

## บทที่ 7

### สรุป และข้อเสนอแนะ

#### สรุป

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาประสิทธิผลของเครื่องมือนโยบายการเงินในการบรรลุเป้าหมายนโยบายการเงินควบคู่กับการประยุกต์ใช้ทฤษฎีลิเนียร์ออปติมัลคอนโทรลเพื่อควบคุมเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ โดยอาศัยกรอบของทฤษฎีเศรษฐศาสตร์มหภาคของนักเศรษฐศาสตร์ 2 สำนัก ได้แก่ นักเศรษฐศาสตร์สำนักเคนส์ (Keynesian Economists) ซึ่งเชื่อในประสิทธิภาพของนโยบายการคลังและเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยเป็นตัวเชื่อมโยงที่สำคัญที่สุดระหว่างภาคการเงินและภาคการผลิต ส่วนนักเศรษฐศาสตร์สำนักการเงิน (Monetarists) เชื่อในประสิทธิภาพของนโยบายการเงินซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ และเห็นว่าปริมาณเงินเป็นตัวเชื่อมโยงที่สำคัญที่สุดจากภาคการเงินไปสู่ภาคการผลิตผ่านการเปลี่ยนแปลงทางด้านราคาสินค้า โดยที่อัตราดอกเบี้ยและราคาของหลักทรัพย์เป็นเพียงพาหนะที่จะนำเศรษฐกิจไปสู่จุดหมายปลายทางโดยไม่จำเป็นต้องมีการเปลี่ยนแปลงลักษณะหรือรูปร่างของพาหนะนั้นๆ แต่อย่างใด นั่นคือนักเศรษฐศาสตร์การเงินเชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินจะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยน้อยมาก ยกตัวอย่างดังนี้ การเพิ่มปริมาณเงินโดยอุปสงค์ของเงินไม่เปลี่ยนแปลงจะทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลงในระยะแรก แต่เมื่อประชาชนได้ใช้เงินส่วนที่เพิ่มขึ้นไปในการซื้อสินค้าและบริการก็จะมีผลทำให้ผลิตผลและรายได้เพิ่มขึ้น การเพิ่มขึ้นของรายได้จะทำให้อุปสงค์ของเงินสูงขึ้นตามไปด้วย จนในที่สุดอัตราดอกเบี้ยก็จะสูงขึ้นอีก และอาจสูงกว่าที่ลดลงในระยะแรก ปรากฏการณ์เช่นนี้ในระยะยาวจึงทำให้ผลของการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่เกิดจากอิทธิพลของอัตราดอกเบี้ยถูกชดเชยไปจนหมด การเปลี่ยนแปลงระดับกิจกรรมทางเศรษฐกิจจึงเป็นผลที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในราคาสินค้าอันเนื่องมาจากการเพิ่มปริมาณเงินนั่นเอง

แต่ผลการศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้แสดงให้เห็นความสำคัญของตัวเชื่อมโยงระหว่างภาคเศรษฐกิจการเงินและภาคการผลิต ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยและปริมาณเงินผ่านทางระดับราคาสินค้า ทั้งสองตัว ในการเป็นตัวเชื่อมโยงไปสู่การเปลี่ยนแปลงในกิจกรรมทางเศรษฐกิจ นั้นแสดงให้เห็นถึงความกำกวมของความสัมพันธ์ของตัวเชื่อมโยงระหว่างภาคการเงินและภาคการผลิตของนักเศรษฐศาสตร์สำนักเคนส์และนักเศรษฐศาสตร์สำนักการเงิน

### ข้อเสนอแนะทางนโยบาย

จากผลการศึกษาปรากฏว่าเครื่องมือนโยบายการเงิน ได้แก่ อัตราธนาคาร (bank rate) และอัตราซื้อลดพันธบัตรรัฐบาลในตลาดซื้อคืน (repurchase rate) มีประสิทธิภาพเพียงพอที่จะเสริมสร้างการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ หรือต่อต้านความผันผวนทางเศรษฐกิจในระยะสั้น ทั้งเสถียรภาพภายในและภายนอกประเทศ นับว่าเป็นการช่วยสนับสนุนการดำเนินนโยบายเพื่อต่อต้านความผันผวนทางเศรษฐกิจระยะสั้นเพื่อให้มีเสถียรภาพในระยะยาวในทางปฏิบัติ โดยเฉพาะเครื่องมือนโยบายการเงินอันได้แก่ การซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลในตลาดซื้อคืนเป็นเครื่องมือที่มีความแม่นยำสูงต่อการปรับเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์และฐานะเงินของธนาคารกลาง รวมทั้งเป็นเครื่องมือนโยบายการเงินเชิงรับ (defensive market operation) ที่มีวัตถุประสงค์ที่จะรักษาระดับเงินสำรองและฐานะเงินไว้คงเดิมเมื่อมีปัจจัยอื่นมากระทบให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในเงินสำรองและฐานะเงิน ดังนั้นถ้าการซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลได้รับการพัฒนาให้เป็นไปได้อย่างกว้างขวางและมีประสิทธิภาพแล้ว เครื่องมือชนิดนี้จะถูกนำไปใช้ในการควบคุมฐานะเงินของระบบได้แม้แต่ในระยะสั้นซึ่งหมายความว่า การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรใดๆที่ทำให้อัตราการเจริญเติบโตของปริมาณเงินเบี่ยงเบนไปจากเป้าหมาย ก็จะถูกชดเชยหรือหักล้างโดยการซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลได้อย่างรวดเร็ว และนับได้ว่าเป็นเครื่องมือที่มีความได้เปรียบทางเทคนิค (technical advantage) อย่างไรก็ดีตามมาตรการนี้ใช้ได้ผลดีสำหรับตลาดการเงินที่มีความคล่องตัวหรือก้าวหน้าสำหรับกรณีประเทศไทย พันธบัตรหรือหลักทรัพย์รัฐบาลตลอดจนตัวเงินคลังยังไม่เป็นที่นิยมแพร่หลายในหมู่ภาคเอกชน เพราะผลตอบแทนค่อนข้างต่ำ แม้ว่าจะมีความมั่นคงก็ตาม นอกจากธนาคารพาณิชย์ที่ถือเพื่อดำรงสภาพคล่องแทนเงินสดสำรองบางส่วน หรือเพื่อค้ำประกันการกู้ยืมจากธนาคารแห่งประเทศไทย ดังนั้นการพัฒนาตลาดซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลทั้งตลาดแรกและตลาดรอง เพื่อให้กลไกตลาดมากำหนดผลตอบแทนอัตราดอกเบี้ยตลาดอย่างแท้จริง จะทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลเป็นไปได้อย่างกว้างขวางและมีประสิทธิภาพมากขึ้น และจะทำให้เจ้าหน้าที่ทางการเงินสามารถที่จะแทรกแซงตลาดโดยการปรับสภาพคล่องได้อย่างมีประสิทธิภาพ

### ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาค้างต่อไป

1. วิธีการประมาณค่าแบบ 2SLS (two-stage least squares) ซึ่งใช้ในการประมาณค่าระบบสมการในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ยังไม่ใช่เป็นวิธีที่เหมาะสมที่สุด เนื่องจากเป็นวิธีการที่ใช้ประมาณค่าพารามิเตอร์โครงสร้าง (structural parameters) จากระบบสมการเกี่ยวเนื่องที่ละสมการ

เปรียบเทียบหนึ่งว่าแต่ละสมการเป็นอิสระต่อกัน และไม่สนใจว่าสมการที่ต้องการศึกษานั้นจะมี ความสัมพันธ์กับสมการอื่นในระบบสมการเดียวกันหรือไม่ ซึ่งทำให้ค่าที่ประมาณได้ถึงแม้ว่าจะมี คุณสมบัติ “แบบนัย” ตามต้องการ แต่ “ประสิทธิภาพ” น้อยกว่าแบบประมาณค่าทั้งระบบสมการ ซึ่งเป็นวิธีการประมาณค่าพารามิเตอร์ โครงสร้างจากระบบสมการเกี่ยวเนื่องทุกสมการพร้อมๆ กัน ไป โดยที่การประมาณค่าในลักษณะเช่นนี้จะเป็นการรวมเอาความสัมพันธ์ต่างๆ ระหว่างพจน์ ความคลาดเคลื่อนในแต่ละสมการเข้ามาร่วมพิจารณาในกระบวนการประมาณค่าด้วย ซึ่งทำให้ค่าที่ ประมาณได้มีคุณสมบัติ “แบบนัย” และ “ประสิทธิภาพ” หรือ BLUE (best linear unbiased estimators) วิธีที่นิยมใช้กันได้แก่ วิธี 3SLS (three-stage least squares)

2. แบบจำลองที่สร้างขึ้นในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีขนาดเล็ก ขาดความสมบูรณ์และยังไม่ สามารถสะท้อนภาพที่แท้จริงของระบบเศรษฐกิจได้ โดยสังเกตได้จากขนาดของแบบจำลองที่ใช้ ยังไม่ใหญ่พอที่จะครอบคลุมภาคเศรษฐกิจสำคัญๆ ได้ครบถ้วน อาทิ ภาคการเงิน ภาคเศรษฐกิจแท้ จริง และตลาดแรงงาน โดยเฉพาะภาคการเงิน ในส่วนของการไหลของเงินทุนระหว่างประเทศ จากผลของมาตรการเปิดเสรีทางการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความผันผวน ของปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจอันจะนำไปสู่ความยากลำบากต่อการใช้นโยบายของธนาคาร กลางในการควบคุมเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ