

บทที่ 6

บทสรุปและนัยทางนโยบายการเงิน

6.1) บทสรุป

นับตั้งแต่ต้นทศวรรษ พ.ศ. 2530 เป็นต้นมา การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย อาจจะถูกกล่าวได้ว่าได้แปรเปลี่ยนจากอนุรักษนิยม ด้วยความเพียรพยายามที่จะรักษาทั้งมูลค่าภายในและภายนอกของเงินบาทให้มั่นคง มาสู่ นโยบายการเงินเสรี ด้วยมาตรการทางการเงินหลายประการ ดังเช่น การยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยทั้งเงินฝากและเงินให้กู้ของระบบธนาคารพาณิชย์ โดยการปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวตามอุปสงค์และอุปทานของเงินทุนในตลาด ตลอดจนการรับประกันระช้อ 8 ต่อกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund :IMF) การผ่อนคลายนโยบายการควบคุมปริมาณเงินตรา เป็นต้น ทั้งนี้เพื่อมุ่งหวังที่จะให้เงินทุนไหลเข้าออกอย่างเสรี และการไปสู่การเป็นศูนย์กลางทางการเงินในที่สุด

ดังนั้นพฤติกรรมของธุรกรรมทางการเงินระหว่างประเทศ จึงจำต้องถูกนำมาใส่เพื่อเป็นเงื่อนไขหนึ่งที่ต้องพิจารณาในนโยบายมหภาคของประเทศ การที่ตลาดการเงินของประเทศจะพยายามรวมตัวเข้าสู่ตลาดการเงินโลก (Financial Integration) จึงต้องมีการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินอันมีคุณลักษณะของกลยุทธ์เชิงรุก (aggressive) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่ออย่างกว้างขวางต่อระบบการเงินภายในประเทศและระบบธนาคารพาณิชย์

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าจะมีการกล่าวถึงอยู่ตลอดเวลา ว่าประเทศมีการเปิดเสรีทางการเงินระหว่างประเทศมากขึ้น ซึ่งนับเป็นก้าวที่สำคัญในการปล่อยให้ทุนระหว่างประเทศเคลื่อนย้ายได้อย่างเสรี แต่ก็ยังไม่มีการศึกษาเชิงประจักษ์ที่จริงจังในการยืนยันค่ากล่าวนี้ด้วยมาตรวัดทางทฤษฎี โดยในทางเศรษฐศาสตร์นั้น แนวคิดอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Interest Rate Parity) ซึ่งเป็นแนวคิดเบื้องต้นในการอธิบายการเคลื่อนย้ายทุน ได้ให้ตรรกะไว้ว่า หากการเคลื่อนย้ายทุนเป็นไปอย่างสมบูรณ์ (Perfect Capital Mobility) อัตราดอกเบี้ยทั้งภายในและภายนอกก็ควรที่จะมีแนวโน้มลดลง หรืออย่างน้อยที่สุดการเคลื่อนไหวดังกล่าวควรจะเป็นระบบมากกว่าในอดีตที่

ยังไม่มี การเคลื่อนย้ายทุนอย่างสมบูรณ์ ดังนั้นการศึกษาถึงความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศว่ามีมากน้อยเพียงใด จึงน่าที่จะสอดคล้องกับคำกล่าวข้างต้น

เป็นที่ทราบกันดีอยู่แล้วว่า ปัจจัยกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศ นอกจากจะขึ้นอยู่กับปัจจัยภายในประเทศ เช่น ระดับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศแล้วยังขึ้นอยู่กับปัจจัยภายในประเทศด้วย ปัจจัยหลักดังกล่าวได้แก่ ระดับรายได้ประชาชาติ ปริมาณเงิน อัตราเงินเฟ้อ เป็นต้น แต่หากเราลองย้อนกลับไปดูว่า สภาพการณ์ทางเศรษฐกิจในปัจจุบันล้วนเต็มไปด้วยการแข่งขันกันอย่างรุนแรง มียกเว้นแม้การแข่งขันทางการเงิน การได้รับกำไรสูงสุดและการที่มีต้นทุนต่ำสุดล้วนแต่เป็นเป้าหมายทางธุรกิจ ดังนั้นในระบบการเงินนวัตกรรมทางการเงินจึงเข้ามามีบทบาทสำคัญค่อนข้างมากในปัจจุบัน

จากที่กล่าวมาข้างต้นจึงได้ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศโดยพิจารณาถึงความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศและนวัตกรรมทางการเงิน อาจเป็นที่สงสัยว่าตัวแปรนวัตกรรมทางการเงินมีส่วนเกี่ยวข้องอย่างไร นวัตกรรมทางการเงินมีผลทำให้อุปสงค์ของความต้องการถือเงินลดลง และความต้องการถือเงินก็ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศ และอัตราดอกเบี้ยในประเทศก็เป็นตัวแปรหลักที่แสดงถึงความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศดังกล่าว

ผลการศึกษาพบว่า มีความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศในระดับหนึ่งทั้งก่อนและหลังการดำเนินนโยบายการเงินเสรี โดยสัมประสิทธิ์ของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ มีค่าอยู่ในราว 0.62 และ 0.76 ตามลำดับ มีนัยสำคัญ กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยในประเทศจะปรับตัวตามการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ประมาณ 0.62 และ 0.76 เปอร์เซ็นต์ ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศเพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์ ตามลำดับ สำหรับตัวแปรนวัตกรรมทางการเงินทั้งที่แทนด้วยสัดส่วนของปริมาณเงิน $M2/M1$ และจำนวนเครื่องเอทีเอ็ม พบว่าก่อนการเปิดเสรีทางการเงิน ค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 9.14 และ 2.32 ตามลำดับ และเพิ่มขึ้นเป็น 87.35 และ 60.12 ในช่วงหลังการเปิดเสรีทางการเงิน โดยมีนัยสำคัญ คือ ถ้าในกรณีที่นวัตกรรมทางการเงินเพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์ จะมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศลดลงประมาณร้อยละ 87.35 และ 60.12 ตามลำดับ โดยที่ทุกตัวแปรกล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยในประเทศ อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ดัชนีการลงขนาดเอกชน ปริมาณเงินตามความหมายแคบ อัตราเงินเฟ้อ และนวัตกรรมทางการเงินทั้งที่แทนด้วยสัดส่วนของปริมาณเงิน $M2/M1$ และจำนวนเครื่องเอทีเอ็ม ต่างมีความสัมพันธ์

ที่มีเสถียรภาพในระยะยาว ด้วยผลการวิเคราะห์ที่อาศัยเทคนิค Cointegration and Error Correction การปรับตัวในระยะสั้นตาม ECM นั้น พบว่า อัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยที่เบี่ยงเบนออกจากดุลยภาพในช่วงเวลาก่อน จะใช้เวลาปรับตัวให้ตลาดเคลื่อนน้อยลงประมาณเดือนละ 0.11 และ 0.25 เปอร์เซ็นต์ ตามลำดับ

มีข้อควรสังเกตว่า สัมประสิทธิ์ของนวัตกรรมทางการเงินมีค่าที่สูงมากในช่วงหลังการเปิดเสรีทางการเงิน ส่วนหนึ่งเป็นผลสะท้อนที่เกิดจากการเปิดเสรีทางการเงินของประเทศที่มากขึ้น จึงทำให้ค่าสัมประสิทธิ์ดังกล่าวอยู่ในระดับสูง

ผลการทดสอบ Unit Roots พบว่า ทุกตัวแปรในสมการล้วนมีคุณสมบัติ Non-stationary ในระดับเดียวกัน ปัญหาความไม่มีเสถียรภาพของตัวแปรดังกล่าวถูกแก้ไขโดยการใช้เทคนิคการวิเคราะห์ Cointegration and Error Correction ส่วนความเหมาะสมของแบบจำลองนั้น อธิบายได้ว่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรในสมการมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญรวมทั้งมีการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของตลาดการเงินในความสัมพันธ์ดังกล่าวด้วย

อย่างไรก็ตามผลทางสถิติที่คำนวณได้จากการศึกษานี้ มีขนาดที่น้อยกว่าเมื่อเทียบกับค่าสถิติที่คำนวณได้ของ Robinson et al (1991) อยู่ในราว 1.01 และของ Hataiseree (1995) อยู่ในราว 0.89 ตามลำดับ ทั้งนี้อาจเกิดมาจากหลายสาเหตุ ประการแรก ตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลองนั้นแตกต่างกัน กล่าวคือ รูปแบบของอุปสงค์ทางการเงินที่ใช้ในการศึกษาของ Robinson et al นั้นสมมติให้ขึ้นอยู่กับตัวแปรเฉพาะรายได้และดอกเบี้ยเท่านั้น ส่วนในการศึกษาของ Hataiseree จะขึ้นอยู่กับนวัตกรรมทางการเงินที่แทนด้วยสัดส่วนของปริมาณเงิน M2/M1 แต่สำหรับในงานศึกษานี้จะเพิ่มนวัตกรรมทางการเงินที่แทนด้วยจำนวนเครื่อง ATM เข้ามาด้วย ประการที่สอง การศึกษาของ Robinson et al สมมติให้ผลกระทบที่เกิดจากการอ่อนตัวของเงินบาทที่คาดการณ์ไว้มีค่าเท่ากับศูนย์ ในขณะที่การศึกษาของ Hataiseree สมมติให้ผลกระทบดังกล่าวขึ้นอยู่กับอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับดอลลาร์ สรอ. ส่วนการศึกษานี้สมมติให้ผลกระทบดังกล่าวขึ้นอยู่กับอัตราค่าประกันความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า(forward rate) ประการสุดท้ายเทคนิคที่ใช้ในการวิเคราะห์ และ/หรือ ระยะเวลาที่ทำการศึกษาแตกต่างกันเป็นอาทิ

6.2) นโยบายการเงิน

งานศึกษานี้ได้ศึกษาถึง ผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ นวัตกรรมทางการเงินและการเปิดเสรีทางการเงินต่ออัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ พบว่า การเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศนั้น นอกจากจะได้รับการกำหนดจากปัจจัยภายในประเทศแล้วยังได้รับอิทธิพลจากปัจจัยภายนอกประเทศค่อนข้างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งผลที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน SIBOR ที่สำคัญคือพบว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศมีความสัมพันธ์ที่มีเสถียรภาพในระยะยาวกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ

ผลที่ได้ส่วนหนึ่งสะท้อนให้เห็นว่า การดำเนินนโยบายการเงินเพื่อปรับเปลี่ยนสภาพคล่องของระบบการเงินไทยภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่โดยอาศัยมาตรการทางด้านดอกเบี้ย และ/หรือ การดูด-ปล่อยเงินในตลาดซื้อคืน ยังพอมีประสิทธิภาพอยู่บ้างพอสมควรในระยะปานกลางและระยะยาว ในการโน้มน้าทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ ปรับเปลี่ยนไปในทิศทางที่ทางการมุ่งหวังไว้ ทั้งนี้เพราะปัจจัยที่กำหนดการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศนั้นไม่ได้ขึ้นอยู่กับปัจจัยภายนอกประเทศทั้งหมด ดังจะเห็นได้จากการที่ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศยังมีค่าไม่ถึงหนึ่ง

และจากผลการศึกษาเกี่ยวกับนวัตกรรมทางด้านระบบการชำระเงิน พบว่า นวัตกรรมทางด้านระบบการชำระเงินจะมีผลต่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศในทิศทางตรงกันข้าม นโยบายดังกล่าวคือ ในปัจจุบันภาวะแวดล้อมทางการเงินและเทคโนโลยีมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว ระบบการชำระเงินที่มีประสิทธิภาพจึงไม่ควรหยุดอยู่กับที่ แต่มีการพัฒนาและเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย หากพิจารณาแนวทางการพัฒนาระบบการชำระเงินของประเทศที่พัฒนาแล้ว จะเห็นได้ว่าเดิมชนับตร่มักเป็นสื่อการชำระเงินที่สำคัญที่สุด ถัดมาก็มีการพัฒนาสื่อที่เป็นตราสาร เช่น เช็ค ดริฟท์ และการโอนเงินที่เป็น paper-based เมื่อเทคโนโลยีพัฒนามากขึ้นและการชำระเงินด้วยสื่ออิเล็กทรอนิกส์มีต้นทุนถูกลงก็ได้หันมาชำระเงินโดยใช้สื่อนี้มากขึ้น เช่น การใช้บัตรเครดิต ATM , EFT/POS(Electronic fund transfer at point of sale) และการโอนเงินทางอิเล็กทรอนิกส์ระหว่างสถาบันการเงินผ่านเครือข่ายการสื่อสารในและต่างประเทศ เป็นต้น และการใช้เงินสดนับวันแต่จะน้อยลงตามลำดับ

ดังนั้นทางการจึงควรมีแผนงานที่จะพัฒนาระบบการชำระเงินของประเทศให้เป็นสากลมากยิ่งขึ้น เพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและความมั่นคงของระบบสถาบันการเงิน เนื่องจากความเสี่ยงที่สำคัญในระบบการชำระเงินคือ systemic risk ซึ่งคือความเสี่ยงในลักษณะลูกโซ่ที่เกิดจากการที่สถาบันการเงินหนึ่งมีภาระที่ต้องชำระเงิน ไม่สามารถชำระตามกำหนดได้ เป็นผลให้สถาบันการเงินที่สองซึ่งมีภาระต้องชำระเงินแก่สถาบันการเงินที่สามไม่สามารถชำระเงินด้วยเป็นทอดๆ ไป และประสิทธิภาพของระบบการชำระเงินจะเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อ ระบบสถาบันการเงินมีการปรับปรุงประสิทธิภาพของตนในการให้บริการและการบริหารทางการเงินให้มีประสิทธิภาพขึ้น ซึ่งส่งผลให้ระบบเศรษฐกิจโดยรวมมีประสิทธิภาพขึ้นด้วย

ด้วยเหตุผลดังกล่าวข้างต้น ทางการควรตระหนักถึงระบบการชำระเงินที่มีประสิทธิภาพโดยมีคุณลักษณะ คือ มีความสะดวกรวดเร็ว มีค่าใช้จ่ายในการชำระเงินต่ำ มีผลถูกต้องแน่นอน และมีลักษณะ dynamic เปลี่ยนแปลงไปตามภาวะแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไป

นอกจากนี้ ผลได้จากการศึกษายังพบว่า การเพิ่มขึ้นของนวัตกรรมทางการเงินทางต้นระบบการชำระเงิน(จำนวนเครื่อง ATM) ทำให้ความต้องการถือเงิน (M1) ลดลง ในขณะที่ความต้องการถือเงิน (M2) เพิ่มขึ้น ดังนั้นทางการจึงควรจะหันมาสนใจในคำจำกัดความของปริมาณเงินเนื่องจากปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทย นิยามความหมายของปริมาณเงินในความหมายแคบ (M1) โดยพิจารณาจากการทำหน้าที่เป็นสื่อกลางในการแลกเปลี่ยน ซึ่งได้แก่ ธนบัตร เหรียญกษาปณ์และเงินฝากเมื่อเรียกที่โอนจ่ายด้วยเช็ค สำหรับปริมาณเงินตามความหมายกว้าง(M2) เป็นการให้ความสำคัญในการทำหน้าที่เป็นเครื่องรักษามูลค่า ซึ่งจะนับรวมปริมาณเงินตามความหมายแคบ (M1) และสิ่งที่เปรียบเสมือนเงินแต่มีสภาพคล่องน้อยกว่า (Quasi-money) ประกอบด้วย เงินฝากออมทรัพย์ เงินฝากประจำ เงินฝากที่เป็นเงินตราต่างประเทศและเงินฝากหน่วยสุดท้าย

สืบเนื่องจากที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายการเงินเสรีมากขึ้น เครื่องมือทางการเงินใหม่ๆ เริ่มมีบทบาทมากขึ้น อาจทำให้เกิดข้อบกพร่องในการนิยามปริมาณเงิน จึงอาจจำเป็นต้องปรับปรุงคำจำกัดความของปริมาณเงินเสียใหม่ เพื่อให้สามารถกำหนดปริมาณเงินได้ถูกต้องยิ่งขึ้น กล่าวคือ นำรายการเงินฝากออมทรัพย์ที่สามารถเบิกเงินสดจากเครื่องฝากถอนเงินอัตโนมัติ (ATM) เข้ามาไว้ในปริมาณเงิน M1 ทั้งนี้เนื่องจากเครื่องมือทางการเงินเหล่านี้มีความแตกต่างจากเงินฝากออมทรัพย์ที่ไม่ได้ทำบัตร ATM และเงินฝากประจำตรงที่สามารถใช้เป็นสื่อ

กลางในการแลกเปลี่ยน และ/หรือ สามารถใช้ในการชำระค่าสินค้าและบริการได้ทันที ในขณะที่เงินฝากออมทรัพย์ที่ไม่ได้ทำบัตรเอทีเอ็มและเงินฝากประจำไม่สามารถใช้เป็นสื่อกลางในการแลกเปลี่ยนได้ทันที จำเป็นต้องเปลี่ยนให้อยู่ในรูปของธนบัตรหรือเหรียญกษาปณ์เสียก่อนจึงจะสามารถใช้ชำระค่าสินค้าและบริการได้ ดังนั้นนวัตกรรมทางการเงินเหล่านี้จึงทำให้หน้าที่ของเงินเปลี่ยนแปลงไปจากการรักษามูลค่าเป็นสื่อกลางในการแลกเปลี่ยนมากขึ้น

6.3) ข้อเสนอแนะ

ในการศึกษานี้มีข้อจำกัดและข้อเสนอแนะในการศึกษาอยู่หลายประการด้วยกัน กล่าวคือ

(1) ตัวแปรนวัตกรรมทางการเงินที่ใช้ในแบบจำลอง โดยที่ในการศึกษานี้สมมติให้อุปสงค์ทางการเงินขึ้นอยู่กับนวัตกรรมทางการเงินทั้งที่แทนด้วยสัดส่วนของปริมาณเงิน M2/M1 และจำนวนเครื่อง ATM ยังมีข้อจำกัดอยู่บ้างตรงที่ ตัวแปรดังกล่าวไม่อาจใช้แทนนวัตกรรมทางการเงินที่แสดงถึงความเชื่อมโยงของเงินไทยกับต่างประเทศได้ เนื่องจากค่าจำกัดความของปริมาณเงิน M2 ของไทยยังไม่ครอบคลุมไปถึงนวัตกรรมที่เป็นตราสารทางการเงินต่างๆ ที่เป็นที่ยอมรับกันในประเทศ เช่น Now account, ATS account และ NCDs เป็นต้น และตัวแปรนวัตกรรมทางการเงิน M2/M1 และจำนวนเครื่อง ATM เป็นตัวแทนของนวัตกรรมทางด้านระบบการชำระเงินเสียมากกว่า

(2) การแบ่งระยะเวลาในการศึกษาในเรื่องของการเปิดเสรีทางการเงินยังไม่สามารถแบ่งออกได้อย่างชัดเจน เนื่องจากการดำเนินนโยบายบางอย่างต้องอาศัยเวลาค่อนข้างมาก และกระทำเป็นที่ละขั้นตอน เช่น การยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินให้กู้ ยังมีช่วงเวลาที่เหลื่อมล้ำกันทั้งก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงิน ดังนั้นการแบ่งช่วงเวลาในการศึกษาที่ไม่ชัดเจนจึงอาจทำให้การประมาณการแบบจำลองผิดไปจากสมมติฐานที่ตั้งไว้ได้เช่นกัน

(3) ควรมีการศึกษาผลกระทบของนวัตกรรมทางการเงินด้านอื่น ซึ่งมีการพัฒนารูปแบบให้สอดคล้องกับความต้องการทางการเงิน เช่น ตราสารหนี้, หน่วยลงทุน, Securitization เป็นต้น และนวัตกรรมทางการเงินเหล่านี้ต่างก็มีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยภายในประเทศเช่นเดียวกัน