

บทที่ 5

บทสรุป



เศรษฐกิจไทยในปัจจุบันภายใต้ความเชื่อในลัทธิเสรีนิยมทางเศรษฐกิจนี้ได้นำมาสู่การเปิดเสรีทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศที่สูงขึ้น ไม่ว่าจะเป็นทางด้านการค้าหรือทางการเงิน เห็นได้จากทางด้านการค้า มูลค่าการค้าระหว่างประเทศต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) ที่สูงถึง 70 % ปริมาณการเคลื่อนย้ายทุนสุทธิที่ได้กลายมาเป็นส่วนสำคัญในการเข้ามาทดแทนการขาดดุลเดินสะพัดขนาดใหญ่ หรือทางด้านการเงิน ที่ต้องเติบโตอย่างรวดเร็วตามภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง นวัตกรรมทางการเงินใหม่ๆ ประกอบกับผลของความก้าวหน้าทางเทคโนโลยี ซึ่งนำมาสู่การติดต่อสื่อสารเป็นไปได้อย่างรวดเร็ว สิ่งเหล่านี้ได้แสดงให้เห็นถึงธุรกรรมทางการเงินระหว่างประเทศที่ได้เพิ่มขึ้นเป็นอย่างมาก และจะมีเพิ่มขึ้นอีกในอนาคตหากนโยบายเปิดเสรีทางการเงินของประเทศประสบผล ทั้งนี้ก็ได้สะท้อนถึงการเพิ่มขึ้นในระดับการพึ่งพิงต่างประเทศ ซึ่งจะเป็นสาเหตุให้ประเทศไทยจะต้องเผชิญกับอิทธิพลจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยภายนอกประเทศ (External Shock) มากขึ้น

ดังนั้นพฤติกรรมของธุรกรรมทางการเงินระหว่างประเทศนี้จึงจำเป็นต้องถูกนำมาใส่เพื่อเป็นเงื่อนไขหนึ่งที่ต้องพิจารณาในนโยบายมหภาคของประเทศ ความสำคัญที่กล่าวถึงจะไม่เฉพาะแต่ในเรื่องของนโยบายการเงินและการคลังเท่านั้น แต่ความซับซ้อนยังรวมไปถึงในการกำหนดนโยบายการลงทุนและการออมของประเทศอีกด้วย นั่นคือรัฐบาลจะไม่สามารถดำเนินนโยบายภายใต้เศรษฐกิจแบบปิดได้อีกต่อไป

กระนั้นก็ตามแม้ว่าจะมีการกล่าวถึงกันอยู่ตลอดเวลา ว่าประเทศมีการเปิดเสรีทางการเงินระหว่างประเทศมากขึ้น หลังจากที่เราระบุภาพรับพันธะข้อ 8 ของ IMF ในการผ่อนคลายนโยบายการเงินตราเป็นต้นมา ซึ่งนับเป็นก้าวที่สำคัญในการปล่อยให้ทุนระหว่างประเทศเคลื่อนย้ายได้อย่างเสรี แต่อย่างไรก็ตาม ก็ยังไม่มีการศึกษาเชิงประจักษ์ที่จริงจังในการยืนยันคำกล่าวนี้ด้วยมาตรวัดเชิงทฤษฎี โดยในทางเศรษฐศาสตร์นั้นแนวคิดอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Interest Rate Parity) ซึ่งเป็นแนวคิดเบื้องต้นในการอธิบายการเคลื่อนย้ายทุน ได้ให้ตรรกะไว้ว่าหากการเคลื่อนย้ายทุนเป็นไปอย่างสมบูรณ์ (Perfect Capital Mobility) อัตราดอกเบี้ยทั้งภายในและภายนอกประเทศก็ควรที่จะมีแนวโน้มเข้าหา

กัน (International Interest Rate Convergence) หรืออย่างน้อยที่สุดการเคลื่อนไหวดังกล่าว การควรจะเป็นระบบมากกว่าในอดีต ดังนั้นการที่ตลาดการเงินของประเทศจะพยายาม จะรวมตัวเข้าสู่ตลาดการเงินโลก (Financial Integration) เช่นนี้ เงื่อนไขอัตราดอกเบี้ย เสมอภาค (Interest Rate Parity Condition) จึงน่าจะถือเป็นสิ่งจำเป็นที่ควรจะได้รับ การตรวจสอบในกรณีศึกษาประเทศไทย

โดยเราจะศึกษาในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคนี้ทั้งใน 3 แนวคิด คือประการแรก ในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในและภายนอกประเทศ ประการที่สอง ในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยง และประการสุดท้ายในส่วนต่าง ของอัตรดอกเบี้ยเสมอภาคที่แท้จริง

ซึ่งเราพอจะกล่าวถึงผลการศึกษาได้อย่างสั้นๆ เป็นดังนี้

1) สมมติฐานของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยงถูกปฏิเสธใน กรณีศึกษาประเทศไทย

2) ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคไม่ได้มีแนวโน้มลดลง แสดงถึงระดับของการ กีดกันการเคลื่อนย้ายทุนที่ยังคงมีอยู่ ซึ่งเมื่อดูถึงแนวโน้มในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยทั้ง 3 แนวคิดดังกล่าว โดยเฉลี่ยแล้วส่วนต่างของอัตราเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารของไทยกับเอเชีย นดอลลาร์ได้เพิ่มขึ้นจาก 2.03 % ในช่วงปี 1985 ถึงพฤษภาคม 1990 เป็น 6.32 % ในช่วงหลัง จากนั้นจนถึงปี 1994 เช่นกันในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครอง ความเสี่ยงที่เพิ่มจาก 0.02 % เป็น 1.76 % และในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่ แท้จริงจาก 2.31 % เป็น 5.17 % ค่าเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้นนี้ย่อมบอกเราถึงการที่ทุนยังไม่สามารถ เคลื่อนย้ายได้อย่างเสรีนั่นเอง ซึ่งให้ผลตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

3) จากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่น้อยลงบ่งบอกถึงแถบ (Band) ของส่วนต่างในอัตรา ดอกเบี้ยเสมอภาคที่ลดลง และสัมประสิทธิ์ความผันผวนแสดงถึง “ระดับความไม่แน่นอน (Uncertainty)” ที่ลดลง

4) ในการทดสอบส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคดังกล่าวด้วยแบบจำลองอนุกรม เวลา ผลก็ปรากฏว่าส่วนที่อยู่นอกการคาดการณ์ของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคมีมาก ขึ้น นั่นคือแนวโน้มที่เป็นระบบในการเคลื่อนไหวของส่วนต่างดังกล่าวมีน้อยลง

5) การทดสอบ Volatility ในแบบจำลองอนุกรมเวลาของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ย เสมอภาค ด้วยวิธี ARCH ให้ผลว่าความแปรปรวนดังกล่าวมีค่าคงที่ ยกเว้นในส่วนต่างของ อัตราดอกเบี้ยเสมอภาคภายใต้การคุ้มครองความเสี่ยง

6) ท้ายที่สุดในการทดสอบคุณสมบัติ Unit Root ของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค ก็พบว่าตัวแปรทั้งสามแบบต่างก็ปฏิเสธสมมติฐาน Unit Root บอกลงตลาดเงินระหว่างประเทศของไทยที่ยังไม่มีประสิทธิภาพในความหมายกว้าง (Weakly Efficient Market) ตามสมมติฐานจรรยา

กล่าวโดยสรุปคือ จากผลการศึกษาต่างๆ ได้แสดงถึงแนวโน้มที่ไม่ชัดเจนในการลดลงของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค ทั้งที่ศึกษาจากค่าสถิติเบื้องต้นหรือจากแบบจำลองอนุกรมเวลา ซึ่งบ่งบอกระดับของการกีดกันทุนที่ยังคงมีอยู่ ความผันผวนทั้งที่ดูจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในเบื้องต้น หรือในการทดสอบ ARCH ในแบบจำลองอนุกรมเวลาบอกละค่าความเสี่ยงของส่วนต่างในอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคที่มีไม่มากนัก และท้ายที่สุดในความหวังว่าหลังจากเราดำเนินนโยบายเสรีทางการเงินแล้ว จะพบประสิทธิภาพในตลาดเงินระหว่างประเทศของไทยนั้น กลับไม่เป็นดังที่คาดคิดตามสมมติฐานการจรรยา

นั่นคือให้บทสรุปที่ได้ว่า “ระดับการเปิดเสรีทางการเงินของไทยยังเป็นอย่างไม่สมบูรณ์หรืออย่างเต็มที่” ภายใต้กรอบแนวคิดอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค

ส่วนสาเหตุที่ทำให้ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคของไทยจึงไม่มีแนวโน้มเข้าหากันดังกล่าวนั้น น่าจะเกิดจากปัจจัยที่สำคัญอย่างน้อย 6 ประการคือ

1. มาตรการในการควบคุมทุน(Capital Control)ของรัฐ
2. นโยบายในการควบคุมตลาดการเงินภายในประเทศบางอย่างของรัฐ
3. พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุน
4. ความแตกต่างของขนาดและสถานะเศรษฐกิจ
5. การแข่งขันไม่สมบูรณ์ของตลาดการเงินภายในประเทศ
6. ความไม่เป็นจริงในเงื่อนไขเสมอภาคของ ฟิชเชอร์

โดยที่เรื่องความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยนและความเสี่ยงในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค แม้ยังไม่ใช่ประเด็นที่สำคัญในขณะนี้ แต่เราก็น่าที่จะระมัดระวังอยู่ด้วย เพราะความเสี่ยงเหล่านี้อาจจะเกิดขึ้นอย่างมากได้ในอนาคต อีกทั้งในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ก็ยังศึกษาเรื่องความเสี่ยงดังกล่าวในที่นี้อาจจะยังไม่ลึกซึ้งเพียงพอ เนื่องจากไม่สามารถหาข้อมูลรายวันมาทดสอบได้ และการศึกษาเกี่ยวกับ “Time Varying Risk Premium” ของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาคในงานศึกษานี้ก็ยังกระทำไม่มากพอ ชิดจำกัดในการศึกษาเหล่านี้ จึงยังคงเป็นประเด็นที่น่าสนใจเรียนรู้สำหรับผู้ใดที่ใคร่อยากจะศึกษาเรื่องนี้ต่อไป

กระนั้นก็ตามความพยายามที่จะดำเนินนโยบายเสรีทางการเงินนี้ก็ยังคงกระทำอย่างต่อเนื่องต่อไป และในเงื่อนไขเบื้องต้นของเศรษฐกิจเสรี เช่น ความโปร่งใสในข้อมูลข่าวสาร การให้ความรู้ความเข้าใจที่เพิ่มขึ้นแก่นักลงทุน การพยายามเสนอข้อมูลแก่นักลงทุนที่รวดเร็วยิ่งขึ้น การลดข้อจำกัดในการเข้าตลาดของผู้แข่งขันรายใหม่ การพัฒนาในตราสารทางการเงินหรือเครื่องมือทางการเงินใหม่ๆ ฯลฯ เหล่านี้จะต้องได้รับการพัฒนาควบคู่กันไป ซึ่งก็จะมีผลโดยตรงต่อการเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดเงินระหว่างประเทศของไทยด้วย

จริงอยู่ถ้าเราจะเลือกนโยบายการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจให้มาก่อนนโยบายการเปิดเสรี นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินที่ดำเนินไปเป็นอย่างไรเป็นอย่างไรไปมิให้การเคลื่อนย้ายทุนมีผลอย่างมากต่อระบบเศรษฐกิจเป็นเรื่องที่เราเข้าใจได้ แต่นั่นก็ต้องไม่ควรเป็นการกลับไปกลับมาของนโยบาย เพื่อที่จะนำมาใช้เป็นเครื่องมือในการแก้ปัญหาเสถียรภาพในระยะสั้น ซึ่งเมื่อถึงที่สุดหากตลาดการเงินของประเทศรวมตัวกับตลาดเงินของโลกอย่างสมบูรณ์แล้ว ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยทั้งภายในกับภายนอกประเทศก็ควรจะลดน้อยลง ซึ่งก็ย่อมจะไม่เอื้อหรือจูงใจให้มีการไหลของทุนในปริมาณมากที่สามารถกระทบต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจได้มากอีก ประเด็นที่น่าสนใจที่มีต่อมาก็คือ เราจะก้าวเดินนโยบายการเปิดเสรีทางการเงินของประเทศไปถึงจุดใดตามแผนแม่บททางการเงินที่มีโดยควรจะเป็นแบบแผนและขั้นตอนที่ละเอียดแน่ชัดเสียแต่บัดนี้ และก็ควรที่จะเปิดเผยต่อสาธารณะเพื่อจะได้รับการตรวจสอบ การผลักดันให้ “ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางทางการเงิน” นั้น มีการประเมินที่ชัดเจนเพียงใดว่าหากประเทศเป็นศูนย์กลางการเงินแล้วจะเป็นประโยชน์ต่อประเทศแน่ ถ้าเป็นจริงกลยุทธ์ต่างๆ คืออะไร คำถามเหล่านี้เป็นคำถามที่สำคัญต่อการก้าวขยับไปของการพัฒนาทางการเงินในประเทศไทย ที่รอคำตอบอยู่ทั้งจากนักวิชาการและเจ้าหน้าที่ทางการเงินของรัฐจะได้ออกมาศึกษาต่อไป