

## บทที่ 6

### สรุปและข้อเสนอแนะ

ในบทนี้ได้แบ่งการนำเสนอเนื้อหาออกเป็น 3 หัวข้อหลักๆ ซึ่งประกอบด้วยสรุปผล การศึกษาผลกระทบของมาตรการควบคุมเงินทุน ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายและข้อเสนอแนะ สำหรับการศึกษานในอนาคต

#### 6.1 สรุปการศึกษาผลกระทบของมาตรการควบคุมเงินทุน

แม้ว่าการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ จะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนา เศรษฐกิจ โดยมีส่วนในการช่วยลดช่องว่างระหว่างการออมและการลงทุน แต่ในขณะเดียวกันการ เคลื่อนย้ายของเงินทุน ยังมีผลกระทบด้านลบต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศด้วย โดยเฉพาะการไหลเข้าออกอย่างรุนแรงของเงินทุนระยะสั้นเป็นจำนวนมาก ส่งผลให้เกิดสภาพ คล่องส่วนเกินนำไปสู่แรงกดดันให้อัตราดอกเบี้ยลดต่ำลง นำมาซึ่งการเกิดภาวะเงินเฟ้อและการ แข็งค่าของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง ตลอดจนส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการดำเนินนโยบาย การเงินของภาครัฐด้วย นอกจากนี้ยังก่อให้เกิดความเสี่ยงที่จะเกิดกระแสการไหลออกของเงินทุน อย่างฉับพลันยามที่นักลงทุนเกิดความไม่เชื่อมั่นต่อระบบเศรษฐกิจ ดังนั้นทางการของประเทศ ต่างๆ จึงมีความจำเป็นที่จะต้องเข้ามาควบคุมดูแลการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ

ไทยเป็นประเทศหนึ่งที่ได้รับผลกระทบจากเงินทุนเคลื่อนย้ายด้วย อันเป็นผลมา จากการเปิดเสรีด้านการเงินระหว่างประเทศ ทำให้มีเงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้าสู่ประเทศไทย เป็นจำนวนมากโดยเฉพาะเงินกู้ยืมระยะสั้น ซึ่งก่อให้เกิดความเสี่ยงทางด้านสภาพคล่องแก่ ธนาคารพาณิชย์และกิจการวิเทศธนกิจ และแก่เสถียรภาพของระบบการเงินของประเทศโดยรวม ดังนั้นเพื่อเป็นการรักษาเสถียรภาพของระบบการเงิน และเสริมสร้างความมั่นคงของสถาบัน การเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงได้ออกมาตรการเกี่ยวกับการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุนมา ใช้ตั้งแต่ พ.ศ. 2538 โดยกำหนดให้มีการเพิ่มปริมาณเงินกู้ขั้นต่ำที่ไหลผ่านเข้าออกกิจการวิเทศ ธนกิจเพื่อลดบทบาทของผู้รัยย่อยออกไปจากระบบ นอกจากนี้ยังกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ และกิจการวิเทศธนกิจ ต้องดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องพิเศษเป็นเงินฝากที่ธนาคารแห่งประเทศไทย โดยไม่ได้ดอกเบี้ยคิดเป็นสัดส่วนกับยอดเงินกู้ยืมและเงินฝากระยะสั้นจากต่างประเทศ โดย มาตรการหลังนี้จัดได้ว่าเป็นมาตรการที่มีลักษณะควบคุมเชิงราคา

ในเวลาต่อมาไทยได้ประสบกับวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจ นักลงทุนสูญเสียความมั่นใจเนื่องจากปัญหาปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ก่อให้เกิดเกิดกระแสการโจมตีถึงกำไรค่าเงินบาทของนักเก็งกำไรค่าเงินในช่วงเวลานั้นอย่างมาก ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงได้มีการนำมาตรการควบคุมเงินทุนแบบแบ่งแยกตลาดเงินตราต่างประเทศ (Two Tier Market) ซึ่งจัดเป็นมาตรการควบคุมเชิงปริมาณ มาใช้ควบคู่ไปกับมาตรการการตั้งสำรองเงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศที่มีการนำเข้ามาก่อนหน้านี้แล้ว อย่างไรก็ตาม แม้ว่าการนำมาตราการแบ่งแยกตลาดเงินตรามาใช้จะมีผลช่วยลดกิจกรรมการเก็งกำไรค่าเงินบาทลงได้ แต่กว่าที่การจะนำมาตราการดังกล่าวมาใช้ก็ล่าช้าเกินไป เนื่องจากในวันที่เริ่มประกาศใช้มาตรการดังกล่าวพบว่า ธนาคารแห่งประเทศไทยได้สูญเสียเงินตราต่างประเทศสำรองไปเป็นจำนวนมากแล้ว ในที่สุดธนาคารแห่งประเทศไทยจึงต้องมีการประกาศลอยค่าเงินบาทอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม ปี พ.ศ. 2540

เนื่องจากในอดีตที่ผ่านมา ยังไม่มีการศึกษาผลกระทบของมาตรการควบคุมเงินทุนของไทยที่อาศัยการคำนวณระดับของมาตรการออกมาเป็นดัชนีภาวะภาษี การศึกษาในครั้งนี้จึงเป็นศึกษาผลกระทบของมาตรการควบคุมเงินทุนดังกล่าว โดยที่ตัวแปรซึ่งเป็นตัวแทนของมาตรการควบคุมเงินทุนจะอยู่ในรูปของดัชนีภาวะภาษี และการศึกษาครั้งนี้ยังได้มีการศึกษาเพิ่มเติม ในส่วนของผลกระทบของมาตรการที่มีต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศโดยตรง อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง ตลอดจนผลกระทบที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศ โดยจะมุ่งเน้นศึกษาผลจากมาตรการที่มีลักษณะของการบังคับสำรองเงินทุน (the reserve requirement with no interest) เป็นหลัก ทั้งนี้จะทำการศึกษาโดยอาศัยข้อมูลอนุกรมรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม 2536 ถึงเดือนจนถึงเดือนธันวาคม 2544 เพื่อมาวิเคราะห์ด้วยวิธีการทางเศรษฐมิติ 2 ขั้นตอน คือ ขั้นตอนแรกจะใช้ข้อมูลมาแทนค่าในสมการปัจจัยกำหนดเงินทุนเคลื่อนย้าย แล้วทำการประมาณค่าด้วยวิธี OLS (Ordinary Least Square) ผลการศึกษาที่ได้จะทำให้ทราบถึงปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดปริมาณการและองค์ประกอบของเงินทุนไหลเข้า ตลอดจนผลกระทบที่เกิดจากตัวแปรมาตรการควบคุมเงินทุนด้วย

ส่วนในขั้นตอนที่สองนั้น เพื่อเป็นการตอบสนองต่อวัตถุประสงค์ของการศึกษา จึงต้องนำข้อมูลรายเดือนของตัวแปรที่สนใจทั้งสิ้นตัวแปร คือ มาตรการบังคับสำรองเงินทุน (URR) เงินทุนไหลเข้าแต่ละประเภท อัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมาทำการประมาณค่าด้วยแบบจำลอง VAR (Vector Auto Regression) ผลการศึกษาที่ได้จะทำให้ทราบถึงทิศทาง และระยะเวลาที่มาตรการควบคุมเงินทุนจะส่งผลกระทบต่อแต่ละตัวแปร

ผลการศึกษาจากสมการปัจจัยกำหนดเงินทุนเคลื่อนย้ายที่ได้พบว่า ในช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน เงินทุนไหลเข้าประเภทบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (Non-resident Baht Account Inflow) เงินกู้ยืมจากต่างประเทศ (Foreign Loans Inflow) และเงินลงทุนทางอ้อมในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment Inflow) จะมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนมากที่สุด เมื่อเปรียบเทียบกับปัจจัยกำหนดเงินทุนอื่น ๆ ที่มีนัยสำคัญเช่นกัน โดยเห็นได้จากค่าความยืดหยุ่นของเงินทุนไหลเข้าทั้งสามประเภทที่มีต่อปัจจัยการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนมีค่าเท่ากับ  $-0.7437$   $-0.7186$  และ  $-0.3493$  ตามลำดับ สังเกตได้ว่าปัจจัยดังกล่าวจะมีอิทธิพลต่อเงินทุนไหลเข้าประเภทบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (Non-resident Baht Account Inflow) และเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ (Foreign Loans Inflow) มากกว่าเงินลงทุนทางอ้อมในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment Inflow) โดยจะเห็นได้จากการที่ปัจจัยการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยน มีผลต่อทั้งปริมาณการไหลเข้าและองค์ประกอบของเงินทุนทั้งสองประเภท และเครื่องหมายของปัจจัยกำหนดปริมาณและองค์ประกอบของเงินทุนก็มีความสอดคล้องกัน กล่าวคือ เมื่อมีการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้น (ค่าเงินบาทอ่อนค่าลง) จะทำให้มีปริมาณการไหลเข้าของบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศและเงินกู้ยืมจากต่างประเทศลดลง นอกจากนี้ยังส่งผลต่อองค์ประกอบของเงินทุนไหลเข้าโดยทำให้สัดส่วนของเงินทุนทั้งสองประเภทลดลงด้วย

นอกจากปัจจัยการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนแล้ว ความเชื่อมั่นต่อระบบเศรษฐกิจยังเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อการไหลเข้าของเงินทุนประเภท บัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (Non-resident Baht Account Inflow) และเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ (Foreign Loans Inflow) โดยจะเห็นได้จากการที่ปัจจัยสำรองเงินตราต่างประเทศมีอิทธิพลต่อการไหลเข้าของเงินทุนทั้งสองประเภทในช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน

ส่วนปัจจัยส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย จะมีอิทธิพลต่อการไหลเข้าของเงินทุนประเภทเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ (Foreign Loans Inflow) เงินลงทุนทางอ้อมในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment Inflow) และเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment Inflow) ทั้งนี้พบว่าปัจจัยส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมีอิทธิพลต่อเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ (Foreign Loans Inflow) มากที่สุด โดยเห็นได้จากการที่ปัจจัยส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมีผลต่อทั้งปริมาณและองค์ประกอบเงินทุนประเภทเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ โดยที่เครื่องหมายของปัจจัยกำหนดปริมาณและองค์ประกอบเงินทุนดังกล่าวมีทิศทางสอดคล้องกัน กล่าวคือ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มสูงขึ้นจะผลทำให้เกิดการไหลเข้าของเงินกู้ยืมจากต่างประเทศเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังส่งผลต่อองค์ประกอบของเงินทุนโดยทำให้สัดส่วนของเงินกู้ยืมจากต่างประเทศเพิ่มสูงขึ้นด้วย

จากผลการศึกษาในช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน พบว่าการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ได้รับการชดเชยด้วยการไหลเข้าของเงินทุนประเภทเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ (Foreign Loans Inflow) และเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment Inflow) โดยจะเห็นได้จากการที่ปัจจัยดุลบัญชีเดินสะพัดมีผลต่อทั้งปริมาณการไหลเข้าและองค์ประกอบของเงินทุนทั้งสองประเภท และเครื่องหมายกำหนดปริมาณและองค์ประกอบเงินทุนมีความสอดคล้องกัน กล่าวคือ เมื่อมีการลดลงของดุลบัญชีเดินสะพัด (ขาดดุลเพิ่มขึ้น) จะส่งผลทำให้มีปริมาณการไหลเข้าของเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ และเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังส่งผลต่อองค์ประกอบของเงินทุนโดยทำให้สัดส่วนของเงินกู้ยืมจากต่างประเทศและเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศเพิ่มสูงขึ้นด้วย

ในส่วนปัจจัยส่วนดัชนีตลาดหุ้น แม้ว่าจะมีนัยสำคัญต่อการเป็นตัวกำหนดการไหลเข้าของเงินทุนประเภทบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (Non-resident Baht Account Inflow) และ เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment Inflow) แต่จะสังเกตเห็นได้ว่า ปัจจัยดังกล่าวมีอิทธิพลต่อการไหลเข้าของเงินทุนทั้งสองค่อนข้างน้อยมาก ซึ่งจะเห็นได้จากการที่เงินทุนไหลเข้าทั้งสองประเภท มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหุ้นน้อยมาก สาเหตุที่เป็นเช่นนี้อาจมีเหตุผลเนื่องมาจากว่าข้อมูลดัชนีตลาดหุ้นในช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนอยู่ในช่วงที่ระบบเศรษฐกิจ ไม่ได้อยู่ในภาวะปกติหรือที่เรียกกันว่าภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ ซึ่งอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้ข้อมูลดัชนีตลาดหุ้นไม่สามารถสะท้อนถึงขนาดกิจกรรมการลงทุนที่แท้จริงได้

ส่วนผลการศึกษาในช่วงหลังการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน พบว่าปัจจัยการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยน ยังคงเป็นปัจจัยกำหนดที่มีความสำคัญต่อการไหลเข้าของเงินทุน และมีอิทธิพลต่อการไหลเข้าของเงินทุนมากขึ้นกว่าในช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน โดยจะเห็นได้จากการที่เงินทุนไหลเข้าประเภทบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (Non-resident Baht Account Inflow) เงินลงทุนทางอ้อมในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment Inflow) และ เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment Inflow) มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีของเงินทุนไหลเข้าประเภทบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (Non-resident Baht Account Inflow) และ เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment Inflow) จะมีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยดังกล่าวค่อนข้างมาก โดยจะเห็นได้ว่าปัจจัยดังกล่าวมีผลต่อทั้งปริมาณการไหลเข้าและองค์ประกอบของเงินทุนทั้งสองประเภท และเครื่องหมายของปัจจัยกำหนดปริมาณและองค์ประกอบเงินทุนแต่ละประเภท ก็มีความสอดคล้อง

กัน กล่าวคือ เมื่อมีการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้น (ค่าเงินบาทอ่อนค่าลง) จะทำให้มีปริมาณการไหลเข้าของบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศลดลง ในขณะที่เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศจากต่างประเทศจะมีการไหลเข้าเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังส่งผลกระทบต่อองค์ประกอบของเงินทุนไหลเข้า โดยทำให้สัดส่วนของเงินทุนทั้งสองประเภทลดลงและเพิ่มขึ้นตามลำดับด้วย

นอกจากปัจจัยการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนแล้วยังพบอีกว่า ปัจจัยส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยก็มีอิทธิพลต่อการไหลเข้าของเงินทุนมากขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกับในช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนด้วยเช่นเดียวกัน โดยเห็นได้ว่าในช่วงหลังการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน เงินทุนไหลเข้าประเภทบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (Non-resident Baht Account Inflow) และเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ (Foreign Loans Inflow) มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมากขึ้น โดยเฉพาะเงินทุนไหลเข้าประเภทบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ จะมีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยดังกล่าวค่อนข้างมาก

ในทางตรงข้ามพบว่า ปัจจัยดุลบัญชีเดินสะพัดจะมีอิทธิพลต่อการไหลเข้าของเงินทุนลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน โดยเห็นได้จากการที่เงินทุนไหลเข้าประเภทเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ (Foreign Loans Inflow) และเงินลงทุนทางอ้อมในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment Inflow) จะมีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยดังกล่าวค่อนข้างน้อย นอกจากนี้ยังพบอีกว่าการตอบสนองของเงินทุนไหลเข้าทั้งสองประเภทที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของดุลบัญชีเดินสะพัดมีทิศทางตรงข้ามกับที่คาดไว้ สาเหตุที่เป็นเช่นนี้อาจเนื่องมาจาก ในช่วงหลังการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน ไทยมีการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดมาโดยตลอด ซึ่งการเกินดุลดังกล่าวเป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลดีต่อความเชื่อมั่นให้นักลงทุนต่างชาติ ทั้งนี้ก่อนที่จะเกิดวิกฤตการเงินในระบบเศรษฐกิจไทยประสบกับการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดในช่วงหลังการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน จึงมีส่วนช่วยทำให้มีนักลงทุนต่างชาติเชื่อมั่นในระบบเศรษฐกิจของไทยมากขึ้น และปล่อยเงินกู้ยืมให้แก่ประเทศไทยมากขึ้น

ในส่วนของปัจจัยดัชนีตลาดหุ้น แม้จะมีผลต่อการไหลเข้าของเงินทุนประเภทเงินลงทุนทางอ้อมในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment Inflow) และ เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment Inflow) แต่ปัจจัยดังกล่าวยังคงมีอิทธิพลต่อการไหลเข้าของเงินทุนทั้งสองค่อนข้างน้อย นอกจากนี้ยังพบอีกว่าเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign

Direct Investment Inflow) มีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยดัชนีตลาดหุ้นในทิศทางตรงข้ามกัน สาเหตุที่เป็นเช่นนี้อาจเนื่องมาจากในช่วงหลังการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน กลุ่มธนาคารและสถาบันการเงินประสบปัญหาทางการเงินอันเป็นผลมาจากวิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นส่งผลทำให้ดัชนีตลาดหุ้นลดลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นช่วงเวลาเดียวกันกับที่กลุ่มธนาคารและสถาบันการเงินจำเป็นต้องเร่งทำการเพิ่มทุน ด้วยการระดมทุนจากนักลงทุนต่างชาติ จึงทำให้มีการไหลเข้าของเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศเข้ามายังกลุ่มของธนาคารและสถาบันการเงินในช่วงเวลาดังกล่าว

ส่วนผลของมาตรการบังคับสำรองเงินทุน (URR) ที่ได้จากการศึกษาพบว่า มาตรการดังกล่าวไม่มีผลต่อทั้งปริมาณและองค์ประกอบของเงินทุนในทั้งสองช่วงเวลา ผลการศึกษานี้มีความสอดคล้องกับงานศึกษาของ Somchai Dechapakom (1997) ซึ่งพบว่า มาตรการบังคับสำรองเงินทุนไม่ประสบผลสำเร็จ ในการลดปริมาณการไหลเข้าของบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ ในทางตรงกันข้ามพบว่าผลกระทบของมาตรการบังคับสำรองเงินทุนของไทยที่ได้จากการศึกษานี้มีลักษณะแตกต่างจากงานศึกษาของ Edward (1999) โดยสิ้นเชิง กล่าวคือ มาตรการบังคับสำรองเงินทุนในชิลีมีประสิทธิผลช่วยลดการไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้น และช่วยเปลี่ยนแปลงองค์ประกอบของเงินทุนให้มีสัดส่วนของเงินทุนระยะยาวเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ มาตรการบังคับสำรองเงินทุนยังมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยมีเสถียรภาพมากยิ่งขึ้นด้วย สาเหตุที่ มาตรการบังคับสำรองเงินทุนในชิลีประสบผลสำเร็จมากกว่าเนื่องมาจาก มาตรการของชิลีมีทั้งความเข้มข้นของมาตรการ ตลอดจนความครอบคลุมประเภทเงินทุนมากกว่ามาตรการของไทย นอกจากนี้ ทางการชิลียังได้มีการนำข้อบังคับทางด้านเวลาในการดำรงเงินทุนไว้ในประเทศ (Minimum Holding Period) มาใช้ควบคู่ไปกับการบังคับสำรองเงินทุนอีกด้วย

อย่างไรก็ตาม ในส่วนของผลกระทบของมาตรการแบ่งแยกตลาดเงินตราต่างประเทศ (Two-tier Market) พบว่า มาตรการดังกล่าวมีประสิทธิผลทางอ้อมในการจำกัดการเข้าถึงสภาพคล่องเงินบาทของนักเก็งกำไรค่าเงินได้ในระดับหนึ่ง ดังจะเห็นได้จากการที่มาตรการดังกล่าวมีผลทำให้มีการไหลเข้าของเงินทุนที่เป็นเงินทุนระยะยาวมากขึ้น โดยที่มาตรการดังกล่าวมีส่วนช่วยทำให้มีการไหลเข้าของเงินลงทุนทางอ้อมในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment Inflow) และ เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment Inflow) เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ มาตรการดังกล่าว ยังมีกระทบต่อองค์ประกอบของเงินทุนไหลเข้าด้วย โดยช่วยเปลี่ยนแปลงองค์ประกอบของเงินทุนไหลเข้าประเภทบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (Non-Resident Baht Account Inflow) และเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ (Foreign Loans Inflow) ให้มีสัดส่วนลดลง

ในขณะที่เดียวกันก็ช่วยทำให้สัดส่วนของเงินทุนไหลเข้าประเภทเงินลงทุนทางอ้อมในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment Inflow) เพิ่มขึ้น

ส่วนผลการทดสอบ Impulse Response Function ที่ได้จากแบบจำลอง VAR พบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (shock) จากมาตรการบังคับสำรองเงินทุนแทบจะไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการไหลเข้าของเงินทุนทุกประเภทในทั้งสองช่วงเวลา และเมื่อพิจารณาผลกระทบของมาตรการบังคับสำรองเงินทุน (URR) ที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง พบว่าการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (shock) จากมาตรการควบคุมเงินทุนไม่มีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงในช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน โดยเห็นได้จากการตอบสนองของอัตราแลกเปลี่ยนต่อมาตรการควบคุมเงินทุน ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม ในช่วงหลังจากที่มีการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนแล้วพบว่า มาตรการควบคุมมีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนเล็กน้อย กล่าวคือ มาตรการควบคุมเงินทุนทำให้อัตราแลกเปลี่ยนแข็งค่าขึ้นเป็นระยะเวลาดังกล่าว

ในส่วนของผลกระทบของมาตรการบังคับสำรองเงินทุนต่ออัตราดอกเบี้ย พบว่ามีความคล้ายคลึงกับผลกระทบที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง กล่าวคือ ในช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลัน (shock) จากมาตรการควบคุมเงินทุนไม่มีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศ อย่างไรก็ตาม ในช่วงหลังการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนพบว่า มาตรการบังคับสำรองเงินทุนจะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงลดอัตราดอกเบี้ยอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้พบว่าการใช้มาตรการควบคุมเงินทุนทำให้ทางการสามารถคงระดับอัตราดอกเบี้ยต่ำไว้ได้มากกว่า กรณีที่ไม่มีการใช้มาตรการควบคุม (ในช่วงเวลาที่สองหากไม่มีการควบคุมเงินทุน อัตราดอกเบี้ยจะมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นเข้าหาระดับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ) มาตรการบังคับสำรองเงินทุนจึงมีนัยในการช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นให้แก่ทางการในการดำเนินนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยได้มากขึ้น

## 6.2 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

ข้อเสนอแนะที่ได้จากการศึกษาผลกระทบของการควบคุมเงินทุนระยะสั้น โดยผ่านวิธีการบังคับสำรองเงินทุนในกรณีของประเทศไทยมีดังนี้

1. มาตรการบังคับสำรองเงินทุนของไทย ไม่มีผลทางตรงต่อปริมาณและองค์ประกอบของเงินทุนไหลเข้า ทั้งในช่วงก่อนและหลังการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน

ดังนั้นมาตรการดังกล่าวจึงไม่เหมาะสมที่จะนำมาใช้เพื่อการลดปริมาณ หรือเปลี่ยนแปลง องค์ประกอบของเงินทุน

2. ในช่วงหลังการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน มาตรการบังคับ สำรองเงินทูลมีผลทางอ้อมต่อการเปลี่ยนแปลงของพฤติกรรมอัตราดอกเบี้ย โดยทำให้ทางการ สามารถรักษาส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศได้มากขึ้น ดังนั้น มาตรการบังคับสำรองเงินทูลจึงมีความเหมาะสมที่จะนำมาใช้ ในกรณีที่ทางการมุ่งหวังรักษา เสถียรภาพของอัตราดอกเบี้ย หรือเพื่อให้ทางการมีอิสระในการดำเนินนโยบายการเงินผ่าน ช่องทางอัตราดอกเบี้ยมากขึ้น

3. มาตรการบังคับสำรองเงินทูลจะมีประสิทธิผลดีกว่า เมื่อนำมาใช้ภายใต้ ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่น เนื่องจากมาตรการดังกล่าวมีส่วนช่วยลดความเสี่ยง ด้านอัตราแลกเปลี่ยนในระบบเศรษฐกิจลงได้ ดังนั้นการพิจารณานำมาตรการบังคับสำรอง เงินทูลมาใช้ ควรให้มีการดำเนินมาตรการดังกล่าวควบคู่ไปกับนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความ ยืดหยุ่น

### 6.3 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในอนาคต

1. ควรทำการศึกษาเพิ่มเติมด้วยข้อมูลเงินทุนเคลื่อนย้าย ที่มีการแบ่งโครงสร้าง อายุออกเป็นระยะสั้นและระยะยาวอย่างชัดเจน เพื่อให้ผลการศึกษาที่ได้สามารถชี้ให้เห็นถึง ผลกระทบของมาตรการที่มีต่อองค์ประกอบเงินทุนได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

2. ควรทำการศึกษาผลกระทบของมาตรการควบคุมเงินทุนเพิ่มเติมในด้านอื่นๆ ด้วย เช่น ผลกระทบที่มีต่อความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ ผลกระทบที่มีต่ออัตราการว่างงาน หรืออัตราค่าจ้างที่แท้จริง เป็นต้น