

บทคัดย่อ

พันธบัตรรัฐบาล โดยเฉพาะพันธบัตรกู้ยืมเงิน (Loan Bond: LB) เป็นอุปทานส่วนใหญ่ในตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทย มีความสำคัญตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2541 เป็นต้นมา ซึ่งเป็นหลังช่วงวิกฤตเศรษฐกิจของประเทศ จากการที่พันธบัตรกู้ยืมเงินมีสัดส่วนในตลาดตราสารหนี้ร้อยละ 50 ซึ่งพันธบัตรในช่วงอายุ 1 - 10 ปี จะมีสัดส่วนในการจำหน่ายสูงถึงร้อยละ 80 ของตลาดตราสารหนี้ และการออกพันธบัตรจะกระจายไปในทุกเดือน โดยไม่กระจุกตัวอยู่ที่เดือนใดเดือนหนึ่ง เพื่อไม่ให้เกิดปัญหาการกระจุกตัวของภาระหนี้ที่ทางกระทรวงการคลังต้องจ่าย นอกจากนี้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรยังถูกนำมาสร้างเป็นเส้นอัตราผลตอบแทนสำหรับตราสารหนี้ที่ไม่มีความเสี่ยงในการลงทุน (Yield Curve) เพื่อใช้เป็นเกณฑ์ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้อื่นๆ ในตลาดด้วย

ในการศึกษาครั้งนี้จึงได้ทำการศึกษาเพื่อหาสาเหตุและขั้นตอนในการออกพันธบัตรและปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของพันธบัตร พบว่าสาเหตุหลักในการออกพันธบัตรของรัฐบาล เพื่อชดเชยการขาดดุลเงินสดในแต่ละปีงบประมาณ และเป็นการสร้างอุปทานในตลาดตราสารหนี้ อีกทั้งเพื่อให้เกิดการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศเป็นไปอย่างต่อเนื่องด้วย โดยขั้นตอนในการออกพันธบัตรนั้นจะเริ่มที่การประเมินฐานะการคลังในแต่ละปี และสถานะเศรษฐกิจในแต่ละไตรมาสเพื่อกำหนดตารางที่จะทำการจำหน่ายพันธบัตร โดยวิธีการจำหน่ายจะเป็นการจำหน่ายผ่านตัวแทนหลัก (Primary Dealer) ใช้วิธีการประมูลทั้งแบบแข่งขันราคา (Competitive Bidding) และไม่แข่งขันราคา (Non-competitive Bidding) โดยกำหนดให้ส่วนใหญ่เกิดจากวิธีการแข่งขันราคา เพื่อให้รัฐบาลมีภาระในการจ่ายดอกเบี้ยน้อยที่สุด สำหรับเส้นอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรจะมีลักษณะลาดชันขึ้น และอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรระยะสั้นและระยะยาวจะเคลื่อนที่ไปในทิศทางเดียวกัน แต่พบว่าในปี พ.ศ. 2548 เส้นอัตราผลตอบแทนระยะยาวปรับตัวลดลง ในขณะที่เส้นอัตราผลตอบแทนระยะสั้นปรับตัวเพิ่มขึ้น จึงทำให้ส่วนต่างของเส้นอัตราผลตอบแทนระยะสั้นและระยะยาวมีค่าค่อนข้างน้อยจนถึงปัจจุบันนี้ เนื่องจากการคาดการณ์สถานะเศรษฐกิจในอนาคตที่ไม่ค่อยจะดีนัก ส่งผลให้คาดว่าอัตราดอกเบี้ยในอนาคตจะปรับตัวลดลง และทำให้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรระยะยาวปรับตัวลดลงตาม

ในการศึกษาได้สร้างแบบจำลองเพื่อใช้อธิบายถึงความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของพันธบัตร กับปัจจัยทางเศรษฐกิจต่างๆ ได้แก่ สภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร เปรอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อทั่วไป เปรอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม และการขาดดุลเงินสดของรัฐบาล ข้อมูลที่ใช้จะเป็นรายเดือน ตั้งแต่ กันยายน พ.ศ. 2542 จนถึง ธันวาคม พ.ศ. 2549 ซึ่งผลการศึกษาที่ได้พบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร สภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ และการขาดดุลเงินสดของรัฐบาลมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรเป็นไปตามสมมติฐานทางทฤษฎี กล่าวคืออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร และการขาดดุลเงินสดของรัฐบาลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนของพันธบัตร แต่สภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์จะมีความสัมพันธ์แบบผกผัน โดยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร และสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์จะมีความสัมพันธ์ลดลงเมื่ออายุของพันธบัตรเพิ่มมากขึ้น แต่การขาดดุลเงินสดของรัฐบาลจะมีความสัมพันธ์เพิ่มขึ้นเมื่ออายุพันธบัตรเพิ่มขึ้น สำหรับอัตราการศึกษาการเปลี่ยนแปลงของเงินเฟ้อ และอัตราการศึกษาการเปลี่ยนแปลงของดัชนีอุตสาหกรรมพบว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนของพันธบัตร และมีความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามสมมติฐานทางทฤษฎี