

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และงานศึกษาที่เกี่ยวข้อง

ในบทนี้จะประกอบด้วย 2 ส่วนด้วยกันคือ

- 2.1 การวัดและเปรียบเทียบระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ
 - 2.1.1 แนวคิดเกี่ยวกับการวัดระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ
 - 2.1.2 งานศึกษาที่เกี่ยวข้อง
- 2.2 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศกับการลงทุนรวม การออมรวมในประเทศและการออมรายภาคเศรษฐกิจ
 - 2.2.1 ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ
 - 2.2.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนและการออม
 - 2.2.3 งานศึกษาที่เกี่ยวข้อง

2.1 การวัดและเปรียบเทียบระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ

2.1.1 แนวคิดที่ใช้ในการศึกษา

ในการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศจากประเทศหนึ่งไปสู่อีกประเทศหนึ่งนั้น ผู้ลงทุนจะพิจารณาจากผลตอบแทนของการลงทุนเป็นเกณฑ์ประกอบการตัดสินใจ ภายใต้แนวคิดอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Interest Rate Parity) ที่อธิบายถึงการเคลื่อนย้ายเงินทุนระยะสั้น ได้กล่าวไว้ว่า ส่วนต่างของผลตอบแทนในสินทรัพย์ทางการเงินที่แตกต่างกันระหว่างตลาดการเงินภายในประเทศกับภายนอกประเทศ เราก็จะเลือกที่จะนำเงินไปลงทุนในที่ที่ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่า หากมีการรวมตัวทางการเงินกับตลาดโลกจริง การเคลื่อนย้ายเงินทุนเป็นไปอย่างสมบูรณ์ (Perfect capital mobility) ดังนั้นผลตอบแทนของสินทรัพย์ประเภทเดียวกันหรืออัตราดอกเบี้ยทั้งภายในและภายนอกประเทศก็ควรที่จะมีแนวโน้มเข้าหากัน ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนทั้งจากภายในประเทศและต่างประเทศก็ควรจะลดลงเรื่อย ๆ ดังนั้นถ้าส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในและภายนอกประเทศมีแนวโน้มเข้าหากัน หรือความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่าง 2 ประเทศยิ่งแคบลง นั้นย่อมเป็นเครื่องชี้ให้เห็นถึงระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศที่สูงขึ้น

จาก Edwards and Khan approach ที่พยายามจะวัดระดับของการเปิดเสรีการเคลื่อนย้ายเงินทุน โดยอธิบายจากปัจจัยที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยของประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งมีโครงสร้างระบบการเงินแบบกึ่งเปิดและปิด โดยตามกรอบการวิเคราะห์ของ Edwards and Khan คือ อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศในระบบการเงินแบบกึ่งเปิดและปิด (i_t) จะถูกกำหนดโดยค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักระหว่างอัตราดอกเบี้ยในระบบเศรษฐกิจการเงินแบบเปิดอย่างสมบูรณ์ (i^o) และอัตราดอกเบี้ยในระบบเศรษฐกิจการเงินแบบปิดอย่างสมบูรณ์ (i^c) ดังแสดงจากสมการ

$$i_t = \psi i^o_t + (1 - \psi) i^c_t$$

โดยที่ ψ คือ ดัชนีวัดความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศ หรือระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ

สำหรับระบบการเงินแบบเปิดอย่างสมบูรณ์ (ψ มีค่าเท่ากับ 1) อัตราดอกเบี้ยจะถูกกำหนดโดยความสัมพันธ์ที่เรียกว่า “Uncovered Interest Parity” กล่าวคือ หากเงินทุนสามารถไหลเข้าออกระหว่างประเทศได้อย่างเสรี ไม่มีการควบคุมการบริวรรตเงินตราต่างประเทศ ไม่มีต้นทุนการทำธุรกรรม มีความเท่าเทียมกันทางข้อมูลข่าวสาร และหน่วยเศรษฐกิจมีลักษณะเป็นกลางต่อความเสี่ยง (“Risk Neutral” Economic Agents) อัตราดอกเบี้ยในประเทศจะมีค่าเท่ากับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ (i^c_t) บวกด้วยอัตราการอ่อนตัวที่คาดการณ์ไว้ของเงินสกุลประเทศนั้น (Δe^e_t)

$$i_t = i^c_t + \Delta e^e_t$$

ในความเป็นจริงหน่วยเศรษฐกิจมีแนวโน้มหลีกเลี่ยงความเสี่ยงคือ (“Risk Aversed” Economic Agents) อัตราดอกเบี้ยในประเทศจึงอาจถูกกำหนดโดยความสัมพันธ์อีกแบบที่เรียกว่า “Covered Interest Parity” ดังนี้คือ

$$i_t = i^c_t + fw_t$$

โดยที่ fw_t คือ ค่าธรรมเนียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (forward premium)

สำหรับระบบเศรษฐกิจการเงินแบบปิดโดยสมบูรณ์ (ψ มีค่าเท่ากับ 0) อัตราดอกเบี้ยในประเทศจะถูกกำหนดโดยปัจจัยภายในทั้งหมด ตามความสัมพันธ์ที่เรียกว่า "Fisher equation" กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีค่าเท่ากับผลรวมของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (r_t) และอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ (π^e_t) ดังสมการ

$$i_t = r_t + \pi^e_t$$

ในกรณีของประเทศไทยซึ่งมีระบบเศรษฐกิจการเงินแบบกึ่งเปิดและปิด ($0 \leq \psi \leq 1$) อัตราดอกเบี้ยจึงถูกกำหนดโดยปัจจัยทั้งภายในประเทศและภายนอกประเทศ

2.1.2 งานศึกษาที่เกี่ยวข้องกับการวัดระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ

จากที่ได้ศึกษางานการศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการทดสอบและวัดระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (the level of international capital mobility) นั้นสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 แนวทางด้วยกัน ดังที่กล่าวไว้ในบทนำของงานศึกษาของ Bayoumi and Macdonald¹ โดยแนวทางแรก (Indirect Approach) การวัดระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุน พิจารณาได้จากความสัมพันธ์ระหว่างการออมและการลงทุน โดยมีแนวคิดในการทดสอบว่า ถ้าเงินทุนสามารถเคลื่อนย้ายได้อย่างเต็มที่แล้ว ดังนั้นก็ไม่มีเหตุผลหรือความจำเป็นที่ระดับของการออมในประเทศจะเป็นตัวสะท้อนระดับของการลงทุนในประเทศนั้น ๆ นั่นคือหากประเทศขาดแคลนเงินออมภายในประเทศ แต่มีศักยภาพในการลงทุน ก็จะมีเงินออมจากนอกประเทศไหลเข้ามาชดเชยเงินออมในประเทศแทน แต่ถ้ามีข้อจำกัดในการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศแล้ว การลงทุนภายในประเทศต้องอาศัยแหล่งเงินออมจากภายในประเทศเท่านั้น ทำให้การออมภายในประเทศมีความสัมพันธ์กันกับการลงทุนภายในประเทศ โดยที่ในปี 2523 Feldstein and Horioka² ผู้ริเริ่มแนวความคิดเกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุน การตีความหมายและการนำไปใช้ จนกลายเป็นจุดเริ่มต้นที่สำคัญของการโต้แย้งเกี่ยวกับแนวความคิดของการเคลื่อนย้ายเงินทุน โดยทั้งสองคน ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการออมกับการลงทุน การวิเคราะห์โดยใช้สมการถดถอย ข้อมูลรายปีที่ใช้เป็นข้อมูลตัดขวางจากประเทศในกลุ่ม OECD

¹ อ้างจากบทนำของ Tamim Bayoumi and Ronald Macdonald. Consumption, Income, and International Capital Flow. *IMF Staff Papers* 42, 3 (September 1995) : 552-576.

² Martin Feldstein and Charles Horioka. Domestic Saving and International Capital Flow. *The Economic Journal* 90 (June 1980) : 314-329.

จำนวน 16 ประเทศด้วยกัน ระหว่างปี 1960 - 1974 ผลการศึกษาพบว่า การลงทุนและการออมระหว่างประเทศในกลุ่ม OECD นั้นมีความสัมพันธ์กันสูงมาก จากการศึกษาพบว่า การลงทุนและการออมมีความสัมพันธ์กันโดยมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่มีนัยสำคัญแตกต่างจากหนึ่ง ทำให้เขาสรุปว่าการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศยังมีระดับต่ำอยู่ นอกจากนี้ก็มีงานศึกษาเกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนในแนวทางเดียวกันนี้อีกหลายชิ้นที่ได้ผลการศึกษาไปในแนวทางเดียวกันกับงานศึกษาของ Feldstein and Horioka

แต่แนวคิดในการทดสอบความสัมพันธ์ของการออมกับการลงทุน ก็ดูเหมือนจะเป็นการทดสอบทางอ้อมจนเกินไปในการวัดระดับของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ จากงานศึกษาที่ผ่านมาพบว่า การออมกับการลงทุนมีความสัมพันธ์กันสูง สามารถที่จะอธิบายได้ว่าทั้งการลงทุนและการออมมักจะมีแนวโน้มไปด้วยกันตามสถานะเศรษฐกิจหรือปัจจัยทางมหภาค หากจะต้องการศึกษาในประเด็นเหล่านี้ก็ควรจะทำการศึกษาโดยตรงในแนวคิดของอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Interest Rate Parity) เพื่อที่จะวัดระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนหรืออีกนัยหนึ่งคือการเปิดเสรีทางการเงิน เช่นเดียวกับ Tesar³ ที่กล่าวว่า นัยของความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนกับการออมนั้นไม่เหมาะสมที่จะนำมาตีความหมายในเรื่องของการวัดระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ

ในปี 2537 งานศึกษาของ Obstfeld⁴ ได้เสนอแนวทางใหม่ในการวัดการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ หรือการเปิดเสรีตลาดการเงินระหว่างประเทศ โดยอาศัยแบบแผนการบริโภคข้ามประเทศ (consumption patterns across countries) แนวคิดดังกล่าวมีอยู่ว่า แนวทางหรือวิธีการบริโภค ข้าม/ระหว่าง ประเทศ ควรที่จะเคลื่อนไหวไปในทางเดียวกัน จะสะท้อนความปรารถนาของแต่ละบุคคลในการบริโภคที่ต้องการสวัสดิการสูงสุด ซึ่งต่อมา Bayoumi and Macdonald ก็ได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมในแนวทางนี้อีก แต่เนื่องจากเป็นแนวทางที่ยังใหม่อยู่ ดังนั้นงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแนวความคิดดังกล่าวจึงยังไม่เป็นที่แพร่หลายมากนัก

ในส่วน of แนวทางที่สอง (Direct Approach) อาศัยพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในนาม (nominal interest rate) มาใช้ในการวัดระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุน การ

³ Linda L. Tesar Saving, Investment, and International Capital Flows. *Journal of International Economics* 31 (August 1991) : 55-78.

⁴ อ่านเพิ่มเติมได้ใน Maurice Obstfeld. Are Industrial - Country Consumption Risks Globally Diversified? in *Capital Mobility : The Impact on Consumption, Investment, and Growth*. Ed. by Leonardo Leiderman and Assaf Razin. Cambridge : Cambridge University Press. 1994.

ทดสอบกระทำโดยการเปรียบเทียบการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศ (onshore) และอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ (offshore) โดยเทียบเป็นเงินสกุลในประเทศ โดยมีแนวคิดในการทดสอบคือ ถ้าไม่มีการกีดกันการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศแล้ว อัตราดอกเบี้ยทั้งภายในประเทศและต่างประเทศควรที่จะเคลื่อนไหวเข้าใกล้กันและไปในทางเดียวกัน เพื่อที่จะกำจัดโอกาสในการแสวงหากำไรจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย (arbitrage opportunities) ในทางตรงกันข้ามหากมีข้อจำกัดในการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศแล้ว อัตราดอกเบี้ยภายในและภายนอกประเทศก็จะแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ งานศึกษาเริ่มแรกในปี 2528 ของ Edwards and Khan⁵ ได้สร้างแบบจำลองเพื่อศึกษาถึงกระบวนการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศกำลังพัฒนา เพื่อหาค่าความเข้มข้นของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (degree of capital mobility) โดยได้เลือกศึกษาจากประเทศกำลังพัฒนา 2 ประเทศได้แก่ ประเทศโคลัมเบีย และประเทศสิงคโปร์ เนื่องจากเห็นว่าทั้งสองประเทศมีความแตกต่างกันอย่างมากทั้งการพัฒนาลาดเงินในประเทศ และการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ การประมาณค่าโดยวิธี OLS โดยผลการศึกษาของประเทศโคลัมเบีย ชี้ให้เห็นว่าทั้งตัวแปรภายในประเทศและตัวแปรต่างประเทศต่างก็มีส่วนในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศด้วยกัน นั่นคืออัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศยังมีความแตกต่างกันอยู่ ส่วนผลการศึกษาของประเทศสิงคโปร์นั้น ภาคต่างประเทศจะมีผลในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในประเทศเพียงอย่างเดียว อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศมีขนาดใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ชี้ให้เห็นว่าระบบการเงินของประเทศสิงคโปร์มีความเชื่อมโยงอย่างมากกับระบบการเงินต่างประเทศ นั่นคือเงินทุนเคลื่อนย้ายสามารถกระทำได้อย่างเสรี

งานศึกษาในปี 2538 ของ สุพรรณิ พัทธมาสกุล⁶ ได้ศึกษาหาความเข้มข้นของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ โดยอาศัยแบบจำลองของ Edwards and Khan การศึกษาได้ใช้ข้อมูลรายเดือนระหว่างเดือนมกราคม 2528 ถึงเดือนธันวาคม 2536 เนื่องจากว่าข้อมูลรายได้ประชาชาติเป็นข้อมูลรายปี ดังนั้นจึงได้ทำการประมาณข้อมูลรายได้ประชาชาติที่แท้จริงรายเดือนโดยวิธี Quadratic Loss Function แทน ผู้ศึกษาได้คำนึงถึงว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย ย่อมเกิดความล่าช้าในการปรับตัว จึงได้ศึกษาทั้งกรณีการปรับตัวแบบ Partial Adjustment และกรณีการปรับตัวแบบ Error Correction Model โดยผลจากการศึกษาทั้งสองกรณี ให้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกัน

⁵ Sebastian Edwards and Mohsin S. Khan. Interest Rate Determination in Developing Countries: A Conceptual Framework. IMF Staff Papers 32, 3 (September 1985) : 377-403.

⁶ สุพรรณิ พัทธมาสกุล ผลของค่าความเข้มข้นของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศต่อนโยบายการเงินในประเทศไทย วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ 2538

กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยในประเทศได้รับอิทธิพลจากปัจจัยภาคต่างประเทศค่อนข้างมาก ในระยะยาว ประเทศไทยนับว่ามีระบบการเงินค่อนข้างเปิดเสรี ส่งผลให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนสามารถกระทำได้สะดวกมากขึ้น นอกจากนี้ยังมีการศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ โดยพบว่าเมื่อเปรียบเทียบช่วงก่อนและหลังจากมีมาตรการผ่อนคลายทางการเงิน อัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มที่จะสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมากขึ้น

ต่อมาในปีเดียวกัน Anuchat Prakartchai ⁷ ได้ทำการทดสอบตามแนวคิดนี้อีกครั้ง ตามแบบจำลองของ Edwards and Khan แต่ทำการทดสอบโดยอาศัยข้อมูลรายเดือนระหว่างเดือนมกราคม 2528 ถึงเดือนธันวาคม 2537 โดยที่ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Y) ที่มีปัญหาในการขาดข้อมูลที่ไม่ใช่รายปีนั้น ผู้วิจัยได้ใช้ตัวแปร "ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน" เป็นตัวแทน (proxy) ผลผลิตมวลรวมภายในประเทศ โดยจากผลการศึกษาพบว่า อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศมีความเชื่อมโยงกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมากขึ้น ทำให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนสะดวกมากขึ้น แต่ถึงกระนั้นก็ตาม ในแนวคิดของการประมาณผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ทางด้านรายจ่าย (Expenditure Approach) ที่ต้องประกอบไปด้วยการบริโภคของภาคเอกชน การลงทุนของภาคเอกชน การบริโภคและการลงทุนของรัฐบาล และปริมาณการนำเข้าและส่งออกสุทธิอีกด้วย ดังนั้นการใช้ตัวแปร "ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน" เป็นตัวแทน (proxy) ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศย่อมไม่สมเหตุสมผล เช่นเดียวกับงานศึกษาของ รังสรรค์ หทัยเสรี ⁸ ทำการศึกษาเพิ่มเติมในเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการเปิดเสรีของระบบการเงินของไทย หลังจากที่ทางการได้ดำเนินนโยบายการเงินแบบเสรีมาเป็นลำดับ ในการศึกษาโดยพื้นฐานแล้วจะอิงกับแบบจำลองมาตรฐานทางเศรษฐมิติที่เสนอโดย Edwards and Khan โดยอาศัยข้อมูลรายไตรมาสระหว่างไตรมาสแรกของปี 2523 ถึงไตรมาสที่สี่ของปี 2537 ผู้วิจัยได้ปรับปรุงแบบจำลองดังกล่าว โดยเพิ่มเติมตัวแปรบางตัวเข้าไปในแบบจำลองคือ อุปสงค์ทางการเงิน นอกจากนี้จะขึ้นอยู่กับรายได้และดอกเบี้ยแล้วยังสมมติให้ขึ้นอยู่กับตัวแปรที่แสดงผลกระทบของนวัตกรรมทางการเงินต่อระดับความต้องการถือเงิน (นวัตกรรมทางการเงินใหม่ ๆ อาทิ เช่น Automatic teller machines : ATMs , Electronic fund transfer : EFTs และบัตรเครดิต) น่าจะทำให้ความต้องการถือเงินมีปริมาณลดลง การประมาณผลทางเศรษฐมิติตามแบบจำลอง โดยวิธี Cointegration และ Error Correction Model พบว่าช่วงระหว่างปี 1980 ถึงปี 1994 อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศมีการเคลื่อนไหวอย่างมีเสถียรภาพกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ

⁷ Anuchat Prakartchai. Impact of Financial Liberalization on Domestic Interest Rates. Master's Thesis. Faculty of Economics. Chulalongkorn University. 1995.

⁸ รังสรรค์ หทัยเสรี ดัชนีความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศ : ผลการวิเคราะห์เพิ่มเติม รายงานเศรษฐกิจรายเดือน ธนาคารแห่งประเทศไทย (สิงหาคม 2538) : 11-25

ในปี 2539 งานศึกษาของ เมทีนี สุภสวัสดิ์กุล⁹ ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยกำหนดการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศในช่วงที่ทางการได้เริ่มยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ย (กรกฎาคม 2532-ธันวาคม 2538) และศึกษาผลกระทบของการผ่อนคลายการควบคุมปริวรรตเงินตราต่างประเทศต่อระดับความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศ ผลการศึกษา ปัจจัยที่กำหนดดุลยภาพของอัตราดอกเบี้ยในระยะยาวได้แก่ อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศและค่าธรรมเนียมการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน สำหรับระดับความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศนั้นพบว่า มีค่าเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ ในช่วงที่ทางการได้ผ่อนคลายการควบคุมปริวรรตเงินตราต่างประเทศ

ย้อนไปในปี 2533 Haque and Montiel¹⁰ ได้พัฒนาแบบจำลองของ Edwards and Khan ขึ้น โดยศึกษาหาค่าความเข้มข้นของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศในประเทศกำลังพัฒนาจำนวน 15 ประเทศ อาศัยข้อมูลรายปีระหว่างปี 2512-2530 โดยศึกษาประเทศในแถบเอเชีย 6 ประเทศ ประเทศในแถบแอฟริกา 4 ประเทศ ประเทศในแถบลาตินอเมริกา 3 ประเทศ ประเทศในแถบยุโรป 2 ประเทศ ผลการศึกษาของทั้ง 15 ประเทศจะได้ว่าค่าความเข้มข้นของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยสามารถแบ่งตามระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศได้เป็น 3 กลุ่มคือ กลุ่มที่การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศสูง ได้แก่ กัวเตมาลา อินโดนีเซีย เคนยา มาเลเซีย โมร็อกโค ฟิลิปปินส์ ศรีลังกา ตุนิเซีย อุรุกวัย แซมเบีย กลุ่มที่ยังมีการกีดกันการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศอยู่ คือ อินเดีย และกลุ่มประเทศที่มีการผ่อนคลายการกีดกันมากขึ้นคือ บราซิล จอร์แดน มัลดีวา และตุรกี ต่อมาในปี 2534 ได้มีงานศึกษาของ Robinson, Byeon, Teja and Tseng¹¹ ได้ศึกษาถึงความเข้มข้นของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของประเทศไทยทั้งในระยะสั้นและระยะยาว การศึกษาอาศัยข้อมูลรายไตรมาสระหว่างไตรมาสแรกของปี 2521 ถึงไตรมาสที่ 4 ของปี 2533 รวม 52 ไตรมาส การศึกษานั้นได้ใช้ทั้งแบบจำลองของ Edwards and Khan และของ Haque and Montiel วิธีการประมาณค่าแบบ Ordinary Least Square โดยผลการศึกษาพบว่า การศึกษาตามวิธีการของ Haque and Montiel ดังกล่าว ได้

⁹ เมทีนี สุภสวัสดิ์กุล ปัจจัยกำหนดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและดัชนีความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศ รายงานเศรษฐกิจรายเดือน ธนาคารแห่งประเทศไทย (กุมภาพันธ์ 2539) : 13-29

¹⁰ Nadeem U. Haque and Peter J. Montiel. Capital Mobility in Developing countries – Some Empirical Tests. IMF Working Paper WP/90/117 (December 1990) : 1-12.

¹¹ David Robinson ; Yangho Byeon and Ranjit Teja ; with Wanda Tseng. Thailand : Adjustment to Success Current Policy Issues. International Monetary Fund, Washington DC. Occasional Paper (August 1991) : 39-48.

ผลออกมาเป็นการยืนยันผลการศึกษาเช่นเดียวกับของ Edwards and Khan ที่ว่าตลาดการเงินของไทยค่อนข้างจะเป็นตลาดการเงินแบบเปิด ดูได้จากค่าสัมประสิทธิ์ของการเปิดเสรีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศที่ค่อนข้างสูงประมาณ 0.59

จะเห็นได้ว่างานศึกษาที่เกี่ยวข้องกับการวัดระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศดังกล่าวมานั้น ส่วนมากแล้วจะอิงกับแบบจำลองมาตรฐานของ Edwards and Khan เป็นส่วนใหญ่ ไม่ว่าจะเป็นงานศึกษาของ Robinson และคณะ เช่นเดียวกับงานศึกษาของ Anuchat Prakartchai ที่ได้ใช้ดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน เป็นตัวแทน (proxy) ผลกระทบโดยรวมภายในประเทศ นอกจากนี้ก็มีงานศึกษาของ รังสรรค์ หทัยเสรี ที่ได้เพิ่มตัวแปรของนวัตกรรมทางการเงินเข้าไปในแบบจำลองด้วย งานศึกษาของ สุพรรณิ พัดมาสกุล ก็ได้ศึกษาโดยใช้ แบบจำลองของ Edwards and Khan ด้วยเช่นกันแต่ได้ใช้วิธีการประมาณค่าตัวแปรจากแบบจำลองโดยวิธีการ Cointegration and Error Correction Model นอกจากนี้งานศึกษาของ Haque and Montiel ที่ได้พัฒนาแบบจำลองของ Edwards and Khan ซึ่งเป็นการวัดระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศขึ้นมาใหม่ โดยตามวิธีการของ Haque and Montiel ที่มีข้อสมมติฐานว่า อัตราดอกเบี้ยในประเทศ ถูกกำหนดมาจากฟังก์ชันความต้องการถือเงิน ซึ่งต่างจากแบบจำลองของ Edwards and Khan ที่มีข้อสมมติฐานว่า อัตราดอกเบี้ยในประเทศถูกกำหนดขึ้นมาจากทั้งปัจจัยภายในประเทศและต่างประเทศ และงานศึกษาของ Robinson และคณะ ก็ได้นำแบบจำลองของ Haque and Montiel มาเพื่อใช้ในการศึกษาถึงระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของประเทศไทย ระหว่างปี 2521-2533 ซึ่งจะเห็นว่า ในช่วงดังกล่าวคือประมาณกลางปี 2532 ประเทศไทยเริ่มมีการนำมาตรการผ่อนคลายทางการเงินมาใช้ ดังนั้นช่วงเวลาของข้อมูลที่ Robinson และคณะ ใช้ศึกษานั้นจึงไม่ได้ชี้ให้เห็นถึงผลกระทบของการใช้มาตรการผ่อนคลายทางการเงินที่จะมีต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศอย่างชัดเจน จึงเห็นสมควรที่จะทำการศึกษาเพิ่มเติมต่อจาก Robinson และคณะ กล่าวคือเมื่อทางการดำเนินนโยบายผ่อนคลายทางการเงินแล้วจะส่งผลกระทบต่อระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศอย่างไร ภายหลังจากมีการผ่อนคลายทางการเงิน โดยนำแบบจำลองของ Haque and Montiel มาใช้ในการศึกษา

2.2 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศกับการลงทุนรวม การออมรวมในประเทศและการออมรายภาคเศรษฐกิจ

ทฤษฎีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศโดยส่วนใหญ่จะขึ้นอยู่กับความแตกต่างทางด้านอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ นอกจากนี้ปัจจัยภายนอก โดยเฉพาะอย่างยิ่งอัตราดอกเบี้ยของตลาดโลกเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ อย่างไรก็ตามยังมีปัจจัยที่เป็นพื้นฐานทั่ว ๆ ไป ของประเทศที่จะมีผลกระทบต่อการดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศอีกมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในขณะตลาดการเงินของโลกมีความใกล้ชิด และเชื่อมโยงกันมากขึ้น

2.2.1 ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ

ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการไหลเข้า-ออกของเงินทุนจากต่างประเทศ สามารถแบ่งออกได้เป็นปัจจัยภายในประเทศ ซึ่งเกี่ยวข้องกับมาตรการหรือนโยบายของรัฐบาล โดยเป็นปัจจัยที่สะท้อนถึงโอกาสและความเสี่ยงในการลงทุนของนักลงทุนจากต่างประเทศ

1. **พื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศ** อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระดับสูงรวมทั้งพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่เข้มแข็งของประเทศเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนใช้พิจารณาประกอบการตัดสินใจในการนำเงินเข้ามาลงทุน เช่น ประเทศไทย อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศอยู่ในระดับสูงมาตลอดตั้งแต่ปี 2530 เป็นปัจจัยหนึ่งที่ดึงดูดให้ชาวต่างประเทศนำเงินมาลงทุนในประเทศ

2. **อัตราดอกเบี้ย** ทฤษฎีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ เช่น ทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Interest Rate Parity) อธิบายว่าการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ จะขึ้นอยู่กับความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ โดยเงินทุนจะเคลื่อนย้ายไปสู่ประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าโดยเปรียบเทียบ เช่น ประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ เพื่อดึงดูดการลงทุนจากต่างประเทศ

3. **อัตราแลกเปลี่ยน** จะเกี่ยวข้องกับผู้ลงทุนชาวต่างประเทศโดยตรง เนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนจะมีผลกระทบต่อผลตอบแทนการลงทุนเมื่อแปลงเป็นเงินสกุลต่างประเทศ โดยที่อัตราแลกเปลี่ยนที่มีเสถียรภาพ จะจูงใจให้ผู้ลงทุนชาวต่างประเทศมั่นใจที่จะนำเงินเข้ามาลงทุนมากกว่า แต่ถ้า

อัตราแลกเปลี่ยนของประเทศไม่มั่นคง เช่นคาดการณ์ว่าประเทศจะมีการลดค่าเงิน ทำให้ชาวต่างประเทศไม่มั่นใจในเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน ทำให้เป็นอุปสรรคต่อการลงทุนจากต่างประเทศ

4. นโยบายการเปิดเสรีทางการเงิน การเปิดเสรีทางการเงินและลดการกีดกันการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ การดำเนินกิจการวิเทศธนกิจ รวมทั้งการออกตราสารทางการเงินใหม่ ๆ แบบต่าง ๆ ทำให้ช่องทางการระดมทุนจากต่างประเทศเปิดกว้างและง่ายขึ้น การไหลเข้า-ออกของเงินทุนจากต่างประเทศเป็นไปได้โดยเสรีมากขึ้น ส่งผลให้มีเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศมากขึ้น

5. การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศ เมื่อประเทศมีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง กล่าวคือระดับการลงทุนในประเทศสูงกว่าระดับเงินออมในประเทศที่มีอยู่ทำให้มีความต้องการเงินทุนจากต่างประเทศเพื่อชดเชยช่องว่างของเงินออมดังกล่าว

6. ภาระหนี้ต่างประเทศ ประเทศที่มีการก่อหนี้กับต่างประเทศในระดับสูง โดยเฉพาะเมื่อเปรียบเทียบกับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่ประเทศนั้น ๆ มีอยู่ อาจทำให้ชาวต่างประเทศไม่มั่นใจที่จะนำเงินเข้าไปลงทุน เนื่องจากคาดว่าประเทศนั้น ๆ จะมีความสามารถในการชำระหนี้ลดลง

นอกจากนี้ยังมีปัจจัยภายนอกประเทศอีก ที่ไม่เกี่ยวข้องกับมาตรการหรือนโยบายของรัฐบาล หรือเป็นปัจจัยที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของประเทศ เช่น การเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ อัตราผลตอบแทนโดยเปรียบเทียบของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ ภาวะเศรษฐกิจของประเทศอื่น ๆ ในโลก นอกจากนี้ภายใต้ระบบการเงินโลกที่อยู่ในช่วงการสร้างความตึงเครียดระหว่างประเทศ ทำให้เกิดช่องว่างการแสวงหากำไรจากการค้าเงินและค่าหลักทรัพย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปัจจุบันนี้ การไหลเข้า-ออกของเงินทุนยังขึ้นอยู่กับการดำเนินงานของสถาบันการเงินหรือกองทุนประกันความเสี่ยง (HEDGE FUNDS) ที่เริ่มมีบทบาทมากขึ้นในตลาดการเงินยุคปัจจุบัน

2.2.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนและการออม

2.2.2.1 นิยามศัพท์

การออม หมายถึง รายได้ที่ยังไม่ได้ใช้ไปในการซื้อสินค้าและบริการเพื่ออุปโภคและบริโภคในระยะเวลาหนึ่ง หรือ หมายถึง ส่วนแตกต่างของรายได้ และรายจ่ายที่ใช้ในการอุปโภคบริโภค

การออมประชาชาติสุทธิ (Net National Savings) เท่ากับ การออมของภาคครัวเรือน บวกด้วย การออมของภาครัฐกิจ บวกด้วย การออมของภาครัฐบาล

การออมประชาชาติเบื้องต้น (Gross National Savings : GNS) เท่ากับ การออมประชาชาติสุทธิ บวกด้วย ค่าเสื่อมราคาของการบริโภคสินค้าทุนถาวรคงที่ (provision for consumption of fixed capital)

การออมภายในประเทศเบื้องต้น (Gross Domestic Savings : GDS) เท่ากับการออมประชาชาติเบื้องต้น บวกด้วย การออมจากต่างประเทศ (foreign savings) และบวกด้วย ค่าความคลาดเคลื่อนทางสถิติ (statistical discrepancy) ซึ่งจะมีค่าเท่ากับ การลงทุนหรือการสะสมทุนในประเทศเบื้องต้น (Gross Domestic Investment : GDI)

2.2.2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการออม

การออมภาคครัวเรือน

ภาคครัวเรือน ตามบัญชีประชาชาติ ครอบคลุมถึงครัวเรือนตามปกติ เอกชนที่มีได้แสวงหากำไร กิจกรรมที่มีโชตินิติบุคคล ซึ่งได้แก่ ผู้ประกอบอาชีพเกษตรกรรม และผู้ประกอบอาชีพอิสระต่างๆ ในทางเศรษฐศาสตร์ การออมภาคครัวเรือน หมายถึง รายได้ที่ยังไม่ได้จ่ายไปเพื่ออุปโภคบริโภค หรือ อาจหมายถึง ส่วนต่างของรายได้ (current income) กับรายจ่าย (current expense) ตามคำจำกัดความของกองบัญชีประชาชาติ การออมภาคครัวเรือน หมายถึง รายได้พึงใช้จ่ายของครัวเรือน (disposable incomes) หักด้วยรายจ่ายของครัวเรือน (personal outlay)

สมการอธิบายพฤติกรรมกรรมการออมของภาคครัวเรือน

การออมภาคครัวเรือน = รายได้พึงใช้จ่ายของครัวเรือน - รายจ่ายของครัวเรือน

การออมของภาคธุรกิจ (ธุรกิจเอกชน สถาบันการเงิน และรัฐวิสาหกิจ)

เงินออมโดยทั่วไป หมายถึงรายได้ที่เหลือจากหักรายจ่ายเพื่อการบริโภค ความหมายนี้สามารถเข้าใจได้ชัดเจนสำหรับกรณีที่พิจารณาถึง ภาคครัวเรือน หรือ ภาครัฐบาล แต่สำหรับภาคธุรกิจแล้ว ส่วนต่างระหว่างรายได้กับค่าใช้จ่ายดังกล่าว ก็คือ กำไร และเมื่อหักภาษีเงินได้นิติบุคคลแล้วก็จะเป็นกำไรสุทธิของธุรกิจ แต่ยังมีใช้เงินออมของธุรกิจ เพราะธุรกิจมีภาระผูกพันกับเจ้าของแหล่งเงินทุน โดยนำกำไรสุทธิไปจ่ายเป็นเงินปันผล หลังจากนั้นธุรกิจจึงจะเก็บรายได้ส่วนที่เหลือเป็นเงินออมสุทธิเพื่อใช้ลงทุนต่อไป (โดยส่วนที่ไม่ได้จ่ายเป็นเงินปันผลนี้เรียกว่า เงินออมสุทธิ)

ดังนั้นเงินออมของภาคธุรกิจ คือ กำไรสุทธิลบด้วยเงินปันผล บวกกับสำรองและค่าเสื่อมราคา ซึ่งเป็นรายจ่ายประเภททุนที่ธุรกิจต้องกันไว้สำหรับการลงทุนทดแทนเครื่องจักรอุปกรณ์ หรือ ทรัพย์สินถาวรต่าง ๆ ที่ใช้ในปัจจุบันและหมดอายุในระยะเวลาข้างหน้า

สมการอธิบายพฤติกรรมกรรมการออมของภาคธุรกิจ องค์ประกอบของเงินออมธุรกิจแบ่งออกเป็น

$$\text{เงินออมสุทธิ} = \text{กำไรสุทธิ} - \text{เงินปันผล}$$

$$\text{เงินออม} = \text{กำไรสุทธิ} - \text{เงินปันผล} + \text{สำรองและค่าเสื่อมราคา}$$

การออมของภาครัฐบาล

เงินออมของภาครัฐบาลหรืออีกนัยหนึ่ง ดุลการคลังหรือการเกินดุลการคลังของภาครัฐบาลนั้นหมายถึงรายได้ที่เหลือจากค่าใช้จ่าย ตามคำจำกัดความของกองบัญชีประชาชาติ รายรับและรายจ่ายของภาครัฐบาลมีส่วนประกอบดังนี้คือ

รายรับของภาครัฐบาลประกอบด้วย รายได้จากทรัพย์สินและการประกอบการของรัฐบาล ประกอบด้วย กำไรจากรัฐวิสาหกิจ ค่าเช่าอสังหาริมทรัพย์ เงินผลประโยชน์ ค่าธรรมเนียม และรายได้จากดอกเบี้ย ภาษีทางอ้อม ประกอบด้วย ภาษีและค่าธรรมเนียมต่าง ๆ เช่น ภาษีการค้า ภาษีสุราและเครื่องดื่ม ภาษีสินค้าเข้า-ออก ค่าใบอนุญาต ภาษีเงินได้นิติบุคคล เงินโอนต่าง ๆ เช่น จากครัวเรือนจากนิติบุคคล จากต่างประเทศ ฯลฯ ลบด้วยดอกเบี้ยหนี้สาธารณะทั้งดอกเบี้ยหนี้ในประเทศ และดอกเบี้ยหนี้ต่างประเทศ และอื่น ๆ

ทางด้านรายจ่ายของภาครัฐบาลประกอบด้วย การบริโภคของภาครัฐบาลโดยรายจ่ายเพื่อการบริหารงานถือเป็นการบริโภคของภาครัฐบาล รายจ่ายเงินอุดหนุนจากรัฐบาล รายจ่ายของรัฐบาลในรูปของสวัสดิการสังคม รายจ่ายเงินโอนที่รัฐบาลจ่ายให้ครัวเรือนและสถาบันไม่แสวงหากำไร รายจ่ายเงินโอนอื่น ๆ

สมการอธิบายพฤติกรรมการออมของภาครัฐบาล

การออมภาครัฐบาล (การเกินดุลการคลังภาครัฐบาล) = รายรับของภาครัฐบาล - รายจ่ายของภาครัฐบาล

2.2.2.3 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนและการออม

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน

แบบจำลองของตัวเร่งอย่างง่าย¹² (The Accelerator Model) โดยที่ J.M. Clark ได้ อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนกับผลผลิต ซึ่งสามารถเขียนเป็นสมการได้ว่า

$$K_t^* = aY_t \quad (1)$$

โดยที่ K_t^* คือทุนที่ต้องการ , a คือสัดส่วนของทุนต่อผลผลิตที่ต้องการ , Y_t คือผลผลิต

แต่เนื่องจาก “การลงทุนรวม” (gross investment) ในขณะหนึ่งหมายถึง ค่าที่แตกต่างกันระหว่างสต็อกของทุนที่ต้องการ (K_t^*) กับสต็อกของทุนที่มีอยู่ในขณะนั้น (K_{t-1}) หรือที่เกิดขึ้นจริงบวกด้วยค่าเสื่อมของทุน

$$I_t = K_t^* - K_{t-1} (1-\delta) \quad (2)$$

หรือ $I_t = K_t^* - K_{t-1} + \delta K_{t-1}$

เมื่อ I_t คือการลงทุนรวม , δ คืออัตราค่าเสื่อมของทุน

จาก (2) หากเราให้ $K_t^* = K_t$ ฉะนั้นเมื่อสิ้นสุดเวลาที่ t สต็อกของทุนที่ต้องการหรือที่มีอยู่ในขณะนั้นจะเท่ากับสต็อกของทุนในงวดที่แล้วลบด้วยค่าเสื่อมของทุนและบวกด้วยการลงทุน

¹² มณิศร์ พันธกุลาก เศรษฐศาสตร์มหภาควิเคราะห์ : ทฤษฎีและนโยบาย กรุงเทพมหานคร : จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย 2538 : 129-133

$$K_t = K_{t-1} (1-\delta) + I_t \quad (3)$$

ในกรณีที่โครงการลงทุนสามารถเสร็จสิ้นภายในช่วงเวลาเดียวกัน ค่าของ K_t จะเท่ากับ K_t^* ดังนั้นสมการที่ (1) และสมการที่ (2) เขียนใหม่ได้ว่า

$$K_t^* = aY_t \quad (4)$$

$$I_t = K_t^* - K_{t-1}^* + \delta K_{t-1} = \text{การลงทุนสุทธิ (net investment)} \quad (5)$$

แทนค่าสมการที่ (4) ลงในสมการที่ (5) จะได้

$$I_t = a(Y_t - Y_{t-1}) + \delta K_{t-1} \quad (6)$$

สมการที่ (6) แสดงให้เห็นว่า การลงทุนรวมจะประกอบด้วย การเปลี่ยนแปลงของผลผลิต และค่าเสื่อมราคา หรือพูดอีกนัยหนึ่งก็คือ การลงทุนรวมเป็นฟังก์ชันของการเจริญเติบโตหรือการเปลี่ยนแปลงของผลผลิต โดยการที่ประเทศมีการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระดับสูงอย่างต่อเนื่อง เป็นปัจจัยหนึ่งที่ดึงดูดให้ชาวต่างประเทศนำเงินมาลงทุนในประเทศ ทำให้การลงทุนในประเทศเพิ่มขึ้น

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการออม

โดยทั่วไปเป็นที่ยอมรับว่า การออมคือส่วนแตกต่างระหว่างรายได้และค่าใช้จ่ายในการอุปโภคบริโภค ดังนั้นในการศึกษาทฤษฎีเกี่ยวกับการออมจึงได้อาศัยแนวคิดทฤษฎีการบริโภคเป็นหลัก โดยทฤษฎีการบริโภคที่สำคัญมีดังนี้คือ¹³

สมมติฐานรายได้สมบูรณ์ (Absolute Income Hypothesis) ของเคนส์ เป็นสมมติฐานที่อธิบายถึงความสัมพันธ์เบื้องต้นระหว่างรายได้ (Income) กับการบริโภค โดยความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นความสัมพันธ์ในเชิงบวก กล่าวคือ เมื่อรายได้เพิ่มขึ้นการบริโภคจะเพิ่มขึ้นด้วย แต่การบริโภคจะเพิ่มขึ้นไม่เท่ากับการเพิ่มขึ้นของรายได้ ดังนั้นจึงมีผลทำให้ส่วนแตกต่างระหว่างรายได้กับการบริโภคจะยิ่งมากขึ้น หรือการออมและความโน้มเอียงในการออมเฉลี่ยเพิ่มขึ้นนั่นเอง

¹³ อ่านเพิ่มเติมได้ใน ชลัยพร อมรวิวัฒนา เศรษฐศาสตร์มหภาค กรุงเทพมหานคร : จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย 2538 : 167-184

สมมติฐานวัฏจักรชีวิต (Life - Cycle Hypothesis) เป็นสมมติฐานตามแนวคิดของ Albert Ando and Franco Modigliani ที่มีแนวคิดในเรื่องรายได้ตลอดชีพว่า โดยทั่วไปบุคคลมีรายได้ค่อนข้างต่ำเมื่อเริ่มต้นชีวิต และเมื่อถึงวัยกลางคน ผลผลิตภาพที่แต่ละคนกระทำได้จะค่อย ๆ สูงขึ้น ทำให้รายได้ในช่วงนี้สูงขึ้น และรายได้จะลดต่ำลงอีกเมื่อบุคคลย่างเข้าสู่วัยเกษียณอายุ หรือวัยชรา เนื่องจากความสามารถในการผลิตลดลง ในขณะที่การบริโภคของบุคคลค่อนข้างคงที่ ดังนั้นในช่วงเริ่มต้นของชีวิต บุคคลจะเป็นผู้กู้สุทธิหรือการออมติดลบ (Net Borrower) แต่เมื่อถึงวัยกลางคน รายได้สูงขึ้น จึงมีการออมเพื่อจ่ายหนี้สินคืนและไว้ใช้ในยามสูงอายุ ซึ่งบุคคลมีการออมติดลบอีกครั้งหนึ่ง

สมมติฐานรายได้ถาวร (Permanent Income Hypothesis) เป็นแนวคิดของ Milton Friedman ตามแนวคิดนี้ ผู้บริโภควางแผนการใช้จ่ายของเขา มิได้อยู่บนฐานรากของรายได้ที่ได้รับระหว่างระยะเวลาในปัจจุบัน แต่ค่อนข้างจะอยู่บนฐานรากของรายได้ที่คาดหวังระยะยาวหรือตลอดชีวิต นั่นคือการบริโภคในปัจจุบันขึ้นอยู่กับรายได้รวมในแต่ละช่วงเวลา จะแบ่งได้ 2 ลักษณะคือ รายได้ถาวร (Permanent Income ; Y_p) และรายได้ชั่วคราว (Transitory Income ; Y_t) ซึ่งเป็นรายได้ที่เกิดขึ้นโดยไม่คาดคิด เช่น รายได้จาก การได้รับรางวัล จากการเล่นการพนัน ซึ่งอาจมีค่าเป็นบวกหรือลบก็ได้ สำหรับรายได้ถาวร (Y_p) ตามสมมติฐานนี้เป็นอัตราของผลตอบแทน (r) คูณด้วยมูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้ (present value หรือ PV) หรือความมั่งคั่ง (wealth)

โดย Friedman พบความสัมพันธ์ที่แท้จริงระหว่างการบริโภคกับรายได้จะอยู่ที่ส่วนประกอบถาวร นั่นคือ การบริโภคถาวรจะเป็นสัดส่วนกับรายได้ถาวร โดยตัวแปรประเภทชั่วคราวจะไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรประเภทถาวรเลย กล่าวคือ รายได้ชั่วคราว (Y_t) จะไม่มีความสัมพันธ์กับ รายได้ถาวร (Y_p) ในทำนองเดียวกัน การบริโภคชั่วคราว (C_t) ก็ไม่มีความสัมพันธ์กับการบริโภคถาวร (C_p) และรายได้ถาวร (Y_p) หรือแม้กระทั่งรายได้ชั่วคราว (Y_t) เอง นั่นคือ แนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของการบริโภคชั่วคราว (C_t) เมื่อรายได้เปลี่ยนแปลงจะมีค่าเท่ากับศูนย์

สมมติฐานรายได้เปรียบเทียบ (Relative Income Hypothesis) เป็นแนวคิดของ Duesenberry ซึ่งการวิเคราะห์ของเขามีพื้นฐานอยู่บนสมมติฐาน 2 ประการดังนี้

1) ผู้บริโภคจะไม่ผูกพันมากนักกับระดับการบริโภคสมบูรณ์ (Absolute Level of Consumption) แต่จะผูกพันอยู่กับการบริโภคเมื่อเปรียบเทียบกับ การบริโภคของประชาชนคนอื่น ๆ แสดงว่า อัตราส่วนการบริโภคต่อรายได้ของบุคคลจะขึ้นอยู่กับฐานะของบุคคลนั้นในชั้นการกระจายรายได้ จากข้อสมมติดังกล่าวนำไปสู่ข้อสรุปว่า ค่าความโน้มเอียงในการบริโภคเฉลี่ย (APC) จะขึ้น

อยู่กับสถานะของบุคคลในชั้นของการกระจายรายได้ในสังคม กล่าวคือบุคคลที่มีรายได้ต่ำกว่ารายได้เฉลี่ยของสังคม บุคคลเหล่านี้จะพยายามรักษาการบริโภคให้เท่าเทียมกับการบริโภคของสังคม ในทำนองตรงข้าม บุคคลที่มีรายได้สูงกว่ารายได้เฉลี่ยของสังคม บุคคลเหล่านี้มีระดับการบริโภคเป็นไปตามมาตรฐานของสังคมเช่นเดียวกัน

2) การบริโภคปัจจุบันมิได้ขึ้นอยู่กับระดับรายได้สมบูรณและรายได้เปรียบเทียบเท่านั้น หากแต่ยังขึ้นอยู่กับระดับการบริโภคที่ได้รับมาในระยะก่อนด้วย กล่าวคือผู้บริโภคจะมีระดับการบริโภคปัจจุบันตามแนวโน้มการบริโภคในอดีต จากสมมติฐานนี้ ให้ข้อสรุปว่า บุคคลที่มีรายได้ในปัจจุบันสูงขึ้นเมื่อเทียบกับรายได้ในอดีต บุคคลเหล่านี้จะพยายามยกระดับมาตรฐานการครองชีพของตนเองให้สูงขึ้น ในขณะที่บุคคลที่มีรายได้ในปัจจุบันต่ำลงเมื่อเทียบกับรายได้ในอดีต บุคคลเหล่านี้จะพยายามรักษามาตรฐานการครองชีพของตนเองให้เท่าเดิม

2.2.2.4 แนวคิดเกี่ยวกับตัวแปรอื่น ๆ ที่มากำหนดการลงทุนและการออม

อัตราการเติบโตของรายได้ (GR) เมื่อประเทศมีการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระดับสูง ส่งผลให้ภาคธุรกิจมีการขยายการผลิตและจ้างคนงานเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ประชาชนในประเทศมีรายได้เพิ่มมากขึ้น ตามสมมติฐานรายได้สมบูรณ์ของเคนส์ เมื่อคนมีรายได้เพิ่มขึ้นการบริโภคจะเพิ่มขึ้นด้วย แต่การบริโภคจะเพิ่มขึ้นน้อยกว่าการเพิ่มขึ้นของรายได้ ทำให้การออมเฉลี่ยเพิ่มขึ้น

อัตราการพึ่งพิง (DR) เนื่องจากประชากรในวัยทำงานมีความโน้มเอียงที่จะออมสูงกว่ากลุ่มอื่น หากประเทศมีสัดส่วนของประชากรวัยทำงานสูงขึ้น จะมีผลทำให้อัตราการออมของครัวเรือนโดยรวมสูงขึ้น แต่ถ้าประเทศมีสัดส่วนของประชากรในวัยพึ่งพิง (DR : Dependency Ratio) ที่สูง การเพิ่มขึ้นของอัตราการพึ่งพิงจะทำให้อัตราการออมภาคครัวเรือนลดลง

อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (TR1) ทฤษฎีของ Friedman นั้นมองว่าเงินเปรียบเสมือนสินทรัพย์อย่างหนึ่ง การออมเงินจึงกล่าวได้ว่าเป็นการสะสมสินทรัพย์ ดังนั้นจึงขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ย ซึ่งก็คือผลตอบแทนจากการออมเงิน ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยจึงน่าจะส่งผลกระทบต่อการลงทุน กล่าวคือสร้างแรงจูงใจให้กับประชาชนในการออมเพิ่มขึ้น

อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม (MLR1) จากทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการเงินกล่าวถึงอัตราดอกเบี้ยว่า อัตราดอกเบี้ยหมายถึงราคาของทุน หรือค่าตอบแทนที่ต้องจ่ายให้กับเจ้าของทุน ซึ่งถือเป็นต้นทุนส่วน

หนึ่งในการผลิตสินค้า ถ้าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมเพิ่มสูงขึ้น จะส่งผลต่อต้นทุนการผลิตที่เพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นผลตอบแทนที่จะได้รับการลงทุนก็จะลดลง ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมจึงส่งผลกระทบต่ออุปสงค์การลงทุนและกำไรของภาคธุรกิจเอกชน โดยที่การลดลงของกำไรของภาคธุรกิจทำให้การออมของภาคธุรกิจเอกชนลดลงด้วย

อัตราเงินเฟ้อ (INF) สามารถที่จะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ภาคครัวเรือนได้ใน 2 ลักษณะด้วยกัน กล่าวคือ *ประการแรก* การที่ราคาสินค้าเพิ่มสูงขึ้น นำไปสู่การลดลงในมูลค่าปัจจุบันที่แท้จริงของทรัพย์สินทางการเงินของครัวเรือน และอาจส่งเสริมให้ครัวเรือนมีการออมเพิ่มขึ้นเพื่อตอบสนองต่อความต้องการความสมดุลระหว่างรายได้ในปัจจุบันกับรายได้ที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต หรือเพื่อรักษาระดับความมั่งคั่งไว้ให้เท่าเดิม *ประการที่สอง* เมื่อราคาสินค้าเพิ่มสูงขึ้น ถ้าประชาชนคาดว่าจะการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าเป็นการเพิ่มขึ้นอย่างถาวร ประชาชนจะเพิ่มการบริโภคในปัจจุบันมากขึ้น เพราะคาดว่าจะราคาสินค้าในอนาคตจะสูงขึ้น ส่งผลทำให้การออมลดลง

ด้านการออมภาคธุรกิจเอกชน เงินเฟ้อส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ภาคธุรกิจเอกชนได้ 2 ประการ กล่าวคือ *ประการแรก* เมื่อเกิดเงินเฟ้อ ส่งผลให้ระดับราคาสินค้าเพิ่มสูงขึ้น หน่วยธุรกิจจะขายสินค้าได้ราคาสูงขึ้นกว่าเดิม ทำให้หน่วยธุรกิจมีรายได้เพิ่มขึ้นและมีเงินออมเพิ่มขึ้น *ประการที่ 2* การที่อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น ทำให้วัตถุดิบและต้นทุนในการผลิตสินค้าเพิ่มขึ้น ส่งผลให้สินค้ามีราคาแพงขึ้น ผู้ผลิตจะขายสินค้าได้ลดลงเนื่องจากระดับราคาสินค้าที่สูงขึ้นจะทำให้ผู้บริโภคซื้อสินค้าน้อยลง หน่วยธุรกิจจะมีรายได้ลดลง ดังนั้นจึงส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ภาคธุรกิจเอกชนในทางลบ ส่วนทางด้านการออมภาครัฐบาล การเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อจะทำให้รายรับของภาครัฐบาลเปลี่ยนแปลงไป เพราะรายรับของภาครัฐบาลสามารถปรับตัวได้อย่างรวดเร็วตามอัตราเงินเฟ้อ ขณะที่รายจ่ายภาครัฐบาลโดยเฉพาะที่เป็นรายจ่ายประจำจะปรับตัวได้ช้ากว่า ดังนั้นจึงคาดว่าเงินเฟ้อจะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์การออมภาครัฐบาล

รายได้ประชาชาติที่แท้จริงต่อหัว (Y_N) ตัวแปรตัวหนึ่งที่ชี้วัดความเจริญของประเทศ โดยคาดว่า ถ้ารายได้ประชาชาติที่แท้จริงต่อหัวของประชาชนในประเทศเพิ่มสูงขึ้นจะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์การออม โดยเฉพาะการเพิ่มขึ้นของรายได้ต่อหัวของกลุ่มคนที่มีรายได้ปานกลางและรายได้สูง จะมีส่วนทำให้อัตราการออมเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากคนกลุ่มนี้จะมีความโน้มเอียงในการออมส่วนเพิ่ม (marginal propensity to save) สูงกว่ากลุ่มผู้มีรายได้น้อย

ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก (DIFF1) เนื่องจากธุรกรรมหลักของธนาคารพาณิชย์คือการรับฝากเงินจากประชาชน โดยให้ผลตอบแทนแก่ผู้ฝากเงินในรูปของอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ธนาคารพาณิชย์จะนำเงินดังกล่าวไปปล่อยสินเชื่อให้กับภาคเศรษฐกิจภายในประเทศโดยคิดผลตอบแทนในรูปของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม ดังนั้นธนาคารพาณิชย์จะได้กำไรจากส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่ต่ำกว่า จึงส่งผลในทางบวกต่ออัตรากำไรและการออมภาคสถาบันการเงิน

การเติบโตของสินเชื่อภายในประเทศ (DCGR) เนื่องจากในช่วงที่ผ่านมา สถาบันการเงินเร่งขยายบริการทางการเงินในลักษณะที่ขาดความสมดุล โดยเฉพาะเน้นขยายบริการด้านสินเชื่อมากกว่าระดมเงินฝาก ทำให้ครัวเรือนสามารถกู้ยืมจากสถาบันการเงินได้ง่ายขึ้น ดังนั้นการขยายตัวของสินเชื่อในประเทศทำให้การออมภาคครัวเรือนลดลง

สัดส่วนปริมาณสินเชื่อในประเทศทั้งหมดต่อรายได้ประชาชาติ (DCY) เนื่องจากธุรกรรมหลักของสถาบันการเงินโดยเฉพาะอย่างยิ่งธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนคือการปล่อยสินเชื่อให้กับภาคเศรษฐกิจในประเทศ โดยที่อัตราส่วนของเงินให้สินเชื่อต่อสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ จะส่งผลกระทบต่อการทำกำไรของธนาคารพาณิชย์¹⁴ งานศึกษาในครั้งนี้จึงได้ใส่ตัวแปร “สัดส่วนปริมาณสินเชื่อภายในประเทศทั้งหมดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ” (DCY : Domestic Credit / GDP) ไว้ในสมการการออมภาคสถาบันการเงินด้วย โดยคาดว่าน่าจะเป็นปัจจัยหนึ่งที่เป็นตัวกำหนดการออมภาคสถาบันการเงิน และจะส่งผลในทางบวกต่อการออมภาคสถาบันการเงิน

รายรับของภาครัฐบาลต่อรายได้ประชาชาติ (GREVY) การออมภาครัฐบาลหรือดุลการคลังภาครัฐบาล คือรายรับที่มากกว่ารายจ่าย โดยที่รายรับของภาครัฐบาล โดยเฉพาะอย่างยิ่งรายรับจากการเก็บภาษีจะส่งผลกระทบต่อการออมของภาครัฐบาล

เงินทุนไหลเข้าสุทธิต่อรายได้ประชาชาติ (FSY,CFPY,CFGY) เงินทุนจากต่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนจากต่างประเทศ ซึ่งมีบทบาทสำคัญยิ่งในการพัฒนาเศรษฐกิจ สามารถชดเชยอุปสรรคต่าง ๆ ของการผลิตในประเทศ เช่น การขาดแคลนเงินลงทุนภายในประเทศ ทำให้การผลิตในประเทศเกิดขึ้นได้ นอกจากนี้ยังทำให้เกิดการถ่ายทอดความรู้ต่าง ๆ ทางด้านเทคโนโลยีและ

¹⁴ ดุลิดา บุตรแก้ว การบริหารสินทรัพย์กับการทำกำไรของธนาคารพาณิชย์ วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารบัณฑิต คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ 2536

ก่อให้เกิดผลกระทบต่อผลิตภาพการผลิต การผลิตเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น ทำให้ประเทศสามารถผลิตสินค้าและบริการได้เพิ่มขึ้น จึงส่งผลกระทบในทางบวกต่อการลงทุนในประเทศ

ทางด้านผลกระทบต่อการออมรวมและการออมภาคเอกชน (ครัวเรือน ธุรกิจเอกชน สถาบันการเงิน) นั้นส่งผลกระทบได้ใน 2 ลักษณะคือ การนำเข้าเงินทุนจากต่างประเทศทำให้เกิดการสะสมทุนจากทฤษฎีการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของ Harrod-Domar มองว่า การสะสมทุนเป็นปัจจัยที่สำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจ การลงทุนและการสะสมทุนช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการผลิต นำมาซึ่งรายได้ และเมื่อรายได้เพิ่มขึ้น ทำให้การออมภายในประเทศเพิ่มขึ้นด้วย แต่ในทางตรงกันข้าม เงินทุนจากต่างประเทศจะกระตุ้นให้การบริโภคภายในประเทศเพิ่มขึ้น เนื่องจากการผ่อนคลายข้อจำกัดของการออมในประเทศ ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงการบริโภคสินค้าฟุ่มเฟือยที่นำเข้าสินค้าจากต่างประเทศ นอกจากนี้ เงินทุนจากต่างประเทศในลักษณะของการร่วมทุนกับต่างชาติยังก่อให้เกิดการโอนทุนออกนอกประเทศในรูปของผลกำไร ดอกเบี้ยเงิน ค่าเทคโนโลยีและค่าธรรมเนียมอื่น ๆ ส่งผลให้การออมภายในประเทศลดลง

ทางด้านผลกระทบที่มีต่อการออมภาครัฐบาลนั้น เนื่องจากเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ ภาครัฐบาลอยู่ในรูปของเงินกู้ยืมและหนี้ต่างประเทศเป็นสำคัญ ดังนั้นจึงสามารถส่งผลกระทบต่อการออมภาครัฐบาลได้ 2 ลักษณะคือ ถ้าเงินทุนที่ไหลเข้ามาเพื่อการบริโภคหรือเพื่อช่วยแก้ปัญหาความยากจนของคนในประเทศ จะส่งผลกระทบในทางลบต่อการออม แต่ถ้าเป็นการกู้ยืมเข้ามาเพื่อการลงทุน และก่อให้เกิดการจ้างงานในประเทศ น่าจะส่งผลกระทบในทางบวกต่อการออมภาครัฐบาล

การออมในอดีต ($GNSY_t, HHY_t, GOV_t$) Leff and Sato¹⁶ มองว่าการออมในอดีตนั้นเป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่มากำหนดการออมในปัจจุบัน ดังนั้นจึงสร้างฟังก์ชันการออมจากความต้องการถือสินทรัพย์ (demand for assets)

โดยที่ S^* คือการออมที่ต้องการ (desired savings)

k คือค่าพารามิเตอร์ของการปรับตัว ซึ่งจะสัมพันธ์กับการออมที่เกิดขึ้นจริง (the adjustment parameter relating actual to desired savings)

a คือสัดส่วนสินทรัพย์ที่ต้องการต่อรายได้ (the desired asset-income ratio, โดยที่ $a = A^*/Y = \Delta A^*/\Delta Y = S^*/\Delta Y$)

¹⁵ Nathaniel H. Leff and Kazuo Sato. A Simultaneous-Equations Model of Saving in Developing Countries. *Journal of Political Economy* 83 (December 1975) : 1217-1228.

จะได้ว่า $\Delta S = k(S^* - S_{-1})$, $1 > k > 0$ (1)

นั่นคือ $S = S_{-1} + k(S^* - S_{-1})$ (2)

$$S = S_{-1} - kS_{-1} + kS^*$$
 (3)

จากสมการที่ (3) เขียนใหม่และแทนด้วย $a = S^* / \Delta Y$ จะได้ว่า

$$S = (1 - k)S_{-1} + ka \Delta Y$$
 (4)

จากสมการที่ (4) กล่าวได้ว่า ปัจจัยที่กำหนดการออมในปัจจุบัน ได้แก่ การออมในอดีต (lagged saving) และการเปลี่ยนแปลงของรายได้ โดยที่ ค่าสัมประสิทธิ์ ka แสดงให้เห็นถึงการตอบสนองของรายได้ที่มีต่อการออม (income responsiveness of savings)

ตารางที่ 2.1 ทิศทางของตัวแปรที่ได้จากแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ตัวแปรในแบบจำลอง	การลงทุนรวมเบื้องต้นภายในประเทศ (GDIY)	การออมประชาชาติเบื้องต้น (GNSY)	การออมภาคครัวเรือน (HHY)	การออมภาคธุรกิจเอกชน (BINCY)	การออมภาคสถาบันการเงิน (FINY)	การออมภาครัฐบาล (GOVY)
1.GR	+	+	+	+	+	+
2.DR			-			
3.TR1		+	+			
4.MLR1	-			-		
5.INF		+	+/-	+/-		+
6.DIFF1					+	
7.DCY					+	
8.GREVY						+
9.DCGR			-			
10.FSY	+	-				
11.CFPY			-	+	+	
12.CFGY						-
13.YN		+				
14.KY ₋₁	-					
15.GNSY ₋₁		+				
16.HHY ₋₁			+			
17.GOVY ₋₁						+

2.2.3 งานศึกษาที่เกี่ยวข้องกับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศกับการออมภายในประเทศ

งานศึกษาที่ผ่านมาเกี่ยวกับผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศต่อการออมหรืออิกนัยหนึ่งการสะสมทุนภายในประเทศนั้น สามารถจำแนกออกได้เป็น 2 แนวทาง ด้วยกันคือ กลุ่มแรกเห็นว่าเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศจะมีผลกระทบในทางบวกต่อการออมภายในประเทศ ช่วยลดข้อจำกัดของเงินออมภายในประเทศ และช่วยลดช่องว่างของการออมการลงทุนในประเทศด้วย แต่กลุ่มที่สอง กลับให้ความเห็นว่า เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศน่าจะส่งผลในทางลบหรือทำให้การออมภายในประเทศลดลง ถ้าการนำเข้าเงินทุนต่างประเทศมาใช้เพื่อการบริโภคแทนที่จะนำมาใช้ในการลงทุน ส่งผลให้มีการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศมากยิ่งขึ้น

งานศึกษาเริ่มขึ้นในปี 2509 โดย Chenery and Strout¹⁶ เป็นนักเศรษฐศาสตร์ในช่วงแรก ๆ ที่ศึกษาเกี่ยวกับเรื่องผลกระทบของทุนต่างประเทศหรือความช่วยเหลือจากต่างประเทศที่มีต่อการออมภายในประเทศของผู้รับทุน โดยอาศัยข้อมูลจากประเทศกำลังพัฒนา 31 ประเทศ ระหว่างปี 2500-2505 โดยเขาพบว่าเงินทุนจากต่างประเทศจะส่งผลในทางบวกหรือเป็นการเกื้อกูลต่อระดับการออมภายในประเทศผู้รับทุน ทำให้เกิดการขยายตัวของการสะสมทุนและสร้างความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจให้แก่ประเทศผู้รับทุน โดยเขากล่าวว่าปัญหาประการหนึ่งของประเทศด้อยพัฒนาทั่ว ๆ ไปคือการขาดแคลนเงินออมหรือเงินที่จะนำมาใช้ในการลงทุน ดังนั้นเงินทุนจากต่างประเทศที่ไหลเข้ามาในประเทศจะช่วยลดช่องว่างการออม-การลงทุนภายในประเทศ ในการศึกษาเขาได้สร้างแบบจำลอง Two-Gap Model ขึ้นมา ภายใต้ข้อสมมติที่ว่ากำไรไหลเข้าของเงินตราต่างประเทศ หรือกำไรไหลเข้าของทรัพยากรต่างประเทศจะเป็นตัวกำหนดการออมภายในประเทศและความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ โดยทิศทางของความสัมพันธ์จะไปในทิศทางเดียวกัน

ต่อมาในปี 2513 งานศึกษาของ Griffin and Enos¹⁷ ศึกษาบทบาทของทุนต่างประเทศที่มีต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศยากจน การศึกษาจากสมการถดถอย โดยอาศัยข้อมูลตัดขวางจากประเทศด้อยพัฒนาจำนวน 32 ประเทศด้วยกัน ในช่วงระหว่างปี 2505-2507 ได้ผลการศึกษาคือการไหลเข้าสุทธิของทุนต่างประเทศ มีผลในทางลบหรือเป็นอุปสรรคต่อการออมของประเทศยากจน

¹⁶ H. B. Chenery and A. M. Strout. Foreign Assistance and Economic Development. *American Economic Review* 56 (September 1966) : 679-733.

¹⁷ K. B. Griffin and J. L. Enos. Foreign Assistance : Objectives and Consequences. *Economic Development and Cultural Change* 18 (April 1970) : 313-327.

แทนที่จะส่งผลในทางเกื้อกูลต่อการออมในประเทศเหมือนกับการศึกษาของนักเศรษฐศาสตร์ในยุคแรก ๆ เงินทุนต่างประเทศที่ไหลเข้ามากลับจะก่อให้เกิดการลดลงของการออมภายในประเทศ และกลายเป็นเครื่องบั่นทอนความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอีกด้วย

ต่อมามีนักเศรษฐศาสตร์อีกหลายคน ที่ได้ทำการศึกษาในเรื่องเดียวกันนี้ โดยในปี 2515 งานศึกษาของ Weisskopf¹⁸ ศึกษาผลกระทบของเงินทุนต่างประเทศไหลเข้าสู่ธุรกิจการออมภายในประเทศ โดยปัจจัยอื่น ๆ ที่มากำหนดการออมภายในประเทศได้แก่ ระดับรายได้ การไหลเข้าสู่ธุรกิจของเงินทุนต่างประเทศ และการส่งออกสินค้า โดยอาศัยข้อมูลจาก 17 ประเทศที่ยากจน ผลการศึกษาจากสมการถดถอยสรุปว่า เงินทุนต่างประเทศมีผลกระทบต่อการออมภายในประเทศอย่างมีนัยสำคัญ ทำให้การออมภายในประเทศลดลง ต่อมาในปี 2516 งานศึกษาของ Papanek¹⁹ บอกว่า เงินทุนต่างประเทศทุกประเภทไม่ว่าจะเป็นความช่วยเหลือจากต่างประเทศ การลงทุนโดยตรงของเอกชนต่างประเทศ จะมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับการออมภายในประเทศ นั่นคือเงินทุนต่างประเทศที่เข้ามาจะเพิ่มการบริโภคภายในประเทศให้สูงขึ้น กระทบต่อการออมภายในประเทศและกระทบต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ

ส่วนการศึกษาโดยอาศัยแบบจำลองเชิงซ้อนในปี 2518 ของ Kanhaya L. Gupta²⁰ เนื่องจากเขาคิดว่า อัตราการออมและอัตราการเจริญเติบโตของรายได้มีอิทธิพลต่อกันและกัน จึงสร้างแบบจำลองเชิงซ้อนของ สมการอัตราการออมซึ่งถูกกำหนดโดยรายได้ต่อหัว อัตราการเติบโตของรายได้ อัตราการพึ่งพิงและเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ และสมการอัตราการเติบโตของรายได้ ซึ่งถูกกำหนดโดยอัตราการออมและเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ ศึกษาจากประเทศกำลังพัฒนา 40 ประเทศ พบว่าอัตราการออมถูกกำหนดโดยรายได้ต่อหัว อัตราการพึ่งพิงและเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ โดยเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศให้ผลทางลบต่ออัตราการออม

¹⁸ T. S. Weisskopf. The Impact of Foreign Capital Inflow in Domestic Savings in Developing Countries. *Journal of International Economics* 2 (February 1972) : 25-38.

¹⁹ Gustav F. Papanek. The Effect of Aid and Other Resource Transfers on Savings and Growth in Less developed Countries : A Comment *Economic Journal* 83 (September 1973) : 863-874.

²⁰ Kannaya L. Gupta. Foreign Capital Inflows, Dependency Burden and Saving Rate in Developing Countries : A simultaneous Equation Model. *Kyklos* 28 (1975) : 358-374.

งานศึกษาของ Mosley ²¹ ในปี 2523 ได้ให้ความเห็นเพิ่มเติมว่า การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยวิธี OLS ไม่เหมาะสม เพราะระดับการออม เงินช่วยเหลือจากต่างประเทศ และเงินทุนต่างประเทศ มีผลต่อระดับการเจริญเติบโต ในขณะเดียวกัน ระดับการเจริญเติบโตก็มีผลต่อเงินช่วยเหลือต่างประเทศและตัวแปรอื่น ๆ เช่นเดียวกัน ดังนั้นเขาจึงได้สร้างสมการอัตราการเจริญเติบโตของประเทศขึ้นอยู่กับรายได้ประชาชาติต่อคน การออม เงินช่วยเหลือ และเงินทุนจากต่างประเทศ และประมาณค่าสมการแบบ TSLS ต่อมาในปี 2525 งานศึกษาของ Fry and Mason ²² ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการออมภายในประเทศ โดยอาศัยข้อมูลแบบ Pooled time-series data จาก 7 ประเทศในเอเชียระหว่างปี 2505-2515 ประมาณค่าโดยวิธี TSLS จากผลการศึกษาได้ว่า เงินทุนจากต่างประเทศ(หรือการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด) ซึ่งเป็นปัจจัยหนึ่งที่เป็นตัวกำหนดการออม ส่งผลกระทบต่อทางลบกับการออมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

งานศึกษาของ Pradumna B. Rana ²³ ในปี 2530 ได้ศึกษาโดยใช้สมการเชิงซ้อนถึงผลกระทบของเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศ และความช่วยเหลือจากต่างประเทศที่มีต่อการออมในประเทศ และความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ โดยเขาเห็นว่าในอดีตที่ผ่านมา งานศึกษาส่วนใหญ่จะศึกษาโดยใช้แบบจำลองเชิงเดียวจะทำให้เกิดปัญหา misleading เพราะการประมาณค่าจากแบบจำลองจะเกิด biased and inconsistent การศึกษาของเขาได้เพิ่มอิทธิพลของตัวแปร การส่งออก ที่มีต่อการออมและความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในโมเดลด้วย และยังเห็นว่าการออมและความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมีอิทธิพลต่อกันและกันอีกด้วย โดยศึกษาจากประเทศกำลังพัฒนาในเอเชียจำนวน 14 ประเทศ ระหว่างปี 2508-2525 ผลการศึกษาการประมาณค่าโดยวิธี OLS ได้ว่า เงินลงทุนจากต่างประเทศ และเงินช่วยเหลือจากต่างประเทศมีผลกระทบในทางบวกต่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ แต่ส่งผลกระทบต่อทางลบต่อการออม ส่วนวิธีการประมาณค่าแบบ TSLS จากสมการลดรูปจะได้ว่า เงินลงทุนจากต่างประเทศมีความสัมพันธ์ในทางบวกทั้งต่อการออมและความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

²¹ Paul Mosley. Aid, Savings and Growth Revisited. Oxford Bulletin of Economics and Statistics 42,2 (1980) : 79-95.

²² Maxwell J. Fry and Andrew Mason. The Variable Rate-of-Growth Effect in the Life-Cycle Saving Model : Children, Capital Inflows, Interest and Growth in a New Specification of the Life-Cycle Model Applied to Seven Asian Developing Countries Economic Inquir 20 ,3 (July 1982) : 426-442.

²³ Pradumna B. Rana. Foreign Capital , Exports , Saving and Growth in The Asian Region. Saving and Development XI . 1 (1987). : 5-26.

ในปี 2532 งานศึกษาของ Jacques Morisset²⁴ ทำการศึกษาถึงตัวกำหนดการออมของกลุ่มประเทศแถบลาตินอเมริกา จากสมการเอกลักษณ์คือ $S = Y - C$ ซึ่งจะได้ว่า การออมถูกกำหนดโดยผลิตภัณฑ์ประชาชาติเบื้องต้น อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง อัตราเงินเฟ้อ เงินทุนต่างประเทศ และการบริโภคในปีที่ผ่านมา โดยแยกเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศออกเป็น 3 ประเภทคือ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด เงินทุนต่างประเทศสุทธิ และเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศรวมทุนไหลเข้าของทางการ ผลการศึกษาพบว่า เงินทุนต่างประเทศ (F) ไม่มีนัยสำคัญในการเป็นปัจจัยกำหนดการออม จึงศึกษาปัจจัยอื่น ๆ ที่คิดว่าจะเป็นตัวกำหนดความสัมพันธ์ระหว่างการออมกับเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ ปัจจัยภายใน ได้แก่ อัตราการเติบโตของปริมาณเงิน งบประมาณขาดดุล และปัจจัยภายนอก ได้แก่ อัตราการค่า การเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ผลการศึกษาไม่สามารถบอกความเป็นเหตุเป็นผลกัน ระหว่างการออมกับเงินทุนจากต่างประเทศ

ส่วนงานการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับประเทศไทยในปี 2525 ของ ศีรณ ใจวัศิริมณี²⁵ โดยการศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ที่จะทดสอบในเชิงปริมาณว่าทุนต่างประเทศมีผลกระทบต่อ การออมและการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศไทยในทิศทางใดและเพียงใด โดยอาศัยแบบจำลองของสมการเชิงซ้อน โดยศึกษาทั้งผลกระทบทางตรงและทางอ้อมด้วย โดยอาศัยช่วงของข้อมูลรายปี ระหว่างปี 2503-2524 งานศึกษาได้แยกทุนต่างประเทศออกเป็น 3 ประเภท ได้แก่ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ หนี้ต่างประเทศระยะยาวภาคเอกชน (ซึ่งรวมการลงทุนในหลักทรัพย์ด้วย และหนี้ต่างประเทศของภาครัฐบาล โดยสมมติให้ทุนต่างประเทศประเภทต่าง ๆ เป็นตัวแปรภายนอก (exogeneous variables) นอกจากนี้มีการแยกการออมประชาชาติออกเป็น การออมภาคเอกชน และการออมภาครัฐบาล ผลการศึกษาพบว่า ทุนต่างประเทศมีความสัมพันธ์กับการออมและการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยทุนต่างประเทศแต่ละประเภทจะส่งผลกระทบที่แตกต่างกันคือ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ มีผลกระทบในทางลบทั้งการออมภาคเอกชน การออมรวม และการเติบโตทางเศรษฐกิจเป็นอย่างมาก แต่ไม่มีผลกระทบต่อ การออมของภาครัฐบาล ส่วนหนี้ต่างประเทศภาคเอกชน กลับมีผลกระทบที่เพิ่มพูนทั้งการออมภาคเอกชน การออมรวม และการเติบโตทางเศรษฐกิจ ในกรณีของหนี้ต่างประเทศภาครัฐบาล ปรากฏว่ามีผลกระทบที่บั่นทอนการออมของภาครัฐบาลเป็นอย่างมาก

²⁴ Jacques Morisset. The Impact of Foreign Capital Inflows on Domestic Saving Reexamined : The Case of Argentina. *World Development* 17 (November 1989) : 1709-1715.

²⁵ ศีรณ ใจวัศิริมณี ผลกระทบของทุนต่างประเทศต่อการออมและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศไทย วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ 2525

งานศึกษาของ Narongchai และคณะ²⁶ ในปี 2536 ได้ศึกษาโดยใช้แบบจำลองเชิงเดี่ยวของความสัมพันธ์ระหว่างการออมกับเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศของไทยระหว่างปี 2513-2533 โดยได้แยกการออมออกเป็นประเภทต่าง ๆ คือ การออมของครัวเรือน การออมของภาคธุรกิจ การออมของภาครัฐบาล และการออมของรัฐวิสาหกิจ การประมาณค่าจากแบบจำลอง ด้วยวิธี OLS ร่วมกับ AR ผลการศึกษาคือ เงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกต่อการออมของครัวเรือนและการออมของภาคธุรกิจ แต่มีความสัมพันธ์ในทางลบต่อการออมของภาครัฐวิสาหกิจ ส่วนการออมของภาครัฐบาลนั้นพบว่าไม่มีผลกระทบในทางบวก แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ต่อมางานศึกษาโดยอาศัยแบบจำลองสมการเดียวของ ศรีสุตา จิรากุลสวัสดิ์²⁷ ในปี 2536 ที่ศึกษาถึงผลกระทบของเงินทุนจากต่างประเทศต่อการออมในประเทศ โดยแยกการออมออกเป็นการออมภาคเอกชนและภาครัฐบาล และเงินทุนต่างประเทศแยกเป็นเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ เงินกู้ยืมจากต่างประเทศ และเงินทุนไหลเข้าอื่น ๆ ผลการศึกษาพบว่าเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับการออม ส่วนเงินกู้ยืมจากต่างประเทศมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้าม และเมื่อแยกการออมเป็นการออมภาคเอกชน พบว่าเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศมีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับการออม ขณะที่เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้าม และเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ เงินทุนไหลเข้าอื่น ๆ มีความสัมพันธ์ทางเดียวกันกับการออมภาครัฐบาล งานศึกษาของ คมิตา มุกต์มณี²⁸ ในปี 2538 ที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์หรือผลกระทบของทุนต่างประเทศไหลเข้าในภาพรวมที่มีต่อการออมภายในประเทศ โดยไม่ได้แยกเงินทุนไหลเข้าออกเป็นประเภทต่าง ๆ โดยใช้ข้อมูลรายปี ระหว่างปี พ.ศ. 2515-2536 ผู้ศึกษากล่าวว่า การศึกษาที่ผ่านมาส่วนใหญ่ มีข้อสรุปว่า เงินทุนไหลเข้าเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดการออมภายในประเทศ ซึ่งเป็นการศึกษาเฉพาะผลกระทบทางตรง และใช้ตัวแปรเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิปัจจุบันในการศึกษา การศึกษานี้จึงใช้ค่าเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิในอดีตมาทดสอบ โดยอาศัยแบบจำลองเชิงซ้อนเพื่อศึกษาผลกระทบทางตรงและทางอ้อมของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิต่อการออมภายในประเทศ และเมื่อศึกษาการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง พบว่า ช่วงปี 2531-2533 มีความเจริญเติบโต

²⁶ Narongchai Akarasanee ; Karel Jansen and Jeerasak Pongpisanupichit. International Capital Flows and Economic Adjustment in Thailand. Research Monograph 10. The Thailand Development Research Institute. 1993.

²⁷ ศรีสุตา จิรากุลสวัสดิ์ ผลกระทบของเงินทุนต่างประเทศต่อการออมในประเทศ และปัจจัยกำหนดการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศของประเทศไทย วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ 2536

²⁸ คมิตา มุกต์มณี ผลกระทบของเงินทุนต่างประเทศต่อการออมภายในประเทศของไทยจากการเปิดเสรีทางการเงิน วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ 2538

โตทางเศรษฐกิจอย่างมาก และมีการเปิดเสรีทางการเงิน จึงไม่สามารถสรุปได้ว่า การเปลี่ยนแปลงการออมเป็นผลมาจากเงินทุนไหลเข้าสุทธิ อีกทั้งการศึกษาวินัยนี้มีข้อจำกัดเนื่องจากผลกระทบของเงินทุนต่างประเทศต่อการออมอาจต้องอาศัยระยะเวลามากกว่า 1 period การศึกษาในลักษณะอนุกรมเวลา พบว่าเงินทุนไหลเข้าสุทธิดำเนินการออมภายในประเทศ มีความสัมพันธ์กันในระยะยาว

จากงานศึกษาที่เกี่ยวข้องข้างต้นไม่สามารถหาข้อสรุปถึงความสัมพันธ์ที่แน่นอนระหว่างเงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศกับการออมภายในประเทศ อาจจะเป็นเนื่องมาจากการสร้างแบบจำลองและสมมติฐานที่แตกต่างกัน การกำหนดนิยามของแต่ละตัวแปรที่ไม่เหมือนกัน ผลสรุปที่ได้จึงออกมาแตกต่างกัน งานศึกษาในครั้งนี้จะศึกษาผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศกับการลงทุนรวม การออมรวมในประเทศ และการออมรายภาคเศรษฐกิจในประเทศ เพื่อดูผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศที่มีต่อการลงทุนและการออมในประเทศ และหาแนวทางเพื่อการส่งเสริมและเพิ่มระดับเงินออมภายในประเทศเป็นสำคัญ