บทที่ 5
สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

กระบวนการเปิดเสรีทางการเงินของประเทศไทยได้เริ่มดำเนินการมาตั้งแต่ปี พ.ศ.2532 เป็นต้นมา โดยการลดและยกเลิกข้อจำกัดต่างๆ ที่เป็นอุปสรรคต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ เช่น การควบคุมอัตราดอกเบี้ย และการปริวรรตเงินตรา เพื่อปล่อยให้กลไกของตลาดการเงินสามารถทำงานได้อย่างอิสระ ผลของมาตรการเหล่านี้ทำให้ปัจจัยต่างประเทศมีอิทธิพลกำหนดอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ทางการเงินในประเทศมากขึ้น และนำมาซึ่งการปรับตัวเข้าหากันระหว่างอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ทางการเงินในประเทศกับต่างประเทศ อันเนื่องมาจากการที่เงินทุนสามารถเคลื่อนย้ายเข้าออกได้อย่างเสรี ตามอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง ซึ่งสถานการณ์ดังกล่าวจะส่งผลทำให้ประสิทธิภาพของการใช้นโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยลดลง เช่น เมื่อต้องการการควบคุมปริมาณเงิน เพื่อต้านแรงกดดันจากภาวะเงินเฟ้อ จะทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีการปรับตัวสูงขึ้น จูงใจให้นักลงทุนต่างประเทศเคลื่อนย้ายเงินทุนเข้ามา ซึ่งเป็นการเพิ่มปริมาณเงินในประเทศ ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงทำการวัดขนาดการรวมตลาดการเงินในประเทศไทย โดยใช้แบบจำลองการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศของ Edwards and Khan (1985) มาทำการประมาณค่าดัชนีของการเปิดเสรีทางการเงิน ด้วยวิธีการถดถอยแบบกำลังสองน้อยที่สุด และเทคนิค Cointegration and Error Correction Model ตามวิธีของ Engle and Granger (1987) และวิธีของ Johansen and Juselius (1990) โดยทำการศึกษาข้อมูลเป็นรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2528 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2544 ซึ่งมีผลการศึกษาดังนี้

ผลการประมาณค่าแบบกำลังสองน้อยที่สุด พบว่าในระยะยาวตลาดการเงินของประเทศไทยมีการรวมตัวอย่างสมบูรณ์กับตลาดการเงินของโลกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยที่การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยได้รับอิทธิพลมาจากปัจจัยต่างประเทศตามสมการ Uncovered Interest Rate Parity แต่ในระยะสั้นตลาดการเงินของประเทศไทยค่อนข้างแยกตัวออกจากตลาดการเงินของโลก โดยมีสัมประสิทธิ์ของดัชนีของการเปิดเสรีทางเงินระยะสั้นเท่ากับ 0.15

ผลการศึกษาตามวิธีของ Engle and Granger (1987) พบว่าทั้งระยะสั้นและระยะยาวปัจจัยต่างประเทศเท่านั้นที่มีบทบาทกำหนดอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ทางการเงินในประเทศไทย

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นกรณีที่ตลาดการเงินของประเทศไทยรวมตัวอย่างสมบูรณ์ และมีค่าความเร็วในการปรับตัวเข้าสู่การรวมตัวกับตลาดการเงินของโลกเท่า 0.78 แสดงว่าเมื่อเกิดความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินระหว่างตลาดการเงินในประเทศกับต่างประเทศ นักลงทุนจะสามารถเคลื่อนย้ายเงินทุนตามการการผันผวนของผลตอบแทนและความเสี่ยงได้ทันที

ผลการศึกษาตามวิธีของ Johansen and Juselius (1990) พบว่าในระยะยาวระบบการเงินของประเทศไทยมีการเชื่อมโยงอย่างสมบูรณ์กับตลาดการเงินของโลกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนในระยะสั้นพบว่ายังมีข้อจำกัดของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศอยู่บ้าง โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของดัชนีการเปิดเสรีทางการเงินระยะสั้นเท่ากับ 0.86 และการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย เพื่อเข้าสู่ดุลยภาพกับอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินของโลกเป็นไปอย่างล่าช้า โดยมีค่าความเร็วในการปรับตัวเท่ากับ 0.19

โดยสามารถสรุปผลการศึกษาจากวิธีทั้ง 3 ได้ว่าผลของการใช้นโยบายเปิดเสรีทางการเงินของธนาคารแห่งประเทศ ทำให้ในระยะยาวตลาดการเงินของประเทศมีการรวมตัวอย่างสมบูรณ์กับตลาดการเงินของโลก นั่นคือปัจจัยทางการเงินต่างประเทศ เช่น อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน สภาพคล่องในตลาดการเงินของโลก อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก จะเป็นตัวกำหนดอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ทางการเงินในประเทศไทย แต่ในระยะสั้นตลาดการเงินของประเทศไทยยังมีการแยกตัวออกจากตลาดการเงินของโลกอยู่บ้าง แสดงว่ามีการแทรกแซงตลาดการเงินโดยหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เช่น การกำหนดสัดส่วนผู้ถือหุ้นของชาวต่างชาติในสินทรัพย์ทางการเงินภายในประเทศ การควบคุมปริมาณเงินที่จะนำออกนอกประเทศ ซึ่งจากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าในระยะสั้นการใช้นโยบายการเงิน เช่น การเพิ่มปริมาณเงิน ทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศปรับตัวลดลง ซึ่งกระตุ้นให้เกิดการลงทุน และเศรษฐกิจมีการขยายตัวนั้นสามารถทำได้ แต่ในระยะยาวผลของการกระทำดังกล่าวจะถูกหักล้างด้วยปริมาณการเคลื่อนการย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ และการใช้นโยบายการคลัง เช่น การลดภาษี การใช้งบประมาณแบบขาดดุล เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ จะมีประสิทธิภาพมากกว่า

5.2 ข้อเสนอแนะ

1). การใช้แบบจำลองของ Edwards and Khan (1985) เพื่อวัดขนาดการรวมตลาดการเงินอาจจะมีความไม่เหมาะสมในกรณีของประเทศไทย เนื่องจากข้อสมมติในแบบจำลองบางประการ เช่น ระบบเศรษฐกิจมีกระบวนการถ่ายทอดรูปแบบทางการเงินที่สมบูรณ์ ซึ่งอาจจะขัดแย้งกับคุณภาพของสินทรัพย์ทางการเงินในประเทศไทยโดยสามารถศึกษาจากแบบจำลองของ Haque and

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

Montiel (1990) ที่มีการนิยามอัตราดอกเบี้ยในระบบเศรษฐกิจปิดจากสมการความต้องการถือเงิน หรือแบบจำลองของ Reisen and Yeches (1993) ที่มีการเพิ่มค่าคงที่ซึ่งเป็นตัวแทนความแตกต่างระหว่างคุณภาพสินทรัพย์ทางการเงินในประเทศกับต่างประเทศ และแบบจำลองของ Hataiseree and Phipps (1996) ที่มีการพิจารณาผลกระทบจากการมีสิ่งประดิษฐ์ทางการเงินใหม่ๆ และการมีมาตรการผ่อนคลายทางการเงิน

2). การนิยามให้อัตราแลกเปลี่ยนแบบทันทีเป็นตัวแทนของการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนไม่ได้แสดงถึงส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ทางการเงินในประเทศกับต่างประเทศ ซึ่งการใช้ค่า risk premium เป็นตัวแทนของตัวแปรดังกล่าว จะมีความถูกต้องตามทฤษฎีมากกว่า

3). ข้อมูลผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่กระจายจากรายปีเป็นรายเดือนเป็นค่าที่ประมาณขึ้นมา อาจจะทำให้ผลการศึกษามีการเบี่ยงเบนได้

4). การเลือกเหตุการณ์ Black Wednesday เป็นจุดเปลี่ยนในการทดสอบการเปลี่ยนโครงสร้างของ Unit Root ในงานวิจัยนี้อาจจะมีความผิดพลาดได้ ซึ่งสามารถสามารถทดสอบหาจุดเปลี่ยนโดยวิธีทางสถิติใน Perron (1997)

5). แบบจำลอง ECM มีรูปแบบที่หลากหลาย ซึ่งให้ผลการศึกษาที่แตกต่างกัน

6). การประมาณค่าดัชนีของการเปิดเสรีทางการเงินออกมาเป็นค่าคงที่ จะไม่สามารถทราบผลของการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินในแต่ละช่วงได้ ซึ่งสามารถทำให้ค่าพารามิเตอร์มีการเปลี่ยนแปลงตามเวลา โดยใช้เทคนิค Markov Switching หรือ Kalman filter

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

ว
332.4
W171D
c.4

เลขหมู่.....
สำนักหอสมุด มหาวิทยาลัยเชียงใหม่