

บทที่ 6

สรุปและข้อเสนอแนะ

6.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษาเพื่อทดสอบประสิทธิภาพทางเลือกของเครื่องมือทางการเงินและ/หรือความสามารถของเป้าหมายทางการเงิน ประกอบด้วย ปริมาณเงินตามความหมายแคบ ($m1$), ปริมาณเงินตามความหมายกว้าง ($m2$), ฐานเงิน (mb), สินเชื่อภาคเอกชน (pc), อัตราดอกเบี้ยให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (ib) และอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน (rp) ที่มีต่อการอธิบายเป้าหมายทางเศรษฐกิจ ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ($mpisa$) และดัชนีราคาผู้บริโภค (cpi) ในงานวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ได้แบ่งช่วงเวลาของการศึกษาออกเป็น 2 ช่วง คือ ช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงิน (มกราคม 2530 - มิถุนายน 2535) กับช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงิน (กรกฎาคม 2535 - มิถุนายน 2539) โดยจะอาศัยการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติต่าง ๆ ดังนี้

ขั้นตอนการทดสอบ เริ่มจากการทดสอบคุณสมบัติ stationary ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาโดยในที่นี้อาศัยการทดสอบ Augmented Dickey Fuller (ADF) ซึ่งพัฒนาโดย Dickey and Fuller หลังจากนั้นทำการทดสอบ cointegration เพื่อหาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว โดยอาศัยวิธี two steps approach ของ Engle and Ganger , การทดสอบ causality โดยอาศัยแบบจำลองของ Granger เพื่อหาความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลและการประมาณแบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) ในรูปแบบของ Vector Error Correction Mechanism (VECM) เพื่อทำการวิเคราะห์ปฏิกริยาตอบสนองความแปรปรวน (impulse response function) และการแยกส่วนของความแปรปรวน (variance decomposition)

สำหรับผลการทดสอบ unit root ด้วยวิธี ADF โดยการเลือกขนาดของ lag ที่เหมาะสมจากการพิจารณาเปรียบเทียบค่า SAC และ SPAC ปรากฏผลได้ข้อสรุปว่า ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาทุกตัว มีคุณสมบัติ non stationary (มี unit root) หรือเป็น $I(1)$ ซึ่งแสดงนัยว่า ตัวแปรที่ทดสอบจะมีคุณสมบัติ stationary ก็ต่อเมื่อ จะต้องผ่านการทำ first difference ทั้งนี้นัยของผลการทดสอบดังกล่าว มีอยู่ว่า การประมาณสมการความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรใด ๆ ที่ไม่มีคุณสมบัติ stationary อาจก่อให้เกิดปัญหา spurious regression ทำให้สัมประสิทธิ์ที่คำนวณได้จากการประมาณสมการความสัมพันธ์เกิดความผิดพลาดไม่สามารถใช้ในการอ้างอิงทางสถิติใด ๆ ได้ ซึ่งผลจากการทดสอบ

ผลให้การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ ในงานศึกษานี้จะอยู่ในรูปของ first difference

ส่วนการทดสอบความสัมพันธ์เชิงคูลยภาพระยะยาว (cointegrating relationship) ด้วยวิธี two steps approach ของ Engle and Granger ผลปรากฏให้หลักฐานสนับสนุน เสถียรภาพความสัมพันธ์เชิงคูลยภาพระยะยาวระหว่างเป้าหมายทางการเงินกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจทั้งในช่วงก่อนและหลังเปิดเสรีทางการเงิน กล่าวคือ จากการทดสอบ unit root ของ residual ที่ได้จากการประมาณสมการความสัมพันธ์ระหว่างเป้าหมายดังกล่าวด้วยวิธี DF หรือ ADF เช่นเดียวกับการทดสอบ stationary ของตัวแปรพบว่า residual ที่ได้จากสมการความสัมพันธ์ (ทุกกรณี) มีคุณสมบัติ stationary (I(0)) นัยสำคัญจากข้อสรุปดังกล่าว ทำให้ในงานศึกษานี้ต้องอาศัยแบบจำลอง VECM ในการวิเคราะห์ impulse response function และ variance decomposition แทนการอาศัยแบบจำลอง VAR แบบดั้งเดิม ซึ่งผลการทดสอบจะมีความถูกต้องแม่นยำมากกว่า

สำหรับผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผล (causal relationship) โดยภาพรวมให้ข้อสรุปว่าในช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงิน ตัวแปรรวมทางการเงินแต่ละประเภท และสินเชื่อภาคเอกชน (pc) เป็นเป้าหมายทางการเงินที่มีส่วนช่วยในการอธิบายเป้าหมายทางเศรษฐกิจ ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (mpisa) ได้มากกว่าเมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ย โดยปริมาณเงินตามความหมายแคบ (m1) เป็นเป้าหมายทางการเงินที่มีความสำคัญสูงสุด รองลงมาได้แก่ สินเชื่อภาคเอกชน (pc), ปริมาณเงินตามความหมายกว้าง (m2) และ ฐานเงิน (mb) ตามลำดับ ส่วนในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงิน ผลการทดสอบยังคงให้ข้อสรุปในแนวทางเดียวกัน คือ ตัวแปรรวมทางการเงินเป็นเป้าหมายทางการเงินที่มีส่วนช่วยในการอธิบายดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (mpisa) โดยสินเชื่อภาคเอกชน (pc) เป็นเป้าหมายที่มีความสำคัญสูงสุด ขณะที่ปริมาณเงินตามความหมายแคบ (m1) เป็นเป้าหมายที่มีความสำคัญรองลงมา

โดยสรุป ผลจากการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผล (causal relationship) ซึ่งให้เห็นว่า ตัวแปรรวมทางการเงินแต่ละประเภทโดยเฉพาะอย่างยิ่งปริมาณเงินตามความหมายแคบ (m1) และสินเชื่อภาคเอกชน (pc) เป็นเป้าหมายทางการเงินที่มีส่วนช่วยในการอธิบายเป้าหมายทางเศรษฐกิจ ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (mpisa) ได้มากกว่าเมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ยให้คู่ยืมระหว่างธนาคาร (ib) และอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน (rp) ทั้งในช่วงก่อนและหลังเปิดเสรีทางการเงิน

ในส่วนของกรณีดัชนีราคาผู้บริโภค (cpi) จะเห็นว่า ผลสรุปจากการศึกษาในช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงินพบเฉพาะปริมาณเงินตามความหมายแคบ (m1) เป็นเป้าหมายทางการเงินที่มีส่วนช่วยในการอธิบายดัชนีราคาผู้บริโภค (cpi) ขณะที่ในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงิน ผลการทดสอบพบทั้งสินเชื่อภาคเอกชน (pc), ปริมาณเงินตามความหมายแคบ (m1) และปริมาณเงินตามความหมาย

ทั้งสินเชื่อภาคเอกชน (pc), ปริมาณเงินตามความหมายแคบ (m1) และปริมาณเงินตามความหมายกว้าง (m2) เป็นเป้าหมายทางการเงินที่มีส่วนช่วยในการอธิบายเป้าหมายทางเศรษฐกิจดังกล่าว อย่างมีนัยสำคัญทั้งกรณีของแบบจำลองอัตราดอกเบี้ยให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (ib) และอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน (rp) เรียงลำดับตามความสำคัญของการมีส่วนช่วยอธิบาย

จากที่กล่าวข้างต้น ถึงแม้ว่า ผลการทดสอบโดยสรุปจะให้หลักฐานสนับสนุนการมีส่วนช่วยอธิบายเป้าหมายทางเศรษฐกิจทั้งกรณีของดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (mpisa) และดัชนีราคาผู้บริโภค (cpi) ของตัวแปรรวมทางการเงินมากกว่าเมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ย กระนั้นก็ตาม หากพิจารณาค่า F-stat พบว่า ในช่วงหลังจากที่มีการเปิดเสรีทางการเงิน F-stat ของทั้งอัตราดอกเบี้ยให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (ib) และอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน (rp) จะมีค่าสูงขึ้น ซึ่งแสดงนัยว่า อัตราดอกเบี้ยน่าจะมีบทบาทในการมีส่วนช่วยอธิบายเป้าหมายทางเศรษฐกิจมากขึ้น แม้ว่าจะไม่มีนัยสำคัญก็ตาม

ผลการวิเคราะห์ VECM แบ่งออกเป็น 2 กรณี คือ ผลวิเคราะห์การแยกส่วนของความแปรปรวน (variance decomposition) กับ ผลวิเคราะห์ปฏิกิริยาตอบสนองต่อความแปรปรวน (impulse response function) โดยสรุป กล่าวได้ว่า ผลวิเคราะห์จากกรณีทั้งสอง จะให้ผลสรุปที่สอดคล้องกัน คือ ในช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงิน ปริมาณเงินตามความหมายแคบ (m1) และสินเชื่อภาคเอกชน (pc) เป็นเป้าหมายทางการเงินที่มีส่วนร่วมอธิบายการเคลื่อนไหวของเป้าหมายทางเศรษฐกิจดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (mpisa) และ ดัชนีราคาผู้บริโภค (cpi) ขณะที่ในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงินพบว่า สินเชื่อภาคเอกชน (pc) กับอัตราดอกเบี้ยให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (ib) และอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน (rp) เป็นเป้าหมายทางการเงินที่มีส่วนร่วมอธิบายการเคลื่อนไหวของเป้าหมายทางเศรษฐกิจดังกล่าวแทน ซึ่งอธิบายได้ว่าในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงิน ผลจากมาตรการยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยทำให้อัตราดอกเบี้ยมีการเคลื่อนไหวตามกลไกตลาดมากขึ้น(มีการเคลื่อนไหวมากขึ้น) ส่งผลให้ทางการสามารถดำเนินนโยบายการเงินผ่านทางด้านอัตราดอกเบี้ยได้เพิ่มขึ้นหรืออีกนัยหนึ่ง อัตราดอกเบี้ยมีบทบาทมากขึ้น นอกจากนี้ ช่องทางด้านสินเชื่อภาคเอกชน (pc) ก็มีบทบาทมากขึ้นด้วยเช่นกัน โดยเฉพาะในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงิน อันเนื่องจากทางการมีช่องทางในการควบคุมการเพิ่ม/ลดของสภาพคล่องของระบบการเงินเพิ่มขึ้น

กล่าวโดยสรุป ในภาพรวม ผลจากการศึกษาให้หลักฐานสนับสนุนการมีบทบาทเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยและสินเชื่อภาคเอกชนในการมีส่วนร่วมอธิบายการเคลื่อนไหวของเป้าหมายทางเศรษฐกิจในช่วงหลังจากที่มีการเปิดเสรีทางการเงินเมื่อเทียบกับตัวแปรรวมทางการเงินซึ่งมีบทบาทสำคัญในช่วงก่อนที่จะมีการเปิดเสรีทางการเงิน แสดงนัยว่า การเปิดเสรีทางการเงินจะมีผลทำให้

ประสิทธิภาพของเป้าหมายทางการเงินแบบดั้งเดิมเปลี่ยนไป กล่าวคือ เปลี่ยนจากปริมาณเงินตามความหมายแคบ (m1) และสินเชื่อภาคเอกชน (pc) ในช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงินมาเป็นสินเชื่อภาคเอกชน (pc) กับอัตราดอกเบี้ยให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (ib) และอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน (rp) ในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงินแทน

6.2 นัยสำคัญเชิงนโยบาย

ผลจากการศึกษา ชี้ให้เห็นว่า ในช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงิน ตัวแปรรวมทางการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งปริมาณเงินตามความหมายแคบ (m1) และสินเชื่อภาคเอกชน (pc) เป็นเป้าหมายทางการเงินที่สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของเป้าหมายทางเศรษฐกิจดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (mpisa) และดัชนีราคาผู้บริโภค (cpi) ขณะที่ในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงิน ปรากฏว่า สินเชื่อภาคเอกชน (pc) กับอัตราดอกเบี้ยให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (ib) และอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน (rp) กลับเป็นเป้าหมายทางการเงินที่มีความสำคัญแทน

จะเห็นว่า ข้อเสนอข้างต้นให้นัยสำคัญเชิงนโยบายแก่ผู้ดำเนินนโยบาย คือ ภายหลังจากที่มีการเปิดเสรีทางการเงิน กล่าวได้ว่า ช่องทางด้านราคา (อัตราดอกเบี้ย) และช่องทางด้านสินเชื่ออาจเป็นอีกทางเลือกหนึ่งจากหลาย ๆ ทางเลือก ซึ่งทางการสามารถใช้เป็นเป้าหมายทางการเงินในการติดตาม ควบคุม ดูแล เป้าหมายทางเศรษฐกิจ (รายได้และราคา) อันเนื่องจากมีบทบาทมากขึ้นในการมีส่วนร่วมอธิบายเป้าหมายทางเศรษฐกิจ

สำหรับสาเหตุที่ทำให้มีการเปลี่ยนแปลงเป้าหมายทางการเงินจากตัวแปรรวมทางการเงินมาเป็นอัตราดอกเบี้ยนั้น เนื่องจากในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงิน พบว่า อัตราดอกเบี้ยโดยเฉพาะอย่างยิ่งอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น (ib และ rp) มีการเคลื่อนไหวตามกลไกตลาดมากขึ้น รวมทั้งทางการยังสามารถสร้างเครื่องมือทางการเงินในการเข้าไปควบคุมทิศทางการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวได้มากขึ้น ตลอดจนควบคุมสภาพคล่องของระบบการเงินโดยรวม ถึงแม้ว่าในอีกแง่หนึ่ง ผลจากการเปิดเสรีจะทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีการเคลื่อนไหวขึ้นลงตามการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมากขึ้น โดยวัดได้จากดัชนีความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศที่เพิ่มขึ้นจาก 0.85 มาเป็น 0.89 ในช่วงหลังจากที่มีการเปิดเสรีทางการเงินก็ตาม (รังสรรค์, 2538) แต่อาจกล่าวได้ว่า หลังจากที่มีการเปิดเสรีทางการเงินนั้น เป็นที่เชื่อว่า อัตราดอกเบี้ยน่าจะเป็นอีกช่องทางหนึ่งที่ทางการสามารถใช้เป็นช่องทางส่งผ่านของนโยบายการเงิน กอปรกับความสามารถของทางการในการควบคุมตัวแปรรวมทางการเงินภายหลังจากที่มีการเปิดเสรีทางการ

เงินจะมีความยากลำบากมากขึ้นในทางปฏิบัติ อันเนื่องจากการไหลเข้าของเงินลงทุนจากต่างประเทศเข้ามาในจำนวนมาก รวมทั้งมีการสร้างผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (financial innovation) ใหม่ ๆ ขึ้นมาค่อนข้างมาก ทำให้ตัวแปรรวมทางการเงินแบบดั้งเดิม โดยเฉพาะอย่างยิ่งปริมาณเงินตามความหมายกว้าง (m_2) อาจขาดความเหมาะสมในการใช้เป็นเป้าหมายทางการเงินและ/หรือเครื่องมือทางการเงินที่มีประสิทธิภาพเหมือนเช่นที่ผ่านมา นอกจากนี้ การเปิดเสรีทางการเงิน อาจส่งผลให้เสถียรภาพความสัมพันธ์แบบดั้งเดิมของตัวแปรรวมทางการเงินกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไป

โดยสรุป ผลจากการศึกษาข้างต้นสนับสนุนบทบาทของสินเชื่อกภาคเอกชน (pc) และอัตราดอกเบี้ยให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (ib) และอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน (rp) ในการใช้เป็นเครื่องมือทางการเงินที่ดีมากขึ้นเมื่อเทียบกับตัวแปรรวมทางการเงินแต่ละประเภทในช่วงหลังจากที่มีการเปิดเสรีทางการเงิน นอกจากนี้ ผลจากการศึกษาพบว่า ตัวแปรรวมทางการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งปริมาณเงินตามความหมายแคบ (m_1) ยังคงเป็นเป้าหมายทางการเงินที่มีส่วนช่วยในการอธิบายการเคลื่อนไหวของเป้าหมายทางเศรษฐกิจดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ($mpisa$) และดัชนีราคาผู้บริโภค (cpi) ได้ดีทั้งในช่วงก่อนและหลังเปิดเสรีทางการเงิน ส่วนตัวแปรรวมทางการเงินอื่น ๆ มีส่วนช่วยในการอธิบายการเคลื่อนไหวของเป้าหมายทางเศรษฐกิจดังกล่าวเช่นกันเพียงแต่มีความสำคัญน้อยกว่า ดังนั้น อาจกล่าวได้ว่า หลังจากนั้น ทางทรงจะไม่สามารถอาศัยเพียงเป้าหมายทางการเงินใดแต่เพียงเป้าหมายเดียวในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อให้บรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจมหภาคเหมือนเช่นที่ผ่านมา ซึ่งส่วนใหญ่จะอาศัยการกระทำผ่านช่องทางด้านปริมาณ (ตัวแปรรวมทางการเงิน)

6.3 ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะ

1. เนื่องจากในงานวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ใช้ข้อมูลดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ($mpisa$) เป็นตัวแปรแทนรายได้ ทำให้อาจมีข้อจำกัด อันเนื่องมาจากดัชนีดังกล่าว เป็นเพียงดัชนีที่ชี้วัดถึงภาคเศรษฐกิจด้านอุตสาหกรรมเพียงด้านเดียวเท่านั้น ซึ่งหากจะให้ถูกต้อง สมบูรณ์ เราควรจะต้องเลือกใช้ตัวเลขผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) แทนจะเหมาะสมกว่าแต่ก็ติดปัญหาในเรื่องของข้อจำกัดด้านข้อมูล (เป็นรายปี)
2. การเลือกขนาดของ lag เป็นหัวข้อหนึ่งที่มีผลต่อหน่วยที่ได้จากการศึกษาของแบบจำลอง VAR (VECM) โดยขนาดของ lag จะมีผลต่อขนาดของ degree of freedom สืบเนื่องจากข้อจำกัด

ด้านจำนวนข้อมูลทำให้ขนาดของ lag ที่เลือกใช้ในงานศึกษานี้น้อยเกินไป ซึ่งอาจมีนัยต่อผลของการศึกษาได้

3. เนื่องจากในงานศึกษานี้ เน้นเฉพาะในส่วนความสำคัญในการอธิบายการเคลื่อนไหวของเป้าหมายทางการเงินที่มีต่อเป้าหมายทางเศรษฐกิจเท่านั้น (predictability) ทำให้ยังขาดความสมบูรณ์ ดังนั้นในงานศึกษาต่อไปน่าจะต้องให้ความสำคัญกับคุณสมบัติด้านอื่น ๆ ของการเป็นเครื่องมือทางการเงินที่ดี เช่นความสามารถในการควบคุมเป้าหมายทางการเงินของทางการ (controllability) ฯลฯ เพื่อความสมบูรณ์ของงานศึกษา

4. ในงานศึกษานี้ ไม่ได้มีการพิจารณาถึงในส่วนของการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างทางเศรษฐกิจ (structural break) ในการเลือกช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งจุดนี้อาจจะมีผลต่อนัยของผลการศึกษาได้