

บทที่ 3

แนวคิดเชิงทฤษฎีและวรรณกรรมปริทัศน์

3.1 แนวคิดเชิงทฤษฎี

แนวคิดและทฤษฎีในหัวข้อนี้ถูกแบ่งออกเป็น 2 ส่วนด้วยกัน ส่วนที่หนึ่งเป็นการกล่าวถึงแนวคิดเชิงทฤษฎีเบื้องต้น โดยทำการอธิบายถึงแนวคิดต่างๆของการส่งผ่านนโยบายการเงินตามแนวคิดของสำนักเคนส์และสำนักการเงินนิยม ในขณะที่ส่วนที่สองได้อธิบายถึงแบบจำลองที่ใช้อธิบายผลของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินที่ส่งผลกระทบต่อภาคธุรกิจและหนี้สินของธนาคารพาณิชย์ โดยในแบบจำลองได้พยายามอธิบายถึงแนวคิดเชิงทฤษฎีสำหรับการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร ว่าธนาคารที่มีขนาดแตกต่างกันจะได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินแตกต่างกันอย่างไร

3.1.1 แนวคิดเชิงทฤษฎีเบื้องต้น (Theoretical Background)

แนวคิดเชิงทฤษฎีเบื้องต้นในส่วนนี้ เป็นการรวบรวมจากงานของ Miskin (1996 และ 1998) เพื่อทำการอธิบายกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน (Monetary Transmission) ตามแนวคิดของสำนักเคนส์และสำนักการเงินนิยม

แนวคิดจากสำนักเคนส์ (Keynesian View)

แนวคิดจากสำนักเคนส์นั้นพยายามอธิบายผลกระทบของนโยบายการเงินต่อระบบเศรษฐกิจ โดยทำการพิจารณาให้แบบจำลองอยู่ในรูปแบบจำลองโครงสร้าง (Structural Model) เพื่อทำการอธิบายว่านโยบายการเงินมีการทำงานและส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจเป็นขั้นเป็นตอนอย่างไร มีการใช้รูปแบบต่างๆของสมการเพื่อทำการอธิบายถึงพฤติกรรมของหน่วยผลิตและผู้บริโภคในส่วนต่างๆของระบบเศรษฐกิจ โดยสมการเหล่านี้แสดงถึงช่องทางต่างๆที่นโยบายการเงินจะส่งผ่านไปกระทบต่อระดับผลผลิตและระดับการใช้จ่ายมวลรวม แนวคิดของเคนส์ได้แบ่งช่องทาง (Channel) ที่นโยบายการเงินส่งผลไปกระทบต่อระบบเศรษฐกิจไว้ 3 ช่องทางใหญ่ๆ คือ ผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Channel) ผ่านช่องทางราคาสินทรัพย์ (Other Asset Price Channel) และผ่านช่องทางสินเชื่อ (Credit Channel)

1) ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Channel)

กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย เป็นแนวคิดที่นำมาใช้ในทางเศรษฐศาสตร์มากกว่า 50 ปี และเป็นกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินที่เป็นแนวคิดพื้นฐานของแบบจำลอง IS-LM ของเคนส์ การส่งผ่านนโยบายการเงิน (ไม่ว่าเป็นนโยบายการเงินแบบเข้มงวด หรือผ่อนคลาย) ผ่านทางช่องทางอัตราดอกเบี้ยสามารถเขียนได้ดังนี้

$$M \uparrow \Rightarrow i, \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

โดยที่ $M \uparrow$ แสดงถึงการผ่อนคลายนโยบายการเงิน ซึ่งส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงลดลง (i, \downarrow) ทำให้ต้นทุนของการลงทุน (Cost of Capital) มีค่าลดลง ส่งผลให้การใช้จ่ายลงทุนมีค่าเพิ่มขึ้น ($I \uparrow$) เป็นผลให้มีการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์มวลรวม และส่งผลให้ระดับผลผลิต ($Y \uparrow$) เพิ่มขึ้นในท้ายที่สุด

แม้แนวคิดดั้งเดิมของเคนส์ในการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านอัตราดอกเบี้ย เน้นผลของการตัดสินใจในการลงทุนธุรกิจที่มีต่อกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน แต่ในงานวิจัยหลายชิ้นได้พบว่า การตัดสินใจของผู้บริโภคต่อสินค้าคงทน (Durable Goods) ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่พบว่าการตัดสินใจลงทุนเช่นเดียวกัน ดังนั้นการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านทางอัตราดอกเบี้ยจึงสามารถนำมาใช้กับการใช้จ่ายของผู้บริโภคได้ โดยให้ I แทนค่าใช้จ่ายในสินค้าคงทนของผู้บริโภคในครัวเรือน และสิ่งหนึ่งซึ่งสำคัญสำหรับการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย คือ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) จะส่งผลต่อการตัดสินใจของผู้บริโภคและหน่วยธุรกิจมากกว่าอัตราดอกเบี้ย (Nominal Interest Rate) และอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระยะยาวส่งผลมากกว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระยะสั้น

2) ช่องทางราคาสินทรัพย์ (Other Asset Price Channel)

มีข้อโต้แย้งจากนักเศรษฐศาสตร์สำนักการเงินนิยมว่าการดูแลผลของนโยบายการเงินต่อระบบเศรษฐกิจ โดยพิจารณาแต่อัตราดอกเบี้ยเพียงอย่างเดียววันนั้นไม่เหมาะสม นักเศรษฐศาสตร์สำนักเคนส์จึงได้พยายามพิจารณาถึงผลของราคาสินทรัพย์อื่น ๆ ที่มีผลต่อการส่งผ่านนโยบายการเงิน โดยสินทรัพย์ที่มีการนำมาพิจารณาผลต่อการส่งผ่านนโยบายการเงินกันมาก คือ

อัตราแลกเปลี่ยน (Foreign Exchange) และทุน (Equity) ช่องทางราคาสินทรัพย์สามารถแบ่งออกได้เป็นดังนี้

(1) ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Channel)

ภายใต้ระบบเศรษฐกิจของโลกในปัจจุบันที่จำเป็นต้องมีการติดต่อค้าขายระหว่างประเทศ กอปรกับการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ทำให้การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านทางช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งมีผลโดยตรงต่อการส่งออกและนำเข้าสินค้าและบริการได้รับความสนใจเพิ่มมากขึ้น การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางนี้มีผลเกี่ยวเนื่องต่อมาจากช่องทางอัตราดอกเบี้ย กล่าวคือเมื่ออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงภายในประเทศลดลง เงินฝากภายในประเทศจึงได้รับความสนใจน้อยกว่า เมื่อเทียบกับเงินฝากในต่างประเทศ ส่งผลให้ค่าเงินภายในประเทศมีค่าลดลงเมื่อเทียบกับเงินต่างประเทศ ($E \downarrow$) ค่าเงินที่ลดลงทำให้สินค้าภายในประเทศมีราคาถูกลงเมื่อเทียบกับสินค้าต่างประเทศ เป็นผลให้การส่งออกเพิ่มมากขึ้น ($NX \uparrow$) มีผลทำให้ผลผลิตมวลรวมภายในประเทศเพิ่มขึ้น ($Y \uparrow$) การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนสามารถเขียนได้ดังนี้

$$M \uparrow \Rightarrow i, \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

(2) ช่องทางราคาทุน (Equity Price Channel)

▪ ทฤษฎี Tobin's q (Tobin's q Theory)

Tobin ได้นิยามให้ q คือมูลค่าทางตลาดของหน่วยธุรกิจหารด้วยต้นทุนของการเปลี่ยนแปลงทุน (Replacement Cost of Capital) ถ้า q มีค่าสูงแสดงว่ามูลค่าทางตลาดของหน่วยธุรกิจมีค่าสูงเมื่อเทียบกับต้นทุนของการเปลี่ยนแปลงทุน ดังนั้นสำหรับทุนในการลงทุนใหม่ของหน่วยธุรกิจจะมีราคาถูกเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของหน่วยธุรกิจ ทำให้หน่วยธุรกิจสามารถออก equity มาขายในราคาที่สูงเมื่อเทียบกับต้นทุนของการเปลี่ยนแปลงทุน การใช้จ่ายลงทุนจึงเพิ่มมากขึ้น เพราะหน่วยธุรกิจสามารถลงทุนใหม่ได้มากด้วยการออกขาย equity เพียงเล็กน้อย ในทางตรงข้าม เมื่อ q มีค่าต่ำหน่วยธุรกิจจะไม่ลงทุนใหม่ เพราะมูลค่าตลาดของหน่วยธุรกิจมีค่าต่ำเมื่อเทียบกับต้นทุนของการเปลี่ยนแปลงทุน ส่งผลให้ค่าใช้จ่ายในการลงทุนมีค่าต่ำ

ความสัมพันธ์ระหว่าง Tobin's q และการใช้จ่ายลงทุน สามารถพิจารณาจากผลของนโยบายการเงินที่มีต่อราคา equity โดยแนวคิดของสำนักการเงินเสนอว่า เมื่อปริมาณเงินเพิ่มขึ้น ประชาชนจะรู้สึกว่ามีเงินมากกว่าที่ต้องการ จึงลดปริมาณเงินที่ตนถือครองโดยการเพิ่มการใช้จ่าย ประชาชนจึงนำเงินส่วนหนึ่งจากที่เกินความต้องการไปลงทุนในตลาดหุ้น ทำให้มีความต้องการ equity เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ราคา equity สูงขึ้นตามมา

หรือพิจารณาจากแนวคิดของสำนักเคนส์ ผลที่ได้ต่างมีลักษณะเหมือนกัน กล่าวคือ เมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลง อันเป็นผลจากนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย ทำให้ความต้องการพันธบัตรมีค่าลดลงเมื่อเทียบกับความต้องการใน equity เป็นผลให้ราคาของ equity สูงขึ้น และเมื่อพิจารณาผลจากแนวคิดทั้งสองสำนักรวมกับทฤษฎี Tobin's q จึงได้ว่าเมื่อราคาของ equity สูงขึ้น ($P_e \uparrow$) ทำให้ q มีค่าสูงขึ้น ($q \uparrow$) ส่งผลให้มีการใช้จ่ายลงทุนเพิ่มมากขึ้น ($I \uparrow$) การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางของทฤษฎี Tobin's q สามารถเขียนรูปแบบได้ดังนี้

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

- ผลกระทบต่อความมั่งคั่ง (Wealth Effects)

Franco Modigliani เป็นผู้ริเริ่มแนวคิดการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางนี้ โดยหลักเบื้องต้นในทฤษฎีของ Modigliani กล่าวว่า ผู้บริโภคจะพยายามรักษาระดับการบริโภคตลอดช่วงอายุของตน ดังนั้นสิ่งที่มีผลต่อการตัดสินใจบริโภคของผู้บริโภคก็คือทรัพยากรตลอดช่วงอายุของผู้บริโภค (Life Time Resource) ไม่ใช่เพียงแครายได้ในปัจจุบันเท่านั้น และเนื่องจากความมั่งคั่งทางการเงิน (Financial Wealth) เป็นส่วนประกอบที่สำคัญส่วนหนึ่งของทรัพยากรตลอดช่วงอายุ ดังนั้นเมื่อราคาหุ้นมีค่าสูงขึ้น ทำให้มูลค่าของความมั่งคั่งทางการเงินเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ทรัพยากรตลอดช่วงอายุของผู้บริโภคมีค่าเพิ่มขึ้น การบริโภคจึงสูงขึ้นตามมา และเมื่อนำผลที่ได้จากทฤษฎี Tobin's q มาใช้ประกอบกัน กล่าวคือ นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายจะส่งผลให้ราคาหุ้นสูงขึ้น ($P_e \uparrow$) ดังนั้นกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางความมั่งคั่งจึงสามารถเขียนได้ดังนี้

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{wealth} \uparrow \Rightarrow \text{consumption} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

3) ช่องทางสินเชื่อ (Credit Channel)

การที่กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย ไม่สามารถอธิบายผลของนโยบายการเงินต่อการใช้จ่ายในสินทรัพย์ที่มีช่วงอายุยาว (Long-lived Assets) ได้ จึงนำไปสู่แนวคิดการส่งผ่านนโยบายการเงินที่พิจารณาถึงความไม่สมดุของข้อมูล (Asymmetric Information) ในตลาดการเงิน ซึ่งเป็นแนวคิดเบื้องต้นของการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อ

(1) ช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร (Bank Lending Channel)

แนวคิดการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร อยู่บนพื้นฐานแนวคิดที่ว่าธนาคารมีบทบาทสำคัญต่อระบบการเงิน เพราะว่าธนาคารมีความสามารถในการแก้ไขปัญหาค่าความไม่สมดุของข้อมูลในตลาดการเงินได้ และเพราะบทบาทสำคัญนี้จึงทำให้ผู้ที่มีความต้องการใช้เงิน(ผู้กู้)ไม่สามารถเข้าไปในตลาดสินเชื่อได้โดยปราศจากการกู้ยืมจากธนาคาร ดังนั้นตราบดที่ยังไม่มีการทดแทนกันอย่างสมบูรณ์ (Perfect Substitute) ระหว่างธนาคารกับแหล่งเงินทุนอื่นๆได้ การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านการปล่อยสินเชื่อของธนาคารก็ยังคงเป็นกลไกสำคัญของนโยบายการเงิน

เมื่อมีการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นผลให้ปริมาณเงินสำรองของธนาคารเพิ่มมากขึ้นและเป็นผลสืบเนื่องทำให้ปริมาณเงินฝากเพิ่มขึ้น การที่ปริมาณเงินฝากของธนาคารเพิ่มสูงขึ้นย่อมทำให้ปริมาณเงินที่ธนาคารสามารถปล่อยสินเชื่อขึ้นเพิ่มสูงขึ้นตามมา เนื่องจากธนาคารมีบทบาทสำคัญต่อการปล่อยสินเชื่อให้แก่ผู้ที่ต้องการนำเงินไปลงทุน ดังนั้นการเพิ่มขึ้นของปริมาณสินเชื่อย่อมทำให้ปริมาณการลงทุนสูงขึ้น กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารสามารถอธิบายได้ดังนี้

$$M \uparrow \Rightarrow \text{bank deposits} \uparrow \Rightarrow \text{bank loans} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

สิ่งหนึ่งซึ่งสำคัญต่อกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร ก็คือนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อการใช้จ่ายของหน่วยธุรกิจขนาดเล็กและขนาดกลางมากกว่าหน่วยธุรกิจขนาดใหญ่ เนื่องจากหน่วยธุรกิจขนาดเล็กจำเป็นต้องพึ่งพาสินเชื่อ

จากธนาคารเป็นหลัก ต่างจากหน่วยธุรกิจขนาดใหญ่ที่สามารถระดมทุนผ่านทางตลาดหุ้นหรือตลาดพันธบัตรได้ ไม่จำเป็นต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนโดยอาศัยธนาคารแต่เพียงอย่างเดียว

(2) ช่องทางงบดุล (Balance Sheet Channel)

การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางงบดุล เกิดขึ้นจากปัญหาความไม่สมดุลของข้อมูลในตลาดสินเชื่อเช่นเดียวกับในกรณีการส่งผ่านช่องทาง การปล่อยสินเชื่อของธนาคาร กล่าวคือ การที่มูลค่าของหน่วยธุรกิจมีค่าลดลงเท่าไร ย่อมทำให้ปัญหา Adverse Selection และ Moral Hazard ในหน่วยธุรกิจดังกล่าวเพิ่มมากขึ้น โดยเมื่อมูลค่าของหน่วยธุรกิจลดลงย่อมส่งผลให้มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกันในการปล่อยสินเชื่อมีค่าลดลง ทำให้เกิดปัญหา Adverse Selection เพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้การปล่อยสินเชื่อลดลง และเป็นผลให้การลงทุนลดลงตามมา

นอกจากปัญหา Adverse Selection แล้ว การที่มูลค่าของหน่วยธุรกิจลดลง ยังทำให้เกิดปัญหา Moral Hazard เพิ่มมากขึ้นด้วย กล่าวคือ ในกรณีที่มูลค่าของหน่วยธุรกิจลดลง เจ้าของหน่วยธุรกิจจะมีส่วน equity ลดลง ทำให้มีแรงจูงใจในการไปลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ซึ่งการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ย่อมทำให้โอกาสที่ผู้ให้กู้จะไม่ได้รับเงินคืนมีมากขึ้น ดังนั้นการลดลงของมูลค่าหน่วยธุรกิจจึงนำไปสู่การลดลงของสินเชื่อ และการลงทุน

ฉะนั้นเมื่อพิจารณากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางงบดุลนี้ เห็นได้ว่านโยบายการเงินแบบผ่อนคลายน ($M \uparrow$) จะมีผลทำให้ราคา equity สูงขึ้น ($P_e \uparrow$) เป็นผลให้มูลค่าของหน่วยธุรกิจเพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้ปริมาณการลงทุนเพิ่มมากขึ้น ($I \uparrow$) เพราะปัญหา Adverse Selection และ Moral Hazard ลดลง กลไกดังกล่าวสามารถเขียนเป็นรูปแบบได้ดังนี้

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{adverse selection \& moral hazard} \downarrow \Rightarrow \text{lending} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

(3) ช่องทางกระแสเงินสด (Cash Flow Channel)

เมื่อมีการใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายน ซึ่งมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง เป็นผลให้งบดุลของหน่วยธุรกิจดีขึ้น เนื่องจากมีกระแสเงินสดเพิ่มมากขึ้น ทำให้สภาพคล่องของหน่วยธุรกิจ (หรือครัวเรือน)ดีขึ้น นอกจากนั้นยังเป็นผลดีต่อผู้ให้กู้เงินเช่นเดียวกัน ที่ทราบได้ว่าผู้กู้มี

ความสามารถในการชำระเงินได้ ดังนั้นปัญหา Adverse Selection และ Moral Hazard จึงลดลง ส่งผลให้มีการปล่อยสินเชื่อเพิ่มมากขึ้น กลไกการส่งผ่านสามารถเขียนได้ดังนี้

$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow \text{cash flow} \uparrow \Rightarrow \text{adverse selection \& moral hazard} \downarrow \Rightarrow \text{lending} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

(4) ช่องทางระดับราคาที่ไม่ได้คาดหมายมาก่อน (Unanticipated Price Level Channel)

เนื่องจากโดยปกติแล้วหนี้ที่ต้องจ่ายจะทำสัญญาโดยมีปริมาณเงินที่ต้องจ่ายมีค่าคงที่ (Fixed in Nominal Term) ดังนั้นการเพิ่มขึ้นของระดับราคาที่ไม่ได้คาดหมายมาก่อน จะส่งผลทำให้มูลค่าหนี้สินที่แท้จริงของหน่วยธุรกิจลดลง ในขณะที่มูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ของหน่วยธุรกิจไม่ลดลงไปด้วย ดังนั้นนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายซึ่งมีผลทำให้ระดับราคาที่ไม่ได้คาดหมายสูงขึ้น ย่อมส่งผลทำให้มูลค่าที่แท้จริงของหน่วยธุรกิจมีค่าสูงขึ้น ปัญหา Adverse Selection และ Moral Hazard ลดลง ทำให้การปล่อยสินเชื่อและการใช้จ่ายลงทุน รวมไปถึงผลผลิตมวลรวมมีค่าสูงขึ้น ตามลำดับ

$M \uparrow \Rightarrow \text{unanticipate } P \uparrow \Rightarrow \text{adverse selection \& moral hazard} \downarrow \Rightarrow \text{lending} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

(5) ช่องทางสภาพคล่องของครัวเรือน (Household Liquidity Effects)

ในการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสภาพคล่องของครัวเรือนนั้น นโยบายการเงินจะส่งผลต่อการตัดสินใจในการใช้จ่ายของผู้บริโภคมากกว่าส่งผลความต้องการปล่อยสินเชื่อของผู้ให้กู้ เนื่องจากความไม่สมดุลของข้อมูลทำให้สินค้าน่าลงทุนต่างๆ เช่น บ้าน เป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ ดังนั้นถ้าเกิดมีการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (Shock) เกิดขึ้นกับรายได้ของครัวเรือน การขายสินค้าน่าลงทุนดังกล่าวเพื่อให้ได้เงินมารองรับผลของ Shock ย่อมทำได้ลำบาก ในทางตรงข้ามถ้าผู้บริโภคถือสินทรัพย์ทางการเงิน เช่น หุ้นหรือพันธบัตร ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงกว่า ย่อมสามารถนำสินทรัพย์นั้นไปขายเพื่อแลกเปลี่ยนเป็นเงินได้เร็วกว่า ดังนั้นถ้าผู้บริโภคคาดหวังว่าในอนาคตอาจประสบปัญหาทางการเงิน เขาย่อมเลือกถือสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง

ในกรณีผู้บริโภคมีปริมาณสินทรัพย์ทางการเงินเป็นจำนวนมาก เขาย่อมคาดว่าตนจะไม่ประสบกับปัญหาทางการเงิน ส่งผลให้มีการลงทุนในสินค้าน่าลงทุนเพิ่มมากขึ้น กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสภาพคล่องของครัวเรือนสามารถเขียนอธิบายรูปแบบได้ดังนี้

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{financial assets} \uparrow \Rightarrow \text{likelihood of financial distress} \downarrow \Rightarrow \\ \text{consumer durable \& housing expenditure} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

แนวคิดของสำนักการเงินนิยม (Monetarist View)

แนวคิดของสำนักการเงินนิยมไม่ได้อธิบายลักษณะเฉพาะเจาะจงว่า การเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินส่งผลต่อการใช้จ่ายมวลรวมอย่างไร แต่ทำการศึกษาผลกระทบจากตัวแปรทางการเงินต่อระบบเศรษฐกิจโดยพิจารณาจากความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของผลผลิตมวลรวมกับนโยบายทางการเงิน โดยใช้แบบจำลองลดรูป (Reduced-form) ในการอธิบายผลของนโยบายการเงินที่มีต่อระบบเศรษฐกิจ กล่าวคือ ลักษณะการทำงานของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินเปรียบเสมือนกับกล่องดำที่ไม่สามารถมองเห็นกลไกการทำงานของนโยบายการเงินได้

สำนักการเงินนิยมได้โต้แย้งแนวคิดแบบจำลองโครงสร้าง (Structural Model) ของสำนักเคนส์ เพราะเชื่อว่าช่องทางในการส่งผ่านนโยบายการเงินต่างๆตามแนวคิดของสำนักเคนส์ อาจไม่ครอบคลุมกลไกในการดำเนินนโยบายการเงินได้ทั้งหมด การวิจัยในทางเศรษฐศาสตร์หลังจากที่มีการโต้แย้งของสำนักการเงินนิยม จึงเป็นไปใน 2 ทิศทาง คือ ทิศทางแรกเป็นไปตามแนวคิดของสำนักการเงินนิยม โดยใช้แบบจำลองลดรูปที่มีความซับซ้อนในการทดสอบผลของนโยบายการเงินต่อระบบเศรษฐกิจ และอีกทิศทางหนึ่งตามแนวคิดของสำนักเคนส์ เป็นการที่ใช้แบบจำลองโครงสร้างที่ได้มีการพัฒนาให้เข้าใจถึงช่องทางในการส่งผ่านนโยบายการเงินได้มากขึ้น (มากกว่าการใช้ผลของนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย)

3.1.2 แนวคิดเชิงทฤษฎีและแบบจำลองการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร

การศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารในครั้งนี้นำเอาแบบจำลองของ Kashyap และ Stein (1994) มาอธิบายความแตกต่างของกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อในธนาคารขนาดเล็กและขนาดใหญ่

กำหนดให้แบบจำลองที่พิจารณาแบ่งเวลาออกเป็น 2 ช่วงเวลา โดยในแต่ละช่วงเวลานั้นทางด้านสินทรัพย์ (Asset Side) ของธนาคารประกอบด้วยสินเชื่อและหลักทรัพย์ ส่วนทางด้านหนี้สิน (Liability side) ประกอบด้วยเงินฝากและเงินจากภายนอกที่ไม่ใช่เงินฝาก (Non-deposit External Finance)

ในส่วนของสินเชื่อ กำหนดให้ธนาคารปล่อยสินเชื่อในช่วงเวลาที่ 1 เป็นจำนวน L ซึ่งสินเชื่อที่ปล่อยได้รับอัตราผลตอบแทนเท่ากับ r และสมมติให้สินเชื่อดังกล่าวไม่สามารถ liquidate ในช่วงเวลาที่ 2 ได้ เพื่อแสดงว่าต้นทุนในการ liquidate นั้นสูงมากหากธนาคารทำการ liquidate สินเชื่อก่อนถึงกำหนดเวลา และกำหนดให้ในช่วงเวลาที่ 2 ธนาคารไม่มีการปล่อยสินเชื่อ

นอกจากสินเชื่อแล้ว สินทรัพย์อีกอย่างหนึ่งที่กำหนดให้ธนาคารถือครองก็คือหลักทรัพย์ ให้ธนาคารลงทุนในหลักทรัพย์เป็นจำนวน S ในช่วงเวลาที่ 1 โดยกำหนดให้มีอัตราผลตอบแทนในหลักทรัพย์เท่ากับ 0 และหลักทรัพย์นั้นสามารถ liquidate ในช่วงเวลาที่ 2 ได้โดยไม่มีต้นทุน การที่หลักทรัพย์สามารถ liquidate ได้ จึงทำให้หลักทรัพย์มีสภาพคล่องมากกว่าสินเชื่อ ดังนั้นธนาคารจึงเลือกถือครองหลักทรัพย์ไว้ในช่วงเวลาที่ 1 ถึงแม้ว่าจะได้รับผลตอบแทนต่ำกว่าสินเชื่อก็ตาม

ส่วนทางด้านเงินฝาก กำหนดให้ในช่วงเวลาที่ 1 ธนาคารมีปริมาณเงินฝากเท่ากับ M_1 และในช่วงเวลาที่ 2 มีปริมาณเงินฝากเท่ากับ M_2 โดยที่ M_2 มีการกระจายแบบยูนิฟอร์มในช่วง

$$[\rho M_1 + (1 - \rho)M - \gamma/2, \rho M_1 + (1 - \rho)M + \gamma/2] \quad (3.1)$$

ดังนั้น M_2 จึงมีการกระจายแบบยูนิฟอร์มโดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ $\rho M_1 + (1 - \rho)M$ โดยที่ ρ คือตัววัดผลกระทบของนโยบายการเงิน ถ้า ρ มีค่ามาก แสดงว่าผลกระทบของนโยบายการเงินมีผลเป็นเวลานาน และ γ คือ ความแปรปรวนของผลกระทบจากนโยบายการเงิน

ธนาคารสามารถหาเงินทุนจากภายนอกที่ไม่ใช่เงินฝากได้ทั้งในช่วงเวลาที่ 1 และ 2 โดยกำหนดให้มีค่าเท่ากับ E_1 และ E_2 ตามลำดับ ดังนั้นในช่วงเวลาที่ 2 ธนาคารจะมีเงินทุนจากภายนอกที่ไม่ใช่เงินฝากเท่ากับ $E_1 + E_2$ และสมมติให้ต้นทุนในการหาเงินทุนจากภายนอกของทั้งสองช่วงเวลามีค่าเท่ากับ $\alpha_1 E_1^2 / 2$ และ $\alpha_2 E_2^2 / 2$ ตามลำดับ สาเหตุที่ใช้สมการกำลังสองในต้นทุนจากการหาเงินทุนจากภายนอกที่ไม่ใช่เงินฝาก ก็เพื่อแสดงผลของการเพิ่มขึ้นในต้นทุนหน่วยสุดท้าย (Marginal Cost) ของเงินทุนจากภายนอก

นอกจากนี้แล้ว เมื่อพิจารณาถึงผลงานวิจัยที่มีการศึกษาต้นทุนของเงินทุนภายนอกของ Non-financial Corporation พบว่าหน่วยธุรกิจขนาดเล็กมีต้นทุนในการหาเงินทุนภายนอกมากกว่าหน่วยธุรกิจขนาดใหญ่ ดังนั้นเมื่อนำมาประยุกต์ใช้กับธนาคาร ต้นทุนในการหาเงินทุนภายนอกของธนาคารขนาดเล็กจะมีค่ามากกว่าธนาคารขนาดใหญ่ จึงเป็นเหตุผลให้ในแบบจำลองนี้ได้กำหนดให้ค่า α_1 และ α_2 ของธนาคารขนาดเล็กมีค่าสูงกว่าธนาคารขนาดใหญ่

ในการพิจารณาเลือกถือครองสินทรัพย์และหนี้สิน (Bank's Portfolio Choice) ของธนาคาร ในขั้นตอนแรกจะเริ่มพิจารณาจากช่วงเวลาที่ 2 เป็นลำดับแรก โดยในขณะก่อนเริ่มช่วงเวลาที่ 2 งบดุลของธนาคารจะประกอบด้วยปริมาณสินเชื่อ (L) หลักทรัพย์ (S) เงินทุนจากภายนอก (E_1) และเมื่อเข้าถึงช่วงเวลาที่ 2 จะเกิดเหตุการณ์ที่สามารถแยกได้เป็น 2 กรณี คือ

กรณีที่ 1 $E_1 + M_2 > L$ ในกรณีนี้ธนาคารไม่จำเป็นต้องหาแหล่งเงินทุนภายนอกเพิ่มเติม ธนาคารสามารถ liquidate หลักทรัพย์เพื่อรองรับผลจากนโยบายการเงิน

กรณีที่ 2 $E_1 + M_2 < L$ สำหรับกรณีนี้แม้ว่าธนาคารจะ liquidate หลักทรัพย์ทั้งหมด ธนาคารก็ยังคงขาดเงินที่จะรองรับผลของนโยบายการเงิน ดังนั้นธนาคารจึงจำเป็นต้องหาเงินทุนจากภายนอกในปริมาณเท่ากับ E_2 เพราะฉะนั้นเมื่อถึงช่วงเวลาที่ 2 ปริมาณเงินทุนจากภายนอกในช่วงเวลานี้จะมีค่าเท่ากับ

$$E_2 = \max(0, L - E_1 - M_2) \quad (3.2)$$

เนื่องจากต้นทุนในการหาเงินทุนจากภายนอกในช่วงเวลาที่สองมีค่าเท่ากับ $\alpha_2 E_2^2 / 2$ ดังนั้นเมื่อพิจารณาต้นทุนดังกล่าวย้อนกลับไปในช่วงเวลาที่ 1 ต้นทุนในการหาเงินทุนจากภายนอกในช่วงเวลาที่ 2 ในมุมมองของช่วงเวลาที่ 1 จึงมีค่าเท่ากับ

$$\text{expectation}(\alpha_2 E_2^2 / 2) = \alpha_2 (L - E_1 - \rho M_1 - (1 - \rho)M + \gamma / 2)^2 / 6 \quad (3.3)$$

ดังนั้น ในช่วงเวลาที่ 1 ธนาคารจะเลือกถือครอง L , E_1 และ S เพื่อผลประโยชน์สูงสุด โดยทำการ maximize สมการต่อไปนี้

$$\max : rL - \alpha_1 E_1^2 / 2 - \alpha_2 (L - E_1 - \rho M_1 - (1 - \rho)M + \gamma / 2)^2 / 6 \quad (3.4)$$

เมื่อทำการคำนวณสมการ (3.4) จะได้ผลลัพธ์ดังต่อไปนี้

$$E_1 = r / \alpha_1 \quad (3.5)$$

$$L = r / \alpha_1 + 3r / \alpha_2 + \rho M_1 + (1 - \rho)M - \gamma / 2 \quad (3.6)$$

$$S = M_1 + E_1 - L = -3r / \alpha_2 + (1 - \rho)(M_1 - M) + \gamma / 2 \quad (3.7)$$

กำหนดให้อุปสงค์ต่อสินเชื่อขึ้นขึ้นกับอัตราดอกเบี้ยของสินเชื่อ (r) และสภาพทางเศรษฐกิจ (Y) และกำหนดให้อุปสงค์ต่อสินเชื่อที่มีต่อธนาคารแต่ละแห่งมีลักษณะเหมือนกัน ดังนั้นสมการแสดงอุปสงค์มวลรวมต่อสินเชื่อจึงเป็นดังนี้

$$L_D = Y - kr \quad (3.8)$$

โดยที่ปริมาณอุปทานมวลรวมของสินเชื่อ คือ ผลรวมของอุปทานของสินเชื่อของแต่ละธนาคาร ซึ่งแต่ละธนาคารมีค่าเท่ากับสมการ (3.6) โดยแต่ละธนาคารจะมีค่า α_1 และ α_2 แตกต่างกันไป

สมมติให้การเปลี่ยนแปลงในการดำเนินนโยบายการเงินส่งผลกระทบต่อปริมาณเงินฝากของแต่ละธนาคารเท่ากัน นั่นคือสำหรับธนาคารจำนวน i แห่ง ($i = 1, 2, 3, \dots, n$) ผลกระทบของการดำเนินนโยบายการเงินต่อแต่ละธนาคารมีค่าดังนี้ $dM_1^1 = dM_1^2 = dM_1^3 = \dots = dM_1^n = dM_1$

ดังนั้นจากสมการ (3.6) และ (3.7) จะได้ว่า

$$dL^i / dM_1 = \rho + (1/\alpha_1^i + 3/\alpha_2^i) dr / dM_1 \quad (3.9)$$

$$dS^i / dM_1 = (1 - \rho) - (3/\alpha_2^i) dr / dM_1 \quad (3.10)$$

จากอุปสงค์ของสินเชื่อในสมการ (3.8) สามารถคำนวณหาผลของการดำเนินนโยบายการเงินที่มีต่อ loan-security spread (r) ได้ดังนี้

$$dr / dM_1 = adY / dM_1 - b \quad (3.11)$$

โดยที่ a และ b มีค่าเป็นบวกทั้งคู่ และเมื่อผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อระดับรายได้ (dY / dM_1) มีค่าไม่สูงจนเกินไป จะเป็นกรณีที่ $dr / dM_1 < 0$ นั่นคือนโยบายการเงินมีการส่งผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อ ดังนั้นจากสมการที่ (3.9) จะได้ผลลัพธ์ที่ว่า

เมื่อมีการลดลงของเงินฝากอันเป็นผลจากนโยบายการเงินแบบเข้มงวด ปริมาณสินเชื่อของธนาคารขนาดเล็ก (มีค่า α_1 และ α_2 สูง) จะลดลงมากกว่าธนาคารขนาดใหญ่

และจากสมการที่ (3.10) จะได้ผลลัพธ์ว่า

ปริมาณหลักทรัพย์ที่ธนาคารขนาดเล็กถือครองจะมีการลดลงน้อยกว่าปริมาณหลักทรัพย์ที่ธนาคารขนาดใหญ่ถือครอง หลังจากที่มีการลดลงของเงินฝากอันเป็นผลจากนโยบายการเงินแบบเข้มงวด

3.2 วรรณกรรมปริทัศน์

มีการศึกษาในเรื่องกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารอยู่มากมายหลายชิ้นด้วยกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในต่างประเทศ ดังนั้นเพื่อให้เห็นผลการศึกษาและสามารถเปรียบเทียบงานต่างๆที่ผ่านมาได้ชัดเจนมากขึ้น ในหัวข้อนี้จึงได้ทำการแบ่งการทบทวนงานที่เคยมีการศึกษาในเรื่องกลไกการส่งผ่านในช่องทางนี้ออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ๆด้วยกัน คือ ส่วนที่หนึ่งเป็นงานที่ทำการศึกษาในต่างประเทศ และส่วนที่สองเป็นงานที่ทำการศึกษาในประเทศไทย

3.2.1 งานที่ทำการศึกษาในต่างประเทศ

ดังที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อของธนาคารนั้นมีการศึกษากันมากในต่างประเทศ และเมื่อทำการพิจารณางานต่างๆที่ได้เคยทำการศึกษา จะสามารถแบ่งงานเหล่านั้นออกได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ ตามลักษณะของข้อมูลที่นำมาใช้ทดสอบ ได้แก่ การใช้ Aggregate Data และการใช้ Disaggregate Data ในการศึกษา

Aggregate Data

เพื่อทดสอบการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อ ได้มีการพยายามทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสินเชื่อกับระบบเศรษฐกิจ โดยถ้านโยบายการเงินมีการส่งผ่านช่องทางสินเชื่อจริง ตัวแปรทางด้านสินเชื่อก็ควรจะพยากรณ์ผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจได้ King (1986) ได้ทำการศึกษาแนวคิดการปันส่วนสินเชื่อ (Credit Rationing Approach) โดยในงานแบ่งออกเป็น

2 ส่วนด้วยกัน คือ ส่วนที่หนึ่งเป็นการตรวจสอบว่าในระบบธนาคารมีการปันส่วนสินเชื่อหรือไม่ และส่วนที่สองตรวจสอบว่าการปล่อยสินเชื่อของธนาคารส่งผลต่อระบบเศรษฐกิจหรือไม่

ในส่วนที่หนึ่ง เขาได้ทำการประมาณค่าสมการอุปสงค์และอุปทานของสินเชื่อ โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสในช่วง 1955:1-1979:3 หลังจากนั้นจึงทำการเปรียบเทียบค่าอุปสงค์และอุปทานที่ได้จากการประมาณ ผลที่ได้พบว่า จากจำนวนตัวอย่าง 99 ตัวอย่างที่ประมาณค่า มีถึง 62 ตัวอย่างที่มีอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess Demand) เกิดขึ้น แสดงให้เห็นถึงการปันส่วนสินเชื่อ อย่างไรก็ตามในสมการอุปทานกลับพบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้มีนัยสำคัญต่ออุปทานของสินเชื่อ ซึ่งขัดกับสมมติฐานของการปันส่วนสินเชื่อ ทำให้ข้อสนับสนุนต่อแนวคิดการปันส่วนสินเชื่อจึงไม่แน่ชัด

สำหรับการทดสอบในส่วนที่สองนั้นได้ใช้ Granger Causality Test ในการทดสอบ 1) ความสัมพันธ์ระหว่างสินเชื่อกับผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ และ 2) เงินฝากกับผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี 1950 ถึง 1979 ผลที่ได้พบว่า ตัวแปรสินเชื่อไม่สามารถอธิบายผลต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ ในขณะที่ตัวแปรเงินฝากส่งผลต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ นอกจากนี้ King ยังได้สร้างแบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) ซึ่งในระบบสมการประกอบด้วยตัวแปร ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ ปริมาณเงินฝาก ปริมาณสินเชื่ออื่นๆ และปริมาณสินเชื่อเพื่อการค้าและอุตสาหกรรม โดยใช้ข้อมูลในช่วงเวลาปี 1955 ถึง 1979 ผลการคำนวณหา Variance Decomposition พบว่า ตัวแปรเงินฝากมีความสามารถในการอธิบายความแปรปรวนของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติได้ดีกว่าตัวแปรสินเชื่อทั้งสอง ผลการทดสอบชี้ให้เห็นว่าบทบาทของสินเชื่อที่มีต่อกระบวนการส่งผ่านนโยบายการเงินนั้นมีน้อยมาก ผลการศึกษาจึงไม่พบข้อสนับสนุนแนวคิดการปันส่วนสินเชื่อหรือแนวคิดการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อ

ในขณะที่ King ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสินเชื่อกับผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ การศึกษาของ Bernanke และ Blinder (1988) กลับพบว่า อัตราการเติบโตของสินเชื่อมีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ โดยพวกเขาได้คำนวณหาความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราการเติบโตของปริมาณเงินกับอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ และ อัตราการเติบโตของสินเชื่อกับอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ ในช่วงเวลา 1953:1-1973:4, 1974:1-1979:3 และ 1979:4-1985:4

ผลที่ได้พบว่าในช่วงเวลา 1953:1-1973:4 ปริมาณเงินมีความสัมพันธ์กับผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมากกว่าสินเชื่อ ในช่วงเวลา 1974:1-1979:3 ปริมาณเงินและสินเชื่อมีความสัมพันธ์กับผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติใกล้เคียงกัน และในช่วงเวลา 1979:4-1985:4 สินเชื่อมีความสัมพันธ์กับผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมากกว่าปริมาณเงิน อย่างไรก็ตาม แม้งานของ Bernanke และ Blinder จะพบความสัมพันธ์ระหว่างสินเชื่อกับผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ แต่ผลที่ได้ก็สอดคล้องกับการศึกษาของ King กล่าวคือ ในช่วงก่อนปี 1979 สินเชื่อมีความสัมพันธ์กับผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติน้อยมาก

ในงานต่อเนื่องขึ้นถัดมาของทั้งคู่ Bernanke และ Blinder (1992) ได้ศึกษาผลกระทบแบบพลวัตของการดำเนินนโยบายการเงินที่มีต่อบดุลของธนาคารและระบบเศรษฐกิจ โดยนำข้อมูลรายเดือนในช่วงเวลา 1959:1 ถึง 1978:12 มาประมาณค่าแบบจำลอง VAR ขึ้นมาด้วยกัน 3 ระบบสมการ ในแต่ละระบบสมการประกอบด้วยตัวแปรที่บ่งชี้การดำเนินนโยบายการเงิน (ใช้ Federal Fund Rate เป็นตัวแทน) อัตราการว่างงาน ดัชนีราคาผู้บริโภค และตัวแปรในงบดุลธนาคาร (อันประกอบด้วยเงินฝาก หลักทรัพย์ และสินเชื่อ โดยใช้หนึ่งตัวแปรต่อหนึ่งระบบสมการ)

จากนั้นจึงทำการคำนวณหา Impulse Response Function ที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (Shock) ในนโยบายการเงิน ผลการศึกษาพบว่าเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงิน รูปแบบการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรต่างๆในงบดุลธนาคาร และตัวแปรที่แสดงสถานะเศรษฐกิจ ล้วนสอดคล้องกับแนวคิดการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อ

Romer และ Romer (1990) ได้ทำการศึกษาเปรียบเทียบการส่งผ่านนโยบายการเงินระหว่างช่องทางทางการเงิน (Money View) กับช่องทางสินเชื่อ (Lending View) ในช่วงเวลาปกติกับช่วงเวลาที่ใช้นโยบายการเงินเพื่อลดอัตราเงินเฟ้อ (Anti-Inflation Policy) ซึ่งสาเหตุที่ใช้ช่วงเวลาที่ใช้นโยบายการเงินเพื่อลดอัตราเงินเฟ้อ แทนที่การใช้ช่วงเวลาที่ใช้นโยบายการเงินเพื่อป้องกันเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น เนื่องจากเชื่อว่าจะไม่มีการจ้องอื่นใดนอกเหนือไปจากนโยบายการเงินมาส่งผลกระทบต่อตัวแปรทางการเงินและระดับรายได้ ดังนั้นจึงเลือกใช้เวลาที่ธนาคารกลางประกาศว่าจะใช้นโยบายการเงินเพื่อลดอัตราเงินเฟ้อเป็นตัวบ่งชี้ช่วงเวลาดังกล่าว ผลการศึกษาของทั้งสองพบข้อสนับสนุนว่า ช่องทางการเงินเป็นช่องทางที่นโยบายการเงินจะส่งผลกระทบได้มากกว่าช่องทางสินเชื่อ

พวกเขาเสนอว่าถ้าช่องทางการเงินมีบทบาทสำคัญต่อการส่งผ่านนโยบายการเงินแล้ว ผลกระทบของปริมาณเงินต่อรายได้ในช่วงเวลาที่มีนโยบายการเงินเพื่อลดอัตราเงินเฟ้อจะต้องมากกว่าในช่วงเวลาปกติ ในทางกลับกันถ้านโยบายการเงินส่งผ่านช่องทางอื่นนอกเหนือไปจากช่องทางการเงิน ก็ไม่มีเหตุผลใดที่ผลกระทบในช่วงเวลาที่ต้องการลดอัตราเงินเฟ้อจะมีค่ามากกว่าช่วงเวลาปกติ คำอธิบายดังกล่าวนำมาใช้กับการตรวจสอบช่องทางสินเชื่อได้เช่นเดียวกัน ผลการทดสอบพบว่าในช่วงเวลาที่ธนาคารกลางประกาศว่าจะลดอัตราเงินเฟ้อ ปริมาณเงินส่งผลกระทบต่อรายได้มากกว่าช่วงเวลาปกติ ในขณะที่ผลกระทบของสินเชื่อต่อรายได้ระหว่างช่วงเวลาทั้งสองนั้นไม่แตกต่างกัน จึงเป็นข้อสนับสนุนว่านโยบายการเงินน่าจะส่งผ่านช่องทางการเงินมากกว่าช่องทางสินเชื่อ

งานชิ้นต่อมาของทั้งคู่ก็ไม่พบหลักฐานสนับสนุนแนวคิดการส่งผ่านช่องทางสินเชื่อ โดยในผลการศึกษาที่ได้จากงานของ Romer และ Romer (1993) สนับสนุนผลการศึกษาที่พบก่อนหน้านี้ในงานชิ้นนี้พวกเขาพบว่า ผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวดที่ส่งผลต่อไปยังการปล่อยสินเชื่อของธนาคารเป็นผลสืบเนื่องจากมาตรการต่างๆของธนาคารกลาง (Federal Reserve Action) ที่ต้องการจะลดปริมาณสินเชื่อของธนาคารโดยตรง มากกว่าเป็นผลจากการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อตามปกติ พวกเขาพบข้อสนับสนุน 2 ประการสำหรับข้อสรุปที่กล่าวมาข้างต้น

ในประการแรกจากการตรวจสอบการดำเนินการนโยบายการเงินแบบเข้มงวดในช่วงภายหลังสงคราม พบว่า ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นอันเนื่องจากนโยบายการเงินแบบเข้มงวด แต่ธนาคารต่างก็พยายามหาทางรักษาระดับการปล่อยสินเชื่อเอาไว้ แม้ว่าระดับเงินสำรองจะลดลงก็ตาม พวกเขาพบว่าความสามารถในการปล่อยสินเชื่อของธนาคารจะถูกกระทบจากนโยบายก็ต่อเมื่อธนาคารกลางมีมาตรการโดยตรงในการจำกัดการปล่อยสินเชื่อออกมา เช่น เปลี่ยนแปลงสัดส่วนปริมาณเงินสำรอง ชักชวนธนาคารให้ร่วมมือกับนโยบายของธนาคารกลาง (Moral Suasion) หรือการควบคุมการปล่อยสินเชื่อ

ข้อสนับสนุนที่พบอีกประการหนึ่ง คือ ผลจากการประมาณค่าสมการถดถอยแสดงให้เห็นว่ามาตรการโดยตรงของธนาคารกลางมีผลทำให้สัดส่วนการระดมทุนจากภายนอก (Composition of External Finance) ผ่านทางสินเชื่อของธนาคารลดลง และผลจากมาตรการได้ทำให้ช่องว่าง

(Spread) ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้กับอัตราดอกเบี้ยตราสารทางการค้า (Commercial Paper) มีค่าสูงขึ้น ผลดังกล่าวจึงชี้ว่าในช่วงเวลาที่พวกเขาทำการทดสอบ ไม่พบว่ามี การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อเกิดขึ้น

ในงานหลายชิ้นที่พบว่านโยบายการเงินส่งผลกระทบต่อสินเชื่อ นั้น อาจมีปัญหาเกิดขึ้นว่า ผลดังกล่าวเกิดขึ้นจากช่องทางอัตราดอกเบี้ยที่ไปกระทบต่ออุปสงค์ของสินเชื่อ หรือเกิดขึ้นจากช่องทางสินเชื่อที่ไปกระทบต่ออุปทานของสินเชื่อ เพื่อแก้ปัญหาคำถามการแยกผลระหว่างอุปสงค์และอุปทานต่อสินเชื่อ Kashyap, Stein และ Wilcox (1993) เสนอว่าเงื่อนไขจำเป็น 2 ประการสำหรับที่ให้เห็นว่านโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจผ่านช่องทางสินเชื่อก็คือ สำหรับธนาคารนั้นสินเชื่อและหลักทรัพย์ซึ่งต่างเป็นสินทรัพย์ของธนาคารจะต้องไม่สามารถทดแทนกันได้ อย่างสมบูรณ์ (Imperfect Substitute) และสำหรับหน่วยธุรกิจนั้นสินเชื่อและแหล่งเงินทุนอื่นๆ นอกเหนือจากสินเชื่อของธนาคารจะต้องไม่สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์

เพื่อทดสอบเงื่อนไขดังกล่าว พวกเขาได้ทำการทดสอบการเปลี่ยนแปลงปริมาณสินเชื่อ และปริมาณตราสารทางการค้า (Commercial Paper) ถ้าการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินส่งผลกระทบต่ออุปทานของสินเชื่อตามแนวคิดการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อแล้ว หลังจากที่มีการดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวด ปริมาณตราสารทางการค้าควรเพิ่มขึ้น ในขณะที่ปริมาณสินเชื่อควรลดลง เพราะหากนโยบายการเงินส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ในสินเชื่อผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย ภายหลังจากดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวด ทั้งปริมาณสินเชื่อและตราสารการค้าควรลดลงทั้งคู่ ผลจากการทดสอบด้วย Granger Causality Test พบว่าภายหลังจากดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวด ตัวแปร mix มีค่าลดลง โดยที่นิยามให้ตัวแปร mix คือ อัตราส่วนของสินเชื่อต่อผลรวมระหว่างสินเชื่อและตราสารทางการค้า ซึ่งการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิดการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อ

นอกจากการทดสอบการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อ โดยทำการเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงสัมพัทธ์ระหว่างอุปทานต่างๆของสินเชื่อดังเช่นในงานของ Kashyap, Stein และ Wilcox แล้ว Morgan (1998) ได้ทำการศึกษาการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อ โดยเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงสัมพัทธ์ระหว่างอุปทานเช่นกัน โดยตรวจสอบปริมาณสินเชื่อภายใต้ข้อผูกพัน (Loans under commitment) และปริมาณสินเชื่อที่ไม่มีข้อผูกพัน (Loans not under commitment) ถ้าช่องทางสินเชื่อเป็นส่วนสำคัญในการส่งผ่านนโยบายการเงิน หลังจากมี

นโยบายการเงินแบบเข้มงวดแล้ว ปริมาณสินเชื่อที่ไม่มีข้อผูกพันควรจะลดลงมากกว่าปริมาณสินเชื่อภายใต้ข้อผูกพัน เนื่องจากถ้าผลของนโยบายการเงินมีต่ออุปสงค์ของสินเชื่อจากการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย ปริมาณสินเชื่อทั้งสองประเภทควรมีค่าลดลงทั้งคู่

เขาได้ประมาณค่าแบบจำลอง VAR ขึ้นมา 2 ระบบสมการ เพื่อทำการทดสอบสมมติฐานข้างต้น โดยใช้ข้อมูลในช่วงเวลา 1975:8 ถึง 1987:6 สำหรับตัวแปรที่ใส่ในแบบจำลองประกอบด้วย อัตราการเติบโตของผลผลิตภาคอุตสาหกรรม ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตราการเติบโตของสินเชื่อภายใต้ข้อผูกพัน อัตราการเติบโตของสินเชื่อที่ไม่มีข้อผูกพัน และตัวแปรนโยบายการเงิน (โดยใช้ Romer date สำหรับระบบสมการหนึ่ง และใช้ Federal Fund Rate สำหรับอีกระบบสมการหนึ่ง) หลังจากนั้นจึงทำการคำนวณ Impulse Response Function เพื่อดูผลการเปลี่ยนแปลงในปริมาณสินเชื่อภายใต้ข้อผูกพันและปริมาณสินเชื่อที่ไม่มีข้อผูกพันภายหลังจากที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (Shock) เกิดขึ้นในนโยบายการเงิน ผลที่ได้จากระบบสมการทั้งสองพบว่า การเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินไม่ส่งผลกระทบต่อปริมาณสินเชื่อภายใต้ข้อผูกพัน ในขณะที่สินเชื่อที่ไม่มีข้อผูกพันมีการลดลง ซึ่งผลดังกล่าวสอดคล้องกับการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อ

Disaggregate Data

งานซึ่งได้ทบทวนมาในตอนนี้มีลักษณะบางประการคล้ายกับในงานของ Bernanke และ Blinder (1992) กล่าวคือ ทำการตรวจสอบการเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงินฝาก ปริมาณหลักทรัพย์ และปริมาณสินเชื่อของธนาคาร ภายหลังจากที่มีการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงิน เพียงแต่การศึกษาโดยใช้ข้อมูลลักษณะ Disaggregate นั้นมุ่งเน้นตรวจสอบผลของการดำเนินนโยบายการเงินต่อธนาคารที่มีลักษณะต่างกัน กล่าวคือ ไม่ได้ทำการทดสอบผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินต่อธนาคารทั้งระบบ แต่จะมองผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินว่าส่งผลต่อธนาคารที่มีลักษณะต่างกันอย่างไร อาทิเช่น เปรียบเทียบผลระหว่างธนาคารขนาดเล็กและขนาดใหญ่ หรือเปรียบเทียบผลระหว่างธนาคารที่มีสภาพคล่องแตกต่างกัน เป็นต้น

Kashyap และ Stein (1994) ได้ทำการสร้างแบบจำลองลักษณะการถือครองสินทรัพย์และหนี้สิน (Portfolio's choice) ของธนาคารขึ้นมา เพื่อทำการตรวจสอบผลของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินต่อลักษณะการปรับเปลี่ยนการถือครองสินทรัพย์และหนี้สินของธนาคารขนาดเล็ก

และขนาดใหญ่ จากแบบจำลองที่กำหนดให้อุปสงค์ต่อสินเชื่อของแต่ละธนาคารแตกต่างกัน (Heterogeneous Loan Demand) พวกเขาได้ข้อสรุปสองประการดังนี้ ประการที่หนึ่ง ปริมาณสินเชื่อของธนาคารขนาดเล็กจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินมากกว่าธนาคารขนาดใหญ่ และประการที่สองปริมาณหลักทรัพย์ที่ธนาคารขนาดเล็กถือครองจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินมากกว่าธนาคารขนาดใหญ่

เพื่อทดสอบข้อสรุปข้างต้น ทั้งสองจึงได้ทำการประมาณค่าสมการถดถอยขึ้นมา 2 สมการ โดยที่ตัวแปรตามของแต่ละสมการคือ การเปลี่ยนแปลงของปริมาณสินเชื่อ และการเปลี่ยนแปลงของเงินสดและหลักทรัพย์ ส่วนตัวแปรอิสระของทั้งสองสมการประกอบด้วย ความล่าช้า (lags) ของตัวแปรตาม ความล่าช้าของอัตราเติบโตของดัชนีราคาผู้บริโภค และอัตราเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสในช่วง 1976:1 ถึง 1992:2 ในการประมาณค่าสมการทั้งสอง หลังจากนั้นนำข้อมูลของธนาคารขนาดเล็กและขนาดใหญ่มาประมาณค่าในแบบจำลองทั้งสองแล้ว พบว่า สัมประสิทธิ์ของตัวแปรนโยบายการเงินที่ส่งผลต่อปริมาณสินเชื่อและปริมาณหลักทรัพย์มีค่าตรงตามข้อสรุปทั้งสอง นอกจากนั้นเมื่อทำการจำลอง (Simulation) ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงใน Federal Fund rate ที่ส่งผลต่อปริมาณสินเชื่อและปริมาณหลักทรัพย์ของธนาคารทั้งสองขนาดแล้ว ต่างก็ได้รับผลตรงตามข้อสรุปทั้งสองประการเช่นกัน

Kim (1999) ได้ทำการศึกษาการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อในประเทศเกาหลีใต้ โดยอาศัยแนวคิดจากแบบจำลองลักษณะการถือครองสินทรัพย์และหนี้สินของ Kashyap และ Stein (1994) เขาได้สร้างแบบจำลอง VAR ขึ้นมา 2 ระบบสมการ เพื่อทำการศึกษาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินที่มีต่อปริมาณสินเชื่อและปริมาณหลักทรัพย์ของธนาคารขนาดเล็กและขนาดใหญ่ ซึ่งตัวแปรภายใน (Endogeneous Variables) ที่ใช้ประกอบด้วย อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคารซึ่งเป็นตัวแปรแทนลักษณะการดำเนินนโยบายการเงิน ปริมาณสินเชื่อของธนาคาร (หรือปริมาณหลักทรัพย์ในอีกระบบสมการ) ดัชนีราคาผู้บริโภค และดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม และทำการประมาณค่าโดยใช้ข้อมูลรายเดือนในช่วง 1993:1 ถึง 1998:5

จากนั้นจึงคำนวณหา Impulse Response Function เพื่อดูผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (Shock) ในอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคารที่มีต่อสินเชื่อและหลักทรัพย์ของธนาคาร ผลการศึกษาที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐานจากแบบจำลองของ Kashyap และ

Stein กล่าวคือ ทั้งปริมาณสินเชื่อและปริมาณหลักทรัพย์ของธนาคารขนาดเล็กได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินแบบเข้มงวดมากกว่าธนาคารขนาดใหญ่

นอกจากการศึกษาผลของการดำเนินนโยบายการเงินที่มีต่อธนาคารขนาดแตกต่างกัน ต่อมา Kashyap และ Stein (1997) ได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมถึงผลจากการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินต่อการถือครองสินทรัพย์ของธนาคารที่มีสภาพคล่องแตกต่างกัน โดยได้ทำการทดสอบสมมติฐานสองข้อ คือ ข้อที่หนึ่ง $d^2L/dBdM < 0$ ปริมาณสินเชื่อของธนาคารที่มีสภาพคล่องสูงกว่าจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการเงินน้อยกว่าธนาคารที่มีสภาพคล่องน้อยกว่า โดย L คือปริมาณสินเชื่อของธนาคาร B คือสภาพคล่องของธนาคาร และ M คือนโยบายการเงิน (ค่า M ที่มากขึ้นแสดงถึงนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย) และเพื่อศึกษาผลที่มีต่อธนาคารที่มีขนาดแตกต่างกัน โดยเฉพาะธนาคารขนาดเล็กซึ่งควรจะได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินมากกว่า สมมติฐานข้อต่อมาคือ $d^3L/dBdMdSize > 0$ ปริมาณสินเชื่อของธนาคารที่มีขนาดเล็กและมีสภาพคล่องน้อย จะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินมากที่สุด ซึ่งสมมติฐานที่สองนี้ทำการทดสอบโดยการเปรียบเทียบผลที่ได้จากสมมติฐานข้อที่หนึ่งระหว่างธนาคารขนาดเล็กและขนาดใหญ่

เพื่อทดสอบสมมติฐานทั้งสอง พวกเขาได้ใช้สมการถดถอยในการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ของนโยบายการเงินกับปริมาณสินเชื่อของธนาคาร ผลที่ได้จากสมการถดถอยเป็นไปตามสมมติฐานทั้งสอง กล่าวคือ ปริมาณสินเชื่อของธนาคารขนาดเล็กได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินมากกว่าธนาคารขนาดใหญ่ และปริมาณสินเชื่อของธนาคารที่มีสภาพคล่องน้อยได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินมากกว่าธนาคารที่มีสภาพคล่องสูง

ต่อมา Kishan และ Opiela (2000) ได้ทำการสร้างแบบจำลองขึ้นมาเพื่อดูผลกระทบของนโยบายการเงินที่มีต่อธนาคารซึ่งมีส่วนของทุนแตกต่างกัน จากแบบจำลองพวกเขาพบว่าปริมาณสินเชื่อของธนาคารที่มีส่วนของทุนต่ำจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินมากกว่าธนาคารที่มีส่วนของทุนสูง เพื่อทดสอบข้อสรุปดังกล่าวจึงได้ทำการประมาณค่าสมการถดถอยขึ้นมา โดยสมการประกอบด้วยตัวแปรอัตราดอกเบี้ยโตของสินเชื่อเป็นตัวแปรตาม และมีความล่าช้าของตัวแปรตาม การเปลี่ยนแปลงใน Federal Fund Rate การเปลี่ยนแปลงในหลักทรัพย์ และการเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงินฝากประจำขนาดใหญ่ (Large Time Deposit)

เป็นตัวแปรอิสระ และได้ทำการแยกข้อมูลของธนาคารในแต่ละขนาดสินทรัพย์ แต่ละขนาดของทุน มาทำการประมาณค่าสมการถดถอยดังกล่าว

ผลจากการศึกษาพบว่า ปริมาณสินเชื่อของธนาคารที่มีส่วนของทุนต่ำได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินมากกว่าธนาคารที่มีส่วนของทุนสูง ซึ่งสอดคล้องกับแบบจำลองที่พัฒนาขึ้นมา และแม้ว่าแบบจำลองจะไม่ชี้ชัดถึงผลกระทบต่อขนาดของธนาคาร แต่ผลจากการทดสอบด้วยสมการถดถอยพบว่า ปริมาณสินเชื่อของธนาคารขนาดเล็กจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินมากกว่าธนาคารขนาดใหญ่

จากสมมติฐานแนวคิดการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อที่กล่าวไว้ว่าธนาคารขนาดเล็กและมีส่วนของทุนต่ำจะได้รับผลกระทบมากกว่านั้น เป็นผลมาจากการที่ธนาคารขนาดเล็กและมีส่วนของทุนต่ำขาดความสามารถในการหาเงินทุนจากภายนอก อาทิเช่น เงินฝากประจำขนาดใหญ่ (Large Time Deposit) ในช่วงที่มีการดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวด ดังนั้นพวกเขาจึงได้ทำการทดสอบสมมติฐานดังกล่าว โดยทำการประมาณค่าสมการถดถอยซึ่งประกอบด้วยอัตราการเติบโตของเงินฝากประจำขนาดใหญ่เป็นตัวแปรตาม และมีความล่าช้าของตัวแปรตามการเปลี่ยนแปลงใน Federal Fund Rate เป็นตัวแปรอิสระ โดยถ้าเป็นไปตามสมมติฐานที่คาดไว้ ปริมาณเงินฝากประจำขนาดใหญ่ของกลุ่มธนาคารขนาดเล็กที่มีส่วนของทุนต่ำจะไม่ได้รับผลกระทบอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงิน ผลที่ได้แสดงว่าภายหลังจากที่มีการดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวด ปริมาณเงินฝากประจำขนาดใหญ่ของธนาคารขนาดเล็กและมีส่วนของทุนต่ำไม่แสดงนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงิน สะท้อนถึงการขาดความสามารถในการหาเงินทุนจากภายนอกของธนาคารขนาดเล็กที่มีส่วนของทุนต่ำ จึงเป็นผลให้ปริมาณสินเชื่อได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินค่อนข้างสูง

3.2.2 งานที่ทำการศึกษาในประเทศไทย

งานที่ทำการศึกษาเกี่ยวกับกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในประเทศไทยยังมีไม่มากนัก และส่วนใหญ่เป็นการใช้ข้อมูลที่มีลักษณะ Aggregate Data ในการทดสอบ นอกจากนี้งานบางส่วนที่ได้พบทวนมาในหัวข้อนี้ยังเป็นงานที่ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรปริมาณเงินกับตัวแปรรายได้ ซึ่งอาจจะไม่ใช่การศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินโดยตรง อย่างไรก็ตามงานเหล่านั้นต่างมีส่วนช่วยทำให้เกิดความเข้าใจในกลไกการส่งผ่านได้ดียิ่งขึ้น

Tanya (1998) ได้ทำการศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินของไทย โดยใช้แบบจำลอง VAR ในการทดสอบความสัมพันธ์แบบพลวัตระหว่างตัวแปรสำคัญในระบบเศรษฐกิจ โดยมีจุดมุ่งหมายในการเปรียบเทียบกลไกการทำงานของนโยบายการเงินในระหว่างช่วงก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงิน ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลรายเดือนซึ่งแบ่งช่วงเวลาที่ทำการศึกษาออกเป็น 2 ช่วง คือ ในช่วง 1980:1 ถึง 1989:12 ซึ่งเป็นช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงิน และในช่วง 1990:1 ถึง 1996:6 ที่เป็นช่วงเวลาหลังเปิดเสรีทางการเงิน แบบจำลอง VAR ที่ประมาณขึ้นนั้นประกอบด้วยตัวแปรอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคาร ปริมาณสินเชื่อในประเทศ ดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน และดัชนีราคาผู้บริโภค เป็นตัวแปรภายใน โดยมีอัตราดอกเบี้ย LIBOR ดัชนีราคาน้ำมัน และอัตราแลกเปลี่ยนเป็นตัวแปรภายนอก

เมื่อทำการเปรียบเทียบผลกระทบระหว่างการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (Shock) ในอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร กับการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันในสินเชื่อภายในประเทศ ที่ส่งผลต่อตัวแปรภายในแบบจำลอง โดยอาศัยการคำนวณ Impulse Response Function ผลที่ได้พบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันในอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารส่งผลต่อตัวแปรภายในตัวอื่น ๆ มากกว่าผลจากการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันในสินเชื่อภายในประเทศ ทั้งในช่วงก่อนและหลังเปิดเสรีทางการเงิน โดยผลดังกล่าวชัดเจนมากขึ้นภายหลังการเปิดเสรีทางการเงิน จากผลข้างต้นจึงสรุปได้ว่า กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยน่าจะมีประสิทธิภาพมากกว่าช่องทางสินเชื่อ โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังจากเปิดเสรีทางการเงิน

นอกจากการเปรียบเทียบกลไกการส่งผ่านระหว่างช่องทางอัตราดอกเบี้ยกับช่องทางสินเชื่อในงานข้างต้นแล้ว ต่อมา Ubonrat (1999) ได้ทำการศึกษาเปรียบเทียบกลไกการส่งผ่านระหว่างช่องทางอัตราดอกเบี้ยกับช่องทางสินเชื่อเช่นกัน โดยอาศัยแบบจำลอง IS-LM และแบบจำลองของ Bernanke และ Blinder (1988) ในการเลือกตัวแปรมาใส่ในแบบจำลอง VAR ที่สร้างขึ้น โดยตัวแปรภายในที่ใช้ในแบบจำลองประกอบด้วยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี ปริมาณสินเชื่อ ดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน และดัชนีราคาผู้บริโภค โดยใช้ข้อมูลรายเดือนในช่วงเวลา 1980:01 ถึง 1997:06 ในการประมาณค่าแบบจำลอง และทำการศึกษาเปรียบเทียบการส่งผ่านนโยบายการเงินระหว่างช่วงก่อนและหลังเปิดเสรีทางการเงิน โดยการคำนวณหา Variance Decomposition และ Impulse Response Function จากแบบจำลอง VAR

ผลจาก Variance Decomposition พบว่า ทั้งช่วงก่อนและหลังเปิดเสรีทางการเงิน ปริมาณสินเชื่อส่งผลต่อความแปรปรวนของดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน และดัชนีราคาผู้บริโภค มากกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี แม้ว่าทั้งตัวแปรสินเชื่อและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี ต่างก็ส่งผลต่อความแปรปรวนของดัชนีการลงทุนของภาคเอกชนและดัชนีราคาผู้บริโภคน้อยลง เมื่อเทียบกับช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงินก็ตาม

ส่วนผลที่ได้จาก Impulse Response Function แสดงว่าทิศทางและระยะเวลาของการเปลี่ยนแปลงในดัชนีการลงทุนของภาคเอกชนและดัชนีราคาผู้บริโภคภายหลังจากมีการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของสินเชื่อ นั้นสอดคล้องกับแนวคิดการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อ ขณะที่บางช่วงของการเปลี่ยนแปลงในดัชนีการลงทุนของภาคเอกชนและดัชนีราคาผู้บริโภค อันเป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี ไม่สอดคล้องกับแนวคิดการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย ผลที่ได้จาก Variance Decomposition และ Impulse Response Function จึงแสดงว่ากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อมีความสำคัญมากกว่าการส่งผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย

เป็นที่น่าสังเกตอย่างหนึ่งว่าผลการศึกษาของ Tanya (1998) และ Ubonrat (1999) ที่ได้กลับมีลักษณะแตกต่างกัน ทั้งที่แบบจำลอง VAR ที่ใช้นั้นประกอบด้วยตัวแปรซึ่งมีลักษณะใกล้เคียงกันมาก อีกทั้งยังเป็นการทดสอบในช่วงเวลาเดียวกัน ดังนั้นผลการทดสอบที่แตกต่างกันนั้น อาจเกิดจากการใช้ตัวแปรอัตราดอกเบี้ยที่แตกต่างกัน ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี นอกจากการศึกษาของทั้งสองคนในเรื่องกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินแล้ว งานที่จะได้ทบทวนต่อไปในหัวข้อนี้ เป็นงานที่ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรรวมทางการเงินกับตัวแปรเป้าหมายทางเศรษฐกิจ ซึ่งจะช่วยให้เกิดความเข้าใจในกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินได้ดียิ่งขึ้น

กฤษฎา (2534) ได้ทำการศึกษาทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินและรายได้ว่ามีลักษณะอย่างไร ระหว่างความสัมพันธ์โดยตรงจากปริมาณเงินสู่รายได้ (Unidirectional Causality) หรือความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินและรายได้มีลักษณะกระทบซึ่งกันและกัน (Bidirectional Causality) โดยมีสมมติฐานว่าควรเป็นลักษณะกระทบซึ่งกันและกัน เนื่องจากประเทศไทยมีระบบเศรษฐกิจแบบเปิด และอยู่ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่มาเป็นเวลานาน ในการทดสอบสมมติฐานดังกล่าวได้ใช้วิธีการทดสอบ 3 วิธีด้วยกันคือ Direct Granger

Approach, Sim Approach และ Haugh-Pierce Approach โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสในช่วงปี 2513 ถึง 2530 ในการทดสอบ

ผลการศึกษาพบว่าทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินและรายได้ของไทยมีลักษณะซับซ้อน เนื่องจากแม้จะพบความสัมพันธ์โดยตรงจากปริมาณเงินสู่รายได้ แต่ก็พบความสัมพันธ์ในกรณีอื่นๆด้วย และผลการทดสอบส่วนใหญ่ที่ได้พบว่าทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งสองน่าจะมีลักษณะกระทบซึ่งกันและกัน เขาจึงได้เสนอแนะว่าแบบจำลองที่ใช้อธิบายผลกระทบของปริมาณเงินที่มีต่อระบบเศรษฐกิจของไทยควรมีลักษณะ Simultaneous Equations และทั้งนี้ตัวแปรปริมาณเงินควรถูกกำหนดให้เป็นตัวแปรภายใน

งานของ Supanit (1997) ได้ทำการทดสอบว่าตัวแปรปริมาณเงินตัวแปรใดมีความเหมาะสมที่จะใช้เป็นตัวชี้วัดการดำเนินนโยบายการเงิน ระหว่างฐานเงิน ปริมาณเงิน M1 ปริมาณเงิน M2 และปริมาณเงิน M3 โดยอาศัยการวิเคราะห์ด้วยวิธี Granger Causality Test โดยทำการทดสอบจากแบบจำลอง VECM ที่ประมาณค่าขึ้นมา โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสในช่วง 1970:1 ถึง 1995:4 ผลจากการทดสอบพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางการเงินกับตัวแปรเป้าหมาย และความสัมพันธ์นั้นขึ้นอยู่กับว่าได้เลือกตัวแปรทางการเงินตัวใดกับตัวแปรเป้าหมายตัวใด หรือกล่าวได้ว่าตัวแปรรวมทางการเงินยังคงเป็นตัวแปรที่สำคัญในการใช้เป็นตัวชี้วัดการดำเนินนโยบายการเงิน

ขณะที่งานของกิตติชัย (2541) เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ไทยกับการออม การลงทุนและผลิตภัณฑ์ประชาชาติ โดยสร้างแบบจำลองสมการถดถอยเชิงซ้อน และใช้ข้อมูลในช่วงปี 2520 ถึง 2539 เมื่อทำการประมาณค่าแบบจำลองดังกล่าวด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น ผลการศึกษาพบว่าปริมาณสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับปริมาณการออม ส่วนปริมาณสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในแต่ละภาคเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการลงทุนในแต่ละภาคเศรษฐกิจ และผลิตภัณฑ์ประชาชาติในแต่ละภาคเศรษฐกิจ จึงสรุปได้ว่าปริมาณสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์มีส่วนสำคัญต่อการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจไทยเป็นอย่างมาก

ต่อมาในการศึกษาของณรงค์ (2541) ได้ทำการทดสอบประสิทธิภาพของเครื่องมือทางการเงินเปรียบเทียบระหว่างช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงิน (มกราคม 2530 ถึง มิถุนายน 2535) กับช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงิน (กรกฎาคม 2535 ถึง มิถุนายน 2539) เพื่อดูว่าระหว่างเป้าหมายทางการเงิน ปริมาณเงิน สินเชื่อ และอัตราดอกเบี้ย เป้าหมายทางการเงินตัวใดมีความเหมาะสมในการใช้เป็นเครื่องชี้นำทางการเงินที่ดี โดยตัวแปรทางการเงินที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วยปริมาณเงินตามความหมายแคบ (M1) ปริมาณเงินตามความหมายกว้าง (M2) ฐานเงิน สินเชื่อภาคเอกชน อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร และอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตร ส่วนตัวแปรเป้าหมายในการดำเนินนโยบายได้เลือกใช้ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมและดัชนีราคาผู้บริโภค

ส่วนวิธีการศึกษาได้เลือกใช้วิธีการวิเคราะห์ Impulse Response Function และ Variance Decomposition จากการประมาณแบบจำลอง VAR ในรูปแบบของ Vector Error Correction Mechanism (VECM) สำหรับผลการวิเคราะห์จากแบบจำลอง VECM สรุปได้ว่าในช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงิน ตัวแปรรวมทางการเงินมีบทบาทสำคัญในการอธิบายการเคลื่อนไหวของเป้าหมายทางเศรษฐกิจได้มากกว่าอัตราดอกเบี้ย โดยปริมาณเงินตามความหมายอย่างแคบและสินเชื่อภาคเอกชนเป็นเป้าหมายทางการเงินที่มีความสำคัญในการอธิบายการเคลื่อนไหวของเป้าหมายทางเศรษฐกิจ ขณะที่ในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงิน อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคารและอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีบทบาทในการอธิบายเป้าหมายทางเศรษฐกิจมากขึ้น

จากงานที่ได้ทบทวนมาข้างต้น จะเห็นได้ว่างานที่ทำการศึกษาในเรื่องกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในประเทศไทยยังคงมีไม่มากนัก ดังนั้นการศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินในประเด็นเพิ่มเติม ย่อมมีส่วนทำให้เกิดความเข้าใจในการทำงานของนโยบายการเงินได้ดียิ่งขึ้น ทั้งนี้เมื่อเปรียบเทียบลักษณะงานระหว่างการศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้กับงานที่ทำการศึกษาในประเทศไทยก่อนหน้านี้ จะพบว่า ในขณะที่การศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินของไทยในงานก่อนหน้าเหล่านั้น เป็นงานที่ทำการเปรียบเทียบประสิทธิภาพของการส่งผ่านนโยบายการเงินระหว่างการส่งผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยกับการส่งผ่านช่องทางสินเชื่อ แต่ในการศึกษานี้ได้ทำการศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางการปล่อยสินเชื่อเพียงช่องทางเดียว นอกจากนี้ ในขณะที่งานที่ทำการศึกษาก่อนหน้าได้เลือกใช้ข้อมูลประเภท Aggregate Data ในการทดสอบ แต่ในงานชิ้นนี้ได้เลือกใช้ข้อมูลประเภท Disaggregate Data ในการทดสอบ เพื่อให้สามารถทำการตรวจสอบผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินที่มีต่อการดำเนินงานของธนาคารที่มีลักษณะแตกต่างกันได้

เมื่อพิจารณางานที่ทำการศึกษารื่องกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินทั้งในประเทศไทย และในต่างประเทศ จะเห็นได้ว่าสิ่งหนึ่งที่มีลักษณะคล้ายๆกันของงานเหล่านั้นก็คือ งานโดยส่วนใหญ่นิยมใช้แบบจำลอง VAR ในการทดสอบกลไกการส่งผ่าน ทั้งนี้เป็นเพราะเมื่อทำการคำนวณ Impulse Response Function หรือ Variance Decomposition จากแบบจำลอง VAR จะช่วยทำให้สามารถตรวจสอบผลกระทบระหว่างกันของตัวแปรภายในได้ ซึ่งในการศึกษานี้ก็ได้เลือกใช้แบบจำลอง VAR เพื่อทำการศึกษาเช่นเดียวกัน โดยในบทต่อไปจะได้อธิบายถึงแบบจำลอง VAR และการคำนวณ Impulse Response Function และ Variance Decomposition อย่างละเอียดอีกครั้งหนึ่ง