

บทที่ 5

บทสรุป อภิปรายผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

บทสรุป

การเปลี่ยนแปลงของค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้ามีความสำคัญอย่างยิ่งต่อผู้ที่มีธุรกรรมเกี่ยวข้องกับเงินตราต่างประเทศที่มีความต้องการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งถือว่าค่าพรีเมียมเป็นต้นทุนทางการเงินอย่างหนึ่ง โดยเฉพาะภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการ ค่าเงินจะมีการเคลื่อนไหวไปตามอุปสงค์และอุปทานของเงินตราต่างประเทศ ธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำการแทรกแซงเป็นบางครั้งถ้าตลาดมีความผันผวนผิดปกติ ซึ่งอัตราแลกเปลี่ยนจะมีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ทำให้ผู้ที่มีธุรกรรมเกี่ยวข้องกับเงินตราต่างประเทศต้องอยู่ในภาวะที่ต้องเผชิญกับความเสียหายจากอัตราแลกเปลี่ยนมากขึ้น โดยเฉพาะเมื่อค่าพรีเมียมอยู่ในระดับสูง ก็จะทำให้ต้นทุนทางการเงินสูงขึ้นด้วย ในทางตรงกันข้ามถ้าค่าพรีเมียมอยู่ในระดับต่ำ ต้นทุนทางการเงินก็จะต่ำลงไปด้วย

ดังนั้น รายงานการค้นคว้าแบบอิสระนี้จึงได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการ กรณีศึกษาอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินบาทเทียบกับสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ โดยเริ่มศึกษาถึงความเป็นมาของระบบอัตราแลกเปลี่ยนไทยในอดีตจนถึงปัจจุบัน ศึกษาตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าในด้านต่างๆ คือ วัตถุประสงค์ของการซื้อขายเงินตราต่างประเทศ ประเภทของการซื้อขายล่วงหน้า ประเภทของอัตราล่วงหน้า การกำหนดอัตราล่วงหน้า ค่าธรรมเนียมในการซื้อขายล่วงหน้า และ ผู้มีส่วนร่วมในตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า การศึกษาทฤษฎีและแนวคิดที่ใช้ในการศึกษา และการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งการทดสอบแบบจำลองที่ได้จากผลการศึกษาในอดีต ซึ่งจะศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการ กรณีศึกษาอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินบาทเทียบกับ เงินสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งจะแบ่งปัจจัยที่ใช้ในการศึกษาเป็น 2 ด้าน คือ ด้านที่หนึ่ง คือ ปัจจัยด้านต้นทุนหรือความเสี่ยงของธนาคารพาณิชย์ในการให้บริการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า หรือ ค่าชดเชยความเสี่ยง ได้แก่ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินบาทกับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินของเงินดอลลาร์สหรัฐ ความเสี่ยงทางด้านเศรษฐกิจ สังคม การเมือง และความเสี่ยงจากการที่ลูกค้าจะผิดสัญญาในการทำสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้จะพิจารณาเฉพาะส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินบาทกับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินของเงินดอลลาร์สหรัฐ ด้านที่สอง คือ ปัจจัยที่มีผลต่อ

การคาดการณ์ค่าเงินในอนาคต ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้า ส่วนต่างระหว่างอัตราเงินเฟ้อของไทยกับอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ เงินสำรองระหว่างประเทศเทียบกับมูลค่าการนำเข้า อัตราการเปลี่ยนแปลงการเกินดุล (ขาดดุล) บัญชีเดินสะพัด ส่วนต่างระหว่างปริมาณเงินของไทยกับปริมาณเงินของสหรัฐฯ และการแทรกแซงของ ธนาคารแห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลค่าปริมาตรเงิน 1 เดือน มาศึกษาในช่วงเดือนกรกฎาคม 2540 ถึง มีนาคม 2542 ซึ่งเป็นช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการ

ระบบอัตราแลกเปลี่ยนของไทยมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่องตามเสถียรภาพและภาวะเศรษฐกิจของประเทศ ตั้งแต่ก่อนสงครามโลกครั้งที่ 2 ที่ประเทศไทยผูกค่าเงินบาทไว้กับเงินปอนด์ประเทศอังกฤษ โดยไม่มีกฎหมายควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตรา ต่อมาก็ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่โดยอิงกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แต่เนื่องจากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับเงินสกุลอื่นๆ ทำให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นมากกว่าที่ควรจะเป็น จึงทำให้เกิดผลเสียต่อระบบเศรษฐกิจไทย ดังนั้น ในปี 2527 ไทยจึงได้มีการปรับปรุงระบบอัตราแลกเปลี่ยน โดยผูกค่าเงินบาทไว้กับสกุลเงินของกลุ่มประเทศคู่ค้าที่สำคัญของไทย แทนที่จะผูกค่าเงินไว้กับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เพียงสกุลเดียว ต่อมาเศรษฐกิจไทยเริ่มประสบปัญหา และมีการเก็งกำไรในค่าเงินบาทอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี 2540 ในที่สุดประเทศไทยโดยกระทรวงการคลังและธนาคารแห่งประเทศไทย จึงได้มีการปรับเปลี่ยนมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการดังที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน

การซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าจะมีวัตถุประสงค์ 2 ประการ คือ เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน และการเก็งกำไรจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ส่วนการซื้อขายล่วงหน้าสามารถแบ่งตามวัตถุประสงค์ของการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน คือ การซื้อขายล่วงหน้าทางการค้า และการซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน

ผู้มีส่วนร่วมในตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า ประกอบด้วย ธนาคารพาณิชย์ นักแสวงหากำไร ผู้ประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับเงินตราต่างประเทศ ผู้ทำการป้องกันความเสี่ยง นักเก็งกำไร และธนาคารกลาง ซึ่งในการเข้ามามีส่วนร่วมในตลาดของพวกเขาเหล่านี้ขึ้นอยู่กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าและการคาดการณ์ค่าเงินในอนาคต โดยที่พวกเขาจะทำการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้ากับธนาคารพาณิชย์ที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า

จากการทดสอบพบว่า ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินบาทกับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ และส่วนต่างอัตราเงินเฟ้อระหว่างไทยกับสหรัฐฯ มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงค่าปริมาตรเงินในช่วงที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการในช่วงเวลาที่ได้ทำการศึกษานี้ เนื่องจากช่วงเวลาที่ศึกษานี้ อัตราดอกเบี้ยที่

เป็นตัวเงินของเงินบาทอยู่ในระดับที่สูงมาก ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินของเงินดอลลาร์สหรัฐอยู่ในระดับต่ำ ทำให้เกิดส่วนต่างอย่างมากระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินของเงินบาทกับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินของเงินดอลลาร์สหรัฐ จึงทำให้มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงค่าปริเมียมในด้านส่วนต่างระหว่างอัตราเงินเฟ้อ พบว่า ข้อมูลอัตราเงินเฟ้อของไทยอยู่ในระดับที่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ มาโดยตลอดและอัตราเงินเฟ้อของไทยก็เพิ่มในอัตราที่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ทำให้ส่วนต่างระหว่างอัตราเงินเฟ้อของไทยกับอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ อยู่ในระดับสูงและมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงค่าปริเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า

ส่วนตัวแปรอื่นๆ คือ อัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาที่ผ่านมา เงินสำรองระหว่างประเทศเทียบกับมูลค่าการนำเข้า อัตราการเปลี่ยนแปลงของการเกินดุล (ขาดดุล) บัญชีเดินสะพัด ส่วนต่างระหว่างปริมาณเงินของไทยกับปริมาณเงินของสหรัฐฯ และการแทรกแซงของธนาคารแห่งประเทศไทยไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของค่าปริเมียมได้อย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้เนื่องจากในช่วงแรกของการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการ ค่าเงินบาทได้อ่อนตัวลงอย่างรวดเร็วและต่อเนื่อง ซึ่งเป็นไปตามกระแสของตลาดที่เกิดความไม่เชื่อมั่นในค่าเงินบาทของนักลงทุน โดยที่ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจนั้นไม่สามารถนำมาใช้ในการคาดการณ์ค่าเงินบาทได้เลย

อภิปรายผลการศึกษา

จากการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าปริเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศ สามารถอธิบายปัจจัยต่างๆ ได้ดังนี้

ผลของส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินบาทกับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินของเงินดอลลาร์สหรัฐ ค่า $t = 4.2675$ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงค่าปริเมียมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 เมื่อส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินบาทกับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินของเงินดอลลาร์สหรัฐเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะมีผลให้ค่าปริเมียมเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.7964 ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Interest Rate Parity) โดยถ้าอัตราดอกเบี้ยเงินบาทอยู่ในระดับสูงก็จะมีเงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้ามาลงทุนเพื่อแสวงหากำไรจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย ทำให้เกิดความต้องการซื้อเงินบาทและขายเงินดอลลาร์ในตลาดทันทีและมีการขายเงินบาทและซื้อเงินดอลลาร์ในตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้ามากขึ้น ซึ่งทำให้ธนาคารพาณิชย์มีฐานะการดำรงสินทรัพย์เงินตราต่างประเทศอยู่ในฐานะขาดดุลมากเกินไป ธนาคารพาณิชย์จึงต้องทำการขายบาทและซื้อเงินดอลลาร์ในตลาดทันทีเข้ามาเพื่อให้ฐานะของธนาคารพาณิชย์ดังกล่าวอยู่ในภาวะสมดุล (square position) ไม่อยู่ในภาวะที่เสี่ยงเกินไป และเป็น

ไปตามข้อกำหนดของธนาคารแห่งประเทศไทย ดังนั้น ธนาคารพาณิชย์จึงจำเป็นต้องยอมกู้เงินบาทในตลาดเงิน โดยยอมเสียดอกเบี้ยเงินบาทและนำเงินดอลลาร์ไปฝากไว้ ซึ่งจะมีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยของเงินบาท ส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์ต้องมีต้นทุนเกิดขึ้นและเสียโอกาสในการนำเงินบาทไปลงทุนที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าธนาคารพาณิชย์ก็จะคิดค่าพรีเมียมสูงขึ้น ซึ่งส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินบาทกับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินของเงินดอลลาร์สหรัฐจึงมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับค่าพรีเมียม

ส่วนต่างระหว่างอัตราเงินเฟ้อระหว่างไทยกับสหรัฐฯ ค่า $t = 4.9003$ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงค่าพรีเมียมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ส่วนต่างระหว่างอัตราเงินเฟ้อระหว่างไทยกับสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะมีผลให้ค่าพรีเมียมเพิ่มขึ้นร้อยละ 8.4353 การปรับเปลี่ยนมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการ ส่งผลให้ราคาสินค้าสูงขึ้น เนื่องจากผู้นำเข้าที่มีต้นทุนที่คิดเป็นเงินบาทเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งแสดงว่ามีอัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น โดยประเทศไทยจะมีอัตราเงินเฟ้อสูงกว่าประเทศสหรัฐโดยเปรียบเทียบแล้ว ความสามารถในการส่งออกของประเทศจะลดลง และการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศสูงขึ้น ทำให้อุปทานของเงินตราต่างประเทศลดลง ขณะที่อุปสงค์ของเงินตราต่างประเทศเพิ่มขึ้น จึงทำให้ค่าเงินบาทอ่อนตัวลง แต่จากการที่ประเทศไทยเผชิญกับภาวะเศรษฐกิจตกต่ำอย่างรุนแรง ทำให้การนำเข้าลดลงมากกว่าการส่งออก จึงทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุล ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนเริ่มแข็งค่าขึ้น ซึ่งความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราเงินเฟ้อจะเป็นไปตามทฤษฎีอำนาจซื้อเสมอภาค (Purchasing Power Parity) และมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับค่าพรีเมียม

สำหรับตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาที่ผ่านมา เงินสำรองระหว่างประเทศเทียบกับมูลค่าการนำเข้า อัตราการเปลี่ยนแปลงของการเกินดุล (ขาดดุล) บัญชีเดินสะพัดของประเทศไทย ส่วนต่างระหว่างปริมาณเงินของไทยและปริมาณเงินของสหรัฐ และการแทรกแซงของธนาคารแห่งประเทศไทยไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงค่าพรีเมียมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้เนื่องจากประเทศไทยประกาศใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการทำให้การใช้ความเคลื่อนไหวของข้อมูลในอดีตมาคาดการณ์ค่าเงินในอนาคตไม่ถูกต้อง เพราะอัตราแลกเปลี่ยนจะเปลี่ยนแปลงไปตามกลไกของตลาดซึ่งจะไม่สอดคล้องกับทฤษฎี Rational Expectations ที่ว่าการคาดการณ์อย่างมีประสิทธิภาพ ผู้คาดการณ์จะทำการรวบรวมข้อมูลทางเศรษฐกิจในอดีตมาใช้ในการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต และจากการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการ ในช่วงแรกค่าเงินบาทได้มีความผันผวนอย่างมาก ค่าเงินบาทอ่อนตัวลงอย่างต่อเนื่องและไม่ได้เคลื่อนไหวไปตามกลไกของตลาด ทำให้ความต้องการขายเงินบาทในตลาดล่วงหน้าเป็นจำนวนมาก ส่งผลให้ค่าพรีเมียมปรับตัวสูงขึ้นอย่างมาก

นอกจากปัจจัยที่กล่าวข้างต้น การเปลี่ยนแปลงของค่าพรีเมียมยังได้รับอิทธิพลจากปัจจัยด้านอื่นๆ อีก เช่น

ปัจจัยด้านต้นทุนหรือความเสี่ยงของธนาคารพาณิชย์ในการให้บริการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าหรือค่าชดเชยความเสี่ยง นอกจากส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินบาทกับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินของเงินดอลลาร์สหรัฐแล้วยังมีความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจ สังคมการเมือง และความเสี่ยงที่ลูกค้าของธนาคารพาณิชย์จะผิดสัญญาในการทำสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า รวมไปถึงความสัมพันธ์ระหว่างธนาคารพาณิชย์กับลูกค้าแต่ละรายด้วย ถ้าลูกค้ารายใดเป็นลูกค้าชั้นดีธนาคารก็จะคิดค่าพรีเมียมต่ำกว่าลูกค้ารายอื่นๆ

ปัจจัยที่มีผลต่อการคาดการณ์ค่าเงินในอนาคต ซึ่งปัจจัยที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลเชิงปริมาณและเป็นปัจจัยภายในประเทศเป็นส่วนใหญ่ แต่การคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนยังมีปัจจัยภายนอกที่ควรต้องคำนึงถึงด้วย เช่น ค่าเงิน สกุลอื่นๆ ของประเทศเพื่อนบ้านในกลุ่มอาเซียนซึ่งมักจะมีผลให้ค่าเงินบาทเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน และการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของสถาบันต่างๆ เป็นต้น นอกจากนี้ เหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในต่างประเทศก็มีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐด้วยเช่นกัน เช่น ตัวเลขทางเศรษฐกิจต่างๆ ของสหรัฐฯ ได้แก่ อัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) ดัชนีการผลิตทางอุตสาหกรรม (Industrial Production) และผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศของสหรัฐฯ (GDP) เป็นต้น การร่วมมือกันของสมาชิกสหภาพยุโรปในการใช้นโยบายการเงินและเงินตราสกุลเดียวกันเพื่อมาทดแทนเงินดอลลาร์สหรัฐย่อมส่งผลกระทบต่อค่าเงินดอลลาร์สหรัฐในตลาดโลกอย่างแน่นอน รวมทั้งค่าเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐด้วยเช่นกัน

ผลการศึกษาในครั้งนี้ จะสอดคล้องกับงานศึกษาของ Fama (1984), Koedijk and Mack Ott (1987), Boyer and Adams (1988), MacDonald and Torrance (1990), Cavaglia, Verxxchoor and Wolff (1994) และ Lovenzo (1996) นั่นคือ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของค่าพรีเมียม คือ Risk Premium ซึ่งก็คือ ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ และการคาดการณ์ค่าเงินในอนาคต ในส่วนของงานการศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของค่าพรีเมียมในประเทศไทยก็ให้ผลที่สอดคล้องกันในด้านส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ แต่ปัจจัยที่มีผลต่อการคาดการณ์ค่าเงินในอนาคตแต่ละปัจจัยนั้นจะมีผลต่อการเคลื่อนไหวของค่าพรีเมียมแตกต่างกันตามช่วงเวลาการศึกษา คือ ผลการศึกษาของลิตพิพันธุ์ พบว่า ในช่วงระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของค่าพรีเมียม ได้แก่ การแทรกแซงตลาดของทางการ ในขณะที่ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของเงินบาทกับอัตราดอกเบี้ยของเงินดอลลาร์สหรัฐ นั้น มีผลต่อการเคลื่อนไหวของค่าพรีเมียมค่อนข้างน้อย เนื่องจากในช่วงเวลาดังกล่าว การ

คาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตจะไม่เกิดขึ้น ในภาวะปกติ แต่จะเกิดขึ้นเมื่อตัวเลขทางเศรษฐกิจทั้งของไทยและสหรัฐฯ มีการเปลี่ยนแปลง และในช่วงระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของค่าฟรีเมียม ได้แก่ เงินสำรองระหว่างประเทศเมื่อเทียบกับมูลค่าการนำเข้า ดุลบัญชีเดินสะพัดเมื่อเทียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และการแทรกแซงตลาดของทางการ ซึ่งในช่วงนี้การคาดการณ์ค่าเงินในอนาคตมีส่วนอย่างมากที่ทำให้ค่าฟรีเมียมผันผวนไปจากระดับปกติมากกว่าความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ

งานของวิเชียรและพิเชษฐ์ ในส่วนของปัจจัยที่มีผลต่อการคาดการณ์ค่าเงินในอนาคต จะให้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกับผลการศึกษาในครั้งนี้ คือ ดุลบัญชีเดินสะพัดเมื่อเทียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ซึ่งมีผลต่อการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยน และส่งผลถึงการเปลี่ยนแปลงของค่าฟรีเมียม (ในการศึกษานี้ใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงของการเกินดุล (ขาดดุล) บัญชีเดินสะพัด)

จากที่กล่าวข้างต้น จะเห็นว่า ปัจจัยหลักที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดค่าฟรีเมียม คือ ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ ในส่วนของปัจจัยการคาดการณ์ค่าเงินในอนาคตนั้นจะแตกต่างกัน เนื่องจากช่วงเวลาที่ทำการศึกษาจะแตกต่างกัน ทำให้การให้ความสำคัญกับตัวแปรทางเศรษฐกิจแตกต่างกันไปตามภาวะเศรษฐกิจนั้น ประกอบกับการศึกษาครั้งนี้ เป็นการศึกษาในช่วงระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการ ซึ่งในบางขณะเวลาอัตราแลกเปลี่ยนอาจมีความผันผวนผิดปกติ นักลงทุนไม่เชื่อมั่นในค่าเงินบาท ทำให้ค่าฟรีเมียมมีความผันผวนตามไปด้วย คือค่าฟรีเมียมปรับตัวสูงขึ้นอย่างมาก ทำให้ตัวแปรทางเศรษฐกิจต่างๆ ไม่มีผลต่อการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนซึ่งจะส่งผลถึงค่าฟรีเมียมในที่สุด ประกอบกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการ อัตราแลกเปลี่ยนจะถูกกำหนดตามอุปสงค์และอุปทานภายใต้กลไกของตลาด ดังนั้น จึงไม่อาจสามารถนำข้อมูลในอดีตมาทำนายอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต

ข้อจำกัดที่พบในการศึกษา

1. การที่ตัวแปรอิสระบางตัวไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงค่าฟรีเมียมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อาจมีสาเหตุมาจากขนาดตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีจำนวนเพียง 21 ตัวอย่าง ซึ่งถือได้ว่าเป็นตัวอย่างที่ไม่ใหญ่นักก็อาจเป็นสาเหตุอีกประการหนึ่งที่ทำให้ระดับนัยสำคัญทางสถิติของตัวแปรเหล่านั้นสูงเกินไป²⁵

²⁵ ดูรายละเอียดใน โสภณ ชันดีอาคม. สถิติสำหรับนักเศรษฐศาสตร์. กรุงเทพฯ : จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2526.

2. ในการศึกษาครั้งนี้ประสบกับปัญหาด้านข้อมูลค่าปริเมียม เนื่องจากยังไม่มีการจัดเก็บที่สมบูรณ์ ทำให้เป็นอุปสรรคในการศึกษา ดังนั้น หน่วยงานของรัฐที่เกี่ยวข้องควรจัดให้มีการเผยแพร่ข้อมูลค่าปริเมียมของทั้งระบบ เพื่อเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่ต้องการศึกษาและผู้สนใจ

ข้อเสนอแนะ

1. ในอนาคตระบบการเงินไทยจะต้องมีการพัฒนาต่อไปเรื่อยๆ เพื่อให้ทันกับสถานการณ์ที่เป็นอยู่ ซึ่งตลาดการเงินไทยต่างๆ และตลาดเงินตราต่างประเทศก็จะมีความเป็นสากลและมีประสิทธิภาพมากขึ้น ผู้เข้าร่วมตลาดและปริมาณธุรกรรมต่างๆ ก็จะมีมากขึ้น บริการและเครื่องมือทางการเงินก็จะมีหลากหลายมากขึ้น ดังนั้น ภาครัฐจึงควรมีการสนับสนุนให้มีการจัดตั้งตลาดอนุพันธ์ขึ้นเพื่อรองรับกับตราสารอนุพันธ์ต่างๆ ที่มีอยู่และเพื่อเสริมสภาพคล่องให้แก่ผู้ที่ครอบครองตราสารอนุพันธ์เหล่านั้นและเอื้อประโยชน์ต่อการเติบโตอย่างต่อเนื่องของตลาดอนุพันธ์ในประเทศไทยในอนาคต

2. ทางภาครัฐควรมีมาตรการกำกับดูแลการทำธุรกรรมด้านเงินตราต่างประเทศของผู้ที่มีส่วนร่วมในตลาดให้เข้มงวด เพื่อป้องกันความเสี่ยงที่อาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพและตลาดเงินภายในประเทศ

3. ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการ ความจำเป็นในการใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนจึงมีความสำคัญ และมีการใช้อย่างแพร่หลายมากขึ้นทั้งในภาคการเงินและภาคธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมระหว่างประเทศ ดังนั้นผู้ที่ต้องใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจะต้องมีความรู้เกี่ยวกับเงื่อนไขต่างๆ ของเครื่องมือแต่ละประเภท เพื่อใช้ในการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือดังกล่าวให้เหมาะสมในแต่ละสถานการณ์

²⁶ ตราสารอนุพันธ์เป็นข้อตกลงตามสัญญาหรือตราสารที่มูลค่าของมันขึ้นอยู่กับค่าของสินทรัพย์ชนิดหนึ่ง โดยที่สินทรัพย์นี้อาจเป็นสินทรัพย์ที่มีตัวตน เช่น สินทรัพย์เกษตร น้ำมันดิบ หรือเป็นสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน คือ เป็นสินทรัพย์ทางการเงิน เช่น หุ้นสามัญ ตัวเงินคลัง และพันธบัตรก็ได้ ในบางครั้งมูลค่าของตราสารอนุพันธ์อาจขึ้นอยู่กับระดับของตัวเลขทางการเงินตัวหนึ่ง อาทิ ดัชนีตลาดหุ้น อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ หรืออัตราดอกเบี้ยก็ได้