.7 จากการศึกษาปริมาณการลงทุนของนักลงทุนในกองทุนตราสารหนี้เพิ่มสูงขึ้นส่งผลให้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนตราสารหนี้ที่ได้กระจายไปลงทุนในกองทุนตราสารหนี้ประเภทต่าง ๆ มีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้น โดยในไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2548 กองทุนตราสารหนี้มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ 186.92 พันล้านบาท และเพิ่มขึ้นเป็น 539.19 พันล้านบาทในไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2549



ภาพที่ 4.7 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนตราสารหนี้ พ.ศ. 2548 – 2549

ที่มา: จากการศึกษา

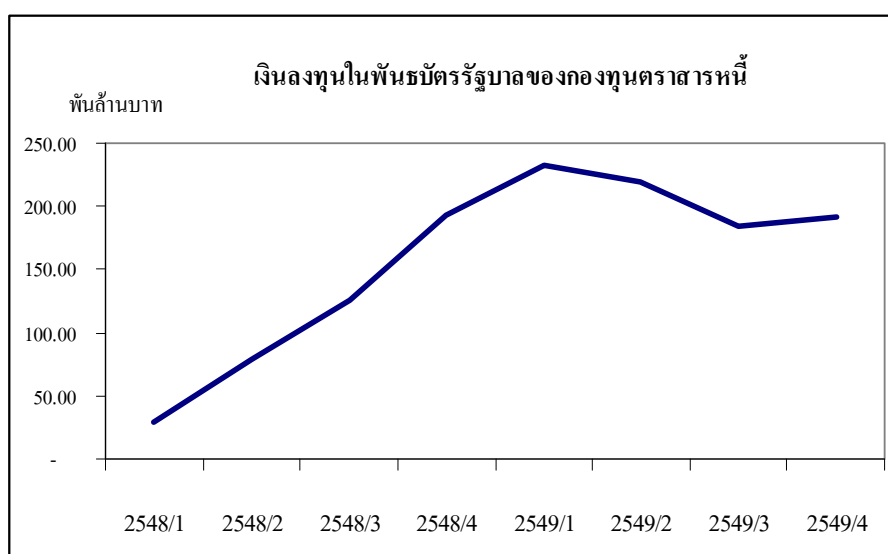
การลงทุนของกองทุนตราสารหนี้ก็จะสามารถลงทุนได้ในตราสารที่ ก.ล.ต. ได้กำหนดไว้ โดยจะมีสัดส่วนการลงทุนที่แตกต่างกันออกไปขึ้นอยู่กับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจในแต่ละช่วงเวลาว่าจะเน้นลงทุนในตราสารหนี้ประเภทใด ซึ่งการลงทุนของกองทุนตราสารหนี้ก็จะช่วยให้นักลงทุนได้ตัดสินใจว่าจะเลือกซื้อกองทุนตราสารหนี้กองทุนใด เนื่องจากนโยบายในแต่ละกองทุนก็จะมี ความแตกต่างกัน เช่น ในบางช่วงที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากต่ำ กองทุนตราสารหนี้ก็จะไปเน้นลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลที่ให้ผลตอบแทนมากกว่าเงินฝากและนำกองทุนเสนอขายหน่วยลงทุนให้กับ นักลงทุนได้เลือก ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จะพิจารณาเพิ่มเติมในส่วนของนโยบายการลงทุนของ กองทุนตราสารหนี้ในประเทศไทย ว่าเป็นไปในทิศทางใดเพื่อให้นักลงทุนได้พิจารณาเลือกลงทุน ในกองทุนตราสารหนี้

นโยบายการลงทุนของกองทุนตราสารหนี้

ตามที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้แบ่งประเภทของ กองทุนตามนโยบายการลงทุน โดยได้แบ่งให้กองทุนตราสารหนี้เป็นกองทุนที่มีนโยบายการลงทุน ในตราสารหนี้ไม่มีการลงทุนในตราสารทุนหรือตราสารหนี้กึ่งทุน โดยกองทุนอาจเลือกลงทุน ในตราสารหนี้ประเภทที่มีความเสี่ยงต่ำ เช่น ตัวเงินคลัง และพันธบัตรรัฐบาล หรืออาจจะเลือก

ลงทุนในหุ้นกู้เอกชนที่มีการจัดอันดับตราสารหนี้อยู่ในระดับที่มีความเสี่ยงต่ำ โดยมุ่งหวังที่จะได้รับรายรับประจำจากดอกเบี้ย ดังนั้นกองทุนตราสารหนี้จึงเป็นกองทุนที่เหมาะสมกับนักลงทุนที่รับความเสี่ยงได้น้อย ผลกระทบที่กองทุนตราสารหนี้ก็มีความหลากหลายมากขึ้น

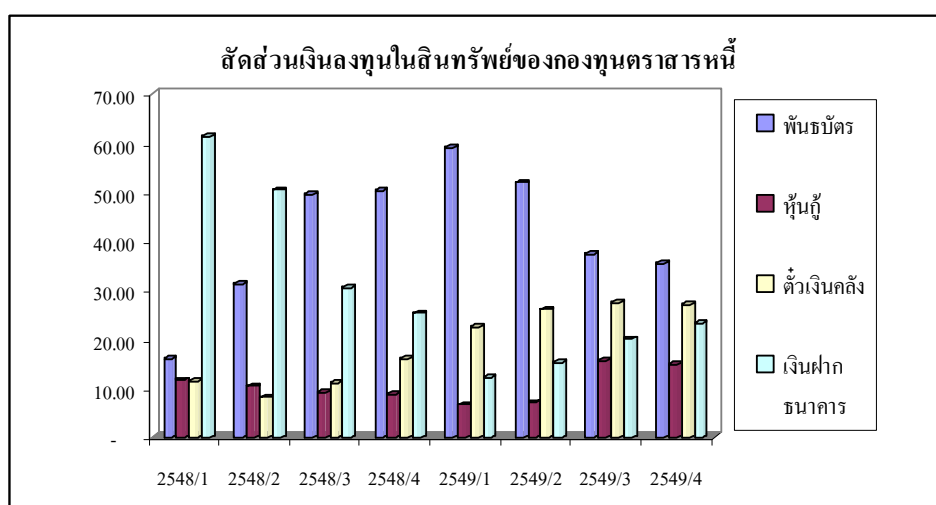
จากปัจจัยที่มีการแข่งขันกันสูงในด้านการออกกองทุนตราสารหนี้ที่ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล เพื่อรองรับลูกค้าที่ต้องการหาผลตอบแทนที่ได้มากกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและการออกพันธบัตรรัฐบาลของรัฐบาลที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้การลงทุนของกองทุนตราสารหนี้มีส่วนการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลเป็นจำนวนเพิ่มขึ้นมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 เป็นต้นมา จากภาพที่ 4.8 จะพบว่าเงินลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้เพิ่มขึ้นเป็นจำนวนมาก โดยเมื่อ ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2548 มีจำนวน 29.82 พันล้านบาท และเพิ่มขึ้นสูงสุดถึง 219.08 พันล้านบาท ในไตรมาสที่ 2 พ.ศ. 2549 และแม้ว่าจะเริ่มมีการลดลงในไตรมาสต่อมาแต่ก็ยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในไตรมาสสุดท้ายของปี พ.ศ. 2549



ภาพที่ 4.8 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนตราสารหนี้ พ.ศ. 2548 – 2549

ที่มา: การศึกษา

การลงทุนของกองทุนตราสารหนี้มีนโยบายการลงทุนในตราสารหนี้ โดยตราสารหนี้หลักที่ลงทุน ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ ตัวเงินค้ำ และเงินฝากธนาคารจากภาพที่ 4.9 แสดงถึงสัดส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ของกองทุนตราสารหนี้ พบว่าสัดส่วนเงินลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2548 มีเงินลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลจำนวนร้อยละ 31.11 ของเงินลงทุนทั้งหมดเป็นสัดส่วนที่มากที่สุด และสูงที่สุดถึงร้อยละ 59.08 ในไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2549 ถึงแม้ว่าจะมีสัดส่วนที่ลดลงในไตรมาสต่อมา แต่ก็เป็นสัดส่วนที่มากที่สุด แต่ที่น่าสนใจก็คือ สัดส่วนของเงินลงทุนในหุ้นกุ่มีปริมาณเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากร้อยละ 6.98 ในไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2549 เป็นร้อยละ 15.54 และ 14.68 ในไตรมาสที่ 3 และ 4 ปี พ.ศ. 2549 ตามลำดับ สาเหตุก็เนื่องมาจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เริ่มหันมาระดมทุนจากการออกหุ้นกู้ให้นักลงทุนได้ลงทุนอย่างต่อเนื่อง สาเหตุอีกประการหนึ่งก็มาจากการที่แนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวลดลง ทำให้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลก็จะมีการปรับตัวลดลงตามไปด้วย ทำให้การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลมีสัดส่วนที่ลดลง



ภาพที่ 4.9 สัดส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ของกองทุนตราสารหนี้ พ.ศ. 2548 – 2549
ที่มา: จากการศึกษา

บทที่ 5

ปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์และอุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์ของพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ ในครั้งนี้ได้ใช้สมการโครงสร้างที่ได้นำเสนอไว้ในบทที่ 3 โดยใช้วิธีทางเศรษฐมิติในการประมาณค่าสมการต่อเนื่องด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้นตามที่ได้อธิบายขั้นตอนและวิธีการประมาณค่าสมการในบทที่ 3 โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2544 จนถึงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2549 รวมทั้งสิ้นจำนวน 24 ช่วงเวลา

จากสมการโครงสร้างที่ได้นำเสนอไปในบทที่ 3 คือ สมการที่ (1) และสมการที่ (2) เป็นสมการที่ใช้อธิบายปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์ของพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้และอุปทานของพันธบัตรรัฐบาลตามลำดับ มีตัวแปรอิสระภายในคือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาล (RG) และกลุ่มตัวแปรอิสระภายนอก ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ (π) ปริมาณเงินของกองทุนตราสารหนี้ (I) ความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี ของธนาคารพาณิชย์ใหญ่ 5 แห่ง (VAR) ดุลงบประมาณรัฐบาล (GB) ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีของธนาคารพาณิชย์ (MLR) สามารถแสดงได้โดยสมการดังนี้

$$Qd_t = a_0 + a_1 RG_t + a_2 \pi_t + a_3 I_t + a_4 VAR + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$Qs_t = b_0 + b_1 RG_t + b_2 \pi_t + b_3 GB + b_4 GDP + b_5 MLR + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$$Qd_t = Qs_t = Q_t \quad (3)$$

จากสมการดังกล่าวข้างต้นได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมในบทที่ 3 และทำการประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น โดยผลการศึกษามีดังนี้

ปัจจัยที่ผลต่ออุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้

ผลการทดสอบแบบจำลองสมการที่ (1) แสดงไว้ในตารางที่ ก 1 ในภาคผนวก ก และนำค่าสถิติที่ได้จากการทดสอบมาเขียนในรูปสมการได้ดังนี้

$$Q_d = -60257.12 + 8285.171 \text{ RG} + 0.416778 \text{ I} + 14704.40 \pi - 3239.982 \text{ VAR}$$

$$(-4.044471)^{***} \quad (2.095185)^{**} \quad (10.39118)^{***} \quad (9.677759)^{***} \quad (-1.850554)^*$$

$$R^2 = 0.982042 \quad \text{S. E.} = 11836.92$$

$$\overline{R}^2 = 0.978261 \quad \text{D.W.} = 1.124032$$

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บ คือ t-statistic

* มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

จากผลการประมาณค่าสมการที่ (1) จะพบว่าค่า R^2 มีค่าสูงกล่าวคือ ตัวแปรอิสระทั้งหมดในแบบจำลองสามารถอธิบายตัวแปรตามได้ถึงร้อยละ 98.20 แต่จากการทดสอบด้วยค่า durbin watson มีค่า 1.124032 ตกอยู่ในช่วงที่ระบุว่าตกอยู่ในช่วงที่ไม่สามารถระบุได้ว่ามีปัญหา autocorrelation หรือไม่ ดังนั้นจึงได้มีการทดสอบโดยใช้ serial correlation LM test (แสดงในตารางที่ ก2 ภาคผนวก ก) ได้ผลว่า ค่า probability chi-square = 0.020001 ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานหลักว่าไม่เกิด autocorrelation สรุปได้ว่าแบบจำลองนี้มีปัญหา autocorrelation ที่ first order ดังนั้นจึงต้องมีการปรับปรุงแบบจำลองและทำการศึกษาต่อไป

จากการปรับปรุงแบบจำลองเพื่อแก้ปัญหา autocorrelation ที่เกิดขึ้นในสมการที่ (1) จากการศึกษาครั้งที่ผ่านมา โดยใช้ time lag 2 ช่วงระยะเวลา (AR (1) และ AR(2)) ของตัวแปรตามของสมการเพื่อทดสอบการแก้ปัญหา autocorrelation ได้ผลการประมาณค่าดังแสดงไว้ในตารางที่ ก 3 ภาคผนวก ก และนำค่าสถิติที่ได้มาในรูปสมการได้ดังนี้

$$\begin{aligned}
Qd = & -56962.96 + 8565.984 \text{ RG} + 0.432019 \text{ I} + 12509.17 \pi - 2962.441 \text{ VAR} \\
& (-3.902622)^{***} \quad (1.967068)^* \quad (8.191763)^{***} \quad (4.413339)^{***} \quad (-1.577887) \\
& + 0.719093 \text{ AR (1)} - 0.439770 \text{ AR (2)} \\
& (2.941345)^{**} \quad (-1.612689)
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
R^2 &= 0.991787 & \text{S. E.} &= 8865.416 \\
\overline{R}^2 &= 0.988502 & \text{D.W.} &= 2.186815
\end{aligned}$$

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บ คือ t-statistic

* มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

จากสมการที่ (1) ในการประมาณค่าแบบจำลองอุปสงค์ครั้งที่ 2 สามารถอธิบายได้ดังนี้ การที่ค่า R^2 มีค่าเท่ากับ 0.991787 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดในแบบจำลองประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาล (RG) อัตราเงินเฟ้อ (π) ปริมาณเงินของกองทุนตราสารหนี้ (I) ความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี ของธนาคารพาณิชย์ใหญ่ 5 แห่ง (VAR) สามารถอธิบายอุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้ได้ร้อยละ 99.17 ในขณะที่อีกร้อยละ 0.83 เป็นอิทธิพลจากตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาทำการศึกษาในครั้งนี้เมื่อพิจารณาจากค่า adjusted R^2 มีค่าเท่ากับ 0.988502 แสดงว่าหลังจากการปรับค่า R^2 ด้วยตัวแปรอิสระในแบบจำลองแล้วตัวแปรอิสระทั้งหมดในแบบจำลองยังสามารถอธิบายอุปสงค์ต่อพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ได้ร้อยละ 98.85 จากการประมาณค่าแบบจำลองที่ได้จึงนำมาเป็นแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาและอธิบายผลการศึกษาดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่แท้จริง (RG) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 8565.984 มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอุปสงค์ต่อพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ กล่าวคือ หากกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่แล้ว เมื่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่แท้จริงเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้อุปสงค์ต่อพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้

เพิ่มขึ้น 8,565,000,000 บาท โดยการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่แท้จริงสามารถอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์ต่อพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

การที่ค่าสัมประสิทธิ์แสดงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันเนื่องจากการที่อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงของพันธบัตรมีค่าสูงขึ้น (ลดลง) ย่อมแสดงถึงผลตอบแทนจากการลงทุนที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) ดังนั้นนักลงทุนที่ต้องการแสวงหาผลตอบแทนจากการลงทุน จึงเพิ่ม (ลด) ปริมาณการลงทุนในพันธบัตรกองทุนตราสารหนี้ก็ต้องการคำนึงถึงผลตอบแทนจากการลงทุนที่จะได้รับ เพื่อเพิ่มผลกำไรให้กับกองทุน ดังนั้นจะพบว่าเมื่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มขึ้น ก็จะทำให้กองทุนตราสารหนี้ไปเน้นลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มมากขึ้น

2. ปริมาณเงินลงทุนของกองทุนตราสารหนี้ (I) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.432019 มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอุปสงค์ต่อพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ กล่าวคือ หากกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่แล้ว เมื่อปริมาณเงินลงทุนของกองทุนตราสารหนี้เพิ่มขึ้น (ลดลง) 1,000,000 บาท จะทำให้อุปสงค์ต่อพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้เพิ่มขึ้น (ลดลง) 432,019 บาท โดยการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินลงทุนของกองทุนตราสารหนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์ต่อพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

การที่ค่าสัมประสิทธิ์แสดงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน เป็นผลจาก เมื่อปริมาณเงินลงทุนของตราสารหนี้เพิ่มขึ้นจากการที่ประชาชนสนใจที่จะลงทุนในกองทุนตราสารหนี้เพิ่มขึ้น เปรียบเสมือนกับกองทุนตราสารหนี้มีปริมาณเงินลงทุนที่จะไปลงทุนในพันธบัตรและตราสารอื่น ๆ เพิ่มมากขึ้นส่งผลให้เกิดอุปสงค์ในพันธบัตรที่เพิ่มขึ้น

3. อัตราเงินเฟ้อ (π) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 12509.17 มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอุปสงค์ต่อพันธบัตรรัฐบาล เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ กล่าวคือ หากกำหนดปัจจัยอื่น ๆ ให้คงที่แล้ว เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้อุปสงค์ต่อพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้เพิ่มขึ้น 12,509,000,000 บาท โดยการเปลี่ยนแปลงของอัตราอัตราเงินเฟ้อ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์ต่อพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

การที่ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราเงินเฟ้อแสดงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันและ เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เป็นผลจากอัตราเงินเฟ้อ ในช่วงที่ทำการศึกษายู่ในช่วงอัตราเงินเฟ้อ ที่มีระดับต่ำ และมีการปรับตัวลดลงอันเนื่องมาจากมาตรการป้องกันเงินเฟ้อของทางธนาคาร แห่งประเทศไทย เช่น ในช่วงปี พ.ศ. 2546 เป็นต้นมา มีการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเพื่อช่วยลด อัตราเงินเฟ้อภายในประเทศ อีกทั้งการเข้าแทรกแซงราคาน้ำมันค้ำประกัน ในช่วงปี พ.ศ. 2547 ทำให้ อัตราเงินเฟ้อต่ำ แต่ทั้งนี้ในข้อเท็จจริงแล้ว อัตราเงินเฟ้อถูกกดดันจากราคาน้ำมันที่จะเพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นเมื่ออัตราเงินเฟ้อถูกลดลงด้วยนโยบาย จะทำให้อุปสงค์ในพันธบัตรรัฐบาลลดลงด้วย เพราะกองทุนตราสารหนี้จะทราบข้อเท็จจริงอยู่แล้วว่า อัตราเงินเฟ้อในอนาคตจะมีการเพิ่มขึ้นจาก การกดดันจากราคาน้ำมัน ดังนั้นผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคตก็จะมากกว่าที่ถูกระบุกำหนด ในปัจจุบันเมื่อปรับด้วยอัตราเงินเฟ้อ

4. ความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนของ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี ของธนาคารพาณิชย์ใหญ่ 5 แห่ง (VAR) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ - 2962.441 มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอุปสงค์ต่อพันธบัตรรัฐบาลเป็นไปตาม สมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์ต่อพันธบัตรรัฐบาลของ กองทุนตราสารหนี้ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

การที่ความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทน ของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี ของธนาคารพาณิชย์ใหญ่ 5 แห่ง ไม่สามารถอธิบาย การเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั้น เนื่องจากการลงทุนของกองทุน ตราสารหนี้ นอกเหนือจากลงทุนในเงินฝากมากเป็นอันดับ 2 รองจากพันธบัตรแล้ว ยังมีการลงทุน ในหุ้นกู้เอกชน และพันธบัตรประเภทต่าง ๆ และในการเก็บข้อมูลนั้น ไม่ได้มีการจำแนกประเภท ของพันธบัตรที่กองทุนตราสารหนี้ถือลงทุน ดังนั้นการเปรียบเทียบความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทน ที่เกิดจากการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ไม่สามารถสะท้อน ถึงอุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้ได้

ปัจจัยที่มีผลต่ออุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้

ผลการทดสอบแบบจำลองสมการที่ (5) แสดงไว้ในตารางที่ ก 4 ภาคผนวก ก และนำค่าสถิติที่ได้จากการทดสอบมาเขียนในรูปสมการได้ดังนี้

$$Q_d = -706861.6 + 2876.697 RG + 21505.08 \pi - 0.448482 GDP - 9590.070 GB \\ (-7.867871)^{***} \quad (-0.321918) \quad (4.321817)^{**} \quad (2.265637)^{***} \quad (-0.87611) \\ + 44567.72 MLR \\ (6.834446)^{***}$$

$$R^2 = 0.933397 \quad S.E. = 23420.36 \\ \overline{R}^2 = 0.914896 \quad D.W. = 1.214400$$

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บ คือ t-statistic

* มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

จากการประมาณค่าแบบจำลองสมการที่ (2) พบว่า ค่า durbin watson ที่มีค่าเท่ากับ 1.214400 ตกอยู่ในช่วงที่ระบุว่าตกอยู่ในช่วงที่ไม่สามารถระบุได้ว่ามีปัญหา autocorrelation หรือไม่ ดังนั้นจึงได้มีการทดสอบโดยใช้ serial correlation LM test (แสดงในตารางที่ ก 5 ภาคผนวก ก) ได้ผลว่า ค่า probability chi-square = 0.034748 ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานหลักว่าไม่เกิด autocorrelation สรุปได้ว่าแบบจำลองนี้มีปัญหา autocorrelation ที่ first order ดังนั้นจึงต้องมีการปรับปรุงแบบจำลองและทำการศึกษาต่อไป

จากการปรับปรุงแบบจำลองเพื่อแก้ปัญหา autocorrelation ที่เกิดขึ้นในสมการที่ (2) จากการศึกษาครั้งที่ผ่านมา โดยใช้ time lag 2 ช่วงระยะเวลา (AR (1) และ AR(2)) ของตัวแปรตามของสมการเพื่อทดสอบการแก้ปัญหา autocorrelation ได้ผลการประมาณค่าดังแสดงไว้ในตารางที่ ก 6 ภาคผนวก ก และนำค่าสถิติที่ได้มาในรูปสมการได้ดังนี้

$$Qd = -651537 - 1993.483 \text{ RG} + 24605.58 \pi + 0.373329 \text{ GDP} - 9070.786 \text{ GB} \\ (-5.902342)^{***} \quad (-0.227207) \quad (4.220658)^{***} \quad (3.287495)^{***} \quad (-0.975271)$$

$$+ 48484.14 \text{ MLR} + 0.512801 \text{ AR}(1) - 0.368619 \text{ AR}(2) \\ (6.205584)^{***} \quad (0.0453)^{**} \quad (-1.545091)$$

$$R^2 = 0.958559 \quad \text{S.E.} = 20613.41 \\ \overline{R}^2 = 0.937838 \quad \text{D.W.} = 2.050867$$

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บ คือ t-statistic

* มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

จากสมการที่ (2) ในการประมาณค่าแบบจำลองอุปทานครั้งที่ 2 สามารถอธิบายได้ดังนี้ การที่ค่า R^2 มีค่าเท่ากับ 0.958559 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระทั้งหมดในแบบจำลองประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาล (RG) อัตราเงินเฟ้อ (π) ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีในธนาคารพาณิชย์ (MLR) สามารถอธิบายอุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้ได้ร้อยละ 95.85 ในขณะที่อีกร้อยละ 4.15 เป็นอิทธิพลจากตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาทำการศึกษาในครั้งนี้ เมื่อพิจารณาจากค่า adjusted R^2 มีค่าเท่ากับ 0.937838 แสดงว่าหลังจากการปรับค่า R^2 ด้วยตัวแปรอิสระในแบบจำลองแล้วตัวแปรอิสระทั้งหมดในแบบจำลองยังสามารถอธิบายอุปสงค์ต่อพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ได้ร้อยละ 93.78 จากการประมาณค่าแบบจำลองที่ได้จึงนำมาเป็นแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาและอธิบายผลการศึกษาดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาล (RG) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -1993.483 มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอุปทานพันธบัตรรัฐบาล เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ กล่าวคือ แต่การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาลไม่สามารถอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของอุปทานพันธบัตรรัฐบาลได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

การที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาล (RG) ไม่สามารถอธิบายอุปทานของพันธบัตรรัฐบาลได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิตินั้น จากการศึกษาจะพบว่าในช่วงหลังการเกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจในช่วงปี พ.ศ. 2542 จะพบว่าเริ่มมีการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ ตลาดหุ้นเริ่มฟื้นตัวและการลงทุนในตราสารหนี้จะมีผลตอบแทนที่ดีอยู่ แต่ว่าปัญหาสภาพคล่องทางการเงินสิ้นระบบอยู่มาก ทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากลดลงอย่างมากและอยู่ในระดับต่ำที่สุด ส่งผลให้การลงทุนในตราสารหนี้ก็เกิดความผันผวนเนื่องจากราคาราตราสารหนี้ก็มีการปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทำให้ช่วงเวลาดังกล่าวเกิดความไม่มั่นใจในการลงทุนในตราสารหนี้ แสดงให้เห็นว่าการออกพันธบัตรไม่สามารถพิจารณาได้จากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาล ในช่วงเวลาดังกล่าวนอกจากนี้กองทุนตราสารหนี้ในช่วงหลังถูกใช้ในการแข่งขันของธนาคารพาณิชย์ในการนำมาทำรายได้ให้กับธนาคารโดยเฉพาะในช่วงที่ตลาดหุ้นมีความผันผวน เนื่องจากกองทุนตราสารหนี้ที่ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลให้ผลตอบแทนที่แน่นอน ดังนั้นจึงมีการแข่งขันกันออกกองทุนตราสารหนี้เพิ่มขึ้น ทำให้เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ทำให้มีการลงทุนในพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้เพิ่ม

2. อัตราเงินเฟ้อ (π) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 24605.58 มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอุปทานพันธบัตรรัฐบาล ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ กล่าวคือ หากกำหนดปัจจัยอื่น ๆ ให้คงที่แล้ว เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น (ลดลง) ร้อยละ 1 จะทำให้อุปทานต่อพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้เพิ่มขึ้น (ลดลง) 24,605,580,000 บาท โดยการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์ต่อพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

การที่ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราเงินเฟ้อแสดงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันและไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ เป็นผลจากอัตราเงินเฟ้อ ในช่วงที่ทำการศึกษาระหว่างปี พ.ศ. 2548 เริ่มมีการปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น และเริ่มมีการออกพันธบัตรรัฐบาลอย่างต่อเนื่อง สาเหตุของเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากภาวะราคาน้ำมันเริ่มส่งผลต่อระดับราคาสินค้า ทำให้ระดับราคาสินค้าสูงขึ้นและมีการคาดการณ์กันว่าราคาน้ำมันจะปรับเพิ่มอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ในช่วงเวลาดังกล่าวแม้ว่าอัตราเงินเฟ้อจะเพิ่มขึ้นและจะทำให้ต้นทุนการออกพันธบัตรเพิ่มสูงขึ้นแต่ก็ยังมีการออกพันธบัตรรัฐบาลอย่างต่อเนื่อง เพื่อป้องกันผลกระทบในอนาคตที่จะเกิดจากต้นทุนการชำระดอกเบี้ยจะสูงขึ้นไปกว่าเดิมเนื่องจากภาวะเงินเฟ้อที่ปรับตัวสูงขึ้น

3. ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.373329 มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอุปทานพันธบัตรรัฐบาลเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ กล่าวคือ หากกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆคงที่แล้ว เมื่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเพิ่มขึ้น (ลดลง) 1,000,000 บาท จะทำให้อุปทานพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มขึ้น (ลดลง) 373,329 บาท โดยการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอุปทานพันธบัตรรัฐบาลได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

การที่ค่าสัมประสิทธิ์ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศแสดงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน เป็นผลจากที่เมื่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเพิ่มสูงขึ้น จะทำให้ผู้ลงทุนในที่นี้คือ รัฐบาลมองเห็นว่า ความสามารถในการทำกำไรจากการลงทุนภายในประเทศจะมีเพิ่มขึ้น ทำให้ต้องเพิ่มการระดมทุนโดยการออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อนำเงินทุนไปลงทุนในโครงการต่าง ๆ ของรัฐบาลส่งผลให้อุปทานของพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มสูงขึ้น

4. คุลงบประมาณรัฐบาล (GB) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ - 9070.786 มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอุปทานพันธบัตรรัฐบาล ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้และไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ การที่ไม่สามารถอธิบายได้ เนื่องจากว่าพันธบัตรรัฐบาลที่ถูกนำมาทำการศึกษา นั้น มีเฉพาะพันธบัตรที่ถูกเลือกลงทุนโดยกองทุนตราสารหนี้ซึ่งมีเพียงร้อยละ 20 ของพันธบัตรที่คงค้างในตลาดตราสารหนี้ ส่วนอีกร้อยละ 80 เป็นการลงทุนจากนักลงทุนประเภทอื่นจึงไม่สามารถอธิบายว่า อุปทานของพันธบัตรตราสารหนี้ที่รัฐบาลออกมาและกองทุนตราสารหนี้เลือกลงทุนนั้น เป็นพันธบัตรที่มีผลจากการดำเนินนโยบายขาดดุลงบประมาณของรัฐบาลได้

5. อัตราดอกเบี้ยลูกค้ำเงินกู้ลูกค้ำรายใหญ่ชั้นดีของธนาคารพาณิชย์ (MLR) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 48484.14 มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอุปทานของรัฐบาล เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ กล่าวคือ หากกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่แล้ว เมื่ออัตราดอกเบี้ยลูกค้ำเงินกู้ลูกค้ำรายใหญ่ชั้นดีของธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้น (ลดลง) ร้อยละ 1 จะทำให้อุปทานของตราสารหนี้เพิ่มขึ้น (ลดลง) 48,484,140,000 บาท โดยการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยลูกค้ำเงินกู้ลูกค้ำรายใหญ่ชั้นดีของธนาคารพาณิชย์สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอุปทานพันธบัตรรัฐบาลได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

การที่สัมประสิทธิ์อัตราดอกเบี้ยลูกค้านักค้ารายใหญ่ขึ้นดีของธนาคารพาณิชย์แสดงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันเป็นผลมาจากในตลาดเงินกู้ยืมนั้น เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมเพิ่มมากขึ้นทำให้ปริมาณความต้องการเงินกู้ยืมในตลาดเงินลดลง ส่งผลทำให้ระดับราคาของตราสารหนี้ลดลง ทำให้รัฐบาลมีต้นทุนที่ต่ำในการออกพันธบัตรรัฐบาลจึงออกพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มขึ้น

บทที่ 6

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

สรุปผลการวิจัย

ธุรกิจจัดการกองทุนได้เสนอทางเลือกการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลผ่านกองทุนตราสารหนี้ เพื่อให้ประชาชนได้เลือกลงทุนผ่านกองทุนรวมดังกล่าว พันธบัตรรัฐบาลนับเป็นตราสารหนี้ที่สำคัญที่รัฐบาลออกพันธบัตรมาเพื่อระดมทุนไปลงทุนในโครงการที่สำคัญต่าง ๆ ของรัฐบาล และได้ออกมาอย่างต่อเนื่อง งานวิจัยครั้งนี้จึงได้มีวัตถุประสงค์ (1) ศึกษาโครงสร้างของลักษณะและนโยบายการลงทุนของกองทุนรวมตราสารหนี้ในประเทศไทย (2) ศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์และอุปทานการลงทุนในพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ โดยทำการศึกษาทั้งในเชิงพรรณนาและเชิงปริมาณ และในการวิเคราะห์เชิงปริมาณได้ใช้วิธีการทางเศรษฐมิติในการประมาณสมการต่อเนื่อง ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้นในการประมาณค่าอุปสงค์และอุปทานในการวิเคราะห์ปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลต่ออุปสงค์และอุปทานของพันธบัตร โดยได้ผลการวิจัยออกมาดังนี้

การวิเคราะห์เชิงพรรณนาเพื่อศึกษาโครงสร้าง ลักษณะและนโยบายการลงทุนของกองทุนตราสารหนี้พบว่า สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้แบ่งประเภทกองทุนรวมตามนโยบายการลงทุนไว้ว่า กองทุนตราสารหนี้เป็นกองทุนเน้นลงทุนในตราสารหนี้เป็นหลัก ซึ่งตราสารหนี้ก็คือ พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ ตั๋วเงินคลัง และพันธบัตรประเภทต่าง ๆ เป็นตราสารที่แสดงความเป็นหนี้ที่ออกให้แก่นักลงทุนทั่วไป โดยสัญญาว่าจะใช้เงินและจ่ายดอกเบี้ยตามกำหนด โดยในช่วงปี พ.ศ. 2548 จนถึงปัจจุบันจะพบว่า ตราสารหนี้ที่กองทุนตราสารหนี้มีสัดส่วนการลงทุนคือพันธบัตรรัฐบาล รองลงมาคือ ตั๋วเงินคลัง เงินฝากธนาคารและหุ้นกู้ ตามลำดับ

การเปิดเสรีทางการเงินตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 ทำให้เกิดธุรกิจจัดการลงทุนในประเทศไทยเกิดขึ้น โดยมีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมออกกองทุนตราสารหนี้ออกมาเพื่อระดมทุนจากนักลงทุนเข้าด้วยกันแล้วนำไปลงทุนตามนโยบายของกองทุน สำหรับนโยบายหลักของกองทุนตราสารหนี้จะเน้นลงทุนในตราสารหนี้ทั้งภาครัฐและภาคเอกชนและเงินฝากเท่านั้น ผลตอบแทน

ของกองทุนรวมจะขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ย และการขึ้น (ลง) ของราคาราตราสารหนี้ ถือเป็นกองทุนที่มีความเสี่ยงต่ำ

การเติบโตของธุรกิจจัดการลงทุนในช่วงเวลาตั้งแต่ พ.ศ. 2535 เป็นต้นมา มีการพัฒนาและขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็นอย่างมาก โดยการขายผ่านช่องทางธนาคาร เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมส่วนมากจะมีผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นธนาคารพาณิชย์ สำหรับกองทุนตราสารหนี้ได้รับความนิยมในช่วงก่อนเกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 เนื่องมาจากอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรในตลาดขณะนั้นเพิ่มสูงขึ้น ต่อมาเมื่อเกิดปัญหาวิกฤติทางเศรษฐกิจ ในปี พ.ศ. 2540 จะพบว่าปัญหาที่กองทุนตราสารหนี้พบนั้นคือ การที่ผู้ออกตราสารหนี้ที่กองทุนตราสารหนี้ไปลงทุนนั้นไม่มีความสามารถในการชำระหนี้ และนักลงทุนกองทุนเองก็ได้นำหน่วยลงทุนมาขายคืน ทำให้ประสบปัญหาด้านสภาพคล่องอย่างมาก บางกองทุนตัดสินใจยกเลิกกองทุนและคืนเงินให้กับนักลงทุนในช่วงระหว่างการแก้ปัญหาทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น ระหว่างปี พ.ศ. 2541 – 2545 รัฐบาลได้ตัดสินใจใช้วิธีการขาดดุลงบประมาณรัฐบาล และออกพันธบัตรเพื่อแก้ไขวิกฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น ส่งผลให้พันธบัตรในตลาดมีจำนวนเพิ่มมากขึ้น ประกอบกับในช่วงเวลาดังกล่าวนักลงทุนต้องระมัดระวังในการลงทุน จึงหันมาสนใจในกองทุนตราสารหนี้เพิ่มมากขึ้น เนื่องจากกองทุนตราสารหนี้มีความเสี่ยงค่อนข้างต่ำและมีผลตอบแทนสม่ำเสมอ และหลังจากได้มีการแก้ไขวิกฤติการณ์ทางการเงินอยู่ช่วงเวลาหนึ่ง ระบบเศรษฐกิจก็เริ่มปรับตัวเข้าสู่ทิศทางที่ดีขึ้นแต่ด้วยสภาพคล่องทางการเงินที่สิ้นระบบ และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารลดลงอย่างมากจนถึงระดับที่ต่ำที่สุด ทำให้มีการคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยตลาดเกิดการปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นในอนาคต ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อระดับราคาราตราสารหนี้ที่อาจจะเพิ่มขึ้น ทำให้กองทุนตราสารหนี้ได้รับผลกระทบมีการไถ่ถอนหน่วยลงทุนเกิดขึ้น ประกอบกับในช่วงปลายปี พ.ศ. 2546 ตลาดหุ้นมีการปรับตัวสูงขึ้นเป็นอย่างมาก ทำให้กองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนตราสารผสมได้รับความนิยมมาก

เมื่อเข้าสู่ปี พ.ศ. 2547 มีการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรเพิ่มสูงขึ้น ส่วนหนึ่งมาจากการที่ตลาดโลก โดยเฉพาะสหรัฐอเมริกา มีการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรมีส่วนให้ไทยต้องปรับตัวตาม และปัจจัยที่สำคัญที่ทำให้กองทุนตราสารหนี้มีการเติบโตเป็นอย่างมากเนื่องจากในช่วงปี พ.ศ. 2547 อัตราดอกเบี้ยเงินฝากยังอยู่ในระดับต่ำ ทำให้ประชาชนนักลงทุนเริ่มมองหาทางเลือกในการลงทุน ดังนั้นธนาคารพาณิชย์จึงได้ทำการแข่งขันกันรักษาลูกค้า ด้วยการออกกองทุนตราสารหนี้ที่มีผลตอบแทนที่ค่อนข้างสม่ำเสมอ และได้ผลตอบแทนที่ดีกว่าการฝากเงินไว้กับธนาคาร ทำให้

กองทุนตราสารหนี้มีเพิ่มขึ้นเป็นจำนวนมาก และจากการเพิ่มขึ้นของกองทุนตราสารหนี้ก็มีผลไปยังปริมาณการลงทุนในตราสารหนี้ที่จะเพิ่มมากขึ้นอีกด้วย

การวิเคราะห์เชิงปริมาณโดยใช้วิธีการกำลังที่สองน้อยที่สุดสองชั้น พบว่าตัวแปรที่มีผลทำให้เกิดอุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ปริมาณเงินลงทุนของกองทุนตราสารหนี้มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน และอัตราเงินเฟ้อ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันสามารถอธิบายปัจจัยที่มีผลทำให้เกิดอุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้เมื่อพิจารณาด้านอุปทานของพันธบัตรรัฐบาลพบว่าตัวแปรที่มีผลทำให้เกิดอุปทานของพันธบัตรรัฐบาล ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีของธนาคารพาณิชย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน และสามารถอธิบายปัจจัยที่มีผลต่ออุปทานการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ข้อเสนอแนะ

ในการศึกษาครั้งนี้ได้พิจารณาแบ่งข้อเสนอแนะออกเป็น 3 ส่วนคือ ข้อเสนอแนะจากการศึกษา ข้อจำกัดในการศึกษา และข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในครั้งต่อไป ซึ่งเนื้อหาข้อเสนอแนะทั้ง 3 ส่วนมีดังต่อไปนี้

ข้อเสนอแนะจากการศึกษาครั้งนี้

ในช่วงเวลาต่าง ๆ จะมีหลายปัจจัยที่กระทบต่อการตัดสินใจในการลงทุนในกองทุนตราสารหนี้ เช่น ในช่วงก่อนเกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจ มีปริมาณการลงทุนในกองทุนตราสารหนี้เพิ่มขึ้นมากเนื่องจากอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลสูง แต่เมื่อเกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจแล้ว การลงทุนในกองทุนตราสารหนี้ได้รับผลกระทบอย่างมาก เนื่องจากการขาดสภาพคล่องของผู้ออกตราสารหนี้ ดังนั้นจะพบว่าในแต่ละช่วงเวลาก็จะมีปัจจัยที่แตกต่างกันออกไป ดังนั้นก่อนที่นักลงทุนจะตัดสินใจลงทุนในกองทุนตราสารหนี้ ควรพิจารณาถึงปัจจัยที่เกี่ยวข้องในการตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้ทั้งภาครัฐบาลและภาคเอกชน เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงที่สุดดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จึงมีข้อเสนอแนะดังนี้

1. รัฐบาลควรใช้ช่วงเวลาที่แนวโน้มผลตอบแทนของพันธบัตรจะเพิ่มสูงขึ้น ในการพิจารณาออกพันธบัตรรัฐบาลมาให้กับนักลงทุนได้ลงทุน เนื่องจากในช่วงเวลาดังกล่าว จะเป็นช่วงที่อุปสงค์ต่อพันธบัตรรัฐบาลของกองทุนตราสารหนี้เพิ่มขึ้น เป็นช่วงที่นักลงทุน แสวงหากำไรจากการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล แต่ในขณะเดียวกันก็ต้องพิจารณาถึงต้นทุนของ การออกพันธบัตรรัฐบาลในช่วงเวลาดังกล่าวด้วย เนื่องจากการที่ผลตอบแทนพันธบัตรเพิ่มสูงขึ้น จะทำให้มีต้นทุนในการออกพันธบัตรที่สูงขึ้น

2. รัฐบาลรวมทั้งภาคเอกชนที่ควรใช้ช่วงเวลาที่ธุรกิจจัดการกองทุนรวมมีการออกกองทุน ตราสารหนี้เพิ่มมากขึ้นในการออกพันธบัตรรัฐบาลและหุ้นกู้มาให้แก่นักลงทุนได้เลือกลงทุน ในตราสารหนี้ประเภทต่าง ๆ เนื่องจากเมื่อปริมาณเงินลงทุนในกองทุนตราสารหนี้เพิ่มมากขึ้น จะทำให้อุปสงค์การลงทุนในตราสารหนี้โดยเฉพาะพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มมากขึ้น

3. นักลงทุนควรติดตามการคาดการณ์ภาวะเงินเฟ้อ เพื่อประเมินสถานการณ์ว่าเวลาใด ควรลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล หากมีการคาดการณ์ว่าภาวะเงินเฟ้อในอนาคตจะเพิ่มขึ้นก็ควรชะลอ การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลไว้ เนื่องจากผลตอบแทนที่ได้ในปัจจุบันจะต่ำกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับว่า ในอนาคตอัตราเงินเฟ้อจะเพิ่มสูงขึ้น ในขณะเดียวกันรัฐบาลเองก็ต้องติดตามภาวะเงินเฟ้อด้วยเช่นกัน หากมีการคาดการณ์แล้วว่าจะมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นก็ต้องเร่งออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อลดต้นทุน ที่จะเกิดขึ้นหากไปออกพันธบัตรรัฐบาลในช่วงที่เงินเฟ้อสูง

ข้อจำกัดในการศึกษา

ข้อมูลการลงทุนในพันธบัตรกองทุนตราสารหนี้ไม่ได้จัดทำรายละเอียดว่าการลงทุน ในพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้เป็นการลงทุนในพันธบัตรที่มีอายุคงเหลือเท่าใด ทำให้ การศึกษาไม่ได้ผลการประมาณค่าที่ดีที่สุด แต่ก็ใช้วิธีการศึกษาเชิงพรรณนาเข้ามาช่วยในการอธิบาย เพื่อสนับสนุนผลการศึกษาให้สมบูรณ์ขึ้น และการศึกษาด้านอุปทานพันธบัตรของรัฐบาลก็ไม่ได้ ครอบคลุมถึงพันธบัตรรัฐบาลที่ออกสู่ตลาดทั้งหมด เป็นเพียงแค่ส่วนหนึ่ง เนื่องจากพิจารณาจาก พันธบัตรที่กองทุนตราสารหนี้เลือกลงทุนเท่านั้น

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

1. กองทุนตราสารหนี้ได้แบ่งแยกออกเป็นหลายประเภท ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไป อาจแยกศึกษาเฉพาะกองทุนตราสารหนี้แต่ละประเภท

2. การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลไม่ได้จำกัดเฉพาะเพียงกองทุนตราสารหนี้เท่านั้น ยังมีกองทุนอีกหลายประเภท เช่น กองทุนรวมตราสารผสม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพที่ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลเช่นเดียวกัน ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปอาจนำกองทุนประเภทอื่น ๆ มาทำการศึกษาเพิ่มเติม

เอกสารและสิ่งอ้างอิง

กฤษฎา เสกตระกูล. 2547. ภาพรวมเกี่ยวกับตลาดเงินและตลาดทุน (Online).

www.tsi-thailand.org, 14 สิงหาคม 2547.

กลุ่มนโยบายพัฒนาตลาดทุน สำนักนโยบายการออมและการลงทุน สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

กระทรวงการคลัง. 2550. ตาราง: มูลค่าคงค้างหลักทรัพย์ (Online).

<http://www.fpo.go.th/fseg/Index.php>, 21 กันยายน 2550.

กอบชัย นิยมกุล และ ณัฐพล ชวลิตชีวิน. 2546. การบริหารการลงทุนในตราสาร.

กรุงเทพมหานคร: เอ็ม. 44.

กอบกุล สันธวัชวงศ์. 2550. ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการซื้อขายตราสารหนี้ระยะสั้น. วิทยานิพนธ์

เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

จักรณ์เทพ กรินชัย. 2544. การเปรียบเทียบความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนและอัตราการ

ดำเนินงานของกองทุนรวมจำแนกตามนโยบายการลงทุน. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตร์

มหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

จิรัตน์ สังข์แก้ว. 2543. การลงทุน. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ชมเพลิน จันทรเรืองเพ็ญ. 2541. ทฤษฎีและนโยบายการเงิน. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์

แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ธนาคารแห่งประเทศไทย. 2549. ฐานข้อมูลเศรษฐกิจ (Online). <http://www.bot.or.th>,

20 กันยายน 2550.

ธนายวงศ์ กิริถวานิชย์ และ ภัสรา ชวาลกร. 2547. วัฏจักรหนี้สาธารณะเรื่องกองทุนรวม.

กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

ฝ่ายกำกับธุรกิจจัดการลงทุน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. 2550.

รายงานตลาดทุนรายไตรมาส (Online). <http://www.sec.or.th/infocenter/report>,
20 กันยายน 2550.

พจน์ัย พงษ์สามารถ. 2546. การเปรียบเทียบความเสี่ยงและผลตอบแทนในการลงทุนระหว่าง
ตราสารหนี้ภาครัฐและภาคเอกชน. เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์,
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

ภาสวรรณ วัฒนสิน. 2540. การกำหนดอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ภาคเอกชนในประเทศไทย.
วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

เยาวพรรณ กวางทอง. 2544. การวิเคราะห์อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน ภาษีศึกษา
พันธบัตรรัฐบาลของธนาคารพาณิชย์. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2547. **Bond Electronic
Exchange** (Online). www.tsi-thailand.org, 15 สิงหาคม 2547

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2548. การลงทุนในกองทุน.
กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

สมาคมตราสารหนี้ไทย. 2550. **Government Yield Curve** (Online). <http://www.thaibma.or.th>,
31 มีนาคม 2550

สันติ กิระนันท์. 2547. การลงทุนในตราสารหนี้. กรุงเทพมหานคร: บุญศิริการพิมพ์.

สุชาติ อุปริพุทธิพงศ์. 2541. ผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีต่อดัชนีตราสารหนี้.
วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

สำนักวิจัยตลาดทุน บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย. 2535. **ประมวลความรู้เรื่อง
ตราสารหนี้**. กรุงเทพมหานคร: บริษัท.

สำนักนโยบายการออมและการลงทุน. 2550. **สถิติข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับคุณภาพการเงิน การออม
และการลงทุน** (Online). www.fpo.go.th/fseg/savingling.php, 15 มิถุนายน 2550.

อัญญา ชันธิวิทย์. 2541. **การวิเคราะห์การลงทุนในตราสารหนี้**. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

Chiang, C.A. **Fundamental Methods of Mathematical Economics**. 3rd ed. Singapore:
McGraw-Hill.

Damodar, N.G. 2003. **Basic Econometrics**. 4th ed. New York: McGraw-Hill.

Hubbard, R.G. 2002. **Money, the Financial System and the Economy**. 4th ed. Boston:
Addison Wesley .

Mishkin, S.F. 2003. **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**. Boston,
Mass: Wesley.

Pindyck and Rubinfeld. **Econometric Models and Economic Forecasts**. 4th ed. Singapore:
McGraw-Hill.

The Thai Bond Dealing Centre. 2006 . **ThaiBDC Summary** (Online). www.thaibdc.or.th,
June 15, 2006

Johnson, R.S. et al. 2002. **Market Segmentation theory : A pedagogical model for explaining
the term structure of interest rate**. Financial report. Xavier University and University
of North Carolina at Charlotte, USA.

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก
การทดสอบค่าสถิติ

ตารางผนวกที่ ก1 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองอุปสงค์ครั้งที่ 1

Dependent Variable: Q
 Method: Two-Stage Least Squares
 Date: 10/02/07 Time: 21:31
 Sample: 2001Q1 2006Q4
 Included observations: 24
 Instrument list: RG I II VAR

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-60257.12	14898.64	-4.044471	0.0007
RG	8285.171	3954.387	2.095185	0.0498
I	0.416778	0.040109	10.39118	0.0000
II	14704.40	2522.638	5.828978	0.0000
VAR	-3239.982	1750.817	-1.850554	0.0798
R-squared	0.982042	Mean dependent var	59885.77	
Adjusted R-squared	0.978261	S.D. dependent var	80281.99	
S.E. of regression	11836.92	Sum squared resid	2.66E+09	
F-statistic	259.7508	Durbin-Watson stat	1.124032	
Prob(F-statistic)	0.000000			

ตารางผนวกที่ ก2 ผลการวิเคราะห์ Serial correlation LM test แบบจำลองอุปสงค์ครั้งที่ 1

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Obs*R-squared	7.823977	Probability	0.020001
---------------	----------	-------------	----------

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Two-Stage Least Squares

Date: 10/02/07 Time: 21:32

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1019.729	13514.16	-0.075456	0.9407
RG	-187.5199	3640.087	-0.051515	0.9595
I	0.029194	0.036614	0.797358	0.4362
II	-1994.127	2339.528	-0.852363	0.4059
VAR	1449.457	1602.713	0.904377	0.3784
RESID(-1)	0.666907	0.243593	2.737791	0.0140
RESID(-2)	-0.410471	0.248915	-1.649042	0.1175
R-squared	0.325999	Mean dependent var	-9.09E-13	
Adjusted R-squared	0.088116	S.D. dependent var	10758.49	
S.E. of regression	10273.57	Akaike info criterion	21.55103	
Sum squared resid	1.79E+09	Schwarz criterion	21.89463	
Log likelihood	-251.6123	F-statistic	1.370419	
Durbin-Watson stat	2.040374	Prob(F-statistic)	0.281870	

ตารางผนวกที่ ก3 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองอุปสงค์ครั้งที่ 2

Dependent Variable: Q
 Method: Two-Stage Least Squares
 Date: 10/02/07 Time: 10:16
 Sample (adjusted): 2001Q3 2006Q4
 Included observations: 22 after adjustments
 Convergence achieved after 14 iterations
 Instrument list: RG I II VAR
 Lagged dependent
 variable & regressors
 added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-56692.96	14526.89	-3.902622	0.0014
RG	8565.984	4354.696	1.967068	0.0680
I	0.432019	0.052738	8.191763	0.0000
II	12509.17	2834.399	4.413339	0.0005
VAR	-2962.441	1877.473	-1.577887	0.1354
AR(1)	0.719093	0.244478	2.941345	0.0101
AR(2)	-0.439770	0.272694	-1.612689	0.1276
R-squared	0.991787	Mean dependent var		64087.08
Adjusted R-squared	0.988502	S.D. dependent var		82677.49
S.E. of regression	8865.416	Sum squared resid		1.18E+09
F-statistic	301.8998	Durbin-Watson stat		2.186815
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.36+.56i	.36-.56i		

ตารางผนวกที่ ก4 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองอุปทานครั้งที่ 1

Dependent Variable: Q
 Method: Two-Stage Least Squares
 Date: 10/02/07 Time: 21:35
 Sample: 2001Q1 2006Q4
 Included observations: 24
 Instrument list: RG II GDP GB MLR

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-706861.6	89841.53	-7.867871	0.0000
RG	2786.697	8656.544	0.321918	0.7512
II	21505.08	4975.934	4.321817	0.0004
GDP	0.448482	0.085172	5.265637	0.0001
GB	-9590.070	10927.47	-0.877611	0.3917
MLR	44567.72	6521.043	6.834446	0.0000
R-squared	0.933397	Mean dependent var	59885.77	
Adjusted R-squared	0.914896	S.D. dependent var	80281.99	
S.E. of regression	23420.36	Sum squared resid	9.87E+09	
F-statistic	50.45142	Durbin-Watson stat	1.214400	
Prob(F-statistic)	0.000000			

ตารางผนวกที่ ก5 ผลการวิเคราะห์ Serial correlation LM test แบบจำลองอุปทานครั้งที่ 1

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Obs*R-squared	1.010925	Probability	0.603226
---------------	----------	-------------	----------

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Two-Stage Least Squares

Date: 10/02/07 Time: 21:36

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2685.222	15614.99	-0.171964	0.8661
RG	873.4983	4715.875	0.185225	0.8559
I	-0.008510	0.056376	-0.150957	0.8823
II	600.2170	3091.353	0.194160	0.8491
VAR	-484.0417	2064.646	-0.234443	0.8183
AR(1)	0.179124	0.347005	0.516200	0.6144
AR(2)	-0.058878	0.329191	-0.178857	0.8608
RESID(-1)	-0.375226	0.474990	-0.789967	0.4437
RESID(-2)	-0.084995	0.389598	-0.218161	0.8307
R-squared	0.045951	Mean dependent var	6.21E-07	
Adjusted R-squared	-0.541156	S.D. dependent var	7492.644	
S.E. of regression	9301.616	Akaike info criterion	21.40585	
Sum squared resid	1.12E+09	Schwarz criterion	21.85219	
Log likelihood	-226.4644	F-statistic	0.078267	
Durbin-Watson stat	2.002399	Prob(F-statistic)	0.999404	

ตารางผนวกที่ ก6 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองอุปทานครั้งที่ 2

Dependent Variable: Q
 Method: Two-Stage Least Squares
 Date: 10/02/07 Time: 21:37
 Sample (adjusted): 2001Q3 2006Q4
 Included observations: 22 after adjustments
 Convergence achieved after 15 iterations
 Instrument list: RG II GDP GB MLR
 Lagged dependent
 variable & regressors
 added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-651537.0	110386.2	-5.902342	0.0000
RG	-1993.483	8773.873	-0.227207	0.8235
II	24605.58	5985.801	4.110658	0.0011
GDP	0.373329	0.113560	3.287495	0.0054
GB	-9070.786	9300.782	-0.975271	0.3460
MLR	48484.14	7812.985	6.205584	0.0000
AR(1)	0.512801	0.233286	2.198166	0.0453
AR(2)	-0.368619	0.238574	-1.545091	0.1446
R-squared	0.958559	Mean dependent var	64087.08	
Adjusted R-squared	0.937838	S.D. dependent var	82677.49	
S.E. of regression	20613.41	Sum squared resid	5.95E+09	
F-statistic	46.26098	Durbin-Watson stat	2.050867	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.26+.55i	.26-.55i		

ภาคผนวก ข
ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ตารางผนวกที่ ข1 ข้อมูลของตัวแปรในแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

Obs	Q	RG	VAR	I
44/1	17,720.996	3.950	0.451	62,714.691
44/2	9,621.678	4.600	1.280	54,921.965
44/3	7,524.464	5.560	3.277	52,763.210
44/4	9,930.936	4.720	1.479	54,494.257
45/1	9,742.617	4.470	1.080	51,612.620
45/2	9,932.340	4.830	1.674	52,179.260
45/3	11,469.660	4.200	0.720	54,044.157
45/4	13,253.447	3.480	1.095	55,535.475
46/1	13,471.929	3.060	0.562	62,840.514
46/2	11,825.302	2.890	1.345	63,746.361
46/3	9,670.434	2.840	1.264	62,582.552
46/4	10,380.311	4.060	4.682	38,516.741
47/1	15,124.692	3.990	4.470	43,118.353
47/2	13,401.803	4.300	5.445	45,027.251
47/3	8,275.535	4.480	6.055	43,075.028
47/4	13,677.793	4.520	6.195	36,165.125
48/1	29,181.672	4.470	6.020	72,635.502
48/2	78,848.704	4.090	2.453	125,631.414
48/3	125,469.562	4.680	2.657	176,135.378
48/4	192,495.968	5.890	4.176	286,411.168
49/1	231,811.567	5.340	1.073	345,413.001
49/2	219,087.211	5.570	0.714	358,545.460
49/3	184,512.641	4.400	0.025	397,671.746
49/4	190,827.199	5.030	0.140	420,267.092

ตารางผนวกที่ ข1 (ต่อ)

Obs	INT	GB	II	GDP
44/1	3.000	11,928.300	1.335	777,523.000
44/2	3.000	-4,104.670	2.569	743,138.000
44/3	3.000	8,523.000	1.631	746,884.000
44/4	3.000	27,923.700	1.018	806,056.000
45/1	3.000	20,743.700	0.608	812,458.000
45/2	3.000	-12,543.000	0.200	780,037.000
45/3	3.000	6,041.670	0.301	789,845.000
45/4	2.000	11,868.700	1.411	854,702.000
46/1	2.000	-6,413.000	1.913	868,512.000
46/2	1.250	-10,305.670	1.700	831,715.000
46/3	1.250	-2,564.670	1.900	842,416.000
46/4	1.000	13,820.000	1.590	925,523.000
47/1	1.000	972.330	1.976	926,581.000
47/2	1.000	-17,714.000	2.655	886,232.000
47/3	1.000	-3,531.330	3.337	894,462.000
47/4	1.000	20,243.000	3.131	978,669.000
48/1	1.000	7,505.250	2.810	958,733.000
48/2	1.875	-19,685.220	3.736	927,746.000
48/3	2.375	-10,741.940	5.603	943,947.000
48/4	3.000	35,511.300	5.977	1,020,869.000
49/1	3.875	17,561.500	5.749	1,017,576.000
49/2	4.375	-42,336.420	6.002	974,593.000
49/3	4.625	7,579.260	3.597	988,354.000
49/4	4.500	2,748.250	3.312	1,063,280.000

ตารางผนวกที่ ข1 (ต่อ)

Obs	MLR	GB*
44/1	7.92	1.000
44/2	7.75	0.000
44/3	7.75	1.000
44/4	7.67	1.000
45/1	7.33	1.000
45/2	7.25	0.000
45/3	7.25	1.000
45/4	7.00	1.000
46/1	6.92	0.000
46/2	6.67	0.000
46/3	5.75	0.000
46/4	5.75	1.000
47/1	5.75	0.000
47/2	5.75	0.000
47/3	5.75	0.000
47/4	5.75	1.000
48/1	5.75	1.000
48/2	5.75	0.000
48/3	6.33	1.000
48/4	6.58	1.000
49/1	7.17	1.000
49/2	7.75	0.000
49/3	7.92	0.000
49/4	8.00	1.000

กำหนดให้

Qd	คือ ปริมาณการลงทุนในพันธบัตรของกองทุนตราสารหนี้ (ล้านบาท)
RG	คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพันธบัตรรัฐบาล (ร้อยละ)
π	คือ อัตราเงินเฟ้อ (ร้อยละ)
I	คือ ปริมาณเงินทุนของกองทุนตราสารหนี้ (ล้านบาท)
VAR	คือ ความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี ของธนาคารพาณิชย์ใหญ่ 5 แห่ง ได้แก่ บมจ.ธนาคารกรุงเทพ บมจ.ธนาคารกรุงไทย บมจ.ธนาคารกสิกรไทย บมจ.ธนาคารไทยพาณิชย์ บมจ.ธนาคารกรุงศรีอยุธยา
GB	คือ ดุลงบประมาณของรัฐบาล
GB*	คือ ดุลงบประมาณของรัฐบาล กำหนดให้เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) GB = 0 เมื่อ ช่วงเวลาที่ศึกษารัฐบาลมีการกำหนดงบประมาณแบบขาดดุล GB = 1 เมื่อ ช่วงเวลาที่ศึกษารัฐบาลมีการกำหนดงบประมาณแบบสมดุลหรือเกินดุล
GDP	คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติเบื้องต้น (ล้านบาท)
MLR	คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีของธนาคารพาณิชย์

ภาคผนวก ค
ตราสารหนี้ในประเทศไทย

ความเป็นมาของตราสารหนี้ไทย

ตราสารหนี้เป็นที่รู้จักในประเทศไทยครั้งแรกในรัชสมัยของพระบาทสมเด็จพระจุลจอมเกล้าเจ้าอยู่หัว รัชกาลที่ 5 เมื่อปี พ.ศ. 2448 โดยที่รัฐบาลในขณะนั้นมีการออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อระดมเงินทุนจากประเทศอังกฤษและประเทศฝรั่งเศส มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเงินมาใช้ในการพัฒนาทางรถไฟ ปรับปรุงสภาพทางเศรษฐกิจและเสริมสร้างความแข็งแกร่งทางการเงินภายในประเทศ จากจุดเริ่มต้นของการออกพันธบัตรในครั้งนั้นรัฐบาลได้มีการระดมทุนโดยการออกพันธบัตรสกุลเงินต่างประเทศอย่างต่อเนื่อง จนกระทั่งปี พ.ศ. 2467 จึงหยุดออกพันธบัตร ต่อมาในปี พ.ศ. 2476 กระทรวงการคลังมีการออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อระดมทุนจากภายในประเทศเป็นครั้งแรก พันธบัตรดังกล่าวมีมูลค่ารวม 10 ล้านบาท อายุ 10 ปี กำหนดจ่ายดอกเบี้ยในอัตราร้อยละ 4.50 ต่อปี โดยกำหนดจ่ายปีละ 2 ครั้ง และนับจากนั้นมากระทรวงการคลังได้เสนอขายพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวอย่างต่อเนื่อง โดยมอบหมายให้ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้กำกับดูแล (สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, 2550)

แม้ว่าตราสารหนี้จะเริ่มมีการออกในประเทศไทยมาเป็นเวลานานหลายทศวรรษ นับตั้งแต่ พ.ศ. 2476 ที่รัฐบาลได้ออกพันธบัตรจำหน่ายเป็นครั้งแรก ในช่วงนั้นตลาดตราสารหนี้ไทยมิได้มีการพัฒนามากนัก การออกพันธบัตรรัฐบาลก็ไม่ได้เป็นไปอย่างต่อเนื่อง เพราะในช่วงปี พ.ศ. 2531 – พ.ศ. 2539 รัฐบาลมีฐานะการคลังเกินดุลมาโดยตลอด ภายใต้พระราชบัญญัติเงินคงคลังที่ให้อยู่ในปัจจุบันไม่อนุญาตให้รัฐบาลกู้เงินในภาวะที่มีงบประมาณสมดุล ทำให้ประเทศไทยไม่มีการออกพันธบัตรเพิ่มเติมเป็นเวลานานนับทศวรรษ สำหรับพันธบัตรรัฐวิสาหกิจยังมีข้อจำกัดทั้งด้านวัตถุประสงค์และรูปแบบของการออกที่ยังไม่เอื้ออำนวยต่อการซื้อขายในตลาดรอง ประกอบกับพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่ออกในช่วง 10 กว่าปีที่ผ่านมานั้น กระทรวงการคลังจะเป็นผู้ค้าประกัน สถาบันการเงินสามารถถือครองไว้เพื่อการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องตามกฎหมายได้ เช่นเดียวกับพันธบัตรรัฐบาลทำให้ไม่มีสภาพคล่องของการซื้อขายในตลาดรอง

ส่วนภาคเอกชนในอดีตมีการออกตราสารหนี้กันน้อยมาก จนกระทั่งมีการออกพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ขึ้นในปี พ.ศ. 2535 ซึ่งอำนวยความสะดวกมากขึ้น เนื่องจากได้เปิดโอกาสให้บริษัทจำกัดที่ได้รับอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) สามารถออกหุ้นกู้ได้แทนที่จำกัดอยู่เพียงบริษัทมหาชนเท่านั้น มีการแก้ไขกฎหมายให้การจัดตั้งบริษัทมหาชนทำได้สะดวกและง่ายขึ้นกว่าเดิม

รวมทั้งยกเว้นไม่นำบทบัญญัติของประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ในเรื่องการห้ามกำหนดอัตราดอกเบี้ยเกินร้อยละ 15 มาใช้กับการออกหุ้นกู้อีกด้วย

ตลาดตราสารหนี้

ตลาดตราสารหนี้ เป็นตลาดทางการเงินสำหรับผู้ประสงค์ที่จะซื้อและขายตราสารหนี้ทุกประเภท ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 ชนิด ได้แก่ ตลาดแรก (Primary Market) หมายถึง ตลาดที่ทำการซื้อขายเฉพาะตราสารหนี้ที่ออกเปิดขายเป็นครั้งแรกถือว่าเป็นการระดมทุนทางตรง ซึ่งมีวิธีการแตกต่างกันไประหว่างตราสารหนี้ภาครัฐและตราสารหนี้ภาคเอกชน โดยตราสารหนี้ภาครัฐส่วนใหญ่ใช้วิธีการประมูล (Auction) ยกเว้นรัฐวิสาหกิจบางองค์กรและพันธบัตรออมทรัพย์เท่านั้นที่มีการจำหน่ายผ่านผู้จัดการการจำหน่าย (Underwriter) ส่วนตราสารหนี้ภาคเอกชนจะจำหน่ายผ่านผู้จัดการการจำหน่ายเกือบทั้งหมด มีบางกรณีเท่านั้นที่ได้รับการยกเว้นไม่ต้องจำหน่ายผ่านผู้จัดการการจำหน่าย ส่วนตลาดรอง (Secondary Market) หมายถึง ตลาดที่มีการเปลี่ยนมือของตราสารหนี้ระหว่างผู้ลงทุนด้วยกัน การซื้อขายมีลักษณะเป็นการซื้อขายแบบ Over the Counter (OTC) คือ เป็นการซื้อขายผ่านการเจรจาต่อรองกันทางโทรศัพท์ ไม่ได้กำหนดช่วงเวลาการติดต่อซื้อขายที่แน่นอนและไม่มีศูนย์รวมในการจับคู่ซื้อขาย ราคาที่ซื้อขายขึ้นอยู่กับปริมาณที่ซื้อขายและความน่าเชื่อถือของลูกค้าตลาดตราสารหนี้ทั่วโลกมีลักษณะเป็นการซื้อขายแบบ OTC ซึ่งเกิดขึ้นนอกตลาดหลักทรัพย์เช่นเดียวกัน โดยอาจจะมีการพัฒนาระบบอิเล็กทรอนิกส์ (Electronic Trading Platform / ETP) เพื่อช่วยอำนวยความสะดวกในการรวบรวมข้อมูลราคาการสื่อสารตกลงและยืนยันการซื้อขาย แต่ก็ยังเป็นระบบที่รักษารูปแบบการซื้อขายในตลาด OTC ไว้เช่นเดิม (สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, 2549)

นับตั้งแต่การออก พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ เป็นต้นมา ภาครัฐได้ตระหนักและให้ความสำคัญในการพัฒนาและวางรากฐานของตลาดทุนมากยิ่งขึ้นกว่าเดิม ที่สำคัญคือ การจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ขึ้นใน พ.ศ. 2535 เพื่อทำหน้าที่เป็นองค์กรในการกำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุนโดยนำเอาอำนาจและหน้าที่จากที่เคยกระจายอยู่ในหลายหน่วยงาน เช่น กระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย กระทรวงพาณิชย์มาอยู่ในองค์กรใหม่เพียงองค์กรเดียว

ความหมายของตลาดตราสารหนี้

ตลาดตราสารหนี้คือ ตลาดทางการเงินสำหรับผู้ประสงค์ที่จะซื้อและขายตราสารหนี้ทุกประเภท ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่

1. ตลาดแรก คือ ตลาดที่ทำการซื้อขายเฉพาะตราสารหนี้ที่ผู้ออกเปิดขายเป็นครั้งแรก ดังนั้นเมื่อลงทุนในตลาดแรก จึงหมายถึง ผู้ซื้อทำการซื้อตราสารหนี้จากองค์กรหรือบริษัทผู้ออกโดยตรง

2. ตลาดรอง คือ ตลาดที่มีการเปลี่ยนมือของตราสารหนี้ระหว่างผู้ลงทุนด้วยกัน จึงพิจารณาได้ว่าตราสารหนี้ที่ซื้อขายในตลาดรองก็คือตราสารหนี้ที่ผ่านตลาดแรกมาแล้ว เมื่อพูดถึงคำว่า “ตลาด” แล้วนั้น อาจจะคิดถึงสถานที่ที่มีผู้ซื้อผู้ขายมากมายมาแลกเปลี่ยนสินค้ากัน แต่ตลาดทางการเงินนั้น หมายถึง สิ่งอำนวยความสะดวก (Facilities) ที่ทำให้เกิดการซื้อขายแลกเปลี่ยนกันได้ ดังนั้น องค์ประกอบของตลาดที่สำคัญอาจจะไม่ใช่สถานที่เพื่อการต่อรอง โดยเฉพาะอย่างยิ่งตลาดการเงินนั้นมักจะอาศัยเทคโนโลยีสารสนเทศ เพื่อช่วยให้เกิดการเจรจาต่อรองซื้อขาย สำหรับตัวอย่างของตลาดตราสารหนี้ไทยนั้น คือ ตลาดตราสารหนี้ (Bond Electronic Exchange-BEX) แห่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย ซึ่งทั้ง 2 ตลาดมีรูปแบบการซื้อขายที่แตกต่างกัน

พัฒนาการของตลาดตราสารหนี้ไทย

การเริ่มต้นของตลาดรองตราสารหนี้ในประเทศไทย มีความแตกต่างอย่างชัดเจนจากตลาดรองตราสารหนี้อื่นๆทั่วโลก โดยตลาดรองของประเทศไทยเกิดจากการซื้อขายหุ้นกู้ภาคเอกชนจากตลาดรองตราสารหนี้อื่นๆทั่วโลก โดยตลาดรองของประเทศไทยเกิดจากการซื้อขายหุ้นกู้ภาคเอกชน เพราะในช่วงเวลานั้นปริมาณหมุนเวียนของพันธบัตรภาครัฐในตลาดมีน้อยมาก จากกรณีที่รัฐบาลไม่มีการออกพันธบัตรมาเป็นเวลานานนับสิบปี การเกิดขึ้นของชมรมผู้ค้าตราสารหนี้จึงมีส่วนผลักดันในการเพิ่มทั้งปริมาณการซื้อขายและมูลค่าคงค้างของตลาดตราสารหนี้ การจัดตั้งชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ นับได้ว่าเป็นก้าวสำคัญของการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทย เพราะได้มีบทบาทสำคัญในการกระตุ้นให้ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องหันมาให้ความสนใจกับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้อย่างจริงจังมากขึ้น นอกเหนือจากการให้บริการซื้อขายและข้อมูลตราสารหนี้ผ่านระบบ

อิเล็กทรอนิกส์ซึ่งช่วยเพิ่มสภาพคล่องของตลาดโดยรวมแล้ว ชมรมฯยังมีบทบาทการดำเนินงานในเรื่องอื่นๆ ได้แก่ การตรวจสอบการซื้อขายผ่านระบบ การจัดทำมาตรฐานการคำนวณตราสารหนี้ มาตรฐานงานทะเบียนตราสารหนี้ การจัดทำดัชนีตราสารหนี้ (Bond Index) การศึกษาเกี่ยวกับการทำธุรกรรมซื้อคืน (Repo) ตลอดจนการให้ความรู้ด้านตราสารหนี้แก่ผู้เกี่ยวข้อง โดยผ่านการจัดอบรมและเอกสารเผยแพร่ต่างๆ อย่างไรก็ตาม หลังจากเกิดภาวะวิกฤตเศรษฐกิจใน พ.ศ. 2540 ระบบ BONDNET ได้นำมาซึ่งการผิฉัดชำระหนี้ของหุ้นกู้จำนวนมาก ส่งผลให้การซื้อขายแบบ blind Dealing ไม่ได้รับความนิยมเพราะผู้ซื้อและผู้ขายต่างเพิ่มความระมัดระวังกับความเสี่ยงด้านความน่าเชื่อถือของคู่ค้า (Counterparty Risk) จึงทำให้สภาพคล่องการซื้อขายผ่านระบบถดถอยลงเรื่อยๆ เป็นสาเหตุให้ชมรมฯ ต้องยกเลิกการให้บริการ BONDNET ไปในที่สุดในช่วงต้น พ.ศ. 2542

ลูกค้ารายสำคัญของตลาดตราสารหนี้มักเป็นธนาคารพาณิชย์มากกว่าบริษัทหลักทรัพย์ เนื่องจากมีฐานเงินกองทุนขนาดใหญ่ สามารถสนับสนุนการทำธุรกรรมการค้าตราสารหนี้ส่วนมาก มีลักษณะเป็นการซื้อขายผ่านพอร์ตของตนเอง (Dealer) ต่างจากบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งทำธุรกรรมในลักษณะเป็นนายหน้า (Broker) ดังนั้นหลังจากชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ได้เปิดดำเนินการมาเป็นเวลา 3 ปี โดยอยู่ภายใต้โครงสร้างของสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ จึงมีการผลักดันให้เกิดการปรับโครงสร้างของชมรมฯ ไปเป็นศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ภายใต้ พ.ร.บ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งจะช่วยให้สอดคล้องกับข้อกำหนดทางกฎหมาย รองรับความหลากหลายของสมาชิกที่มีทั้งบริษัทหลักทรัพย์ บริษัทเงินทุนและธนาคารพาณิชย์ และจะทำให้สามารถขยายบทบาทและหน้าที่ของชมรมฯ ในอันที่จะเป็นศูนย์กลางการให้บริการของตลาดรองการค้าตราสารหนี้ได้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น (สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, 2550)

บทบาทของตลาดตราสารหนี้ไทย

ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยได้รับอนุญาตให้บริการเป็นศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้จากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เมื่อวันที่ 9 ธันวาคม พ.ศ. 2540 และได้เปิดดำเนินการอย่างเป็นทางการในวันที่ 22 เมษายน พ.ศ. 2541 โดยที่ก่อนหน้านี้บทบาทของศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยได้เริ่มมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2537 ในนามของ “ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้” หรือ Bond Dealers Club (BDC) จนปัจจุบันได้เปลี่ยนชื่อเป็น “สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย” หรือ Thai Bond Market Association (ThaiBMA) ตลอดเวลาที่ผ่านมตลาดตราสารหนี้ของไทยได้มีวิวัฒนาการที่เห็นเป็นรูปธรรมอย่างชัดเจน สอดคล้องกับมูลค่าตลาดที่เติบโตอย่างก้าวกระโดด

และมีพัฒนาการใหม่ๆ เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องทั้งจากภาครัฐและภาคเอกชน ซึ่งล้วนแต่เป็นสิ่งที่ช่วยส่งเสริมและสนับสนุนให้ตลาดตราสารหนี้ไทยพัฒนาอย่างรวดเร็ว โดยดำเนินบทบาทหน้าที่หลักใน 4 ด้าน ได้แก่

1. การเป็นศูนย์กลางข้อมูลในตลาดตราสารหนี้

บทบาทสำคัญประการหนึ่งของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย คือ มุ่งเน้นพัฒนาการด้านการให้บริการข้อมูล สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ได้เริ่มเปิดให้บริการระบบสารสนเทศตราสารหนี้ (Bond Information Service/BIS) ผ่านเครือข่ายอินเทอร์เน็ตในเดือนพฤษภาคม พ.ศ.2542 ซึ่งระบบข้อมูลนี้ได้เข้ามาทดแทนระบบการซื้อขายทางอิเล็กทรอนิกส์แบบเดิม โดยระบบ BIS เป็นการให้บริการข้อมูลตราสารหนี้ทั้งที่เป็นข้อมูลการซื้อขายและข้อมูลพื้นฐานตราสารหนี้ (Features) การคำนวณราคา และข้อมูลข่าวสารต่างๆ ทำให้ผู้ใช้บริการทั้งที่เป็นผู้ค้าตราสารหนี้และนักลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงข้อมูลได้อย่างเท่าเทียมกันในเวลารวดเร็วและมีต้นทุนต่ำ รวมทั้งเพื่อให้เกิดประสิทธิภาพและความโปร่งใสในการเปิดเผย ติดตามและตรวจสอบข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตราสารหนี้และผู้ออกตราสารหนี้ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้เปิดรับขึ้นทะเบียนตราสารหนี้ทุกประเภทที่ไม่ขัดต่อข้อกำหนดตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และมีมูลค่าการออกไม่ต่ำกว่า 100 ล้านบาท ทั้งนี้ตราสารหนี้ที่ออกโดยภาครัฐทุกรุ่น เช่น พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ ตั๋วเงินคลัง จะขึ้นทะเบียนที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยโดยอัตโนมัติ ส่วนหุ้นกู้ภาคเอกชนจะขึ้นทะเบียนตามความสมัครใจของผู้ออกหุ้นกู้ ซึ่งกว่าร้อยละ 80 ของหุ้นกู้ที่ออกใหม่จะนำมาขึ้นทะเบียนกับสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย โดยผู้ออกจะต้องแจ้งข้อมูลข่าวสารที่มีการเปลี่ยนแปลงเกี่ยวข้องกับหุ้นกุนั้นๆ มายังสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยตลอดอายุของหุ้นกู้ ซึ่งทำให้ผู้ใช้บริการข้อมูลของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีข้อมูลที่ทันต่อเหตุการณ์ และสามารถใช้ในการตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

สำหรับข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายนั้น ก.ล.ต. ได้กำหนดให้ผู้ค้าตราสารหนี้ทุกรายต้องรายงานข้อมูลการซื้อขายทุกรายการมายังสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ทำให้สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีข้อมูลการซื้อขายที่ครบถ้วนและได้นำออกเผยแพร่ ณ ทุกสิ้นวันทั้งในรูปแบบเอกสารทั่วไปและในแบบอิเล็กทรอนิกส์ผ่านเว็บไซต์ของสมาคมฯ ตั้งแต่เดือน พฤศจิกายน พ.ศ. 2545 เป็นต้นมาก็ได้เพิ่มการบริการข้อมูลซื้อขายระหว่างวัน (Intraday) ผ่านหน้าจอ Market Watch ซึ่งประกอบด้วยข้อมูลการเสนอราคา (Bid/Offer Quotation) จากผู้ค้าตราสารหนี้ในแบบ Real-time

และข้อมูลรายการซื้อขาย (Traded Transactions) ที่รายงานมาโดยผู้ค้าตราสารหนี้ทุกแห่ง เพื่อให้ นักลงทุนได้ทราบความเคลื่อนไหวของตลาดในระหว่างวันได้ตลอดเวลา นอกจากข้อมูลการเสนอ ราคาระหว่างวันชนิดเปลี่ยนแปลงได้ (Indicative) แล้ว ในเดือนมกราคม พ.ศ. 2547 สมาคมฯ ได้เริ่ม เผยแพร่ข้อมูลการเสนอราคาแบบแน่นอน (Firm Price) ซึ่งเป็นการรวบรวมราคาเสนอซื้อเสนอขาย (Two-way Quotation) พันธบัตรรัฐบาลรุ่นที่กำหนดให้เป็น Benchmark ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทย ได้กำหนดให้ Primary Dealers ทำหน้าที่เสนอราคาดังกล่าวผ่านหน้าจอ Market Watch ของสมาคมฯ เป็นประจำทุกวัน

2. การกำหนดวิธีปฏิบัติและมาตรฐานต่างๆของตลาดตราสารหนี้

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยทำหน้าที่กำหนดแนวทางการปฏิบัติต่าง ๆ ที่ใช้ในตลาด ตราสารหนี้เพื่อให้สมาชิกและทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องดำเนินธุรกรรมในตลาดโดยมีมาตรฐานเดียวกัน แนวทางปฏิบัติที่สำคัญ ได้แก่

มาตรฐานการคำนวณราคาและอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ประเภทต่าง ๆ ตราสารหนี้ภาครัฐโดยทั่วไปจะเป็นตราสารหนี้แบบปกติ (Plain Vanilla) และจะยึดมาตรฐาน การคำนวณราคาตราสารหนี้ของธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นหลัก แต่สำหรับหุ้นกู้ภาคเอกชน ซึ่งมักจะออกโดยมีลักษณะใหม่ ๆ อาทิ หุ้นกู้แบบทยอยชำระคืนเงินต้น (Amortizing Bond) หุ้นกู้ จ่ายดอกเบี้ยแบบลอยตัว (FRN) ทำให้มีความจำเป็นที่จะต้องทำการศึกษาและกำหนดมาตรฐาน การคำนวณราคาที่ถูกต้องเหมาะสมและเป็นที่ยอมรับของตลาด

สัญลักษณ์มาตรฐานของตราสารหนี้ภาครัฐและภาคเอกชน (ThaiBMA Bond Symbol) สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้กำหนดสัญลักษณ์มาตรฐานของตราสารหนี้ซึ่งได้เป็นที่ยอมรับและ ใช้กันอย่างกว้างขวางในตลาด เนื่องจากเป็นสัญลักษณ์ที่สามารถสื่อความหมายถึงผู้ออกและอายุ ของตราสารหนี้ได้แทนการใช้รหัสแบบเดิมที่ไม่สื่อความหมาย

มาตรฐานด้านงานทะเบียนตราสารหนี้ ซึ่งกำหนดเกี่ยวกับวิธีปฏิบัติด้านงานทะเบียน เช่น กำหนดระยะเวลาของวันปิดสมุดทะเบียนของหุ้นกู้ (ex-interest) จากเดิมที่ไม่มีมาตรฐานที่ แน่นนอนขึ้นอยู่กับนายทะเบียนแต่ละแห่งมาเป็น 14 วัน สำหรับหุ้นกู้ทุกประเภท การกำหนดวัน

ชำระดอกเบี้ยกรณีตรงกับวันหยุดให้เลื่อนจ่ายเป็นวันทำการถัดไป เป็นต้น ทำให้หุ้นกู้ทุกรุ่นมีมาตรฐานที่เหมือนกัน ไม่เกิดความสับสนแก่นักลงทุน

การจัดทำสัญญาซื้อคืนมาตรฐาน (Repo) สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้กำหนดให้ใช้สัญญา GMRA (Global Master Repurchase Agreement) ของ International Securities Market Association (ISMA) เป็นสัญญามาตรฐานของการทำธุรกรรมซื้อคืน โดยจัดทำเอกสารแนบท้าย (Thailand Annex) เพื่อปรับปรุงข้อปฏิบัติบางอย่างในสัญญาให้เหมาะสมกับการนำมาประยุกต์ใช้ในประเทศไทย และต่อมาในเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2545 สมาคมฯ ได้ร่วมกับผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาด รวมถึงหน่วยงานภาครัฐ คือ ก.ล.ต. และธนาคารแห่งประเทศไทย ออกแนวทางปฏิบัติของการทำธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน เพื่อกำหนดรายละเอียดของมาตรฐานของการปฏิบัติในการทำธุรกรรม เช่น วิธีการยืนยันรายการ วิธีการชำระราคาและส่งมอบ การ Mark to Market เป็นต้น

3. การพัฒนาตลาดตราสารหนี้

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยมีบทบาทในด้านการพัฒนาตลาดตราสารหนี้อย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะการพัฒนาเครื่องมือที่เป็น โครงสร้างพื้นฐานของตลาดตราสารหนี้ อาทิ

อัตราผลตอบแทนอ้างอิงตราสารหนี้ ซึ่งประกอบด้วย เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Government Bond Yield Curve) เส้นอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรชนิดไม่มีดอกเบี้ย (Zero Coupon Yield Curve) รวมถึงอัตราผลตอบแทนอ้างอิง ของตราสารภาครัฐอื่นๆ เช่น ตัวเงินคลัง พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ พันธบัตรกองทุนฟื้นฟูฯ ซึ่งข้อมูลเหล่านี้เป็นพื้นฐานสำคัญที่นำมาใช้ในการกำหนดและคาดการณ์ราคาตราสารหนี้ในอายุและประเภทต่าง ๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ดัชนีตราสารหนี้ (Bond Index) เพื่อเป็นเครื่องมือในการติดตามผลการดำเนินงานของกองทุนความเคลื่อนไหวของตลาด โดยประกอบด้วยดัชนีพันธบัตรรัฐบาล (Government Bond Index) ซึ่งยังแบ่งย่อยออกเป็นอีกหลายกลุ่ม (Subgroup) ตามอายุของพันธบัตรและดัชนีหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับน่าลงทุน (Investment Grade Corporate Bond Index)

ระบบบริหารความเสี่ยงทางการเงิน (Risk Management Software) สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้พัฒนาระบบบริหารความเสี่ยงของการลงทุน (Value at Risk) ขึ้นในปี พ.ศ. 2547 เพื่อเป็นทางเลือกแก่นักลงทุนในการบริหารและควบคุมความเสี่ยงของการลงทุนในตลาดตราสารหนี้ โดยระบบที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยพัฒนาขึ้นเรียกว่า iRisk

ระบบการซื้อขายตราสารหนี้ทางอิเล็กทรอนิกส์ (Electronic Trading Platform/ETP) สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้เริ่มทำการศึกษาเกี่ยวกับการพัฒนาระบบซื้อขายตราสารหนี้ทางอิเล็กทรอนิกส์มาอย่างต่อเนื่อง โดยมีจุดประสงค์เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของการซื้อขายระหว่างสถาบันการเงินและนักลงทุน และในที่สุดได้พัฒนาระบบ “iDeal” ขึ้นเพื่อให้บริการแก่สมาชิกและนักลงทุนทั่วไป โดยจะเป็นระบบอิเล็กทรอนิกส์ที่รวบรวมข้อมูลการเสนอซื้อเสนอขายตราสารหนี้จากผู้ค้าหลายรายในเวลาเดียวกัน (Multi-Dealer Platform) โดยมีระบบการติดต่อสื่อสารเพื่ออำนวยความสะดวกให้ผู้ใช้บริการสามารถตกลงซื้อขายระหว่างกันเองได้ รวมทั้งสามารถเปิดให้มีการเจรจาต่อรองระหว่างคู่ค้าได้โดยอิสระ

4. การเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง

วัตถุประสงค์สำคัญประการหนึ่งในการดำเนินงานของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย คือ การเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองหรือ SRO เพื่อกำกับดูแลสมาชิกให้ประกอบธุรกรรมในตลาดตราสารหนี้อย่างมีมาตรฐาน โปร่งใสและเป็นธรรมต่อทุกฝ่าย นำมาซึ่งความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดตราสารหนี้ การทำหน้าที่ SRO ของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยนี้ได้รับการสนับสนุนเป็นอย่างดีจากทางกรม เพราะเห็นได้ว่าเป็นการใช้ทรัพยากรจากภาครัฐกิจในการออกกฎหมาย เพื่อกำกับดูแลกันเองซึ่งจะเข้าใจและเข้าถึงการเปลี่ยนแปลงและพัฒนาการของตลาดได้ดีกว่าทางการและเป็นการช่วยแบ่งเบาภาระของทางการในการกำกับดูแลอีกด้วย

บทบาทหลักในด้านการกำกับดูแลของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยที่ผ่านมา ประกอบด้วย

การตรวจสอบรายงานและเผยแพร่ข้อมูลการซื้อขายตราสารหนี้ ก.ล.ต. ได้กำหนดให้สถาบันการเงินที่มีใบอนุญาตค้าตราสารหนี้ทุกแห่งต้องรายงานข้อมูลการซื้อขายตราสารหนี้มายังสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย เพื่อให้เกิดความสมบูรณ์ของข้อมูลและความโปร่งใสของตลาด

และสมาคมฯ เป็นผู้ทำหน้าที่ตรวจสอบข้อมูลที่รายงานเข้ามาทั้งในด้านความถูกต้องเหมาะสมของราคาซื้อขาย และการปฏิบัติตามเงื่อนไขของการรายงานก่อนจะนำออกเผยแพร่ทุกสิ้นวัน เพื่อให้ นักลงทุนใช้เป็นข้อมูลอ้างอิงและกองทุนต่าง ๆ ใช้ในการบันทึกราคาตลาด (Mark to Market)

การรายงานข้อมูลของผู้ค้าตราสารหนี้มายังสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

<u>เวลาที่เกิดการซื้อขาย</u>	<u>เวลาที่ต้องรายงาน</u>
09.00 น. – 11.30 น.	ภายในเวลา 12.00 น.
11.31 น. – 14.00 น.	ภายในเวลา 14.30 น.
14.01 น. – 15.30 น.	ภายในเวลา 16.00 น.
หลังจาก 15.30 น.	ภายในเวลา 09.00 น. ของวันทำการถัดไป

การขึ้นทะเบียนผู้ค้าตราสารหนี้เพื่อส่งเสริมและรักษาคุณภาพมาตรฐานของผู้ค้าตราสารหนี้ให้มีความรู้ความสามารถและมีจรรยาบรรณในการปฏิบัติหน้าที่ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้กำหนดคุณสมบัติของผู้ค้าตราสารหนี้ขึ้นทะเบียน รวมถึงการจัดการทดสอบเพื่อขึ้นทะเบียนผู้ค้าตราสารหนี้ซึ่งสอดคล้องกับข้อกำหนดของ ก.ล.ต. ที่ระบุให้ผู้รับผิดชอบเกี่ยวกับการค้าตราสารหนี้ของบริษัทหลักทรัพย์ทุกรายต้องขึ้นทะเบียนกับสมาคมฯ โดยมีผลตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม พ.ศ. 2543 เป็นต้นมา และสมาคมฯ ยังได้จัดอบรมทบทวนความรู้ให้ผู้ค้าตราสารหนี้ขึ้นทะเบียนอย่างสม่ำเสมอ

การกำหนดจรรยาบรรณและมาตรฐานการปฏิบัติในตลาดตราสารหนี้ เพื่อใช้เป็นบรรทัดฐานของการปฏิบัติงานที่เหมาะสมและเป็นธรรม โดยจรรยาบรรณและมาตรฐานดังกล่าวได้มีการปรับปรุงอยู่เป็นระยะ ๆ เพื่อให้เหมาะสมกับสถานะตลาด

ใน พ.ศ. 2547 สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้รับการผลักดันจากทางทำให้เพิ่มความเข้มแข็งในการดำเนินงานด้าน SRO ให้มากขึ้นกว่าเดิม โดยขยายบทบาทให้ครอบคลุมงานด้านตรวจสอบสมาชิก (Field Examination) และการดำเนินการให้เป็นไปตามข้อกำหนด (Enforcement) ดังนั้นสมาคมฯ จึงได้ดำเนินการปรับปรุงกฎระเบียบ ข้อบังคับต่าง ๆ เพื่อรองรับการขยายบทบาทดังกล่าวในอนาคต โดยแต่งตั้งคณะกรรมการพิจารณาปรับปรุงมาตรฐานการกำกับดูแลในตลาดตราสารหนี้ (Market Regulation Committee) ซึ่งประกอบด้วยตัวแทนจากสมาชิกผู้ค้าตราสารหนี้ นักลงทุนและหน่วยงานราชการ เพื่อให้ความคิดเห็นและข้อเสนอแนะ

ในการจัดทำแนวปฏิบัติและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องซึ่งได้ทยอยออกประกาศใช้ตั้งแต่ พ.ศ. 2547 เป็นต้นมา

5. บทบาทด้านอื่น ๆ

นอกเหนือจากบทบาทดังกล่าวข้างต้น สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยยังมีบทบาทสำคัญในด้านการเผยแพร่ความรู้แก่ผู้ค้าตราสารหนี้ นักลงทุน และประชาชนทั่วไป ได้แก่ การจัดอบรมสัมมนาอย่างต่อเนื่องให้นักลงทุนกลุ่มต่าง ๆ การจัดทำหนังสือและสิ่งพิมพ์ให้ความรู้ด้านตราสารหนี้ การจัดทำเว็บไซต์ภาษาไทย www.thaibond.com เพื่อเป็นแหล่งข้อมูลและความรู้ตราสารหนี้แก่ประชาชนทั่วไป เพิ่มเติมจากเว็บไซต์ www.thaibma.or.th ซึ่งให้บริการข้อมูลแก่สมาชิกและนักลงทุนสถาบัน นอกจากนี้ในปี พ.ศ. 2545 สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยยังได้ริเริ่มจัดงานประกาศรางวัลตราสารหนี้ยอดเยี่ยม (Best Bond Award) โดยมีจุดประสงค์เพื่อส่งเสริมความเป็นเลิศด้านต่าง ๆ ของการประกอบธุรกรรมในตลาดตราสารหนี้และได้จัดทำเป็นประจำทุกปีจนถึงปัจจุบัน (สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, 2550)

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยพยายามดำเนินแผนการเพิ่มประสิทธิภาพและความโปร่งใสในการเปิดเผยและรวบรวมข้อมูลเกี่ยวข้องกับตราสารหนี้และผู้ออกตราสารหนี้ แต่เนื่องด้วยการซื้อขายตราสารหนี้ในประเทศไทยยังเป็นระบบการซื้อขายนอกตลาดที่เป็นทางการ (exchange) โดยเป็นการซื้อขายโดยการตกลงระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย (Over the Counter- OTC) ซึ่งมีผู้ค้าหลักเพียงบริษัทเงินทุนและธนาคารพาณิชย์เท่านั้น วิธีการซื้อขายแบบ OTC ซึ่งไม่มีข้อมูลทั้งทางด้านราคาและปริมาณการซื้อขายอย่างโปร่งใสจึงทำให้การตัดสินใจในการลงทุนสำหรับนักลงทุนทั้งในระดับนักลงทุนทั่วไป และนักลงทุนสถาบันเป็นไปได้ยากทำให้ไม่เป็นที่นิยมของนักลงทุนทั่วไป ซึ่งอาจเป็นเหตุผลหนึ่งที่ทำให้ตลาดตราสารหนี้ไทยไม่เติบโตเท่าที่ควร แต่ในปัจจุบันระบบการชำระราคาในการซื้อขายตราสารหนี้ของสถาบันการเงินทั้งหมดใช้บริการบาทเน็ต โดยตราสารที่ส่งมอบบางส่วนเป็นแบบ scripless ทำให้เกิดการส่งมอบตราสารหนี้และการชำระราคาตามเวลาที่ทำการซื้อขายจริง หรือที่เรียกว่า Real-Time Gross Settlement/Delivery versus Payment (RTGS-DVP)

องค์กรมีส่วนช่วยให้ตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทยสามารถพัฒนาและขยายตัวอย่างรวดเร็ว ได้แก่ กระทรวงการคลังซึ่งมีสำนักงานบริหารหนี้สาธารณะเป็นแกนหลัก และกรมสรรพากรซึ่งมีบทบาทในการปรับปรุงระบบภาษีอากรให้เป็นสากล และเอื้อประโยชน์ต่อการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาด นอกจากนี้ยังมีสำนักงานเศรษฐกิจการคลังรับผิดชอบในการปรับปรุงกฎหมายที่เกี่ยวข้องหลักทรัพย์ร่วมกับสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

สำนักบริหารหนี้สาธารณะเป็นหน่วยงานหลักที่รับผิดชอบการสร้างตลาดแรก (Primary Market) ของตลาดตราสารหนี้ โดยการออกพันธบัตรรัฐบาลและตั๋วเงินคลังในรูปแบบและช่วงอายุต่าง ๆ เพื่อสร้างราคาอ้างอิง (benchmark) ให้เกิดขึ้นในตลาด เพราะพันธบัตรและตั๋วเงินคลังที่ออกโดยรัฐบาลเท่านั้นที่ถือได้ว่าเป็นตราสารหนี้ที่ไม่มีความเสี่ยง (risk free) เมื่อรัฐบาลออกตราสารหนี้ที่ไม่มีความเสี่ยงในรูปแบบต่าง ๆ และในช่วงอายุต่าง ๆ แล้ว ก็จะได้ราคาอ้างอิงต่าง ๆ ตามมาและในขณะเดียวกันก็ต้องพยายามที่จะทำการออกตราสารเหล่านั้นให้สม่ำเสมอเพื่อให้มีราคาอ้างอิงในการออกตราสารหนี้อื่น ๆ ที่ไม่ใช่ตราสารหนี้ของรัฐบาล ดังนั้นปัจจัยที่สำคัญที่สุดในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้และรักษาตลาดให้คงอยู่ คือ การจัดให้มีการออกตราสารหนี้ของรัฐบาลอย่างสม่ำเสมอ ทั้งในช่วงที่รัฐบาลมีนโยบายงบประมาณขาดดุล สมดุลและเกินดุล ดังเช่นรัฐบาลในประเทศที่มีการพัฒนาระบบการเงินปฏิบัติกัน

การออกตราสารหนี้ในตลาดแรกของภาครัฐมีสิ่งสำคัญประการหนึ่ง คือ ต้องออกให้สม่ำเสมอ ต้องประกาศตารางการออกตราสารให้ภาคเอกชนในตลาดทราบล่วงหน้าอย่างน้อย 6 เดือน การออกที่สม่ำเสมอหมายความว่า การออกโดยไม่ต้องคำนึงถึงช่วงอัตราดอกเบี้ยสูงหรือต่ำ เพราะรัฐบาลเป็นผู้ที่ต้องขึ้นและรักษาตลาดไม่ใช่ผู้ที่จะคอยฉวยโอกาสจากตลาด ดังนั้นพฤติกรรมในการออกตราสารหนี้ของรัฐบาลจะเหมือนกับเอกชนไม่ได้เป็นอันขาด ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นหน่วยงานสำคัญแห่งหนึ่งที่มีส่วนผลักดันให้การพัฒนาตลาดตราสารหนี้เติบโตอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะอย่างยิ่งการพัฒนาระบบในตลาดรอง (Secondary Market) ให้เกิดการชำระราคาและการส่งมอบตราสารตามแบบ Real-Time Gross Settlement (RTGS) นอกจากนี้บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด ยังมีส่วนสนับสนุนในเรื่องการชำระเงินผ่านระบบบาทเนตด้วย ในช่วงการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยจะต้องมีบทบาทในการเสริมสร้างตลาดเป็นอย่างมาก เช่น การกำกับดูแลสถาบันที่เข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดที่เรียกว่า Primary Dealers หรือ Market Makers การพัฒนาตลาดซื้อคืน (Repurchase Market) การสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงระยะสั้น (BIBOR) เป็นต้น

สำหรับองค์กรภาคเอกชนที่ได้มีส่วนร่วมในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้มาตั้งแต่ต้น คือ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (Thai Bond Market Association: ThaiBMA) ซึ่งตลอดระยะเวลา ตั้งแต่เริ่มก่อตั้ง ThaiBMA ได้ใช้ความพยายามจนสามารถพัฒนาระบบการซื้อขายตราสารหนี้ทาง อิเล็กทรอนิกส์ซึ่งเป็นระบบที่สามารถเชื่อมต่อกับระบบชำระราคาและส่งมอบของธนาคาร แห่งประเทศไทย และ บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์(ประเทศไทย) จำกัด ได้ในอนาคต ทั้งนี้ ThaiBMA ยังต้องดำเนินการพัฒนาความก้าวหน้าของระบบสารสนเทศตราสารหนี้ต่อไป และ เพื่อให้เกิดความสอดคล้องกับนโยบายภาครัฐ เป็นการเพิ่มทางเลือกและสร้างประโยชน์ต่อผู้ลงทุน รายย่อยในการลงทุน ในการบริหารการลงทุนของตนเองเพื่อกระจายน้ำหนักการลงทุนในตราสาร การเงิน รวมทั้งการกระจายความเสี่ยงของการลงทุน คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และ ตลาดหลักทรัพย์จึงมีมติในการกำหนดนโยบายการส่งเสริมการลงทุนในตราสารหนี้ของนักลงทุน รายย่อย โดยจัดตั้งตลาดตราสารหนี้ (Bond Electronic Exchange: BEX) และเปิดให้ทำการซื้อขาย ตราสารหนี้อย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 26 พฤศจิกายน เป็นต้นมา ต่อมาในการประชุมของ คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อเดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2547 มีมติเพิ่มเติมให้มี การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ BEX เพื่อให้เกิดความครอบคลุมการพัฒนาตลาดตราสารหนี้โดยรวม ไม่จำกัดเพียงการสร้างโอกาสให้นักลงทุนรายย่อยเท่านั้น ซึ่งถือได้ว่าเป็นการเข้ามามีส่วนร่วม อย่างจริงจังในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้โดยสมบูรณ์แบบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางผนวกที่ ค1 สรุปลำดับการดำเนินงานที่สำคัญของชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ (BDC) และสมาคม ตลาดตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA)

วัน เดือน ปี	เหตุการณ์สำคัญ
1 พฤศจิกายน พ.ศ. 2537	“ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้” หรือ Bond Dealers Club เปิดดำเนินการ พร้อมกับการให้บริหารระบบการซื้อขายตราสารหนี้ทาง อิเล็กทรอนิกส์ “BONDNET”
9 ธันวาคม พ.ศ. 2537	“ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย” ได้รับใบอนุญาตให้บริการเป็น ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้จากสำนักงานคณะกรรมการกำกับ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
4 มกราคม พ.ศ. 2541	จัดทำและเผยแพร่ดัชนีตราสารหนี้ (Bond Index) ประกอบด้วย Total Return, Gross Price และ Clean Price Index

ตารางผนวกที่ ค1 (ต่อ)

วัน เดือน ปี	เหตุการณ์สำคัญ
22 เมษายน 2541	ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย (ThaiBDC) เปิดดำเนินการอย่างเป็นทางการ
30 กันยายน พ.ศ.2541	เริ่มจัดทำและเผยแพร่เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Government Bond Yield Curve) เป็นประจำทุกสัปดาห์ โดยใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาล
4 พฤษภาคม พ.ศ. 2542	เปิดให้บริการระบบสารสนเทศตราสารหนี้ (Bond Information Service/BIS) ผ่านเครือข่ายอินเทอร์เน็ต
15 กันยายน พ.ศ. 2542	ปรับปรุงเกณฑ์การจัดทำ Yield Curve โดยเปลี่ยนเป็นจัดทำจากอัตราผลตอบแทนเสนอซื้อ (Bid Yield) ของพันธบัตรทุกระดับที่สถาบันการเงินคู่ค้าของธนาคารแห่งประเทศไทย (Primary Dealer) นำส่งทุกสัปดาห์ ทำให้ Yield Curve สามารถครอบคลุมทุกช่วงอายุพันธบัตร
14 มีนาคม พ.ศ. 2543	ก.ล.ต. กำหนดให้สถาบันการเงินที่มีใบอนุญาตค้าตราสารหนี้ต้องรายงานการซื้อขายตราสารหนี้ทุกรายการมายังศูนย์ซื้อขายฯ
18 สิงหาคม พ.ศ. 2543	ก.ล.ต. กำหนดให้ผู้ค้าตราสารหนี้ของสถาบันการเงินที่มีใบอนุญาตค้าตราสารหนี้ต้องขึ้นทะเบียนกับศูนย์ซื้อขายฯ
26 กันยายน พ.ศ. 2543	ปรับปรุงสัญลักษณ์ของตราสารหนี้ขึ้นทะเบียนโดยกำหนดสัญลักษณ์ของพันธบัตรภาครัฐและตราสารหนี้ภาคเอกชนให้เป็นมาตรฐานเดียวกัน และสามารถสื่อความหมายที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน
15 มิถุนายน พ.ศ. 2544	จัดทำอัตราผลตอบแทนอ้างอิงของตัวเงินคลังและพันธบัตรกองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ พร้อมทั้งเผยแพร่ดัชนีพันธบัตรรัฐบาลแยกตามกลุ่มอายุ และดัชนีตราสารหนี้ภาคเอกชน (Investment Grade Corporate Bond Index)
12 ธันวาคม พ.ศ. 2544	ศูนย์ซื้อขายฯ ประกาศให้สมาชิกใช้สัญญา GMRA ร่วมกับ Thailand Annex เป็นสัญญามาตรฐานในการประกอบธุรกรรมซื้อคืน

ตารางผนวกที่ ค1 (ต่อ)

วัน เดือน ปี	เหตุการณ์สำคัญ
11 มิถุนายน พ.ศ. 2545	ออกแนวทางปฏิบัติของการทำธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo)
4 พฤศจิกายน พ.ศ. 2545	จัดทำหน้าจอ Market Watch เพื่อเผยแพร่ราคาเสนอซื้อขายของตราสารหนี้ผ่าน Internet และแสดงความเคลื่อนไหวของการซื้อขายที่รายงานมายังศูนย์ซื้อขายฯ ในระหว่างวัน
13 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2546	เริ่มจัดงาน ThaiBDC's Best Bond Award ขึ้นเป็นครั้งแรก เพื่อส่งเสริมสนับสนุนความเป็นเลิศด้านต่างๆ ของการประกอบธุรกรรมในตลาดตราสารหนี้
4 พฤศจิกายน พ.ศ. 2546	เปิดให้บริการเว็บไซต์ภาษาไทย www.thaibond.com เพื่อให้ความรู้พื้นฐานและเป็นสื่อกลางในการเผยแพร่ข้อมูลราคาเสนอซื้อขายสำหรับนักลงทุนรายย่อย
4 มกราคม พ.ศ. 2547	ปรับปรุงโครงสร้างภายในเพื่อรองรับการขยายการดำเนินการด้าน SRO โดยเพิ่มฝ่ายงานด้านการตรวจสอบและกำกับดูแลฝ่ายกฎหมาย และแต่งตั้งคณะกรรมการ Market Regulation เพื่อให้ข้อคิดเห็นในการปรับปรุงและจัดทำแนวปฏิบัติและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้อง
19 มกราคม พ.ศ. 2547	เริ่มเผยแพร่ข้อมูลการเสนอราคาพันธบัตรแบบ Two-way Quotation ซึ่งเป็นราคา Firms Price ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดให้ Primary Dealer ทำการเสนอผ่านหน้าจอ Market Watch เป็นประจำทุกวัน
30 เมษายน พ.ศ. 2547	เปิดให้บริการระบบบริหารความเสี่ยงทางการเงิน iRisk
1 พฤศจิกายน พ.ศ. 2547	เปิดให้บริการระบบซื้อขายตราสารหนี้ทางอิเล็กทรอนิกส์ iDeal
8 กันยายน พ.ศ. 2548	เปลี่ยนชื่อจาก “ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย” เป็น “สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย”

ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (2550)

ตลาดตราสารหนี้ไทยยังต้องการพัฒนาการด้านต่าง ๆ อีกมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปัจจุบันเป็นยุคของเทคโนโลยีการสื่อสารและข้อมูลที่ไร้ขีดจำกัด ตลาดการเงินทั่วโลกถูกเชื่อมโยงเข้าด้วยกันอย่างง่ายดาย จึงหลีกเลี่ยงไม่ได้ที่ตลาดตราสารหนี้ไทยจะต้องปรับตัวเพื่อยกระดับมาตรฐานให้ทัดเทียมทันกับมาตรฐานตลาดตราสารหนี้สากลในประเทศที่พัฒนาแล้ว สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยโดยการสนับสนุนจากทางการจึงได้วางแผนการดำเนินงานในระยะต่อไปเพื่อให้สอดคล้องกับการก้าวไปสู่ความเป็นตลาดตราสารหนี้มาตรฐานสากล ซึ่งจะสอดคล้องกับนโยบายการพัฒนาตลาดตราสารหนี้เอเซียของรัฐบาลดังนี้

1. การเป็นศูนย์กลางข้อมูลตราสารหนี้ที่สมบูรณ์ของประเทศ (Bond Information Center) โดยมุ่งพัฒนาระบบข้อมูลให้มีความสมบูรณ์ครบถ้วน ทันสมัยและเข้าถึงได้รวดเร็วยิ่งขึ้น ขยายฐานข้อมูลให้ครอบคลุมกว้างขวาง รวมถึงพัฒนาระบบเชื่อมโยงข้อมูลระหว่างเครือข่ายต่าง ๆ ทั้งในและต่างประเทศ เพื่อให้ผู้เกี่ยวข้องได้ใช้เป็นข้อมูลในการระดมทุน และการตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงการพัฒนาระบบสำรองข้อมูลที่เชื่อถือได้เพื่อให้มั่นใจได้ว่าจะมีข้อมูลที่จำเป็นเสมอแม้กรณีมีเหตุฉุกเฉิน

2. การเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่เข้มแข็ง (SRO) โดยการจัดทำและปรับปรุงข้อปฏิบัติต่าง ๆ ที่เหมาะสมกับสถานะตลาด พัฒนาระบบการรายงานข้อมูลและระบบตรวจสอบภาวะตลาดที่มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น และจัดให้มีการดำเนินงานตรวจสอบสมาชิกและการดำเนินการให้เป็นไปตามกฎระเบียบ เพื่อส่งเสริมการประกอบธุรกรรมการค้าตราสารหนี้ที่มีมาตรฐานและเป็นธรรม สร้างความมั่นใจแก่นักลงทุนและทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง

3. การพัฒนาระบบสนับสนุนการซื้อขายที่มีประสิทธิภาพ (Trading Facilities) ครอบคลุมถึงการพัฒนาระบบการซื้อขายทางอิเล็กทรอนิกส์ เพื่ออำนวยความสะดวกในการซื้อขายไม่ว่าจะเป็นตราสารหนี้หรือบริการที่เกี่ยวข้อง เช่น การซื้อขาย Repo ผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์ การจัดทำโปรแกรมบริหารความเสี่ยง โปรแกรมบริหารการลงทุนในตราสารหนี้ ตลอดจนเครื่องมือวิเคราะห์ทางการเงินต่าง ๆ นอกจากนั้นยังได้วางแผนที่จะเชื่อมระบบซื้อขายกับผู้ให้บริการข้อมูลระหว่างประเทศอีกด้วย ทั้งนี้เพื่อเป็นช่องทางให้นักลงทุนต่างประเทศสามารถเข้ามาซื้อขายตราสารหนี้ได้สะดวกรวดเร็วมยิ่งขึ้น รวมทั้งสนองต่อนโยบายของรัฐในการพัฒนา Asian Bond Market ด้วย

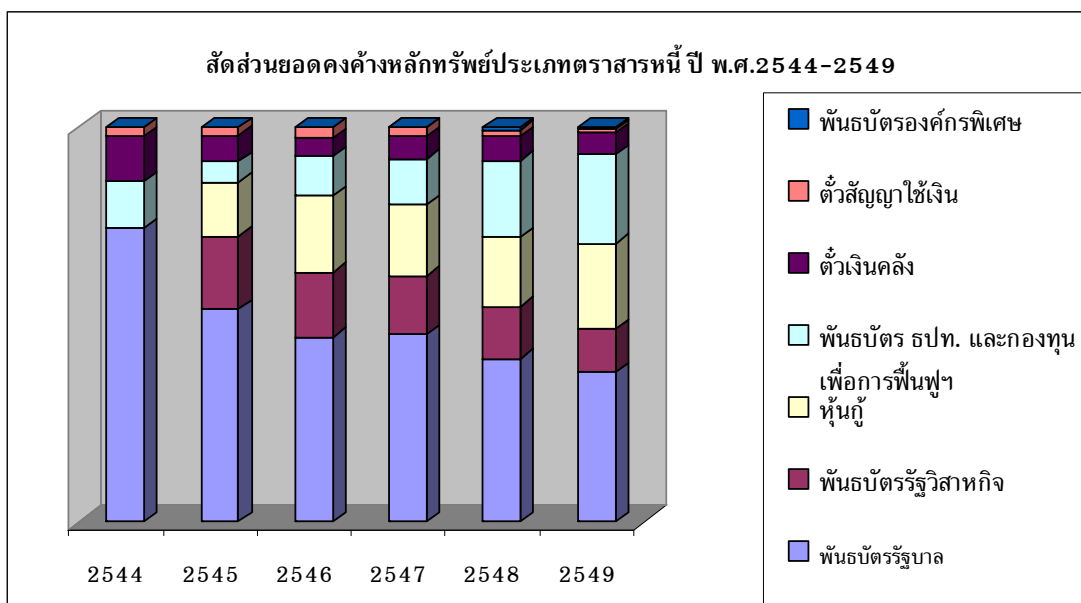
4. การพัฒนาเครื่องมืออำนวยความสะดวกแก่นักลงทุน เช่น การเชื่อมโยงระหว่างระบบการซื้อขายอิเล็กทรอนิกส์และการส่งมอบ/ชำระราคากับหน่วยงานต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง เพื่อจะได้พัฒนาไปสู่ระบบ Straight-through Processing/STP ที่สมบูรณ์แบบต่อไป (สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, 2549)

โครงสร้างของตลาดตราสารหนี้

โครงสร้างของตลาดตราสารหนี้ไทยจะพิจารณาโดยอาศัยประเภทของตราสารหนี้ที่มีหมุนเวียนในตลาดโดยแยกเป็น 2 ประเภทหลัก คือ พันธบัตรภาครัฐและหุ้นกู้ภาคเอกชน

นับจากที่กระทรวงการคลังได้ออกพันธบัตรรัฐบาลตั้งแต่ พ.ศ. 2476 ตราสารหนี้ส่วนใหญ่เป็นของภาครัฐ เนื่องจากรัฐบาลมีความจำเป็นต้องลงทุนในโครงการต่าง ๆ เป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะโครงการสาธารณูปโภคขนาดใหญ่ เพื่อรองรับการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ในขณะที่ตราสารหนี้ภาคเอกชนเพิ่งเริ่มเข้ามามีบทบาทมากขึ้นในระยะเวลาไม่กี่ปีที่ผ่านมา

จากข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์พบว่า แสดงในภาพที่ 3.1 ยอดคงค้างหลักทรัพย์ภายในประเทศ ประเภทตราสารหนี้ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 เป็นต้นมา พบว่าสัดส่วนยอดคงค้างของพันธบัตรรัฐบาลมีสัดส่วนมากที่สุด รองลงมา คือ พันธบัตรรพท. และกองทุนเพื่อการฟื้นฟู หุ้นกู้ภาคเอกชน พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ ตั๋วเงินคลังและตั๋วสัญญาใช้เงินตามลำดับ



ภาพผนวกที่ ค1 สัดส่วนยอดคงค้างหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 - 2549

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2550)

ภาพรวมของตลาดตราสารหนี้ที่ผ่านมามีแนวโน้มว่าสัดส่วนของหุ้นกู้ภาคเอกชนนั้นมีเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนมีบทบาทเพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา เหตุผลหลักที่ตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนเข้ามามีบทบาทมากขึ้นเนื่องมาจากเหตุผลดังนี้

1. การประกาศใช้ พ.ร.บ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
2. การจัดตั้งไทยเรตติ้งเอนคိုင်ฟอเมชันเซอร์วิส (TRIS) ในปี พ.ศ. 2536
3. การจัดตั้งชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ในปี พ.ศ. 2537 ซึ่งเปลี่ยนเป็นศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยในเวลาต่อมาในปี พ.ศ. 2541
4. ผู้ออกตราสารหนี้ได้ตระหนักถึงความสำคัญในการระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้
5. ผู้ลงทุนมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนในตราสารหนี้มากขึ้น

6. ในปลายปี พ.ศ. 2545 จะมีการประกาศวิธีการใช้ Non – Competitive bid สำหรับผู้ลงทุนรายย่อยในการซื้อพันธบัตรรัฐบาลโดยตรง

7. ในปี พ.ศ. 2546 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้จัดตั้งตลาดตราสารหนี้ (Bond Electronic Exchange-BEX) เพื่ออำนวยความสะดวกแก่ผู้ลงทุนในหุ้นกู้ และในปี พ.ศ. 2547 ได้พัฒนาเพื่อให้บริการครอบคลุมผู้ลงทุนทุกประเภท และครอบคลุมตราสารหนี้ทุกชนิด

จากวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจในปี พ.ศ.2541 ที่ผ่านมานั้น ทำให้รัฐบาลให้ความสำคัญถึงการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ แต่ที่ผ่านมาการพัฒนาเป็นไปอย่างล่าช้าเกิดความไม่สมดุลและขาดเสถียรภาพในระบบการเงินของประเทศ ดังนั้นรัฐบาลจึงมีความจำเป็นอย่างชัดเจนที่ในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ ทั้งในระดับประเทศและในระดับนานาชาติ ดังเห็นได้จากความพยายามในหลาย ๆ ด้าน เช่น ความพยายามในการจัดตั้งตลาดตราสารหนี้แห่งเอเชีย (Asian bond market)

ภาคผนวก ง
ธุรกิจจัดการลงทุนในประเทศไทย

กองทุนรวม

ความเป็นมาของธุรกิจกองทุนรวม

เป้าหมายการพัฒนาตลาดทุนของประเทศไทย ทำให้เกิดแนวทางในการเปิดโอกาสให้ประชาชนได้เข้ามามีส่วนร่วมในการพัฒนาตลาดทุน โดยการระดมเงินออมจากประชาชนผ่านการขายหน่วยลงทุน โดยกองทุนรวมแห่งแรกของประเทศไทยคือ กองทุนรวมไทย (Thai Investment Fund) จัดตั้งในปี 2506 โดยบริษัท ไทยเบ็ค จำกัด (Thaibec Investment Services Limited) โดยขายหน่วยลงทุนควบคู่กับการทำประกันชีวิตให้กับผู้ลงทุน กองทุนดังกล่าวไม่ได้รับความนิยมจากคนไทยเนื่องจากคนไทยนิยมเก็บกำไรด้วยการซื้อที่ดินและเครื่องประดับอื่น เช่น เพชร พลอย มากกว่าการลงทุนซื้อหุ้น และขาดการสนับสนุนจากภาครัฐ ในปี พ.ศ. 2508 ได้มีการจัดตั้งกองทุนรวมขึ้นอีก 2 กองทุน คือ Bangkok Mutual Fund และ National Mutual Fund แต่ไม่ประสบความสำเร็จและเลิกกิจการไป ต่อมาในปี พ.ศ. 2515 บริษัท เงินทุนสากล จำกัด ได้จัดตั้งกองทุนรวมวัฒนา (Wattana Fund) โดยขายหน่วยลงทุนควบคู่ไปกับการประกันชีวิต และในปีเดียวกันนั้นคือ วันที่ 19 กันยายน พ.ศ. 2515 กระทรวงการคลังได้ออกประกาศว่าด้วยธุรกิจหลักทรัพย์ เกี่ยวกับเรื่องการกำหนดกิจการที่ต้องขออนุญาต และเงื่อนไขการอนุญาตให้ประกอบกิจการ ผลประกาศดังกล่าวทำให้ผู้ที่ประกอบธุรกิจกองทุนรวมจะต้องขออนุญาตตามเงื่อนไขที่กำหนดโดยกระทรวงการคลัง ผู้ที่ประกอบธุรกิจกองทุนรวมในขณะนั้น ได้แก่ กองทุนรวมไทย และกองทุนรวมวัฒนา โดยได้ยื่นขออนุญาตเพื่อประกอบธุรกิจกองทุนรวมผ่านธนาคารแห่งประเทศไทย เพื่อขอความเห็นชอบจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง แต่คำขออนุญาตของทั้งสองบริษัทคงค้างการพิจารณาจากธนาคารแห่งประเทศไทย แต่ก็มีได้มีคำสั่งให้กองทุนรวมทั้งสองแห่งเลิกประกอบธุรกิจกองทุนรวมแต่อย่างใด

หลังจากประกาศกระทรวงการคลังฉบับดังกล่าว จึงได้มีการก่อตั้งบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมแห่งแรกของประเทศไทยได้ขึ้นในปี พ.ศ. 2518 โดยความร่วมมือกันระหว่างรัฐบาลไทยและบริษัทการเงินระหว่างประเทศ (International Finance Corporation – IFC) ซึ่งเป็นหน่วยงานหนึ่งของธนาคารโลก และได้มีการจัดตั้งและจัดการกองทุนรวมโครงการแรกในปี พ.ศ. 2520 ภายใต้ชื่อ “โครงการกองทุนสินิธิบุญ” ด้วยขนาดกองทุน 100 ล้านบาทและมีอายุโครงการ 10 ปี

ในปี พ.ศ. 2535 พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีผลบังคับใช้ จึงได้มีการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ขึ้น เพื่อทำหน้าที่ กำกับดูแลและส่งเสริมพัฒนาธุรกิจหลักทรัพย์ ธุรกิจจัดการลงทุน และตลาดทุนของประเทศ โดยในวันที่ 19 มีนาคม พ.ศ. 2535 กระทรวงการคลังได้พิจารณาให้ใบอนุญาตการจัดการกองทุนรวม แก่บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมที่จัดตั้งขึ้นใหม่เพิ่มอีก 7 บริษัท รวมกับบริษัทเดิมอีก 1 บริษัท เป็น 8 บริษัท มีผลให้ธุรกิจการจัดการกองทุนรวมขยายตัวขึ้นอย่างรวดเร็วและกลายเป็นส่วนสำคัญ ในการพัฒนาตลาดทุนของประเทศไทย

ปลายปี พ.ศ. 2538 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้เปิดให้ยื่นคำขอรับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวมเพิ่มเติม ซึ่งมีกลุ่มผู้ผ่านการพิจารณาของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ จำนวน 7 กลุ่ม (ไม่นับรวมผู้จัดตั้ง บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม เพื่อผู้ลงทุนต่างด้าว จำกัด) โดยต่อมาในปี พ.ศ. 2539 – 2540 กลุ่มผู้ผ่านการพิจารณาดังกล่าวได้ทยอยจัดตั้งบริษัทขึ้นเพื่อรับ ใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวมจากกระทรวงการคลัง ซึ่งมีกลุ่ม ที่สามารถดำเนินการจัดตั้งบริษัทได้เพียง 6 บริษัท รวมกับบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ที่จัดตั้งแล้วก่อนหน้านี้เป็น 14 บริษัท ปัจจุบัน ณ วันที่ 30 มกราคม 2550 มีบริษัทหลักทรัพย์จัดการ กองทุนรวมทั้งสิ้น 20 บริษัท

ความหมายของกองทุนรวม

กองทุนรวม คือ เครื่องมือในการลงทุน (Investment vehicle) สำหรับผู้ลงทุนรายย่อย ที่ประสงค์จะนำเงินมาลงทุนในตลาดเงินตลาดทุน แต่ติดขัดด้วยอุปสรรคหลายประการที่ทำให้ การลงทุนด้วยตนเองไม่สามารถได้ผลลัพธ์ตามเป้าหมายที่ต้องการ เช่น มีทุนทรัพย์จำนวนจำกัด ไม่สามารถกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศได้มากพอ เพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุน หรือไม่มีประสบการณ์ ความรู้ ความชำนาญในการลงทุน หรือไม่มีเวลาจะศึกษา ค้นหา และ ติดตามข้อมูลเพื่อใช้ในการตัดสินใจการลงทุน

นโยบายการลงทุน 10 แบบมาตรฐานของสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

1. กองทุนรวมตราสารแห่งทุน (Equity fund) กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งตราสารทุน โดยเฉลี่ยในรอบปีบัญชีไม่น้อยกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม บริษัทจัดการต้องรายงานค่าเฉลี่ยการถือครองตราสารทุนให้สำนักงาน ก.ล.ต. ทราบทุกกรอบระยะเวลาสามเดือน หกเดือน เก้าเดือน และสิบสองเดือนของรอบบัญชีกองทุน หากค่าเฉลี่ยการถือครองตราสารทุนไม่ถึงร้อยละ 65 ในรอบระยะเวลาใด ให้บริษัทจัดการแสดงผลโดยชัดเจน เพื่อที่สำนักงาน ก.ล.ต. จะได้นำไปเปิดเผยให้แก่ผู้ลงทุนและผู้สนใจลงทุนทราบต่อไป โดยทั่วไปแล้ว กองทุนรวมตราสารแห่งทุน มีความเสี่ยงสูงกว่ากองทุนรวม ที่มีนโยบายลงทุนในตราสารประเภทอื่น จึงเหมาะสำหรับผู้ลงทุนที่ยอมรับความเสี่ยงได้สูง และควรลงทุนเพื่อหวังผลที่ดีกว่าในระยะยาว

2. กองทุนรวมตราสารแห่งนี้ (General fixed income fund) กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหรือมีไว้เฉพาะเงินฝาก หรือหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่น หรือการหาดอกผลโดยวิธีอื่นตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดหรือให้ความเห็นชอบให้กองทุนประเภทดังกล่าวลงทุนได้ ห้ามมิให้กองทุนรวมตราสารแห่งนี้ลงทุนหรือ มีไว้ซึ่งตราสารทุนหรือตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุน (หุ้นกู้แปลงสภาพ) ยกเว้นแต่สำนักงาน ก.ล.ต. จะพิจารณาอนุญาต เมื่อมีผู้ให้คำรับรองที่น่าเชื่อถือได้ว่าจะเป็นผู้รับซื้อตราสารทุนหลังการแปลงสภาพนั้นออกไปจากกองทุนโดยทั่วไปแล้ว กองทุนรวมตราสารแห่งนี้ มีความเสี่ยงน้อยกว่ากองทุนรวมที่มีนโยบาย ลงทุนในตราสารทุน จึงเหมาะสำหรับผู้ลงทุนที่ยอมรับความเสี่ยงได้น้อยกว่า

3. กองทุนรวมตราสารแห่งนี้ระยะยาว (Long-term fixed income fund) กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหรือมีไว้เฉพาะเงินฝาก หรือหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่น หรือการหาดอกผลโดยวิธีอื่นตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดหรือให้ความเห็นชอบให้กองทุนประเภทดังกล่าวลงทุนได้ โดยกองทุนมีวัตถุประสงค์ที่จะดำรง พอร์ตโฟลิโอ ดูเรชัน (portfolio duration) ในขณะใดขณะหนึ่งของกองทุนรวมนั้นมากกว่าหนึ่งปีขึ้นไป พอร์ตโฟลิโอ ดูเรชัน (portfolio duration) หมายถึง อายุถัวเฉลี่ยแบบถ่วงน้ำหนักของกระแสเงินที่ได้รับจากทรัพย์สินของกองทุนรวม พอร์ตโฟลิโอ ดูเรชันมากกว่าหนึ่งปี มีความหมายโดยทั่วไปว่า ทรัพย์สินที่กองทุนลงทุนและมีไว้ มีอายุเฉลี่ยมากกว่าหนึ่งปี เหมาะสำหรับผู้ลงทุนที่ยอมรับความเสี่ยงต่ำ และสามารถลงทุนระยะยาวได้

4. กองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่งระยะสั้น (Short-term fixed income fund) กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหรือมีไว้เฉพาะเงินฝาก หรือหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่น หรือการหาดอกผลโดยวิธีอื่นตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดหรือให้ความเห็นชอบให้กองทุนประเภทดังกล่าวลงทุนได้ โดยกองทุนมีวัตถุประสงค์ที่จะดำรง พอร์ตโฟริโอ ดูเรชัน (portfolio duration) ในขณะใดขณะหนึ่งของกองทุนรวมนั้นไม่เกินหนึ่งปี พอร์ตโฟริโอ ดูเรชัน ต่ำกว่าหนึ่งปี มีความหมายโดยทั่วไปว่า ทรัพย์สินที่กองทุนลงทุนและมีไว้ มีอายุเฉลี่ยน้อยกว่าหนึ่งปี เหมาะสำหรับผู้ลงทุนที่ต้องการลงทุนระยะสั้น และต้องการความเสี่ยงต่ำ

5. กองทุนรวมผสม (Balanced fund) กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่น หรือการหาดอกผลโดยวิธีอื่นตามที่สำนักงาน ก.ล.ต.กำหนด หรือให้ความเห็นชอบให้กองทุนประเภทดังกล่าวลงทุนได้ โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะดำรงอัตราส่วนการลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งตราสารทุนในขณะใดขณะหนึ่งไม่เกินร้อยละ 65 และไม่น้อยกว่าร้อยละ 35 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม กองทุนผสม ลงทุนในตราสารได้ทุกประเภท ผู้จัดการกองทุนสามารถแสวงหาโอกาสลงทุนที่ดีกว่าได้ทั้งในตลาดตราสารทุนและตลาดตราสารหนี้ แต่เป็นการจัดสรรเงินลงทุนประเภทสมดุล เพราะมีข้อกำหนดเกี่ยวกับ ceiling และ floor ในการลงทุนในตราสารทุน กองทุนผสมเหมาะสำหรับผู้ลงทุนที่ยอมรับความเสี่ยงได้ปานกลาง

6. กองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่น (Flexible portfolio fund) กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่น หรือการหาดอกผลโดยวิธีอื่นตามที่สำนักงาน ก.ล.ต.กำหนด หรือให้ความเห็นชอบให้กองทุนประเภทดังกล่าวลงทุนได้ ทั้งนี้การลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่น หรือการหาดอกผลโดยวิธีอื่นดังกล่าวขึ้นกับการตัดสินใจลงทุนของผู้จัดการกองทุนรวมตามความเหมาะสมและสถานการณ์ในแต่ละขณะกองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่น สามารถลงทุนในตราสารทุกประเภทเช่นเดียวกับกับกองทุนรวมผสม แต่ไม่มีข้อกำหนดเกี่ยวกับ ceiling และ floor ในการลงทุนในตราสารทุนแต่อย่างใด การจัดสรรเงินลงทุนของกองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่นระหว่างตลาดตราสารทุนและตลาดตราสารหนี้ จึงอยู่กับดุลพินิจของผู้จัดการกองทุน กองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่น เหมาะสำหรับผู้ลงทุนที่ยอมรับความเสี่ยงได้ปานกลาง

7. กองทุนรวมหน่วยลงทุน (Fund of funds) กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งหน่วยลงทุนและใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนรวม โดยเฉลี่ยในรอบปีบัญชีไม่น้อยกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม เนื่องจากกองทุนรวมมีข้อดีหลายประการที่สำคัญคือ มีการกระจายการลงทุน ความเสี่ยงจึงลดลง ทั้งยังมีต้นทุนเฉลี่ยต่ำ กองทุนรวมหน่วยลงทุนจึงรับเอาข้อได้เปรียบดังกล่าวมา นอกจากนั้นแล้วกองทุนรวมหน่วยลงทุนยังกระจายการลงทุนไปในหลาย กองทุนรวมภายใต้การจัดการของหลายผู้จัดการกองทุนและหลายบริษัทจัดการ จึงเป็นการกระจายความเสี่ยงที่กว้างขวางกว่า ข้อเสียของกองทุนรวมหน่วยลงทุนอยู่ที่มีค่าธรรมเนียมในการจัดการและค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ซ้ำซ้อน

8. กองทุนรวมใบสำคัญแสดงสิทธิ (Warrant fund) กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นกู้ ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหน่วยลงทุน และใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นเพิ่มทุน โดยเฉลี่ยในรอบปีบัญชีไม่น้อยกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม การลงทุนในใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นมีความเสี่ยงสูง กองทุนประเภทนี้จึงมีความเสี่ยงสูงมาก

9. กองทุนรวมกลุ่มธุรกิจ (Sector fund) กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งตราสารทุนของบริษัทที่มีธุรกิจหลักประเภทเดียวกันตามที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดโดยเฉลี่ยในรอบปีบัญชีไม่น้อยกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม กองทุนรวมกลุ่มธุรกิจ มีการลงทุนกระจุกตัว จึงมีความเสี่ยงสูงกว่ากองทุนรวมตราสารแห่งทุนโดยทั่วไป

10. กองทุนรวมตลาดเงิน (Money market fund) กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งตราสารหนี้ที่มีคุณภาพและมีกำหนดชำระคืนเมื่อทวงถามหรือมีอายุคงเหลือไม่เกิน 1 ปี กองทุนรวมตลาดเงิน มีนโยบายการลงทุนที่คล้ายคลึงกับ กองทุนรวมตราสารหนี้ระยะสั้น มีความเสี่ยงต่ำสุด เหมาะสำหรับการลงทุนระยะสั้นของผู้ลงทุนที่ไม่ต้องการความเสี่ยง

ประวัติการศึกษา และการทำงาน

ชื่อ –นามสกุล

นายชลธาร ขอบเสียง

วัน เดือน ปี ที่เกิด

28 ตุลาคม พ.ศ. 2523

สถานที่เกิด

จังหวัดอุบลราชธานี

ประวัติการศึกษา

เศรษฐศาสตรบัณฑิต มหาวิทยาลัยขอนแก่น