

บทที่ 6

บทสรุปและนัยทางนโยบาย

6.1 บทสรุป

จากการที่ประเทศไทยได้มีการปล่อยเสรีทางการเงิน เพื่อเพิ่มศักยภาพในการจัดสรรทรัพยากรทางการเงินในระบบเศรษฐกิจ โดยมาตรการที่สำคัญและส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพในระบบการเงินเป็นอย่างมาก ได้แก่ มาตรการในการปล่อยเสรีในอัตราดอกเบี้ย โดยการยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากทุกประเภท การยอมรับพันธะข้อ 8 ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ และการดำเนินการผ่อนคลายการควบคุมการปริวรรตเงินตรา โดยให้มีการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศได้อย่างสะดวก และรวดเร็วขึ้น ผลของมาตรการเหล่านี้ได้ส่งผลให้เกิดความผันผวนกับตัวแปรที่สำคัญทางเศรษฐกิจต่างๆ และส่งผลให้พฤติกรรมการณ์ของเงินของหน่วยเศรษฐกิจในประเทศมีการเปลี่ยนแปลงไปจากเดิม จึงได้ทำการศึกษาผลกระทบของมาตรการปล่อยเสรีทางการเงินดังกล่าวที่มีต่ออุปสงค์ของเงินในความหมายแคบและความหมายกว้าง โดยทำการทดสอบความสัมพันธ์ในระยะยาวและระยะสั้นของอุปสงค์ของเงินกับปัจจัยกำหนดต่างๆ ในช่วงก่อนและหลังการดำเนินมาตรการดังกล่าว การทดสอบคุณสมบัติความมี Cointegration ของอุปสงค์ของเงิน จะทำให้ทราบถึงคุณภาพของความความสัมพันธ์ในระยะยาว และจะศึกษาลักษณะการปรับตัวในระยะสั้นของการถือเงินเข้าสู่คุณภาพในระยะยาวผ่านแบบจำลอง Error Correction Mechanism รวมทั้งทดสอบความมีเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินในระยะสั้นจากผลกระทบดังกล่าวด้วยเทคนิค CUSUM test

ในการศึกษาผลกระทบของการปล่อยเสรีทางการเงินกับอุปสงค์ของเงิน ได้ทำการแบ่งช่วงเวลาที่ทำการศึกษาออกเป็น 2 ช่วง คือช่วงเวลาก่อนที่จะมีการปล่อยเสรีทางการเงิน และช่วงหลังจากที่ได้มีการปล่อยเสรีในมาตรการต่างๆ ข้างต้นไปแล้ว โดยทำการทดสอบพฤติกรรมการณ์ถือเงินทั้งสองช่วงเวลากับการตอบสนองต่อตัวแปรซึ่งสามารถสะท้อนผลของการดำเนินมาตรการ

ปล่อยเสรีดังกล่าวได้ซึ่งได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน และเงินฝากออมทรัพย์ ผลตอบแทนของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ และตัวแปรซึ่งสะท้อนผลของนวัตกรรมทางการเงินทางด้านเทคโนโลยีในระบบการเงิน จากนั้นจึงทำการทดสอบอุปสงค์ของเงินในระยะสั้น เพื่อศึกษาการเปลี่ยนแปลงลักษณะของการปรับตัวของการถือเงินในระยะสั้นเข้าสู่สมดุลในระยะยาว และในขั้นตอนสุดท้ายจะเป็นการทดสอบความมีเสถียรภาพของการถือเงินในระยะสั้น สามารถสรุปผลการศึกษาดังนี้

อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบในช่วงก่อนและหลังการปล่อยเสรีทางการเงิน มีการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมการถือเงินทั้งในระยะสั้นและระยะยาวอย่างชัดเจน โดยก่อนที่จะมีการปล่อยเสรีทางการเงิน อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบมีความสัมพันธ์กับระดับรายได้ ซึ่งแทนด้วยผลิตภัณฑ์ประชาชาติเบื้องต้นรายไตรมาส นวัตกรรมทางด้านเทคโนโลยีการชำระเงินในระบบการเงิน ซึ่งแทนด้วยอัตราส่วนของสินทรัพย์ที่มีสภาพใกล้เคียงกับเงินและปริมาณเงินในความหมายแคบ แต่ไม่มีการตอบสนองต่อผลตอบแทนของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งแทนด้วยอัตราส่วนของราคาปิดต่อกำไรสุทธิ กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ซึ่งเป็นต้นทุนในการถือเงิน และอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศซึ่งแทนด้วยอัตราดอกเบี้ยยูโรดอลลาร์รายไตรมาส แต่เมื่อศึกษาพฤติกรรมการถือเงินภายหลังจากที่ได้มีการปล่อยเสรีทางการเงินไปแล้ว พบว่าอุปสงค์ของการถือเงินในความหมายแคบได้รับผลกระทบจากมาตรการต่างๆ ในการปล่อยเสรีดังกล่าวอย่างมาก โดยการถือเงินมีการตอบสนองต่ออัตราค่าการเปลี่ยนแปลงในระยะสั้นของปัจจัยกำหนดดังกล่าวข้างต้นทุกตัว ยกเว้นอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ และมีความอ่อนไหวต่อนวัตกรรมทางการเงินและอัตราดอกเบี้ยในระดับที่สูง โดยมีค่าความยืดหยุ่นของการถือเงินต่อปัจจัยดังกล่าวเท่ากับ 0.5155 และ 0.7925 ตามลำดับ แต่มีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับรายได้ลดลง โดยจะถือเงินในความหมายแคบลดลงเมื่อระดับรายได้เพิ่มขึ้น นอกจากนี้บุคคลยังมีการตัดสินใจจัดสรรการถือเงิน โดยนำเอาอัตราผลตอบแทนในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มาพิจารณาร่วมกับปัจจัยอื่นๆ ในการกำหนดระดับการถือเงิน ซึ่งแสดงถึงการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมการถือเงินเพื่อการจับจ่ายใช้สอย มาเป็นการถือเงินเพื่อการเก็งกำไร โดยการเลือกถือสินทรัพย์ทางการเงินต่างๆ หรือการเลือกถือปริมาณเงินในความหมายกว้าง แทนปริมาณเงินในความหมายแคบ เพื่อหวังผลตอบแทนจากอัตราดอกเบี้ย

ผลการทดสอบความมี Cointegration พบว่าอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ มีความสัมพันธ์ในระยะยาวกับปัจจัยกำหนดต่างๆ แต่ความสัมพันธ์ดังกล่าวมีค่าระดับของความสัมพันธ์ที่ลดลงจากช่วงเวลาก่อนเปิดเสรีทางการเงิน ซึ่งสอดคล้องกับผลการทดสอบความต้องการถือเงินในความหมายแคบในระยะสั้น โดยพบว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยกำหนดต่างๆ ข้างต้น ทั้งในอดีตและปัจจุบันมีอิทธิพลต่อการปรับตัวของการถือเงินในระยะสั้นเพิ่มขึ้นจากช่วงเวลาก่อนที่จะมีการปล่อยเสรีทางการเงิน โดยในช่วงก่อนปล่อยเสรีทางการเงิน อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดทุน และอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ไม่มีอิทธิพลต่อการปรับตัวของการถือเงินในระยะสั้นเข้าสู่ระยะยาว ในขณะที่พฤติกรรมการปรับระดับการถือเงินในระยะสั้นหลังจากมีการปล่อยเสรีทางการเงิน จะถูกกำหนดปัจจัยต่างๆ ดังกล่าวทุกตัว และมีอัตราเร็วของการปรับตัวของการถือเงินเพิ่มขึ้นจากเดิม คือเพิ่มขึ้นจาก -1.745 เป็น -3.791 ซึ่งแสดงให้เห็นผลของมาตรการต่างๆ ในการปล่อยเสรีทางการเงินที่มีต่อพลวัตของการปรับตัวของการถือเงินในความหมายแคบในระยะสั้นเข้าสู่ระยะยาวอย่างชัดเจน

ผลการทดสอบความมีเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินในระยะสั้น พบว่าเสถียรภาพของการถือเงินมีการเปลี่ยนแปลงไป จากช่วงก่อนที่จะมีการดำเนินนโยบายปล่อยเสรีซึ่งพบว่าอุปสงค์ของเงินในระยะสั้นมีเสถียรภาพต่อปัจจัยกำหนดต่างๆ แต่หลังจากการปล่อยเสรีทางการเงินพบว่าอุปสงค์ของเงินไม่มีเสถียรภาพของความสัมพันธ์ และส่งผลให้พฤติกรรมการถือเงินในระยะสั้นมีอ่อนไหวต่อความแปรปรวนต่างๆ ในระบบการเงินมากขึ้นเพิ่มขึ้น

ส่วนผลการทดสอบอุปสงค์ของเงินในความหมายกว้าง พบว่าอุปสงค์ของเงินในความหมายกว้างมีการเปลี่ยนแปลงต่อผลของนโยบายปล่อยเสรีทางการเงินน้อยมาก โดยลักษณะความสัมพันธ์ของพฤติกรรมการถือเงินในช่วงก่อนและหลังการเปิดเสรี มีความแตกต่างกันไม่มากนัก โดยก่อนที่จะมีการดำเนินมาตรการปล่อยเสรีทางการเงิน อุปสงค์ของเงินจะถูกกำหนดโดยระดับรายได้และนวัตกรรมทางการเงิน ในขณะที่หลังจากมีการปล่อยเสรีทางการเงิน มีเพียงระดับรายได้เท่านั้นที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดระดับการถือเงินในระยะยาวของเงินในความหมายกว้าง โดยที่ตัวแปรกำหนดอื่นๆ ไม่มีบทบาทในการกำหนดพฤติกรรมการถือเงินเลย ค่าความ

ยืดหยุ่นของการถือเงินต่อการเปลี่ยนแปลงในระดับรายได้มีค่าลดลงเล็กน้อยภายหลังการปล่อยเสรีทางการเงิน

ผลการทดสอบความมี Cointegration พบว่าอุปสงค์ของเงินทั้งก่อนและหลังการปล่อยเสรีทางการเงินมีความสัมพันธ์กับระดับรายได้และปัจจัยกำหนดอื่นๆ ด้วยระดับความเชื่อมั่นที่สูงมาก สอดคล้องกับการทดสอบการชววนการปรับตัวของการถือเงินในระยะสั้นเข้าสู่ระยะยาว ซึ่งพบว่าถึงแม้การจัดสรรการถือเงินในความหมายกว้าง จะได้รับอิทธิพลจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยต่างๆ ในระยะสั้นเพิ่มขึ้น แต่ก็ไม่ได้ทำให้ลักษณะการปรับตัวในระยะสั้นของการถือเงินในความหมายกว้างมีความแตกต่างไปจากก่อนที่จะมีการปล่อยเสรีทางการเงินมากนัก โดยพิจารณาได้จากค่าสัมประสิทธิ์ของการปรับตัวซึ่งมีการเปลี่ยนแปลงน้อยมาก โดยจะมีค่าปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพของการถือเงินในระยะยาวลดลงเล็กน้อยเท่านั้น

ผลการทดสอบความมีเสถียรภาพของการถือเงินในความหมายกว้างในระยะสั้น พบว่าผลของการดำเนินมาตรการต่างๆ ในการปล่อยเสรีทางการเงิน ไม่ได้ทำให้เสถียรภาพในระยะสั้นของความต้องการถือเงินในความหมายกว้างเปลี่ยนไป โดยได้ว่าอุปสงค์ของเงินในความหมายกว้างมีเสถียรภาพกับปัจจัยกำหนดต่างๆ ในระยะสั้น ทั้งก่อนและหลังจากมีการปล่อยเสรีทางการเงิน

เมื่อเปรียบเทียบกันระหว่างอุปสงค์ของเงินในความหมายกว้างและอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ พบว่าอุปสงค์ในการถือเงินในความหมายกว้างจะได้รับผลกระทบจากการปล่อยเสรีทางการเงินน้อยกว่าอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ โดยผลของมาตรการต่างๆ ในการปล่อยเสรีทางการเงิน จะทำให้พฤติกรรมการถือเงินในความหมายแคบของบุคคลมีการเปลี่ยนแปลงไปจากเดิมในทันที เมื่อสภาพแวดล้อมในระบบการเงินมีการเปลี่ยนไปจากเดิม โดยมีลักษณะของการถือเงินเพื่อการเก็งกำไรมากขึ้น ดังจะเห็นได้จากกวรที่อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบในช่วงหลังจากการปล่อยเสรีมีความอ่อนไหวต่อการปรับตัวในอัตราดอกเบี้ย และอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้นจนนำไปสู่การขาดเสถียรภาพในระยะสั้น ซึ่งปัจจัยที่สำคัญที่คาดจะเป็นเหตุของเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของการถือเงินในความหมาย

แคบ คืออัตราส่วนของราคาปิดต่อกำไรสุทธิ ซึ่งสะท้อนผลตอบแทนของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

6.2 นัยทางนโยบาย

การมี Cointegration ของอุปสงค์ของเงินทั้งสองความหมาย แม้ว่าจะแสดงให้เห็นถึงการมีเสถียรภาพของความสัมพันธ์ในระยะยาวกับปัจจัยกำหนดต่างๆ และแสดงให้เห็นว่าตัวแปรปริมาณเงินยังเป็นตัวเลือกในการใช้เป็นเป้าหมายทางการเงินได้ แต่อย่างไรก็ตาม จากการที่ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่สำคัญได้ส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของพฤติกรรมการณ์ถือเงินในระยะสั้นและระยะยาวมากขึ้นจากผลของมาตรการปล่อยเสรีทางการเงิน ทำให้ไม่สามารถที่จะยืนยันได้ถึงควมมีเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินในอนาคต เมื่อผลของนโยบายการปล่อยเสรีทางการเงินในด้านต่างๆ เริ่มส่งผลกระทบต่อเห็นชัดเจนขึ้น

ดังนั้นในการเลือกตัวแปรเป้าหมายทางการเงินชั้นกลางจึงจำเป็นต้องเลือกเป้าหมายทางการเงินที่สามารถควบคุม (Controllability) และคาดการณ์ (Predictability) ได้ และจะต้องมีเสถียรภาพของความสัมพันธ์กับเป้าหมายทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้ยังจะต้องพิจารณาสภาพสภาพแวดล้อมในระบบเศรษฐกิจในขณะนั้น และเป้าหมายทางเศรษฐกิจที่ผู้วางนโยบาย (policy maker) ต้องการ ซึ่งเงื่อนไขต่างๆ ดังกล่าวจะต้องมีความสอดคล้องกัน จึงจะทำให้นโยบายที่วางไว้สามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการดำเนินนโยบายที่วางเอาไว้ได้

จากผลการศึกษาข้างต้น จึงอาจจะจำแนกเป็นนโยบายตามเป้าหมายทางการเงินเป้าหมายทางเศรษฐกิจตามวัตถุประสงค์ที่ผู้วางนโยบายต้องการได้ดังนี้

1. จากผลของมาตรการในการปล่อยเสรีทางการเงิน ซึ่งทำให้อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบมีค่าความยืดหยุ่นกับอัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้น และมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาสินทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น ทำให้ตัวแปรปริมาณเงินในความหมายแคบไม่มีความเหมาะสมที่จะใช้เป็นเป้าหมายทางการเงิน เนื่องจากเป้าหมายทางการเงินจะต้อง

สามารถควบคุม (Controllability) และคาดการณ์ (Predictability) ได้ และจะต้องมีเสถียรภาพของความสัมพันธ์กับเป้าหมายทางเศรษฐกิจ ซึ่งการที่ความต้องการถือเงินในความหมายแคบมีความยืดหยุ่นกับอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น จะทำให้อัตราเร็วของการหมุนเวียนของเงิน (velocity) มีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นด้วย ส่งผลให้อัตราเร็วของการหมุนเวียนของเงิน ในระยะสั้นของอุปสงค์ของเงินมีความแปรปรวนสูง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความควบคุมและการพยากรณ์อัตราเร็วที่เหมาะสมในการดำเนินนโยบายการเงิน เพื่อรักษาเสถียรภาพของการเติบโตของระดับรายได้ที่เป็นตัวเงินในระยะสั้น และถ้าการรักษาระดับรายได้ที่เป็นตัวเงินผ่านการแทรกแซงอัตราดอกเบี้ยโตของปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจไม่สามารถทำได้ หรือทำได้แต่มีความล่าช้าในการดำเนินนโยบาย ในที่สุดก็จะทำส่งผลกระทบต่อระดับรายได้ที่เป็นตัวเงินไม่มีเสถียรภาพของการเติบโตด้วย

นอกจากนี้จากการที่อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบมีความสัมพันธ์กับระดับราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ จะส่งผลกระทบต่อความผันผวนของปัจจัยต่างๆ ในตลาดทุนส่งผลกระทบต่อความต้องการถือเงินในความหมายแคบ โดยเฉพาะผลกระทบจากทางด้านข้อมูลข่าวสาร ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นในระบบการเงิน และจะนำไปสู่ประสิทธิภาพการดำเนินนโยบายการเงินที่ลดลง ในทางกลับกัน จากการที่พฤติกรรมถือเงินของบุคคลมีความสัมพันธ์กับระดับราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ จะทำให้ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น จากการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมถือเงินของบุคคล โดยเฉพาะจากการเก็งกำไรในส่วนต่างของระดับราคาในระยะสั้น

เมื่อพิจารณาถึงเหตุผลข้างต้นจึงควรจะใช้ ปริมาณเงินในความหมายกว้างเป็นเป้าหมายทางการเงิน เนื่องจากอุปสงค์ของเงินในความหมายกว้างได้รับผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมถือเงินของประชาชนจากการเปลี่ยนแปลงสภาพแวดล้อมทางการเงิน และผลกระทบจากปัจจัยภายนอกน้อยกว่าอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ โดยจากการศึกษาพบว่าอุปสงค์ของเงินในความหมายกว้างภายหลังการเปิดเสรีทางการเงิน มีเสถียรภาพกับปัจจัยกำหนดต่างๆ ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว และไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยทั้งอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ และอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ รวมถึงไม่ได้รับผลกระทบจากความผันผวน

ของตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ปริมาณเงินในความหมายกว้าง ยังมีความสัมพันธ์ที่ใกล้ชิดกับระดับรายได้ที่เป็นตัวเงินและมีเสถียรภาพในระยะสั้นมากกว่า ปริมาณเงินในความหมายแคบ ซึ่งจะพิจารณาได้จากค่าสัมประสิทธิ์ของการปรับตัวในระยะสั้นของอุปสงค์ของเงินในความหมายกว้างจากแบบจำลอง ECM ซึ่งจะเห็นได้ว่าไม่ได้รับผลกระทบจากกรปล่อยเสรีทางการเงินมากเท่ากับอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ

2. ถ้าสภาพเศรษฐกิจไม่ดี การลงทุนผันผวน และเป้าหมายทางเศรษฐกิจคือการรักษาเสถียรภาพของระดับรายได้ที่เป็นตัวเงิน เมื่อเปรียบเทียบระหว่างการเลือกใช้ปริมาณเงินในความหมายกว้างกับอัตราดอกเบี้ยเป็นเป้าหมายชั้นกลาง พบว่าการเลือกใช้ปริมาณเงินในความหมายกว้างเป็นเป้าหมายทางการเงิน จะมีความเหมาะสมกว่า เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของระดับรายได้ที่เป็นตัวเงินจะมีความผันผวนน้อยกว่าการเลือกใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นเป้าหมายทางการเงิน เพราะฉะนั้นในกรณีที่เรานำปริมาณเงินในความหมายกว้างเป็นเป้าหมายทางการเงินจะทำให้ระดับรายได้มีเสถียรภาพกว่าการใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นเป้าหมายทางการเงิน

ดังนั้นเราอาจสรุปผลการศึกษาได้ว่า ผู้วางนโยบายจะควรที่จะเลือกตัวแปรปริมาณเงินในความหมายกว้างเป็นเป้าหมายทางการเงิน เพื่อรักษาเสถียรภาพของการเติบโตของระดับรายได้ภายใต้สภาพแวดล้อมทางการเงินที่เปลี่ยนแปลงไป อย่างไรก็ตามเนื่องจากการศึกษาพบว่าจากผลของการปล่อยเสรีทางการเงิน ทำให้ผลกระทบจากปัจจัยภายนอกมีอิทธิพลในการกำหนดพฤติกรรมการเงินในประเทศมากขึ้น ดังนั้น การเลือกเป้าหมายปริมาณเงิน หรือเป้าหมายอัตราดอกเบี้ย เป็นเป้าหมายชั้นกลางจึงควรต้องพิจารณาถึงผลกระทบดังกล่าวด้วย

ต้นฉบับ หน้าขาดหาย