

บทที่ 6

บทสรุปและนัยทางนโยบาย

6.1 บทสรุป

จากการไม่มีเสถียรภาพในตลาดเงินอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงแนวโน้มต่างๆ ทางการเงิน เช่น การจัดระเบียบเศรษฐกิจและสังคมใหม่ในยุคโลกาภิวัตน์ พันธะข้อตกลงการเปิดเสรีทางการเงิน และการรวมกลุ่มความร่วมมือทางเศรษฐกิจของภูมิภาคนิยมๆ โดยปัจจัยต่างๆ เหล่านี้เป็นผลให้ระบบเศรษฐกิจมีความเชื่อมโยงใกล้ชิดเข้าหากัน และส่งผลโดยตรงกับความอ่อนไหวในการเคลื่อนย้ายเงินทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ก่อให้เกิดภาวะขาดดุลภาพในการจัดสรรความต้องการถือเงินที่เหมาะสม จึงได้มีการศึกษาพฤติกรรมดังกล่าวที่มีปัจจัยต่างๆ ที่มีความผันผวนหรือสิ่งที่ไม่ได้คาดการณ์ และสิ่งที่คาดการณ์ได้ ผ่านแบบจำลองความต้องการถือเงินในปริมาณเงิน 2 ความหมาย คือ ปริมาณเงินความหมายแคบ และปริมาณเงินความหมายกว้าง โดยการประมาณการด้วยวิธี Nonlinear Least Square (NLS) รวมทั้งการทดสอบความมีเสถียรภาพของสมการที่มีตอนนโยบายที่มีต่อการเปิดเสรีทางการเงินในช่วงที่ผ่านมา

ในแบบจำลองความต้องการถือเงิน ได้แบ่งขั้นตอนการศึกษาออกเป็น 2 ขั้นตอน โดยในขั้นตอนแรกเป็นการหาค่าที่คาดการณ์ได้ จากการพยากรณ์ด้วยวิธี Rolling Estimation ของตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลต่อการความต้องการถือเงิน โดยพยายามให้มีความสอดคล้องกับลักษณะของการคาดการณ์ของหน่วยเศรษฐกิจให้มากที่สุด และกำหนดให้สมการการคาดการณ์อยู่ในรูปของอนุกรมเวลา Autoregressive (AR) และวัดความยาวล่าช้าจากสถิติ Akaike Information Criterion (AIC) โดยวิธี Ordinary Least Square (OLS) ในขณะที่ค่าที่ไม่ได้คาดการณ์นั้น เป็นการคำนวณจากผลต่างระหว่างค่าจริงที่เกิดขึ้นกับค่าคาดการณ์ที่พยากรณ์ได้ในข้างต้น สำหรับขั้นตอนที่ 2 เป็นการหาค่าเริ่มต้น (Initial Value) 2 ค่าของอัตราเร็วของการปรับเปลี่ยนปริมาณความต้องการถือเงิน (λ) และอัตราคิดลด (D) เพื่อใช้เป็นตัวกำหนดในการประมาณการสมการพฤติกรรมความต้องการถือเงิน และในขั้นตอนที่ 3 จึงเป็นขั้นตอนสุดท้ายในการทดสอบความมีเสถียรภาพของสมการความต้องการถือเงิน ซึ่งจากการศึกษาให้ผลสรุปดังนี้

ในด้านปัจจัยที่กำหนดปริมาณความต้องการถือเงินสามารถสรุปได้ว่า ความยาวล่าช้ามีความแตกต่างกันในช่วงก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงินของในแต่ละปัจจัยคือ พบว่าหลังจากที่ได้มีการเปิดเสรีทางการเงินแล้ว มีปัจจัยของดัชนีราคาผู้บริโภคแทนระดับราคา ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนแทนระดับรายได้ และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารพาณิชย์แทนผลตอบแทนของการถือเงินในระยะสั้นได้มีความล่าช้าในการปรับตัวที่เร็วขึ้น ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนแทนผลตอบแทนของการถือเงินในระยะยาว ไม่พบการเปลี่ยนแปลงของระยะเวลาการปรับตัวดังกล่าว และสำหรับอัตราผลตอบแทนของทุนที่คำนวณจากผลตอบแทนเฉลี่ยของ SET INDEX นั้น มีความล่าช้าในการปรับตัวที่ยาวมากขึ้นหลังจากที่มีการผ่อนคลายนโยบายและมาตรการทางการเงินทางด้านเพดานอัตราดอกเบี้ยในหลายประเภท

เมื่อได้มีการคำนวณเพื่อหาค่าที่คาดการณ์ได้และค่าที่ไม่ได้คาดการณ์แล้วได้มีการทดสอบความแปรปรวนของค่าที่ไม่ได้คาดการณ์ ซึ่งมีจุดที่น่าสนใจคือ ระดับรายได้ที่ไม่ได้คาดการณ์มีการเปลี่ยนแปลงของความผันผวนลดน้อยลงหลังจากมีการเปิดเสรีทางการเงิน และผลตอบแทนของการถือเงินในระยะสั้นที่ไม่ได้คาดการณ์กลับมีความผันผวนเพิ่มมากขึ้นเมื่อมีการผ่อนคลายมาตรการทางการเงินในด้านอัตราดอกเบี้ย ซึ่งแสดงให้เห็นได้อย่างชัดเจนว่าหลังจากการเปิดเสรีทางการเงินแล้วการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของสภาพคล่องของประเทศไทยในช่วงที่ผ่านมาที่มีการแกว่งตัวมากขึ้นหรือเกิดความไม่แน่นอนสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

หากพิจารณาทางด้านค่าอัตราเร็วของการปรับเปลี่ยนของปริมาณความต้องการถือเงิน (2) ในคาบเวลา $t-1$ มาสู่คาบเวลาที่ t พบว่าความต้องการถือเงินในความหมายแคบมีอัตราเร็วช้ากว่าในความหมายกว้าง และในด้านของอัตราคิดลด (D) ของปริมาณเงินที่ถือไว้เพื่อการคงดำรงสภาพคล่องของหน่วยเศรษฐกิจไว้ในปริมาณที่เหมาะสมนั้น มีอัตราคิดลดของความต้องการถือเงินในความหมายแคบสูงกว่าความต้องการถือเงินในความหมายกว้าง ซึ่งสามารถสรุปได้ว่าหน่วยเศรษฐกิจได้มีรูปแบบการปรับสมดุลสูงสุดคุณภาพของการถือเงินให้สอดคล้องกับปริมาณเงินที่ต้องใช้จ่าย โดยที่ในขณะที่เดียวกันนั้นก็ได้มีการรักษาต้นทุนจากการแลกเปลี่ยนเงินสดเป็นทรัพย์สินให้ต่ำที่สุดเพื่อให้มีสภาพคล่องที่สูงที่สุดด้วย ซึ่งแสดงว่าหน่วยเศรษฐกิจได้มีการจัดการถือเงินเพื่อการปรับตัว โดยมีค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของต้นทุนการปรับสมดุลความต้องการถือเงินในอดีตมาสู่ความต้องการถือเงินในคาบเวลาปัจจุบันมากกว่าค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของต้นทุนการปรับสมดุลความต้องการถือเงินในคาบเวลาปัจจุบันสู่เป้าหมายการถือเงินในอนาคต

เมื่อพิจารณาความต้องการถือเงินในความหมายแคบ พบว่ามีตัวแปรระดับปริมาณความต้องการถือเงินในอดีต ระดับราคาที่ได้คาดการณ์ได้ และระดับรายได้ที่คาดการณ์ได้ ที่มีอิทธิพลต่อความต้องการถือเงินในปัจจุบัน ในความสัมพันธ์ทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยหน่วยเศรษฐกิจเน้นให้ความสำคัญกับการรักษาอำนาจซื้อ หรือระดับราคาที่ได้คาดการณ์ได้ และจากระดับราคาที่ได้คาดการณ์มีเครื่องหมายเป็นบวก แสดงว่าหน่วยเศรษฐกิจพิจารณาการเปลี่ยนแปลงทางด้านเงินเพื่อ มากกว่าการพิจารณาค่าเสียโอกาสจากการถือเงิน ซึ่งสามารถสรุปได้ว่า หน่วยเศรษฐกิจมีพฤติกรรมความต้องการถือเงินในความหมายแคบเพื่อการจับจ่ายใช้สอย

ส่วนความต้องการถือเงินในความหมายกว้าง พบว่ามีปัจจัยที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมความต้องการถือเงินเพียง 2 ปัจจัยเท่านั้น คือ ปริมาณความต้องการถือเงินในอดีตที่มีเครื่องหมายเป็นบวก และระดับราคาที่ไม่ได้คาดการณ์ที่มีเครื่องหมายเป็นลบ แสดงว่า การเปลี่ยนแปลงใดๆ ที่ส่งผลกระทบต่อระดับราคาหรือในภาวะ Shock มีผลให้หน่วยเศรษฐกิจจัดสรรการถือเงินและทรัพย์สินเปลี่ยนแปลงอย่างทันทีทันใดในทิศทางตรงข้าม เช่น เมื่อเกิดภาวะวิกฤตการณ์ที่ส่งผลให้ระดับราคาสินค้าสูงขึ้นทันที หน่วยเศรษฐกิจจะกระทำการถือเงินน้อยลง

หากเปรียบเทียบกันระหว่างความถือเงินทั้ง 2 ความหมาย ด้านนิยามตามความหมายของปริมาณเงิน พบว่า ในปริมาณเงินความหมายแคบมีคุณสมบัติตามนิยามการถือเงินเพื่อการจับจ่ายใช้สอย และปริมาณตามความหมายกว้าง อาจมีลักษณะของความสะสมความมั่งคั่งหรือการรักษามูลค่าของทรัพย์สิน ส่วนในด้านการปรับตัวซึ่งพิจารณาได้จาก ค่าสัมประสิทธิ์ความยืดหยุ่นของตัวแปรระดับความต้องการถือเงินในอดีตนั้น ความต้องการถือเงินในความหมายแคบมีขนาดของความเร็วช้ากว่าในความหมายกว้าง

จากการทดสอบความมีเสถียรภาพของสมการความต้องการถือเงิน สรุปได้ว่า ตามค่านิยามปริมาณเงินตามความหมายแคบนั้น พบว่าสมการมีเสถียรภาพ ซึ่งแสดงถึงพฤติกรรมความต้องการถือเงินเพื่อการจับจ่ายใช้สอยไม่มีการเปลี่ยนแปลงตามผลของนโยบายการเปิดเสรีทางการเงิน ส่วนปริมาณเงินตามความหมายกว้างนั้น พบว่า สมการไม่มีเสถียรภาพ และจากการค้นหาปัจจัยที่ทำให้ความมีเสถียรภาพหมดไปนั้น ได้ความว่า อัตราผลตอบแทนของทรัพย์สินที่ไม่ได้คาดการณ์ในช่วงเวลาก่อนเปิดเสรีนั้น เป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลต่อความมีเสถียรภาพของสมการความ

ต้องการถือเงิน ซึ่งอาจยืนยันถึงการมีพฤติกรรมของการจัดสรรการถือเงินที่มีการสะสมความมั่งคั่งของหน่วยเศรษฐกิจ

6.2 นัยทางนโยบาย

ในการพิจารณาผลทางด้านนโยบาย จะให้ความสำคัญถือเงินในปริมาณเงินความหมายกว้างเป็นตัวแทนในการสรุปปริมาณเงินที่ใช้หมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจโดยรวม และให้ความสำคัญถือเงินในปริมาณเงินความหมายแคบเป็นตัวแทนโดยแสดงถึงปริมาณความต้องการถือเงินที่หน่วยเศรษฐกิจมีไว้เพื่อการจับจ่ายใช้สอย รวมถึงสรุปผลที่เกิดขึ้นจากการใช้นโยบายการเงินเข้าแทรกแซงผ่านฐานเงิน ซึ่งจะจำแนกสรุปเป็นนโยบายตามปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดความต้องการถือเงิน ดังนี้

1. ในแง่ของระดับราคาที่เกิดการณได้ ตามแนวความคิดทางเศรษฐศาสตร์ที่ว่า เมื่อมีการใช้นโยบายทางการเงินด้วยการเพิ่มปริมาณเงินแก่ระบบเศรษฐกิจ จะมีผลให้เกิดภาวะเงินเฟ้อ ผลก็คือ หากหน่วยเศรษฐกิจมีการคาดการณ์นโยบายดังกล่าวก็จะยังผลต่อระดับราคาที่เกิดการณให้สูงขึ้น ซึ่งจะทำให้ความต้องการถือเงินเกิดการเปลี่ยนแปลง ดังนั้นเพื่อการใช้งานนโยบายควบคุมปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจให้มีประสิทธิภาพ จึงสามารถสรุปได้ว่า เมื่อได้พิจารณาในปริมาณเงินทั้งระบบโดยรวมแล้ว จะพบว่าผู้มีอำนาจในการกำหนดนโยบายทางเศรษฐกิจสามารถเลือกใช้นโยบายต่างๆ ที่มีผลกระทบโดยตรงหรือโดยอ้อมต่อระดับราคาได้อย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากหน่วยเศรษฐกิจไม่มีลักษณะของการคาดการณ์ต่อระดับราคาสินค้า จึงทำให้ไม่เกิดการเปลี่ยนแปลงใดๆ ต่อการถือเงิน

ในขณะที่ระดับราคาที่เกิดการณได้นั้นมีอิทธิพลต่อความต้องการถือเงินในปริมาณเงินความหมายแคบด้วย ซึ่งสามารถส่งผลให้การใช้นโยบายควบคุมปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจมีประสิทธิภาพลดลงได้ ดังนั้นจึงมีข้อที่น่าสังเกตว่าในการใช้นโยบายต่างๆ ที่มีผลกระทบต่อระดับราคานั้น ควรจะต้องมีความระมัดระวังถึงผลของนโยบายดังกล่าวด้วยว่ามีส่วนกระทบต่อการถือเงินเพื่อการจับจ่ายใช้สอยในการอุปโภคบริโภคของหน่วยเศรษฐกิจหรือไม่ เพื่อเป็นการหลีกเลี่ยงความไม่แน่นอนจากการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมการจัดสรรการถือเงิน ซึ่งจะส่งผลต่อความมีประสิทธิภาพที่ลดลง

2. การใช้เครื่องมือทางการเงิน เพื่อการควบคุมดูแลดูระดับสภาพคล่องปริมาณเงินในระบบ ด้วยการใช้นโยบายที่ส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ย พบว่าสามารถกระทำได้โดยง่ายและมีประสิทธิภาพ เนื่องจากว่าหน่วยเศรษฐกิจไม่มีการคาดการณ์ถึงระดับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยที่มีต่อการถือเงินทั้งในปริมาณเงินความหมายแคบและความหมายกว้างได้อย่างถูกต้อง และไม่มีผลกระทบต่อความผันผวนที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยใดๆ ที่จะมีส่วนทำให้ความมีประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบายไปเปลี่ยนแปลงความต้องการถือเงินของหน่วยเศรษฐกิจให้ลดลงได้

3. ทางด้านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าผู้กำกับดูแลตลาดเงินและตลาดทุน ไม่ต้องกังวลถึงผลกระทบที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงการถือเงินของหน่วยเศรษฐกิจในระบบ โดยเฉพาะอิทธิพลหลังจากการเปิดเสรีทางการเงินแล้ว เนื่องจากถูกกระจายความผันผวนที่เกิดขึ้นจากนักลงทุนต่างประเทศและนักลงทุนภายในประเทศ ซึ่งรวมถึงกองทุนรวมต่างๆ ที่เพิ่มขึ้น

แต่อย่างไรก็ตามจากข้อสรุปทางนโยบายที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นใน 3 ประเด็น จะมีความน่าเชื่อถือในประสิทธิภาพและประสิทธิผลของนโยบายการเงินมากน้อยเพียงใดนั้น ขึ้นอยู่กับความสามารถในการรักษาพฤติกรรมการถือเงินของบุคคลหรือหน่วยเศรษฐกิจให้อยู่คงที่ในช่วงระยะเวลาใดเวลาหนึ่งได้หรือไม่

6.3 ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะของการศึกษา

เนื่องจากการศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลรายเดือนถึงปี พ.ศ.2539 และในขณะที่กำลังศึกษาอยู่ในช่วงสรุปผลในขั้นตอนสุดท้ายแล้วได้มีการประกาศเปลี่ยนแปลงใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนใหม่จากเดิมอัตราแลกเปลี่ยนในระบบตระกร้าเงิน (Basket Currency System) เป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว (Managed Float Currency System) จึงทำให้งานศึกษานี้มิได้แสดงผลกระทบที่มีต่อนโยบายดังกล่าวด้วย เพราะไม่มีข้อมูลที่เป็นตัววัดถึงผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวได้ในช่วงระยะเวลาสั้นๆ ดังนั้นผู้เขียนจึงมีความหวังว่าหากมีผู้สนใจในประเด็นเพิ่มเติมของหัวข้อนี้ ก็จะเป็นแนวทางหนึ่งที่ดีในการนำไปใช้ปรับปรุงให้เหมาะสมกับสถานการณ์ปัจจุบันได้มากยิ่งขึ้น