

บทที่ 5

บทสรุป อภิปรายผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

บทสรุป

ความเสี่ยงที่สำคัญประการหนึ่ง ที่ผู้ทำธุรกรรมระหว่างประเทศต้องเผชิญอยู่ในปัจจุบัน ได้แก่ ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน หากธุรกิจไม่สามารถเลือกเครื่องมือที่สามารถป้องกันความเสี่ยงนี้ได้มีประสิทธิภาพพอ อาจส่งผลถึงการเจริญเติบโตของธุรกิจได้ ยิ่งในปัจจุบัน การพัฒนาด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ และการสื่อสารได้ก้าวหน้าเป็นอันมาก ส่งผลให้ตลาดเงินของโลกใกล้ชิด และส่งผลกระทบต่อกันรุนแรงมากขึ้น นอกจากนี้การที่นานาประเทศรวมถึงประเทศไทยได้หันมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว โดยที่อัตราแลกเปลี่ยนในระบบดังกล่าวสามารถเคลื่อนไหวขึ้นลงอย่างเสรีขึ้นอยู่กับอุปสงค์ และอุปทานของเงินตราแต่ละสกุล ก็ยิ่งทำให้ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมีบทบาทมากขึ้นกว่าในอดีต หากผู้ทำธุรกรรมระหว่างประเทศทราบถึงแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ก็จะสามารถเลือกเครื่องมือในการป้องกันความเสี่ยงได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ตัวแปรหนึ่งที่นักเศรษฐศาสตร์เชื่อกันว่ามีความสัมพันธ์ และสามารถบ่งบอกถึงทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนได้ดีตัวแปรหนึ่ง คือ อัตราดอกเบี้ยนั่นเอง

ดังนั้นรายงานการค้นคว้าอิสระนี้จึงได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการ และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน โดยทำการวิเคราะห์เชิงปริมาณด้วยการใช้การวิเคราะห์เชิงถดถอยวิธีการประมาณค่าแบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square-OLS) และจะใช้ทฤษฎีอินเตอร์เนชันแนลพิกเชอร์เอฟเฟกต์มาเป็นพื้นฐานของแบบจำลองที่จะทดสอบ โดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายวัน ตั้งแต่ เดือน มกราคม พ.ศ. 2542 ถึง เดือน ธันวาคม พ.ศ. 2542 จำนวน 244 ข้อมูล อัตราแลกเปลี่ยนที่นำมาทดสอบเป็นอัตราแลกเปลี่ยนที่มีการซื้อขายกันมากที่สุด 5 อันดับแรก ได้แก่ ดอลลาร์สหรัฐ, เยนญี่ปุ่น, ปอนด์อังกฤษ, ดอยช์มาร์คเยอรมัน และดอลลาร์สิงคโปร์ ส่วนอัตราดอกเบี้ยจะใช้อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคารประเภทข้ามคืน (Overnight Interbank Rate) ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่สะท้อนระดับอุปสงค์ และอุปทานของเงินทุนได้ดีกว่าอัตราดอกเบี้ยระยะยาว

การศึกษาในรายงานการค้นคว้าอิสระนี้ จะเริ่มจากการศึกษาระบบการเงินระหว่างประเทศ วิวัฒนาการระบบอัตราแลกเปลี่ยนของไทย โครงสร้างอัตราดอกเบี้ย และการดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยของประเทศไทย แล้วจึงดำเนินการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินตามลำดับ

ระบบการเงินระหว่างประเทศเท่าที่เป็นมาสามารถแยกเป็น 2 ระบบใหญ่ๆคือ ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ และระบบอัตราแลกเปลี่ยนขึ้นลงเสรี ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ยังสามารถแยกออกเป็นระบบย่อยได้ 2 ระบบคือ ระบบมาตรฐานทองคำ และระบบมาตราปรสิวรรตทองคำ ส่วนระบบอัตราแลกเปลี่ยนขึ้นลงเสรีนั้น อัตราแลกเปลี่ยนจะเปลี่ยนแปลงไปตามอุปสงค์ และอุปทานเงินตราต่างประเทศ อย่างไรก็ตามธนาคารกลางของประเทศต่างๆอาจจะไม่ปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวเสรีเต็มที่ แต่จะปล่อยให้เปลี่ยนแปลงภายใต้ขอบเขต ดังนั้นบางครั้งจึงเรียกระบบอัตราแลกเปลี่ยนนี้ว่า ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวแบบการจัดการ (Managed Float System)

วิวัฒนาการของระบบอัตราแลกเปลี่ยนของไทยมีการเปลี่ยนแปลงตามภาวะเศรษฐกิจของประเทศตลอดมา ก่อนสงครามโลกครั้งที่ 2 ประเทศไทยได้ทำการผูกค่าเงินบาทกับเงินปอนด์สเตอร์ลิงตลอดมา เมื่อสิ้นสุดสงครามโลกครั้งที่ 2 สหรัฐอเมริกา เริ่มก้าวเข้ามามีบทบาทในเศรษฐกิจของโลก ทำให้ประเทศไทยต้องหันไปกำหนดค่าเงินโดยผูกไว้กับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เพียงสกุลเดียว ต่อมาช่วงปี พ.ศ. 2514 - 2516 ได้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินระหว่างประเทศอย่างรุนแรง ทำให้ประเทศต่างๆเริ่มทยอยปล่อยให้ค่าเงินของตนอยู่ในระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว นอกจากนั้นจากการที่ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯมีค่าแข็งตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ประกอบกับฐานะดุลการชำระเงินของประเทศไทยลดลงอย่างมาก เป็นผลให้ในปี พ.ศ. 2527 รัฐบาลจึงประกาศเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนมาเป็นระบบที่ผูกค่าเงินบาทไว้กับกลุ่มเงินตราของประเทศคู่ค้าที่สำคัญของไทย หรือระบบตะกร้าเงิน (Basket of Currencies) จนกระทั่งปี พ.ศ. 2538 เศรษฐกิจเริ่มประสบปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดสูงขึ้นภาวะการส่งออกที่ตกต่ำ อีกทั้งเริ่มมีการโจมตีค่าเงินบาทจากกองทุนขนาดใหญ่ภายนอกประเทศ จึงทำให้รัฐบาลประกาศเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนมาเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการ ซึ่งยังคงใช้อยู่จนถึงปัจจุบัน

ทางด้านอัตราดอกเบี้ยนั้น มีการแบ่งประเภทอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยออกเป็น 4 ประเภทใหญ่ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนดขึ้นจากธนาคารแห่งประเทศไทย, อัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนดขึ้นจากธนาคารพาณิชย์, อัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนดจากสถาบันการเงินอื่นๆ และอัตราดอกเบี้ยของตลาดการเงินนอกระบบ

ในอดีตรัฐบาลได้ใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยมาเป็นเครื่องมือเพื่อช่วยในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศมีความมั่นคง และพัฒนาไปอย่างมีเสถียรภาพ โดยในช่วงก่อน และระหว่างสงครามโลกครั้งที่ 2 เป็นช่วงเวลาที่เริ่มก่อตั้งธนาคารแห่งประเทศไทย ดังนั้นในช่วงนี้จึงยังไม่มี การดำเนินการด้านอัตราดอกเบี้ยมากนัก หลังจากสิ้นสุดสงครามโลกครั้งที่ 2 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสูงสุด เพื่อให้การเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยจากธนาคารพาณิชย์ต่างๆเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ต่อมาในปี พ.ศ. 2505 ได้มีการประกาศใช้

พระราชบัญญัติธนาคารพาณิชย์ ซึ่งได้เพิ่มอำนาจแก่ธนาคารแห่งประเทศไทยในการดำเนินนโยบายทางการเงินได้มากขึ้น และพระราชบัญญัตินี้ยังได้กำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมสูงสุดเอาไว้ เพื่อให้เกิดความสอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากมากขึ้นด้วย ในช่วงปี พ.ศ. 2516 – 2525 ได้เกิดวิกฤตการณ์ราคาน้ำมันเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทำให้ประเทศไทยประสบกับภาวะเงินเฟ้ออย่างรุนแรง ธนาคารแห่งประเทศไทยจำเป็นต้องประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ย เพื่อส่งเสริมให้เกิดการออมระยะยาว จนกระทั่งปี พ.ศ. 2532 มีแรงกดดันจากทั้งปัจจัยจากทั้งภายใน และภายนอกหลายประการที่กดดันให้ประเทศไทยจำเป็นต้องดำเนินนโยบายเปิดเสรีทางการเงิน ซึ่งมีผลทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศให้อัตราดอกเบี้ยทุกประเภทลอยตัว เมื่อวันที่ 1 มิถุนายน พ.ศ. 2535 จนถึงปัจจุบัน

ส่วนการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบจัดการ และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน พบว่า ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ในทุกสกุลเงินที่ทำการทดสอบ ซึ่งอาจเป็นเพราะในช่วงเวลาดังกล่าว รัฐบาลได้ทำการแทรกแซงภาวะอัตราดอกเบี้ยในประเทศด้วยการทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง อันเป็นผลเนื่องมาจากการที่ระบบการเงินมีสภาพคล่องสูง และเพื่อส่งเสริมการลงทุนภายในประเทศ ทำให้ภาวะอัตราดอกเบี้ยไม่เป็นไปตามกลไกตลาด ส่งผลให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศไม่เป็นไปตามกลไกตลาดอย่างแท้จริงด้วย ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานของทฤษฎีอินเตอร์เนชันแนลพิกเชอร์เอฟเฟค

นอกจากนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนจะมีลักษณะสัมพันธ์กันในเชิงระยะยาว¹⁸ กล่าวคือ เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย จำเป็นต้องใช้ระยะเวลาช่วงหนึ่งถึงจะส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน ดังนั้นผลการวิเคราะห์สมการถดถอยจึงไม่สามารถแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ในเชิงระยะยาวได้

อีกทั้งการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนนั้น ขึ้นอยู่กับอิทธิพลของหลายปัจจัย ทั้งจากปัจจัยด้านเศรษฐกิจ ภาวะการเมือง กฎหมาย และข้อกำหนดเกี่ยวกับตลาดเงิน การลงทุน และการเก็งกำไร ซึ่งปัจจัยอัตราดอกเบี้ยเพียงตัวเดียว ไม่สามารถอธิบายถึงแนวโน้มของอัตราแลกเปลี่ยนได้

¹⁸ รังสรรค์ หทัยเสรี และธีรพล รัตนาลังการ, *ดัชนีภาวะการเงิน และนัยต่อนโยบายการเงิน: แนวคิดและการประยุกต์ใช้ในกรณีของไทย*, รายงานเศรษฐกิจรายเดือน กรกฎาคม 2541, หน้า 82.

อภิปรายผลการศึกษา

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน สามารถอธิบายผลการวิเคราะห์ได้ดังนี้

ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินในทุกสกุลเงิน ได้แก่ บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ บาทต่อเยนญี่ปุ่น บาทต่อปอนด์อังกฤษ บาทต่อด้อยซ์มาร์คเยอรมัน และบาทต่อดอลลาร์สิงคโปร์ ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และถึงแม้ว่าจะลดระดับความเชื่อมั่นมาที่ร้อยละ 90 ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินก็ยังไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติได้ ซึ่งอาจเนื่องมาจากปัจจัยหลายๆปัจจัย ได้แก่ แม้ว่าประเทศไทยจะดำเนินนโยบายการเปิดเสรีทางการเงินโดยประกาศให้ดอกเบี้ยทุกประเภทลอยตัวเมื่อ พ.ศ. 2535 แต่รัฐบาลโดยธนาคารแห่งประเทศไทยก็ยังเข้าทำการแทรกแซงภาวะอัตราดอกเบี้ยในประเทศ โดยทำการลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลง เพื่อกระตุ้นการลงทุนในประเทศ ทำให้ภาวะอัตราดอกเบี้ยไม่เป็นไปตามอุปสงค์ และอุปทานที่แท้จริงของตลาด

นอกจากนั้นพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนจะมีลักษณะเป็นความสัมพันธ์เชิงระยะยาว กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรหนึ่งจะส่งผลกระทบต่ออีกตัวแปรหนึ่ง จำเป็นต้องใช้ช่วงระยะเวลาหนึ่ง จึงจะส่งผลกระทบต่อกันและกัน รังสรรค์ หทัยเสรี (2541)¹⁹ พบว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยจะมีผลต่ออัตราเงินเฟ้อก็ต่อเมื่อเวลาได้ผ่าน 4 คาบเวลาเทียบกับ 7 คาบเวลาในกรณีของการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน และความสัมพันธ์ระยะยาวของตัวแปรทั้งสองไม่ได้ส่งผลกระทบโดยตรงซึ่งกันและกัน ดังนั้น การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยการวิเคราะห์เชิงถดถอยวิธีการประมาณค่าแบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square-OLS) ซึ่งเป็นการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรสองตัวในระยะสั้น จึงไม่พบความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งสอง

อีกทั้งการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนยังขึ้นอยู่กับปัจจัยทางเศรษฐกิจอื่นๆอีกหลายปัจจัยเช่น ตัวเลขทางเศรษฐกิจต่างๆ อัตราเงินเฟ้อ ดุลบัญชีเดินสะพัด ภาวะการส่งออก และนำเข้า เงินทุนสำรองระหว่างประเทศ การจัดอันดับความน่าเชื่อถือจากสถาบันต่างๆ การเก็งกำไร ภาวะการเมือง ฯลฯ แม้ว่าในอดีตรัฐบาลจะดำเนินนโยบายด้านอัตราดอกเบี้ยเป็นนโยบายสำคัญในการแทรกแซงอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อที่จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนมีเสถียรภาพ แต่การพิจารณาแนว

¹⁹ รังสรรค์ หทัยเสรี และธีรพล รัตนาลังการ, *ดัชนีภาวะการเงิน และนัยต่อนโยบายการเงิน: แนวคิดและการประยุกต์ใช้ในกรณีของไทย*, รายงานเศรษฐกิจรายเดือน กรกฎาคม 2541, หน้า 82.

โน้มน้ำ และทิศทางของอัตราแลกเปลี่ยนอย่างแม่นยำ จำเป็นที่จะต้องพิจารณาปัจจัยทางเศรษฐกิจอื่นๆ ประกอบด้วย

ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับการศึกษาของนภัสสร(2542), อำนาจ(2531) ซึ่งกล่าวว่า ส่วนนต่างของอัตราดอกเบี้ยไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้เนื่องจากการแทรกแซงการดำเนินนโยบายการกำหนดอัตราดอกเบี้ยโดยรัฐบาลเพื่อให้เกิดเสถียรภาพกับค่าเงินบาท ปัจจัยดังกล่าวเป็นผลทำให้อัตราดอกเบี้ยไม่สามารถสะท้อนอุปสงค์ และอุปทานที่แท้จริงของตลาดได้ตามนโยบายการเปิดเสรีทางการเงิน

ข้อจำกัดที่พบในการศึกษา

การทดสอบในรายงานการค้นคว้าอิสระครั้งนี้ มีข้อจำกัดทางระยะเวลาในการทำการศึกษ เนื่องจากข้อมูลที่ทำการศึกษาใช้ระยะเวลาเพียงแค่หนึ่งปี หากทำการศึกษาโดยมีช่วงในการเก็บข้อมูลในระยะยาว ผลการวิเคราะห์อาจมีการเปลี่ยนแปลงไป

ข้อเสนอแนะ

1. จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย และการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเป็นความสัมพันธ์เชิงระยะยาว ดังนั้นจึงอาจนำเทคนิคทางสถิติอื่นที่มีความสามารถในการทดสอบความสัมพันธ์ในระยะยาวมาทำการศึกษาเช่น เทคนิค Co-Integration and Corection Model ฯลฯ
2. หากทำการศึกษาอัตราดอกเบี้ยอื่นๆในตลาดเงินเช่นอัตราดอกเบี้ยออมทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยฝากประจำ ฯลฯ โดยใช้ข้อมูลที่ทำการศึกษาแตกต่างไปจากรายงานการค้นคว้าอิสระครั้งนี้ เช่น ใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ รายเดือน เป็นต้น ซึ่งอาจทำให้ได้ผลการทดสอบที่แตกต่างออกไป
3. จากการศึกษาที่พบว่า อัตราดอกเบี้ยไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนได้นั้น แต่อย่างไรก็ตามอัตราดอกเบี้ยก็อาจเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน การพยากรณ์แนวโน้มของอัตราแลกเปลี่ยนอาจต้องพิจารณาปัจจัยด้านดอกเบี้ยประกอบกับปัจจัยอื่นๆ เช่น ตัวเลขทางเศรษฐกิจต่างๆ อัตราเงินเฟ้อ ดุลบัญชีเดินสะพัด ภาวะการส่งออก และนำเข้า เงินทุนสำรองระหว่างประเทศ การเก็งกำไร ภาวะการเมือง ฯลฯ เพื่อจะพิจารณาใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนอย่างเหมาะสม จึงจะสามารถป้องกันความเสียหายแก่ธุรกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพมากที่สุด