

## บทที่ 5

### ผลและการวิเคราะห์

หลังจากที่ได้กล่าวแล้วถึงโครงสร้างและแบบจำลองของการศึกษาสมการการคาดการณ์ และสมการความต้องการถือเงินที่มีการคาดการณ์อย่างสมเหตุสมผลของประเทศไทยในบทที่แล้ว และขั้นตอนต่างๆ ของวิธีการประมาณการในแบบจำลองที่ศึกษา พบว่าผลที่ได้จากการคำนวณนั้น สามารถแบ่งการวิเคราะห์ได้ 2 ส่วนหลัก คือ การวิเคราะห์ในส่วนของความล่าช้าเพื่อกำหนดความยาวลงในแบบจำลองของสมการการคาดการณ์ และการวิเคราะห์ในส่วนของการคาดการณ์อย่างสมเหตุสมผลของความต้องการถือเงินในความหมายแคบและกว้าง พร้อมการทดสอบความมีเสถียรภาพ ตามลำดับดังนี้

#### 5.1 ผลความยาวของความล่าช้าในแบบจำลองของสมการการคาดการณ์

การวิเคราะห์ความล่าช้าในแบบจำลองของสมการการคาดการณ์เป็นการพิจารณาความยาวของตัวแปรอิสระ 2 ช่วงเวลาก่อนและหลังการเปิดเสรี ด้วยการค้นหาความล่าช้าที่เหมาะสมจากค่าสถิติ Akaike Information Criterion (AIC) ที่มีค่าต่ำที่สุดจากความพยายามทดสอบความยาวของตัวแปรอิสระตั้งแต่ความยาว 1 ถึง 12 เดือน เพื่อนำไปใช้ในการกำหนดความยาวในสมการการคาดการณ์และพยากรณ์หาค่าคาดการณ์ของตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลต่อการถือเงินในสมการการคาดการณ์อย่างสมเหตุสมผลของความต้องการถือเงิน โดยทั่วไปตามแนวคิดเมื่อมีการเปิดเสรีทางการเงิน ระดับราคาและอัตราดอกเบี้ยจะต้องใช้เวลาปรับตัวสู่สมดุลเร็วขึ้นกว่าเดิม ซึ่งอธิบายได้ว่าหากมีตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งมีความยาวล่าช้าที่สั้นลงแสดงว่าหลังเปิดเสรีทางการเงินแล้ว ตัวแปรอิสระตัวนั้นมีการปรับตัวที่เร็วขึ้น ซึ่งเป็นการสะท้อนถึงควมมีประสิทธิภาพของระบบกลไกที่แท้จริง ซึ่งสามารถสังเกตได้จากตัวแปรระดับราคาและระดับรายได้ที่มีความยาวที่สั้นลงจากความยาว 5 และ 10 เดือนเป็น 3 เดือนของทั้งสองปัจจัยในช่วงหลังการเปิดเสรีทางการเงินตามลำดับ ดังตารางที่ 5.1 ที่แสดงการสรุปความยาวล่าช้าก่อนและหลังการเปิดเสรีของตัวแปรอธิบายต่างๆ

ตารางที่ 5.1 แสดงความยาวของความล่าช้าของตัวแปรอธิบายต่างๆ ในโครงสร้างสมการการคาดการณ์ของช่วงระยะเวลาก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงิน

Lag	lnCPI	lnPII	ib	it	ic
ก่อนเปิดเสรี	5	10	11	9	1
หลังเปิดเสรี	3	3	1	9	5

ที่มา : จากการคำนวณ

lnCPI = ดัชนีราคาผู้บริโภค แทนระดับราคา

lnPII = ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน แทนระดับรายได้

ib = อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ แทน  
ผลตอบแทนของการถือเงินในระยะสั้น

it = อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน แทน  
ผลตอบแทนของการถือเงินในระยะยาว

ic = อัตราผลตอบแทนของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แทน  
ผลตอบแทนของถือทรัพย์สิน

จากตารางที่ 5.1 แสดงความยาวของความล่าช้าที่มีอิทธิพลต่อการคาดการณ์ของความ  
ต้องการถือเงินของตัวแปร ระดับราคา ระดับรายได้ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารพาณิชย์  
อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน และอัตราผลตอบแทนของหุ้น ในช่วงก่อนและหลังการเปิด  
เสรีทางการเงินเปรียบเทียบกัน ตามลำดับ จากความยาวล่าช้าของตัวแปรอิสระพบว่าในช่วงหลัง  
การเปิดเสรีทางการเงินในเดือนมีนาคม พ.ศ.2533 ระดับราคา ระดับรายได้ และอัตราดอกเบี้ยเงิน  
กู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์มีการกระจายความยาวล่าช้าที่สั้นกว่าในช่วงเวลาก่อนเปิดเสรีทาง  
การเงิน ซึ่งเป็นผลที่แสดงให้เห็นว่าหลังจากการเปิดเสรีทางการเงินแล้วความล่าช้าที่มีอิทธิพลเกิด  
การเปลี่ยนแปลงที่รวดเร็วตามกลไกของระบบเศรษฐกิจมากกว่าอิทธิพลความล่าช้าเมื่อก่อนการ  
เปิดเสรีทางการเงิน หรือด้วยสาเหตุจากผลกระทบที่ระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยเป็นระบบเปิด  
มากขึ้นมีความใกล้ชิดกับระบบเศรษฐกิจสากลประเทศที่ติดต่อกันและกันมากขึ้น การเชื่อมโยง  
ของตัวแปรย่อมมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงมากขึ้นตามลำดับ โดยเฉพาะอย่างยิ่งทาง  
ด้านอัตราดอกเบี้ย เพราะจุดแบ่งเวลาดังกล่าวได้กำหนดขึ้นตามคำประกาศของธนาคารแห่ง  
ประเทศไทยในการยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ

ช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงินอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์มีความล่าช้ายาว 11 เดือน และมีอิทธิพลในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวในปัจจุบัน ซึ่งเป็นความล่าช้าของเวลาที่ยาวมาก ซึ่งโดยปกติแล้วอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์จะเป็นตัวแทนซึ่งสภาพคล่องที่มีการเคลื่อนไหวและความอ่อนไหวของปริมาณเงินที่หมุนเวียนในระบบธนาคารพาณิชย์ แต่สาเหตุที่มีความยาวล่าช้าที่ยาวมาก คาดว่าอาจจะเป็นเพราะว่าปัจจัยต่างๆ ภายในระบบเศรษฐกิจมิได้สะท้อนกลไกที่แท้จริงออกมา อันเนื่องมาจากการควบคุมบทบาททางการเงินของภาครัฐหรือผู้กุมอำนาจทางนโยบายเศรษฐกิจ แต่เป็นที่น่าสังเกตว่าเมื่อภายหลังได้ปล่อยเสรีทางการเงินด้านอัตราดอกเบี้ยแล้ว อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ก็มีความยาวเพียง 1 เดือน ซึ่งสามารถสะท้อนการเปลี่ยนแปลงของสภาพคล่องตามความเป็นจริงของกลไกราคาได้ดีกว่า และยังสอดคล้องกับงานศึกษาของ สมชาย ไตรรัตนภิมรย์ (2529) ที่ได้ศึกษาความล่าช้าของโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยที่มีอัตราดอกเบี้ยในตลาดพันธบัตรซื้อคืนเป็นอัตราดอกเบี้ยชั้นนำในอัตราดอกเบี้ยอื่นๆ ของธนาคารพาณิชย์ และให้ผลสรุปว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์มีการปรับตัวตามอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนประมาณ 2 สัปดาห์ ซึ่งถือว่ามี ความใกล้เคียงกับผลการคำนวณที่ได้จากการศึกษา

สำหรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน มีความยาวล่าช้า 9 เดือนตลอดช่วงระยะเวลา ก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงิน แสดงว่าโดยรวมของผลตอบแทนการถือเงินในระยะยาว มีความคงตัวไม่เปลี่ยนแปลง และเมื่อหากเปรียบเทียบกันของอัตราดอกเบี้ยทั้ง 2 แล้วจะพบว่า ในช่วงก่อนการเปิดเสรีทางการเงินอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ที่มีความยาว 11 เดือนมีความยาวมากกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนที่ยาว 9 เดือน แต่ในขณะเดียวกันของช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงินความยาวดังกล่าวของทั้งสองปัจจัยกลับมีความยาวของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนมากกว่าความยาวของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ ซึ่งมีความสัมพันธ์ของทิศทางไม่เป็นไปตามทางเดียวกัน จึงเป็นข้อสังเกตว่าระบบกลไกราคาขาดความอิสระต่อการตอบสนองในการดำเนินไปสู่ดุลยภาพที่แท้จริงหรืออาจกล่าวได้ว่าในช่วงเวลาที่ผ่านมาก่อนเปิดเสรีทางการเงินอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวทั้งสองยังอยู่ในความควบคุมของผู้มีอำนาจทางการเงิน ถึงแม้ว่าในงานศึกษาของ Rungsun Hataiseree (1994) จะสรุปไว้ว่าข้อมูลที่ใช้ในปี พ.ศ.2523-2533 ซึ่งตรงกันกับระยะเวลาที่กำหนดใช้ในการศึกษานี้ด้วยเช่นกัน กล่าวว่่าอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินได้มีอิทธิพลที่สามารถอธิบายความต้องการถือเงินได้อย่างมีนัยสำคัญ แต่จากผล การศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่าเมื่อได้มีการแยกช่วงเวลาที่ชัดเจนออกแล้วผลสรุปที่ได้ก็ยังสามารถบ่งชี้ได้ถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการเปิดนโยบายเสรีทางการเงินในช่วงที่ผ่านมาได้เป็นอย่างดี

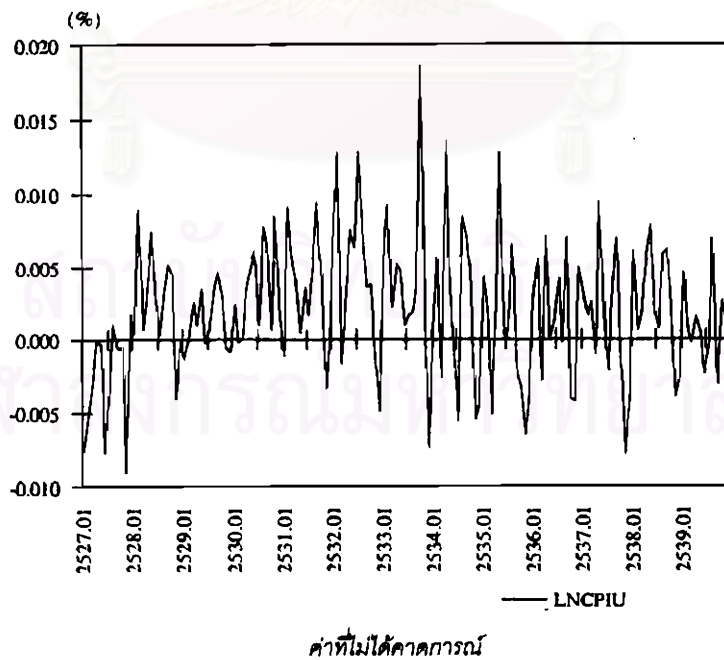
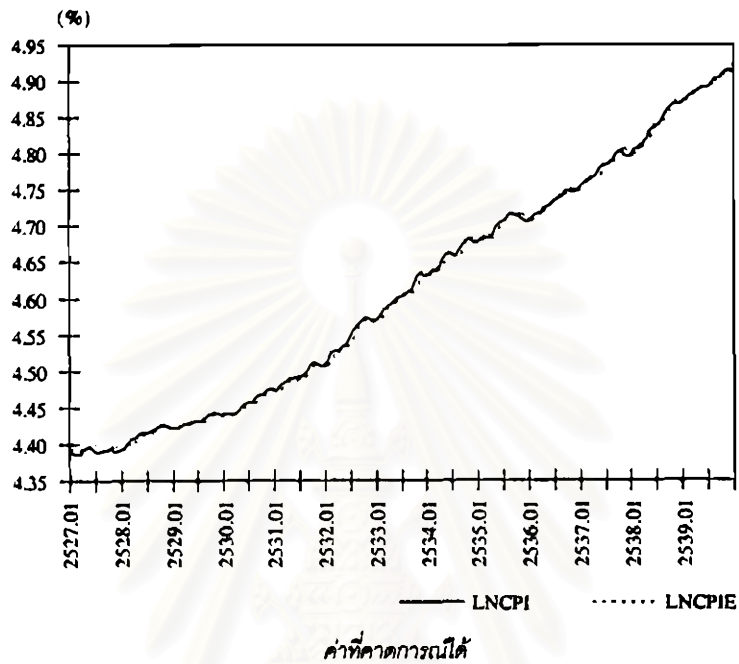
ส่วนอัตราผลตอบแทนของทุน เนื่องจากว่าในช่วงแรกเริ่มนั้นตลาดทุนของประเทศไทยยังไม่พัฒนาเท่าที่ควรและขาดความสนใจจากผู้ลงทุนจึงเป็นสาเหตุให้ปัจจัยต่างๆ ที่มีอิทธิพลสะท้อนการซื้อขายในตลาดทุนผ่าน SET Index มีการเติบโตเพียงเล็กน้อยไม่เปลี่ยนแปลง จึงมีความยาวเพียง 1 เดือน โดยสามารถสังเกตได้จากแผนภาพที่ 3.1 พบว่าตั้งแต่กลางปี พ.ศ.2529 ตลาดทุนเริ่มมีการเติบโตในภาวะซื้อมากกว่าขายหรือที่เรียกว่า Bull Market ซึ่งถือว่าเป็นการลงทุนระยะยาวแบบ Long Positions ทำให้การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีอัตราการขยายตัวสม่ำเสมอ เป็นผลให้อัตราผลตอบแทนมีความคงตัวด้วย ดังนั้นอัตราผลตอบแทนของทุนหลังเปิดเสรีทางการเงินจึงได้สะท้อนปัจจัยที่มีอิทธิพลที่ยาวนานกว่าถึง 5 เดือน

จากการวิเคราะห์ข้างต้น เป็นการพิจารณาความยาวล่าช้าของช่วงก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงินที่มีการปรับตัวของ ระดับราคา ระดับรายได้ ผลตอบแทนของการถือเงิน และอัตราผลตอบแทนของทุนเปรียบเทียบกัน แล้วจึงนำความยาวล่าช้าที่ได้ไปกำหนดลงในแบบจำลองสมการการคาดการณ์ เพื่อการพยากรณ์ต่อไป

## 5.2 ผลการเปรียบเทียบค่าที่คาดการณ์ได้และค่าที่ไม่ได้คาดการณ์ของปัจจัยกำหนดความต้องการถือเงิน

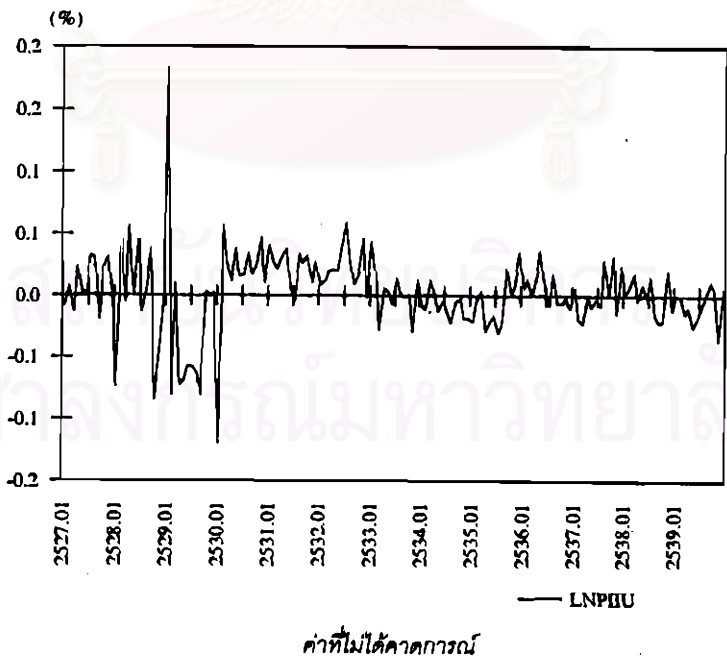
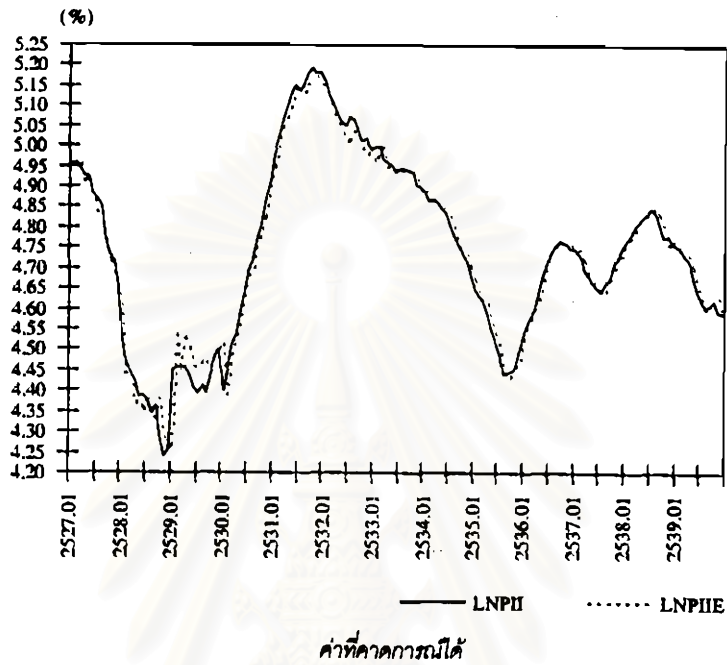
หลังจากเมื่อได้ทราบความยาวล่าช้า (Length Lag) ของปัจจัยกำหนดความต้องการถือเงินต่างๆ เพื่อการกำหนดลงในแบบจำลองสมการการคาดการณ์ แล้วจึงนำมาประมาณการและพยากรณ์ปัจจัยต่างๆ โดยกำหนดให้ค่าพยากรณ์ที่ได้มีค่าเท่ากับค่าที่คาดการณ์ได้ (Anticipated) และผลต่างของค่าจริงที่เกิดขึ้นกับค่าที่คาดการณ์ได้เท่ากับค่าที่ไม่ได้คาดการณ์ (Unanticipated) ซึ่งได้แสดงค่าที่คาดการณ์ได้ และค่าที่ไม่ได้คาดการณ์ เปรียบเทียบกันจากแผนภาพที่ 5.1-5.5 แต่จากแผนภาพทั้งหมดจะพบว่าค่าที่คาดการณ์ได้มีค่าเข้าใกล้ค่าจริงที่เกิดขึ้นมากจนไม่อาจสังเกตได้อย่างชัดเจน จึงต้องทำการวิเคราะห์โดยอาศัยรูปแบบการแกว่งตัวค่าที่ไม่ได้คาดการณ์

แผนภาพที่ 5.1 แสดงการเปรียบเทียบค่าจริง ค่าพยากรณ์ และค่าไม่ได้คาดการณ์ ของตัวแปร  
ระดับราคา



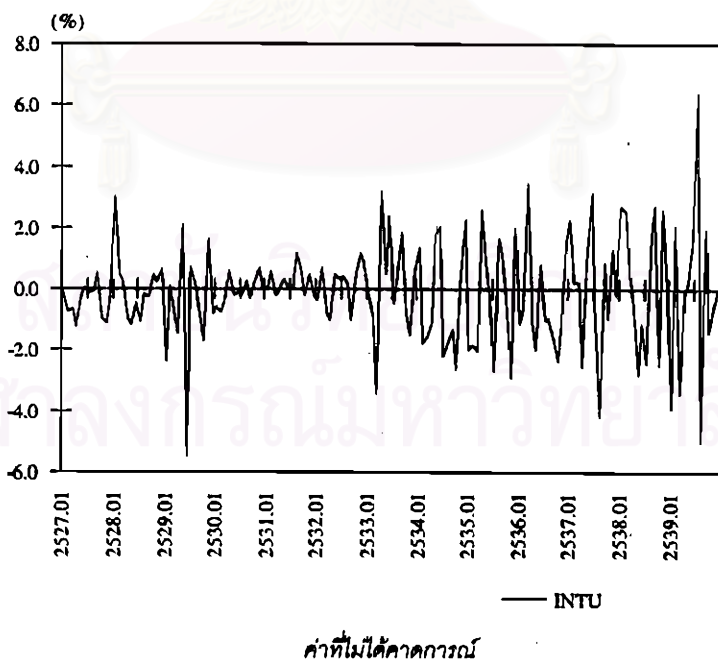
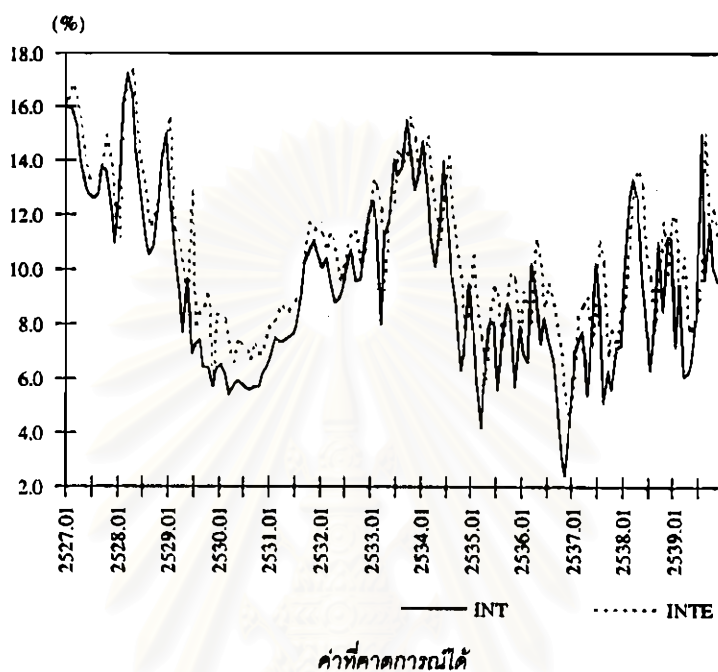
ที่มา : จากการคำนวณและประมาณการ

แผนภาพที่ 5.2 แสดงการเปรียบเทียบค่าจริง ค่าพยากรณ์ และค่าไม่ได้คาดการณ์ ของตัวแปรระดับรายได้



ที่มา : จากการคำนวณและประมาณการ

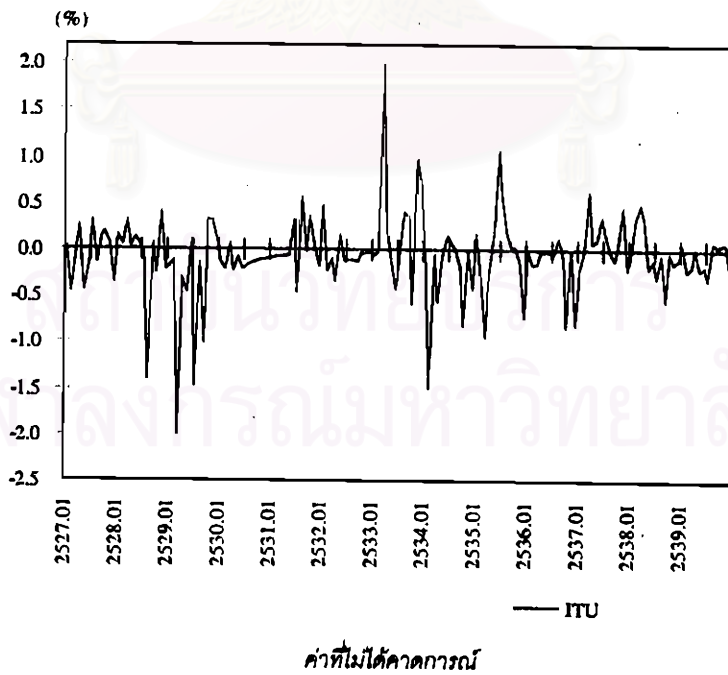
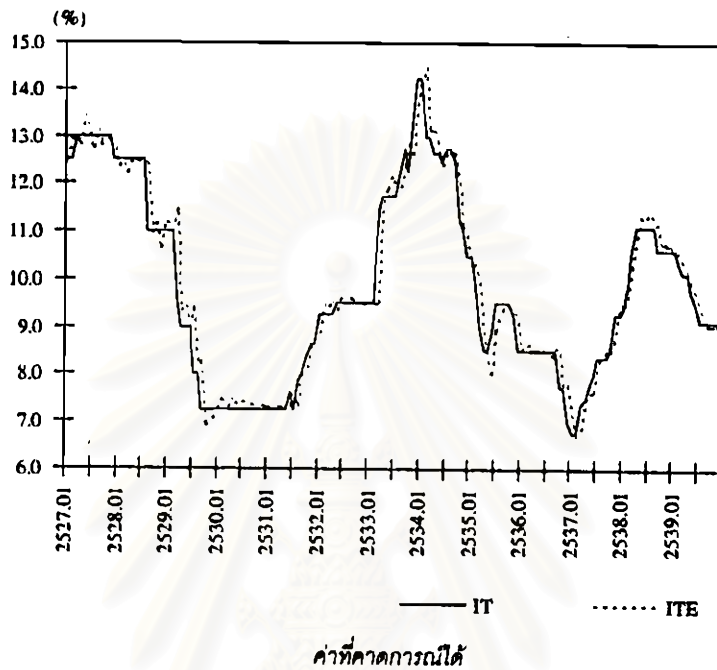
แผนภาพที่ 5.3 แสดงการเปรียบเทียบค่าจริง ค่าพยากรณ์ และค่าไม่ได้คาดการณ์ ของตัวแปร  
ผลตอบแทนของการถือเงินในปริมาณเงินความหมายแคบ



ที่มา : จากการคำนวณและประมาณการ



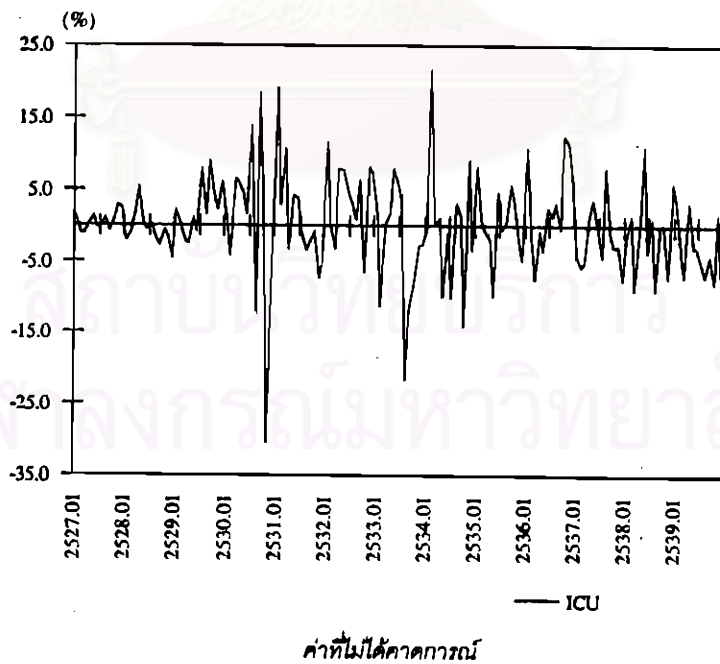
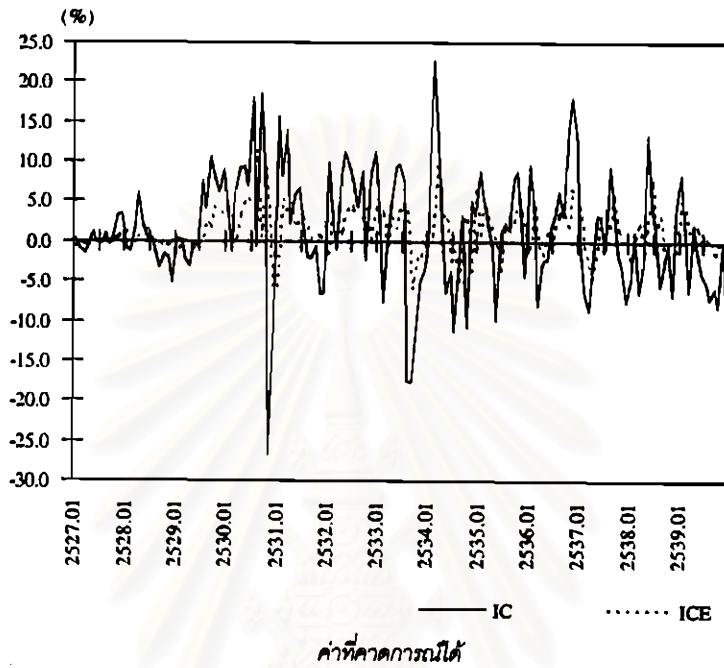
แผนภาพที่ 5.4 แสดงการเปรียบเทียบค่าจริง ค่าพยากรณ์ และค่าไม่ได้คาดการณ์ ของตัวแปร ผลตอบแทนของการถือเงินในปริมาณเงินความหมายกว้าง



ที่มา : จากการคำนวณและประมาณการ



แผนภาพที่ 5.5 แสดงการเปรียบเทียบค่าจริง ค่าพยากรณ์ และค่าไม่ได้คาดการณ์ ของตัวแปร อัตราผลตอบแทนของหุ้น



ที่มา : จากการคำนวณและประมาณการ

จากแผนภาพที่ 5.1 แสดงปัจจัยของระดับราคาในค่าคำนวณต่างๆ ดังนี้ ค่าที่คาดการณ์ได้ (LNCPIE) มีความแม่นยำใกล้เคียงกับค่าที่เกิดขึ้นจริงของระดับราคา (LNCPI) ในระบบเศรษฐกิจ แสดงว่าหน่วยเศรษฐกิจมีการปรับตัวในการคาดการณ์ให้มีความถูกต้องมากขึ้น ส่วนค่าที่ไม่ได้คาดการณ์ (LNCPIU) นั้น พบว่ามีการแกว่งตัวมากขึ้น หลังจากที่ได้มีการเปิดเสรีทางการเงินในปี พ.ศ.2533 และเริ่มมีการปรับตัวเคลื่อนไหวในช่วงแคบลงเมื่อเวลาผ่านไป

ในแผนภาพที่ 5.2 แสดงปัจจัยระดับรายได้ พบว่าหน่วยเศรษฐกิจมีการปรับตัวของระดับรายได้ที่ไม่ได้คาดการณ์ (LNPIIU) ในช่วงเวลาหลังเปิดเสรีทางการเงิน เป็นช่วงแคบๆ ระหว่าง -0.1% ถึง 0.1% ซึ่งหมายความว่าหน่วยเศรษฐกิจมีการคาดการณ์ถึงรายได้ในอนาคต (LNPIIE) ได้เกือบถูกต้องโดยเฉลี่ยเช่นกัน จะมีก็ในช่วงปี พ.ศ.2529 ที่มีการคาดการณ์การเพิ่มขึ้นของระดับรายได้สูงเกินจริง เพราะในปีนั้นเกิดการขาดดุลการคลัง ทำให้รัฐบาลมีการตัดค่าใช้จ่ายของภาครัฐลง

จากแผนภาพที่ 5.3 แสดงปัจจัยผลตอบแทนของการถือเงินในปริมาณเงินความหมายแคบ ซึ่งจะเห็นว่าหลังจากเปิดเสรีทางการเงินแล้ว ผลตอบแทนของการถือเงินที่ไม่ได้คาดการณ์ (INTU) มีการแกว่งตัวมากขึ้นอย่างเห็นได้ชัด ซึ่งอาจสรุปได้ว่าหน่วยเศรษฐกิจคาดการณ์อัตราดอกเบี้ย (INTE) ดังกล่าวไม่ถูกต้องโดยเฉลี่ย

จากแผนภาพที่ 5.4 แสดงปัจจัยผลตอบแทนของการถือเงินในปริมาณเงินความหมายกว้าง จะเห็นว่าตลอดระยะเวลาของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานั้น ค่าที่ไม่ได้คาดการณ์ (ITU) มีการแกว่งตัวอยู่ระหว่างค่า  $\pm 2\%$  และมีลักษณะของทิศทางไม่แน่นอน จนกระทั่งหลังเปิดเสรีทางการเงินแล้ว ค่าที่ไม่ได้คาดการณ์จึงมีแนวโน้มเข้าสู่ศูนย์ ซึ่งหมายความว่าหน่วยเศรษฐกิจเริ่มที่จะคาดการณ์อัตราดอกเบี้ย (ITE) ได้ถูกต้องมากขึ้น

ซึ่งจากการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของการถือเงินในระยะสั้นและในระยะยาว (อัตราผลตอบแทนแยกตามความหมายของปริมาณเงินแคบและกว้าง) พบว่าลักษณะการเคลื่อนไหวของแผนภาพระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน มีทิศทางไปในทางเดียวกัน แต่จากผลการคาดการณ์ของอัตราผลตอบแทน

ของการถือเงิน แสดงให้เห็นว่าหน่วยเศรษฐกิจสามารถที่จะคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยในระยะยาวได้อย่างถูกต้องมากกว่าอัตราดอกเบี้ยในระยะสั้น ซึ่งก็มีความสมเหตุสมผล

จากแผนภาพที่ 5.5 แสดงปัจจัยอัตราผลตอบแทนของทุน โดยมีอัตราผลตอบแทนของทุนที่ไม่ได้คาดการณ์ (ICU) แกว่งตัวสูงมาก และมีลักษณะของทิศทางดังกล่าวสะท้อนตามค่าจริงที่เกิดขึ้นของอัตราผลตอบแทนของทุน แสดงว่าหน่วยเศรษฐกิจมีการคาดการณ์ถึงผลกระทบต่างๆ เป็นความเสี่ยงรวมอยู่ภายในค่าของผลตอบแทนด้วย

ในประเด็นทางด้านสถิติ ก็สามารถที่จะพิจารณาการแกว่งตัวของปัจจัยที่ไม่ได้คาดการณ์ (Unanticipated Variable) ต่างๆ ได้ด้วยเช่นกัน โดยการคำนวณหาค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของตัวแปรที่ไม่ได้คาดการณ์ เพื่อนำไปคำนวณค่าความแปรปรวน (Variance) ในแต่ละตัวแปร แล้วจึงนำมาเปรียบเทียบกับทางสถิติด้วยสัดส่วนของค่าความแปรปรวนหลังเปิดเสรีทางการเงินต่อค่าความแปรปรวนก่อนเปิดเสรีทางการเงินในตัวแปรแต่ละตัวด้วยค่า F-Statistic ด้วยการกำหนดสมมติฐานให้ความแปรปรวนของปัจจัยหลังเปิดเสรีต่อปัจจัยก่อนเปิดเสรี มีความสัมพันธ์ในสัดส่วนเดียวกันซึ่งจะต้องมีค่าของสัดส่วนเท่ากับ 1 และหรือมีค่าเท่ากับระหว่างความแปรปรวนทั้งสอง  $\left[ \frac{Var_{หลัง}}{Var_{ก่อน}} = 1; Var_{หลัง} = Var_{ก่อน} \right]$  แต่ในทางตรงกันข้าม หากไม่เป็นไปในสัดส่วนเดียวกันแล้วความแปรปรวนของปัจจัยหลังเปิดเสรีต่อปัจจัยก่อนเปิดเสรีจะมีความสัมพันธ์ที่มากกว่าหนึ่ง  $\left[ \frac{Var_{หลัง}}{Var_{ก่อน}} > 1; Var_{หลัง} > Var_{ก่อน} \right]$

จากสมมติฐานในข้างต้น จะพบว่าหากค่าสถิติที่ได้ไม่สามารถยอมรับสมมติฐาน นั่นคือความแปรปรวนหรือความผันผวนในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงินมีความแปรปรวนมากกว่าในช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงิน ซึ่งจะมีค่าสัดส่วนของความแปรปรวนมากกว่าหนึ่ง แสดงว่าเงื่อนไขการเปิดเสรีทางการเงินนั้นมีส่วนสำคัญทำให้เกิดความผันผวนมากขึ้น และในทางตรงกันข้าม หากสัดส่วนค่าความแปรปรวนยอมรับสมมติฐานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติแล้ว แสดงว่านโยบายการเปิดเสรีทางการเงินไม่มีผลให้ความแปรปรวนหรือความผันผวนมีมากขึ้นหรือน้อยลง กล่าวคือความแปรปรวนของช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงินและก่อนเปิดเสรีทางการเงินไม่มีความแตกต่างกันอันเนื่องมาจากการเปิดเสรีทางการเงิน

จากค่าสัดส่วนดังกล่าวยังสามารถพิจารณาเพิ่มเติมได้ โดยในทางกลับกันกับค่าสัดส่วนของค่าความแปรปรวนข้างต้น คือ สัดส่วนของค่าความแปรปรวนปัจจัยก่อนเปิดเสรีทางการเงินต่อค่าความแปรปรวนของปัจจัยหลังเปิดเสรีทางการเงิน ซึ่งก็จะมีสมมติฐานกลับกันโดยให้ความแปรปรวนของปัจจัยก่อนเปิดเสรีต่อปัจจัยหลังเปิดเสรีมีความสัมพันธ์ในสัดส่วนเดียวกัน  $\left[ \frac{Var_{ก่อน}}{Var_{หลัง}} = 1; Var_{ก่อน} = Var_{หลัง} \right]$  แต่ในทางตรงกันข้าม หากไม่เป็นไปในสัดส่วนเดียวกันแล้ว ความแปรปรวนของปัจจัยก่อนเปิดเสรีต่อปัจจัยหลังเปิดเสรีจะมีความสัมพันธ์ที่มากกว่าหนึ่ง  $\left[ \frac{Var_{ก่อน}}{Var_{หลัง}} > 1; Var_{ก่อน} > Var_{หลัง} \right]$  ดังนั้นถ้าหากค่าสัดส่วนดังกล่าวไม่สามารถยอมรับสมมติฐานซึ่งหมายความว่า มาตรการการเปิดเสรีทางการเงินในช่วงที่ผ่านมาได้ผลทำให้ความผันผวนของปัจจัยที่ไม่ได้คาดการณ์นั้นลดน้อยลง ซึ่งเท่ากับว่าหน่วยเศรษฐกิจสามารถที่จะคาดการณ์ได้ถูกต้องมากขึ้น จึงส่งผลทำให้ปัจจัยที่ไม่ได้คาดการณ์มีการแกว่งตัวน้อยลง ในทางตรงกันข้าม หากสัดส่วนดังกล่าวยอมรับสมมติฐานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าไม่มีความแตกต่างของความแปรปรวนในช่วงก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงินหรืออาจมีการแกว่งตัวมากขึ้น โดยมีค่าสัดส่วนของความแปรปรวนต่างๆ จากในตารางที่ 5.2

จากตารางที่ 5.2 พบว่าค่าความแปรปรวนในช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงินของระดับราคาที่ไม่ได้คาดการณ์มีค่าเท่ากับ 0.0000195 ผลตอบแทนของการถือเงินในปริมาณเงินความหมายแคบที่ไม่ได้คาดการณ์ มีค่าเท่ากับ 1.2235 และอัตราผลตอบแทนของทุนที่ไม่ได้คาดการณ์มีค่าเท่ากับ 43.4240 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าค่าความแปรปรวนของตัวแปรต่างๆ ดังกล่าวข้างต้นในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงิน 0.0000253, 3.4280, 46.9045 ตามลำดับ ในขณะที่ตัวแปรระดับรายได้ที่ไม่ได้คาดการณ์มีค่าเท่ากับ 0.000254 และผลตอบแทนของการถือเงินในปริมาณเงินความหมายกว้างที่ไม่ได้คาดการณ์ที่ค่าเท่ากับ 0.1770 พบว่าค่าความแปรปรวนในช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงินมีค่ามากกว่าค่าความแปรปรวนในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงินของตัวแปรทั้งสองเท่ากับ 0.000254, 0.1770 ตามลำดับ

ตารางที่ 5.2 แสดงค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานและค่าความแปรปรวนของตัวแปรที่ไม่ได้คาดการณ์ต่างๆ ในช่วงก่อนและหลังเปิดเสรีทางการเงิน

ค่าสถิติ/ตัวแปร	LNCPUI	LNPIIU	INTU	ITU	ICU
STD ก่อนเปิดเสรี	0.0044	0.0431	1.1061	0.4659	6.5897
STD หลังเปิดเสรี	0.0050	0.0159	1.8515	0.4207	6.8487
Variance ก่อนเปิดเสรี	0.0000195	0.001858	1.2235	0.2171	43.4240
Variance หลังเปิดเสรี	0.0000253	0.000254	3.4280	0.1770	46.9045
F-statistic (ก่อน/หลัง)	0.7713 <sup>NS</sup>	7.3265 <sup>***</sup>	0.3569 <sup>NS</sup>	1.2267 <sup>NS</sup>	0.9258 <sup>NS</sup>
F-statistic (หลัง/ก่อน)	1.2966 <sup>NS</sup>	0.1365 <sup>NS</sup>	2.8019 <sup>***</sup>	0.8152 <sup>NS</sup>	1.0802 <sup>NS</sup>

ที่มา : จากการคำนวณ

lnCPI = ดัชนีราคาผู้บริโภค แทนระดับราคา

lnPII = ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน แทนระดับรายได้

ib = อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ แทน  
ผลตอบแทนของการถือเงินในระยะสั้น

it = อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน แทน  
ผลตอบแทนของการถือเงินในระยะยาว

ic = อัตราผลตอบแทนของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แทน  
ผลตอบแทนของถือทรัพย์สิน

\*\*\* ระดับความเชื่อมั่นอย่างมีนัยสำคัญ 99%

\*\* ระดับความเชื่อมั่นอย่างมีนัยสำคัญ 95%

• ระดับความเชื่อมั่นอย่างมีนัยสำคัญ 90%

<sup>NS</sup> ไม่มีระดับความเชื่อมั่นอย่างมีนัยสำคัญ

เมื่อพิจารณาจากค่าสถิติจะพบว่าสัดส่วนค่าความแปรปรวนในช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงินต่อความแปรปรวนของช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงินของระดับรายได้ที่ไม่ได้คาดการณ์มีค่าความแปรปรวนมากกว่าหนึ่งอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 99% โดยมีค่าเท่ากับ 7.3265 ซึ่งแสดงผลจากการเปิดเสรีทางการเงินส่งผลให้มีการแกว่งตัวน้อยลง หรืออาจหมายความว่าหน่วยเศรษฐกิจมีการคาดการณ์ได้อย่างถูกต้องมากกว่าช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงิน ส่วนในตัวแปรระดับราคา

ที่ไม่ได้คาดการณ์ ผลตอบแทนของการถือเงินในปริมาณเงินความหมายแคบและกว้างที่ไม่ได้คาดการณ์ และอัตราผลตอบแทนของทุนที่ไม่ได้คาดการณ์ ไม่มีความแตกต่างของความแปรปรวนในช่วงก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงิน

ส่วนค่าสัดส่วนของความแปรปรวนช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงินต่อค่าความแปรปรวนในช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงินของผลตอบแทนของการถือเงินในปริมาณเงินความหมายกว้างที่ไม่ได้คาดการณ์มีค่าเท่ากับ 2.8019 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่านโยบายการเปิดเสรีทางการเงินส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์กว้างตัวมากขึ้นตามลักษณะแผนภาพที่ 5.3 ของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ที่ไม่ได้คาดการณ์ ซึ่งอาจเป็นผลให้ความต้องการถือเงินไม่มีความเสถียรภาพได้

จากการพิจารณาในแต่ละปัจจัย พบว่ามี 2 ปัจจัยที่มีอิทธิพลเปลี่ยนแปลงไปจากการใช้นโยบายการเปิดเสรีทางการเงิน นั่นคือ มีดัชนีการลงทุนของภาคเอกชนที่ไม่ได้คาดการณ์มีความผันผวนลดน้อยลง และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ที่ไม่ได้คาดการณ์มีความผันผวนมากขึ้นหลังเปิดเสรี ซึ่งทั้งหมดเป็นการวิเคราะห์เฉพาะปัจจัยเท่านั้น ดังนั้นในการพิจารณาถึงพฤติกรรมการจัดสรรการถือเงินในการศึกษานี้ จึงต้องมีการวิเคราะห์ร่วมกันกับปริมาณความต้องการถือเงินถึงปัจจัยที่มีส่วนสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงหลังจากมีการเปิดเสรีทางการเงินแล้วในหัวข้อถัดไป

### 5.3 ผลและการวิเคราะห์แบบจำลองการคาดการณ์อย่างสมเหตุสมผลของความต้องการถือเงินในความหมายแคบและกว้าง

เมื่อคำนวณหาค่าเริ่มต้นของอัตราเร็วของการปรับเปลี่ยนปริมาณความต้องการถือเงินในอดีตมาสู่ความต้องการถือเงินในคาบเวลาปัจจุบัน และอัตราคิดลดมูลค่าในอนาคตมาเป็นมูลค่าในปัจจุบันของตัวแปรอธิบายส่วนคาดการณ์ในอนาคตภายใต้ค่าความผิดพลาดเฉลี่ยกำลังสองน้อยที่สุด (Sum Square Residual : SSR) เพื่อที่จะใช้เป็นจุดเริ่มต้นกำหนดการคำนวณโดยวิธีประมาณการแบบ (Nonlinear Least Square : NLS) พบว่าได้ค่าโดยประมาณของ  $\lambda$  และ  $D$  ของปริมาณเงินความหมายแคบและกว้างเท่ากับ (0.86, 0.99) และ (0.99, 0.88) ตามลำดับ ซึ่งเมื่อได้คำนวณร่วมกับข้อมูลจากตัวแปรกำหนดอื่นๆ แล้วจึงจะสามารถให้ค่าละเอียดที่ถูกต้อง



และมีความหมายที่ต้องการได้ และจากตารางที่ 5.3 เป็นการแสดงค่าที่ถูกต้องของทั้ง 2 ค่า พร้อมทั้งยังสามารถนำมาคำนวณหาสัดส่วนและอัตราส่วนน้ำหนักโดยเฉลี่ยของการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงิน และพบว่าค่า  $\lambda$  และ  $D$  ที่ได้มีค่าใกล้เคียงกับที่ได้คำนวณด้วยวิธีประมาณการแบบ (Ordinary Least Square : OLS) ในขั้นตอนแรกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จากการทดสอบด้วยวิธีทางสถิติของ WALD-TEST ในตารางที่ 5.3 และ 5.4 ตามลำดับความหมายของปริมาณเงิน

ตารางที่ 5.3 แสดงอัตราเร็วของการปรับเปลี่ยนปริมาณความต้องการถือเงิน ( $\lambda$ ) อัตราคิดลด ( $D$ ) สัดส่วนและค่าถ่วงน้ำหนักโดยเฉลี่ยของการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงิน ( $a, a_1, a_2$ )

<i>Min SSR</i>	$\lambda$	$D$	$a$	$a_1$	$a_2$
<i>lnM1</i>	0.861508	0.99	0.023648	0.023102	0.976898
<i>lnM2</i>	0.996754	0.88	0.000400	0.000400	0.999600

ที่มา : จากการคำนวณ

จากตารางที่ 5.3 แสดงค่าอัตราเร็วของการปรับเปลี่ยนปริมาณความต้องการถือเงิน ( $\lambda$ ) และอัตราคิดลด ( $D$ ) ที่ได้จากการประมาณการมาคำนวณหาสัดส่วนของค่าถ่วงน้ำหนักโดยเฉลี่ย ( $a$ ) และค่าถ่วงน้ำหนักโดยเฉลี่ยของการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงิน ( $a_1$  และ  $a_2$ ) ในสมการการจัดสรรความต้องการถือเงินให้มีต้นทุนต่ำที่สุด ปรากฏว่าในความต้องการถือเงินของปริมาณเงิน ความหมายแคบมีอัตราเร็วของการปรับเปลี่ยนปริมาณความต้องการถือเงินเท่ากับ 0.8615 และอัตราคิดลดเท่ากับ 0.99 ซึ่งเมื่อนำมาคำนวณค่าสัดส่วนของค่าถ่วงน้ำหนักโดยเฉลี่ย ( $a$ ) แล้วมีค่าเท่ากับ 0.0236 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่าค่าถ่วงน้ำหนักเฉลี่ยของต้นทุนการปรับสมดุลความต้องการถือเงินในคาบเวลาปัจจุบันสู่เป้าหมายการถือเงินในอนาคต ( $a_1$ ) จะต้องมีค่าน้อยกว่าค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของต้นทุนการปรับสมดุลความต้องการถือเงินในอดีตมาสู่ความต้องการถือเงินในคาบเวลาปัจจุบัน ( $a_2$ ) ซึ่งผลจากการคำนวณก็พบว่าค่าถ่วงน้ำหนักโดยเฉลี่ยของต้นทุนการปรับสมดุลความต้องการถือเงินในคาบเวลาปัจจุบันสู่เป้าหมายการถือเงินในอนาคต ( $a_1$ ) เท่ากับ 0.0236 และค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของต้นทุนการปรับสมดุลความต้องการถือเงินในอดีตมาสู่ความ



ต้องการถือเงินในคาบเวลาปัจจุบัน ( $a_2$ ) เท่ากับ 0.9768 แสดงว่าหน่วยเศรษฐกิจมีการปรับตัวการถือเงินเพื่อเข้าสู่สมดุลในอนาคตอย่างช้าๆ

สำหรับความต้องการถือเงินในปริมาณเงินความหมายกว้างก็พบว่า อัตราเร็วของการปรับเปลี่ยนปริมาณความต้องการถือเงินเท่ากับ 0.9967 โดยมีอัตราคิดลดเท่ากับ 0.88 ภายได้ค่าความผิดพลาดเฉลี่ยกำลังสองน้อยที่สุด และเมื่อได้คำนวณหาค่าสัดส่วนของค่าถ่วงน้ำหนักโดยเฉลี่ย ( $\alpha$ ) ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.0004 และพบว่ามีย่านน้อยกว่า 1 เช่นเดียวกันกับความต้องการถือเงินตามปริมาณเงินความหมายแคบ ซึ่งมีค่าถ่วงน้ำหนักโดยเฉลี่ยของต้นทุนการปรับสมดุลความต้องการถือเงินในคาบเวลาปัจจุบันสู่เป้าหมายการถือเงินในอนาคต ( $a_1$ ) และค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของต้นทุนการปรับสมดุลความต้องการถือเงินในอดีตมาสู่ความต้องการถือเงินในคาบเวลาปัจจุบัน ( $a_2$ ) เท่ากับ 0.0004 และ 0.9996 ตามลำดับ

หากเมื่อพิจารณาเปรียบเทียบกันระหว่างปริมาณความต้องการถือเงินตามนิยามปริมาณเงินความหมายแคบและกว้างแล้วพบว่า ในความต้องการถือเงินตามปริมาณเงินความหมายกว้างมีอัตราเร็วของการปรับเปลี่ยนการถือเงินเร็วกว่าความต้องการถือเงินตามปริมาณเงินความหมายแคบอยู่ 0.1352 เท่า ส่วนทางด้านสัดส่วนของค่าถ่วงน้ำหนักโดยเฉลี่ยพบว่ามีย่านน้อยกว่าหนึ่งทั้งในปริมาณความต้องการถือเงินตามความหมายแคบและกว้าง แสดงว่าหน่วยเศรษฐกิจให้ความสำคัญกับน้ำหนักการปรับตัวในระยะสั้นจากคาบเวลาที่แล้วมาสู่เวลาในปัจจุบันด้วยค่าถ่วงน้ำหนักเฉลี่ย 0.9768 และ 0.9996 ซึ่งมากกว่าการปรับตัวเข้าสู่สมดุลแห่งดุลยภาพของเป้าหมายปริมาณเงินในอนาคตที่หน่วยเศรษฐกิจได้ตั้งไว้ตามค่าถ่วงน้ำหนักเฉลี่ย 0.0231 และ 0.0004 ในความหมายของปริมาณเงินแคบและกว้างตามลำดับ

ทางด้าน การจัดการสรรกรถือเงินจะสังเกตเห็นได้ว่า ในความต้องการถือเงินตามปริมาณเงินความหมายกว้างมีอัตราความเร็วของการปรับตัวการถือเงินที่เร็วกว่าความต้องการถือเงินตามปริมาณเงินความหมายแคบ ซึ่งแสดงถึงการจัดการระหว่างการถือเงินและการถือทรัพย์สินให้มีสภาพคล่องมากที่สุด ดังนั้นจึงเป็นสาเหตุให้อัตราคิดลดของความต้องการถือเงินในความหมายกว้างมีอัตราที่น้อยกว่าอัตราคิดลดของความต้องการถือเงินในความหมายแคบ

ตารางที่ 5.4 แสดงผลการประมาณสมการการคาดการณ์ของความต้องการถือเงินใน  
ความหมายแคบและกว้าง ตั้งแต่ปี พ.ศ.2527:01-2539:12 (ค.ศ.1984:01-1995:12)

NonLinear Least Square	ln M1	ln M2	ln M2 <sup>1/</sup>
Constant	-0.5236	-0.0713	-0.0728
(t-statistic)	(-2.5162) **	(-0.9829) NS	(-1.0193) NS
$\lambda \ln M_{t-1}$	0.8615	0.9967	0.9970
(t-statistic)	(17.124) ***	(64.501) ***	(60.1816) ***
$(P_t - P_t^e)$	-0.7078	-0.5522	-0.5779
(t-statistic)	(-1.0433) NS	(-3.2059) ***	(-3.3536) ***
$(Y_t - Y_t^e)$	0.0107	0.0208	0.0201
(t-statistic)	(0.1106) NS	(0.8433) NS	(0.8313) NS
$(ib_t - ib_t^e)$	-0.0018	-	-
(t-statistic)	(-0.9001) NS	-	-
$(it_t - it_t^e)$	-	-0.0011	-0.0008
(t-statistic)	-	(-0.652) NS	(-0.4592) NS
$(ic_t - ic_t^e)$	-0.0002	-0.00008	-
(t-statistic)	(-0.4011) NS	(-0.6477) NS	-
$(1-\lambda)(1-\lambda D) \sum_{s=0}^{\infty} (\lambda D)^s P_{t+s}^e$	3.5646	5.9023	6.5524
(t-statistic)	(8.1282) ***	(1.0303) NS	(0.5777) NS
$(1-\lambda)(1-\lambda D) \sum_{s=0}^{\infty} (\lambda D)^s Y_{t+s}^e$	0.3872	3.4314	3.5308
(t-statistic)	(2.4149) **	(0.2113) NS	(0.1819) NS
$(1-\lambda)(1-\lambda D) \sum_{s=0}^{\infty} (\lambda D)^s ib_{t+s}^e$	-0.0118	-	-
(t-statistic)	(-0.8179) NS	-	-
$(1-\lambda)(1-\lambda D) \sum_{s=0}^{\infty} (\lambda D)^s it_{t+s}^e$	-	0.4757	0.5188
(t-statistic)	-	(0.2012) NS	(0.1697) NS
$(1-\lambda)(1-\lambda D) \sum_{s=0}^{\infty} (\lambda D)^s ic_{t+s}^e$	0.03115	0.9657	-
(t-statistic)	(0.9247) NS	(0.2096) NS	-
$U_{t-1}$	0.2082	-	-
(t-statistic)	(2.5205) **	-	-

$(ic_t - ic_t^e)$ ก่อนเปิดเสรี (t-statistic)	-	-	-0.000389 (-2.3005) **
$(ic_t - ic_t^e)$ หลังเปิดเสรี (t-statistic)	-	-	0.000198 (1.0783) NS
$(1-\lambda)(1-\lambda D) \sum_{s=0}^{12} (\lambda D)^s ic_{t+s}^e$ ก่อนเปิดเสรี (t-statistic)	-	-	1.1095 (0.1757) NS
$(1-\lambda)(1-\lambda D) \sum_{s=0}^{12} (\lambda D)^s ic_{t+s}^e$ หลังเปิดเสรี (t-statistic)	-	-	0.9246 (0.1847) NS
Adj R-square	0.9944	0.9997	0.9997
F-statistic	2,868.57	69,084.29	59,081.83
Durbin-Watson Test	1.5671	2.1457	2.1784
White Test	107.0878	107.5092	140.3101
Wald Test ( $\lambda = 0.86$ )	0.0008	-	-
Wald Test ( $\lambda = 0.99$ )	-	0.191	0.1808
Chow Test (1990.03)	0.8598	2.495	-
Wald Test ( $ic_t^u$ ก่อน = $ic_t^u$ หลัง)	-	-	5.6277

<sup>v</sup> เป็นสมการค้นหาปัจจัยที่ทำให้เกิดความไม่มีเสถียรภาพจากการเปิดเสรีทางการเงิน

$$\text{โดยที่ } \text{Unanticipated} = (X_t - X_t^e) = X_t^u$$

$$\text{Anticipated} = (1-\lambda)(1-\lambda D) \sum_{s=0}^{12} (\lambda D)^s X_{t+s}^e$$

$$X_t = \{P, Y, ib, it, ic\}$$

$P$  = Logarithms ของดัชนีราคาผู้บริโภค

$Y$  = Logarithms ของดัชนีการลงทุนภาคเอกชน

$ib$  = Logarithms ของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์

$it$  = อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน

$ic$  = อัตราผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์

\*\*\* ระดับความเชื่อมั่นอย่างมีนัยสำคัญ 99%

\*\* ระดับความเชื่อมั่นอย่างมีนัยสำคัญ 95%

• ระดับความเชื่อมั่นอย่างมีนัยสำคัญ 90%

NS ไม่มีระดับความเชื่อมั่นอย่างมีนัยสำคัญ

จากตารางที่ 5.4 แสดงผลการประมาณการสมการความต้องการถือเงินในปริมาณเงิน ความหมายแคบ (M1) และปริมาณเงินความหมายกว้าง (M2) ซึ่งมีปัจจัยกำหนดความต้องการถือเงินดังนี้ ระดับราคาที่ได้คาดการณ์ได้และระดับราคาที่ไม่ได้คาดการณ์ ระดับรายได้ที่คาดการณ์ได้และระดับรายได้ที่ไม่ได้คาดการณ์ ผลตอบแทนของการถือเงินในระยะสั้นที่คาดการณ์ได้และผลตอบแทนของการถือเงินในระยะสั้นที่ไม่ได้คาดการณ์ ผลตอบแทนของการถือเงินในระยะยาวที่คาดการณ์ได้และผลตอบแทนของการถือเงินในระยะยาวที่ไม่ได้คาดการณ์ อัตราผลตอบแทนของทุนที่คาดการณ์ได้และอัตราผลตอบแทนของทุนที่ไม่ได้คาดการณ์ โดยผลจากสมการทั้งสองพบว่า ปัจจัยกำหนดการถือเงินที่สามารถคาดการณ์ได้ และที่ไม่ได้คาดการณ์นั้นมีความสามารถในการอธิบายพฤติกรรมความต้องการถือเงินโดยรวมได้ถึง 99.44% และ 99.97% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตามลำดับ พร้อมกันนั้นจากผลการทดสอบปัญหาทางเศรษฐมิติของสมการทั้ง 2 พบเพียงปัญหา Autocorrelation<sup>1</sup> ในทางบวกของสมการความต้องการถือเงินความหมายแคบ แต่เนื่องจากวิธีการประมาณการ Nonlinear Least Square (NLS) นั้นไม่สามารถที่จะแก้ไขปัญหา Autocorrelation ได้ด้วยวิธีการเพิ่มตัวแปร AR (Autoregressive) หรือ MA (Moving Average) จึงต้องประมาณการหาขนาดของความสัมพันธ์ดังกล่าวต่างหากด้วยวิธี Ordinary Least Square (OLS) ดังเช่นผลที่ได้ในภาคผนวก ค. (ตารางที่ ค.1.) ซึ่งมีขนาดความสัมพันธ์เท่ากับ 0.2082 ด้วยระดับความเชื่อมั่น 95% และคาดว่าน่าจะมีปัญหาทางด้านความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระด้วยตัวเองที่เรียกว่าปัญหา Multicollinearity เนื่องจากผลจากการประมาณการมีค่าสถิติของ  $R^2$  สูงและค่า t-statistics ต่ำ จึงได้ทำการตรวจสอบจากค่า Correlation Matrix ในภาคผนวก ค. (ตารางที่ ค.2.) ซึ่งจากตารางดังกล่าวพบความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนเท่านั้น ซึ่งก็ไม่เป็นปัญหาแต่อย่างใด เพราะได้มีการแยกปัจจัยทั้งสองดังกล่าวแล้วตามค่านิยามของความต้องการถือเงิน

<sup>1</sup> ปัญหา Autocorrelation คือ ปัญหาของค่า Error term ในอดีตกับปัจจุบันมีความสัมพันธ์กัน

## ผลความต้องการถือเงินในความหมายแคบ (M1)

ในความต้องการถือเงินความหมายแคบพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของค่าความยืดหยุ่นของปริมาณความต้องการถือเงินในอดีต ณ เวลา  $t-1$  มีค่าเท่ากับ 0.8615 ในทางบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับสูง ซึ่งหมายความว่า ถ้าปริมาณความต้องการถือเงินในอดีตมีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น (ลดลง) 1% จะส่งผลต่อการปรับเปลี่ยนขนาดของการถือเงินในคาบเวลาปัจจุบันเพิ่มขึ้น (ลดลง) 0.8615% โดยเป็นการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพ และยังพบว่าปัจจัยที่สำคัญในการกำหนดการถือเงินในความหมายแคบ คือ ระดับราคาที่ใช้คาดการณ์ได้ และระดับรายได้ที่ใช้คาดการณ์ได้ โดยมีขนาดของความยืดหยุ่น 3.5645 และ 0.3872 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทางบวกทั้ง 2 ปัจจัยตามลำดับ และพบว่าบุคคลหรือหน่วยเศรษฐกิจเน้นให้ความสำคัญกับกำลังอำนาจซื้อของตนมากกว่ารายได้ที่ใช้ คาดการณ์ได้ และการที่ระดับราคาที่ใช้คาดการณ์ได้มีทิศทางเดียวกันกับปริมาณความต้องการถือเงิน แสดงว่าสาธารณชนนั้นพิจารณาเงินเพื่อจากระดับราคาที่สูงขึ้นมากกว่าพิจารณาทางด้านต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการถือเงิน จึงอาจสรุปได้ว่าสาธารณชนจะกระทำการถือเงินเพื่อการใช้จ่ายในชีวิตประจำวันเท่านั้น มิได้มีลักษณะของการถือเงินเพื่อเก็งกำไรเมื่อทราบว่าปริมาณเงินที่ตนถืออยู่มีมูลค่าลดลง

เหตุผลที่สำคัญอีกประเด็นหนึ่งที่จะสนับสนุนสมมติฐานของการถือเงินเพื่อการใช้จ่ายในชีวิตประจำวัน คือ การที่ผลตอบแทนของการถือเงินในระยะสั้นและอัตราผลตอบแทนของทุนทั้งที่ใช้คาดการณ์ได้และที่ไม่ได้คาดการณ์ ขนาดความเชื่อมั่นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่จะอธิบายถึงความมีอิทธิพลของความต้องการถือเงินในความหมายแคบ จึงอาจสรุปได้ว่าปริมาณเงินในความหมายแคบนี้ไม่มีลักษณะของการถือเงินเพื่อการเก็งกำไรตามคำนิยามของปริมาณเงินความหมายแคบ (M1) ด้วยเช่นกัน หรือเป็นส่วนหนึ่งของความต้องการถือเงินที่จำเป็นต้องใช้จ่ายจริงของตัวแทนทางเศรษฐกิจมากกว่าการใช้จ่ายเพื่อสะสมความมั่งคั่ง

ในขณะที่ทางด้านระดับราคาที่ไม่ได้คาดการณ์และระดับรายได้ที่ไม่ได้คาดการณ์นั้น จากการศึกษาพบว่าไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าผลกระทบของวิกฤตการณ์ไม่สามารถส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมการใช้จ่ายใช้สอยของบุคคลหรือหน่วยเศรษฐกิจในระบบได้อย่างเต็มที่ เนื่องจากว่าทุกๆ หน่วยเศรษฐกิจพื้นฐานจำเป็นต้องมีการอุปโภคบริโภค ดังนั้นผลกระทบที่เกิดขึ้นจึงมีส่วนสำคัญให้การเปลี่ยนแปลงการถือเงินมีน้อยลงไป



## ผลความต้องการถือเงินในความหมายกว้าง (M2)

สำหรับกรณีของความต้องการถือเงินในความหมายกว้าง พบว่ามีปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการถือเงินเพียง 2 ปัจจัยเท่านั้น คือ ปริมาณความต้องการถือเงินในอดีต และระดับราคาที่ไม่ได้คาดการณ์ โดยปริมาณความต้องการถือเงินในอดีตมีผลต่อการปรับตัว 0.9967 ซึ่งมีขนาดใหญ่มากเกือบจะเท่ากับหนึ่ง ซึ่งเป็นการสะท้อนถึงพฤติกรรมปรับตัวของหน่วยเศรษฐกิจโดยทันทีเมื่อเกิดภาวะไร้ดุลยภาพ ส่วนระดับราคาที่ไม่ได้คาดการณ์นั้นมีความยืดหยุ่นต่อการถือเงินเท่ากับ 0.5522 ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับสูง นั่นคือ เมื่อเกิดภาวะวิกฤตการณ์หรือผลจากการใช้นโยบาย Unanticipated ของผู้กุมอำนาจนโยบายแล้ว ก่อให้เกิดผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของระดับราคาที่ไม่ได้คาดการณ์ให้เพิ่มขึ้น (ลดลง) 1% ซึ่งส่งผลให้หน่วยเศรษฐกิจดำรงการถือเงินลดลง (เพิ่มขึ้น) 0.5522% ส่วนทิศทางที่เป็นลบนั้นคาดว่าเป็นเพราะเมื่อเกิดภาวะ Surprised Price ในแง่ลบขึ้นแล้ว ผลที่เกิดขึ้นจะกระทบให้ระดับราคาสินค้าปรับตัวสูงขึ้นโดยทันที และมีขนาดใหญ่กว่าที่ได้มีการคาดการณ์ไว้จากเดิม ยังผลให้หน่วยเศรษฐกิจถือเงินน้อยลงและหันไปถือทรัพย์สินแทน

ในปัจจุบันกำหนดความต้องการถือเงินที่ไม่ได้ คาดการณ์ของ ระดับรายได้ อัตราผลตอบแทนของการถือเงิน และอัตราผลตอบแทนของการถือทรัพย์สิน ในปริมาณเงินความหมายกว้าง พบว่าไม่มีอิทธิพลต่อการถือเงินอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นการแสดงให้เห็นว่า ภาวะวิกฤตการณ์ต่างๆ ที่กระทบปัจจัยดังกล่าวไม่สามารถก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงใดๆ เกิดขึ้นต่อการถือเงินในความหมายกว้าง ส่วนปัจจัยที่สามารถคาดการณ์ได้ของความต้องการถือเงินความหมายกว้าง พบว่าไม่มีปัจจัยใดที่ไม่ยอมรับสมมติฐานการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ แสดงว่า หน่วยเศรษฐกิจไม่มีผลของการคาดการณ์ในปัจจุบันต่างๆ ต่อการถือเงิน ซึ่งจะเอื้อประโยชน์เป็นอย่างมากในการดำเนินนโยบายการเงินการคลังของภาครัฐ เช่น กรณีของระดับราคาโดยรวมนั้น รัฐบาลมีต้องกังวลถึงผลกระทบจากการคาดการณ์หรือการคาดคะเนเงินเพื่อที่เกิดขึ้นจากการใช้นโยบายการเพิ่มปริมาณเงินเข้าสู่ระบบ ซึ่งเป็นผลให้ไม่มีผลกระทบใดๆ จากการเปลี่ยนแปลงการคาดคะเนล่วงหน้าของการถือเงิน ทำให้นโยบายการเงินนั้นมีประสิทธิภาพในการควบคุมปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งจะได้อีกต่อไปถึงผลที่ได้รับจากการคาดการณ์ของหน่วยเศรษฐกิจที่มีตอนนโยบายรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ

## ผลของการกำหนดนโยบาย

ผลที่ได้จากการวิเคราะห์ความต้องการถือเงินในปริมาณเงินความหมายแคบและความหมายกว้าง พบปัจจัยที่คาดการณ์ได้และที่ไม่ได้คาดการณ์ที่มีอิทธิพลต่อความต้องการถือเงินตามสมมติฐานของการคาดการณ์อย่างสมเหตุสมผลของประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2527-2539 ที่มีส่วนผลักดันให้ความต้องการถือเงินของบุคคลหรือหน่วยเศรษฐกิจดังกล่าวเคลื่อนย้าย (Shift) หรือแกว่งตัวออกจากดุลยภาพการถือเงินเดิม ซึ่งจะส่งผลต่อการคาดเคลื่อนของเป้าหมายทางเศรษฐกิจ ดังนั้น ด้วยสาเหตุของปัจจัยที่กล่าวมาทั้งหมดนั้น ทำให้ผู้มีอำนาจกำหนดนโยบายเศรษฐกิจหรือธนาคารกลางจำเป็นต้องใช้นโยบายรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจผ่านเป้าหมายชั้นกลาง (Intermediate Target) ตามเงื่อนไขของการเลือกกำหนดเป้าหมายนโยบายการเงิน

ตามเงื่อนไขของการกำหนดเป้าหมายทางการเงินอย่างใดอย่างหนึ่ง ประกอบกับการแกว่งตัวของความต้องการถือเงินนั้น มีส่วนสำคัญให้การใช้นโยบายใดนโยบายหนึ่ง เพื่อการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ ที่มีผลกระทบต่อตัวแปรหรือปัจจัยที่กำหนดความต้องการถือเงินโดยตรง ให้เปลี่ยนแปลงไป รวมถึงผลของความมีประสิทธิภาพของการใช้นโยบายดังกล่าวด้วย ซึ่งความมีประสิทธิภาพขึ้นอยู่กับความต้องการถือเงินของหน่วยเศรษฐกิจในระบบว่ามีพฤติกรรมของการถือเงินคงที่หรือไม่ หากมีพฤติกรรมคงที่ไม่เปลี่ยนแปลงในขณะใดขณะหนึ่งแล้วก็จะไม่มีผลกระทบต่อความต้องการถือเงินที่จะทำให้ประสิทธิภาพของนโยบายลดลงได้

จากที่กล่าวมาแล้วสามารถสรุปได้ว่าความต้องการถือเงินในปริมาณเงินความหมายแคบซึ่งพบปัจจัยระดับราคาที่คาดการณ์ได้ และระดับรายได้ที่คาดการณ์ได้ที่มีอิทธิพลต่อการจัดการถือเงิน และมีผลต่อความไม่แน่นอนของพฤติกรรมการถือเงินของหน่วยเศรษฐกิจ ซึ่งจะเห็นได้ว่าผลจากการแกว่งตัวนั้น สามารถทำให้การดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจมีประสิทธิภาพลดลงโดยผลของนโยบายที่มีต่อระดับราคาที่คาดการณ์ เช่น การขึ้นราคาหรือการเก็บภาษีน้ำมัน, การเพิ่มปริมาณเงินเข้าไปในระบบ (ใช้ได้ในกรณีกำหนดให้เป้าหมายอัตราดอกเบี้ยคงที่) และของระดับรายได้ที่คาดการณ์ขึ้นอยู่กับ การขยายตัวทางเศรษฐกิจและการลงทุน ในด้านของปัจจัยที่เหลือของความต้องการถือเงินในปริมาณเงินความหมายแคบ<sup>2</sup> ก็พบว่าหน่วยเศรษฐกิจมีพฤติกรรม

---

<sup>2</sup> ประกอบด้วย ระดับอัตราดอกเบี้ยที่คาดการณ์ได้, อัตราผลตอบแทนของทุนที่คาดการณ์ได้, ระดับราคาที่ไม่ได้คาดการณ์, ระดับรายได้ที่ไม่ได้คาดการณ์, อัตราดอกเบี้ยที่ไม่ได้คาดการณ์ และอัตราผลตอบแทนของทุนที่ไม่ได้คาดการณ์



ไม่เปลี่ยนแปลง และอาจกล่าวได้ว่าผู้มีอำนาจในการกำหนดนโยบายทางเศรษฐกิจสามารถดำเนินนโยบายการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ทางด้านความต้องการถือเงินในปริมาณเงินความหมายกว้างนั้น พบปัจจัยที่สามารถให้การดำเนินนโยบายทางการเงินในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจขาดประสิทธิภาพเพียงปัจจัยเดียว คือ ระดับราคาที่ไม่ได้คาดการณ์ สำหรับปัจจัยที่เหลืออื่นๆ ไม่พบผลกระทบที่มีส่วนให้นโยบายของภาครัฐต้องด้อยประสิทธิภาพลง

*การเปรียบเทียบความต้องการถือเงินในความหมายแคบ (M1) และกว้าง (M2)*

เมื่อเปรียบเทียบกันระหว่างความต้องการถือเงินในความหมายของปริมาณเงินความหมายแคบและปริมาณความหมายกว้าง พบว่าสามารถพิจารณาได้ใน 3 ด้าน คือ

1. ในแง่ของการปรับตัวซึ่งสามารถพิจารณาได้จากค่าความยืดหยุ่นที่ได้ในตัวแปรของระดับความต้องการถือเงินในอดีต ( $\lambda$ ) พบว่าปริมาณความต้องการถือเงินในอดีตมีอิทธิพลต่อการถือเงินในช่วงเวลาปัจจุบัน ซึ่งสามารถแสดงการเปลี่ยนแปลงหรือความเร็วของปริมาณเงิน โดยเมื่อเปรียบเทียบกับขนาดของความเร็วของปริมาณเงินในทั้งสองความหมายแล้วจะเห็นว่าปริมาณเงินความหมายแคบมีการปรับตัวที่ช้ากว่าในความหมายกว้างถึง 0.135246 เท่า

2. ในด้านของนิยามตามความหมายปริมาณเงิน พบว่า ด้วยเหตุผลทางสถิติแล้ว ตัวแปรระดับรายได้และระดับราคามีส่วนสำคัญต่อการดำรงการถือเงินเพื่อการจับจ่ายใช้สอย จึงสรุปได้ว่าปริมาณเงินในความหมายแคบเป็นการถือเงินเพียงเพื่อการจับจ่ายใช้สอยเท่านั้นไม่ได้มีลักษณะของการเก็งกำไร ส่วนปริมาณเงินความหมายกว้างไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนว่ามีลักษณะของการเก็งกำไรหรือไม่ เนื่องจากผลทางด้านสถิติของอัตราดอกเบี้ยที่คาดการณ์ได้และอัตราดอกเบี้ยที่ไม่ได้คาดการณ์ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานได้ แม้ว่าในงานศึกษาต่างๆ ของประเทศไทยหลายการศึกษาจะมีการสรุปถึงอิทธิพลของอัตราดอกเบี้ยที่มีผลต่อความต้องการถือเงินในปริมาณเงินความหมายกว้างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ<sup>3</sup> ซึ่งตามผลการศึกษานี้ได้ศึกษานั่นประเด็นของพฤติกรรมการคาดการณ์ของความต้องการถือเงิน จึงสามารถสรุปได้เพียงว่า

<sup>3</sup> ผลการศึกษาในประเทศไทยมีสรุปไว้ในวรรณกรรมปริทัศน์ ในบทที่ 2

หน่วยเศรษฐกิจไม่มีลักษณะของการคาดการณ์ของอัตราดอกเบี้ย ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยที่ไม่ได้คาดการณ์ก็ไม่มีอิทธิพลต่อความต้องการถือเงินด้วยเช่นกัน ซึ่งอาจสรุปสาเหตุของการปฏิเสธสมมติฐานของอัตราดอกเบี้ยได้ 2 ประการ ดังนี้

ในประการแรก เป็นเพราะอัตราดอกเบี้ยในตลาดถูกใช้เป็นเครื่องมือชนิดหนึ่งที่ใช้ในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจผ่านฐานเงิน เพื่อการควบคุมส่วนเกินสภาพคล่องของระบบหรือรักษาคุณภาพของการหมุนเวียนภายในและภายนอกประเทศ โดยมีธนาคารกลางเป็นผู้กำหนดอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานไม่ว่าจะทางตรงหรือทางอ้อม

และในประการที่สอง หากเปลี่ยนประเด็นมุมมองใหม่ให้การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานของธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นนโยบายที่ประกาศให้ทราบทั่วกัน หรือโดยอีกนัยหนึ่ง คือ เป็นผลของการบอกถึงสัญญาณเตือนแห่งการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยประเภทต่างๆ ในลำดับต่อมาของธนาคารพาณิชย์ เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ 4 (MRR, MLR และ MOR) ซึ่งนโยบายประกาศ (Announced Policy) ถือได้ว่าจัดเป็นนโยบายที่คาดการณ์ได้ ซึ่งเมื่อเกิดภาวะ Shock ขึ้น เครื่องมือนี้ก็ถูกนำมาใช้ด้วยการประกาศเป็นนโยบาย ทำให้อัตราดอกเบี้ยที่คาดการณ์ได้และที่ไม่ได้คาดการณ์ไม่มีอิทธิพลต่อปริมาณความต้องการถือเงินในความหมายกว้าง ดังนั้นการใช้นโยบายทางด้านอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางจะมีประสิทธิภาพมาก เนื่องจากหน่วยเศรษฐกิจเฉลี่ยโดยรวมไม่สามารถที่จะคาดการณ์ถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นได้

3. ในด้านนโยบาย จะเห็นว่ามีความขัดแย้งเกิดขึ้นจากการใช้นโยบายใน 2 กรณีดังต่อไปนี้

3.1) การดำเนินนโยบายที่คาดคะเนไม่ได้ (Unanticipated Policy) ของระดับราคาหรือวิกฤตการณ์ (Shock) ทางด้านราคา ซึ่งมีผลให้ความต้องการถือเงินในปริมาณเงินความหมายกว้างขาดประสิทธิภาพ แต่ในความต้องการถือเงินในความหมายแคบกลับพบว่าไม่มีผลกระทบให้ประสิทธิภาพดังกล่าวลดลง แสดงว่า Shock ของราคาจะไม่มีผลกระทบในแง่ของการใช้จ่ายในชีวิตประจำวัน แต่จะมีผลกระทบให้ประสิทธิภาพลดลงในปริมาณเงินระบบรวม ซึ่งอาจเป็นในกลุ่มของหน่วยเศรษฐกิจที่มีการถือเงินเพื่อการเก็งกำไร

3.2) ในประเด็นของการใช้นโยบายที่คาดการณ์ได้ของระดับราคาและระดับรายได้ พบว่าในปัจจุบันดังกล่าวของความต้องการถือเงินตามความหมายแคบมีส่วนทำให้ประสิทธิภาพของนโยบายลดลง สำหรับความต้องการถือเงินตามความหมายกว้างนั้นผลกระทบของปัจจัยทั้งสองมิได้ทำให้นโยบายให้ประสิทธิภาพลดลงแต่อย่างใด ซึ่งคาดว่าน่าจะเป็นเพราะว่าหน่วยเศรษฐกิจที่มีการถือเงินเพื่อการเก็งกำไรนั้นได้มีการคาดการณ์ถึงระดับเงินเพื่อหรือการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาที่จะเกิดขึ้นไว้แล้วล่วงหน้า

ส่วนในระดับรายได้ก็เช่นเดียวกัน หากภาวะเศรษฐกิจที่มีอัตราการเจริญเติบโตดี หน่วยเศรษฐกิจก็มีการบริโภค การลงทุนเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นสาเหตุให้มีรายได้เพิ่มสูงขึ้นจึงมีผลกระทบ แต่เฉพาะในระดับการถือเงินเพื่อการใช้จ่ายเท่านั้น หรือในระดับความต้องการถือเงินเพื่อการเก็งกำไรนั้นได้มีการคำนวณรวมภาวะของความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นไว้ด้วย

#### การทดสอบความมีเสถียรภาพ

จากการทดสอบความมีเสถียรภาพของสมการความต้องการถือเงินในช่วงเวลา ก่อนและ หลังการเปิดเสรีทางการเงินด้วยค่าสถิติ Chow Test โดยยึดจุดเปลี่ยนของเวลาใน เดือนมีนาคม พ.ศ.2533 เป็นจุดแบ่งเวลาเนื่องจากในช่วงเวลาดังกล่าวนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ประกาศ ยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ และเงินฝากประจำ จึงสามารถใช้เป็นตัววัดถึง ผลการเปลี่ยนแปลงของนโยบายดังกล่าวได้ ซึ่งผลที่ได้จากการทดสอบพบว่า สมการความต้องการ ถือเงินในความหมายแคบมีค่าสถิติ Chow Test เท่ากับ 0.8598 ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับค่าวิกฤต F-statistic แล้วไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานอย่างมีนัยสำคัญ นั่นคือ ความต้องการถือเงินใน ปริมาณเงินความหมายแคบมีเสถียรภาพในช่วงเวลา ก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงิน แสดง ว่าผลจากการยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยนั้นไม่ส่งผลกระทบใดๆ ต่อพฤติกรรมการคาดการณ์การ ถือเงินเพื่อการจับจ่ายใช้สอยตามนิยามปริมาณเงิน M1

ส่วนความต้องการถือเงินความหมายกว้างพบความไม่มีเสถียรภาพของสมการ โดยมีค่าทางสถิติเท่ากับ 2.495 ซึ่งเป็นการปฏิเสธสมมติฐานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า ผลจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเปิดเสรีทางการเงิน ทำให้พฤติกรรมการถือเงินเพื่อการรักษามูลค่าหรือการสะสมความมั่งคั่ง มีรูปแบบของสมการเปลี่ยนแปลงไปหรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง คือ หน่วยเศรษฐกิจจะมีการเปลี่ยนแปลงวิธีการจัดสรรการถือเงินและทรัพย์สินเปลี่ยนไปหลังจากมีการยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ย

จากความไม่มีเสถียรภาพของสมการความต้องการถือเงินในปริมาณเงินความหมายกว้าง จึงได้ทำการศึกษาค้นหาปัจจัยที่มีผลทำให้ความไม่มีเสถียรภาพดังกล่าวหมดไป โดยเน้นในประเด็นของผลที่สืบเนื่องมาจากอัตราดอกเบี้ยเป็นหลัก ซึ่งอาจรวมถึงผลตอบแทนของการถือทรัพย์สินด้วย เพราะหน่วยเศรษฐกิจจะมีการจัดสรรการถือระหว่างเงินและทรัพย์สิน ซึ่งในการศึกษานี้ได้ใช้ หุ่นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวแทนการศึกษาของทรัพย์สินที่ถือโดยหน่วยเศรษฐกิจด้วยการจัดสรรให้เหมาะสมกับสภาพคล่องของหน่วยเศรษฐกิจ ซึ่งจากผลการทดสอบในสมการความต้องการถือเงินในปริมาณเงินความหมายกว้างใหม่ (ในตารางที่ 5.3 สมการ InM2<sup>11</sup>) ด้วยการแยกอิทธิพลเฉพาะตัวแปรที่คาดว่าจะมีผลต่อความต้องการถือเงินเป็น 2 ช่วงเวลา คือ ในช่วงเวลา ก่อนเปิดเสรีทางการเงินตั้งแต่ปี.ศ.2527 ถึงเดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ.2533 เป็น 1 ตัวแปร และในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงินเป็นอีก 1 ตัวแปร ตั้งแต่เดือนมีนาคม พ.ศ.2533 ถึงพ.ศ.2539 ซึ่งรวมถึงปัจจัยที่คาดการณ์ได้และที่ไม่ได้คาดการณ์ พร้อมทั้งกำหนดให้ปัจจัยที่เหลือคงที่

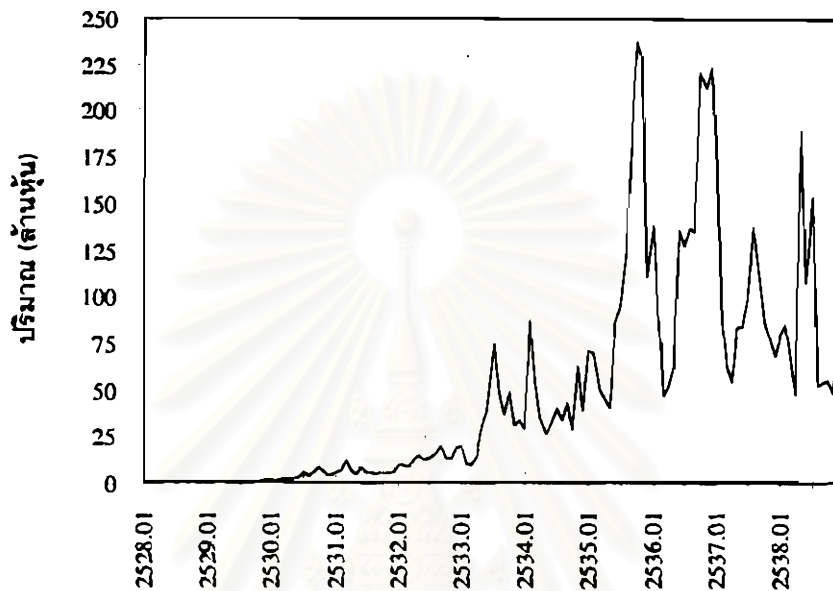
ผลที่ได้จากการประมาณการสมการความต้องการถือเงินใหม่ พบว่าปัจจัยที่ไม่ได้เป็นสาเหตุให้ความมีเสถียรภาพหมดไปนั้น มีค่าความยืดหยุ่นไม่แตกต่างจากค่าความยืดหยุ่นเดิมที่ได้จากการประมาณการสมการความต้องการถือเงิน ในขณะที่ปัจจัยที่คาดว่าจะปัจจัยที่มีผลให้ความมีเสถียรภาพหมดไปนั้น พบว่าปัจจัยจากอัตราผลตอบแทนของทรัพย์สินที่ไม่ได้คาดการณ์นั้นมีอิทธิพลต่อความต้องการถือเงินในทิศทางตรงกันข้ามกับปริมาณความต้องการถือเงินของช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยที่มีผลให้หน่วยเศรษฐกิจเพิ่มหรือลดขนาดการเปลี่ยนแปลงการถือเงิน 0.000415 เปอร์เซ็นต์ต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของทรัพย์สินที่ไม่ได้คาดการณ์ลดลงหรือเพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งนับได้ว่ามีผลที่น้อยมากเมื่อเทียบกับขนาดการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยอื่นๆ

เมื่อทราบถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลให้ความมีเสถียรภาพหมดไปแล้ว จะต้องทำการทดสอบความมีเสถียรภาพอีกครั้ง เพื่อทดสอบว่าปัจจัยที่ค้นหาได้นั้นเป็นปัจจัยที่ทำให้ความมีเสถียรภาพของความต้องการถือเงินในปริมาณเงินความหมายกว้างหมดไปจริงหรือไม่ แต่เนื่องจากปัญหาทางเทคนิคจึงทำให้ไม่สามารถทดสอบความมีเสถียรภาพด้วย Chow Test ได้ จึงได้มีการทดสอบข้อจำกัดโดยทางอ้อมด้วยค่าสถิติของ Wald Test โดยมีเงื่อนไขให้ปัจจัยที่เหลือทุกตัวมีค่าคงที่ ซึ่งผลที่ได้จากการทดสอบพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ความยืดหยุ่นของอัตราผลตอบแทนของทรัพย์สินที่ไม่ได้คาดการณ์ ก่อนเปิดเสรีทางการเงินมีค่าแตกต่างกันกับค่าสัมประสิทธิ์ความยืดหยุ่นของอัตราผลตอบแทนของทรัพย์สินที่ไม่ได้คาดการณ์หลังเปิดเสรีทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 5.6277 และจากการเปรียบเทียบกับค่าวิกฤตในตารางแจกแจงการกระจายแบบ  $\chi^2$  แล้วไม่สามารถยอมรับสมมติฐานได้ ซึ่งก็หมายความว่าหลังการเปิดเสรีทางการเงินแล้วปัจจัยดังกล่าว นั้นส่งผลให้หน่วยเศรษฐกิจมีพฤติกรรมการถือเงินและทรัพย์สินเปลี่ยนแปลงไป โดยแสดงผลผ่านทางด้านอัตราผลตอบแทนของทรัพย์สินที่ไม่ได้คาดการณ์

ด้วยเหตุที่ปัจจัยอัตราผลตอบแทนของทรัพย์สินที่ไม่ได้คาดการณ์ก่อนเปิดเสรีทางการเงินเป็นปัจจัยที่ส่งผลให้ขาดความมีเสถียรภาพของสมการความต้องการถือเงิน ซึ่งแสดงว่าภาวะวิกฤตการณ์ส่งผลต่อการจัดสรรถือเงินและทรัพย์สินของหน่วยเศรษฐกิจ โดยในการศึกษานี้ได้กำหนดให้อัตราผลตอบแทนของทรัพย์สินแทนด้วยผลตอบแทนของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นจึงสามารถอธิบายได้ว่าในช่วงเวลา ก่อนเปิดเสรีทางการเงินนั้นปริมาณเงินที่เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ มีปริมาณไม่มากนัก และส่วนใหญ่เป็นปริมาณเงินจากนักลงทุนจากภายในประเทศ แต่หลังจากที่ได้มีการเปิดเสรีทางการเงินด้วยการผ่อนคลายนกเล็กมาตรการกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยประเภทต่างๆ ในปี พ.ศ.2533 และการอนุญาตในการดำเนินธุรกรรมการเงินระหว่างประเทศ (BIBF : Bangkok International Banking Facilities) ในช่วงกลางเดือนมีนาคม พ.ศ.2536 ตามลำดับแล้ว ไม่พบผลกระทบจากปัจจัยอัตราผลตอบแทนของทรัพย์สินที่ไม่ได้คาดการณ์ และคาดว่าน่าจะมีสาเหตุ มาจากการที่มีการดำเนินธุรกรรม BIBF มากกว่าผลกระทบจากการเปิดเสรีทางด้านอัตราดอกเบี้ย ซึ่งส่งผลให้มีเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศเป็นจำนวนมาก โดยในเงินทุนจำนวนนี้มีบางส่วนเข้าลงทุนซื้อหลักทรัพย์ทำให้ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอัตราขยายตัวในอัตราสูง หรืออาจสังเกตได้จากปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสามารถสังเกตได้จากแผนภาพที่ 5.6 ที่แสดงลักษณะของเส้นมีการแกว่งตัวในช่วงกว้างมากขึ้นเรื่อยๆ นับตั้งแต่ปี พ.ศ.2535 เป็นต้นมา



แผนภาพที่ 5.6 แสดงปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ (VOLUME OF SECURITIES) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2528-2538 (ค.ศ.1985-1995)



แหล่งที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดยจากแผนภาพจะเห็นว่าแสดงปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เริ่มมีปริมาณการซื้อขายเพิ่มมากขึ้นตั้งแต่เริ่มให้เปิดเสรีทางการเงินในปี พ.ศ.2533 และมากที่สุดในช่วงปี พ.ศ.2535 ซึ่งคาดว่าน่าจะมีสาเหตุมาจากการคาดการณ์ถึงการอนุมัติให้จัดตั้งศูนย์ธุรกิจการเงินระหว่างประเทศ (BIBF) เพื่อพัฒนาตลาดการเงินของประเทศไทยให้เป็นศูนย์กลางทางการเงินในสวนภูมิภาคในวันที่ 8 กันยายน พ.ศ.2535 ซึ่งต่อมาจึงได้อนุญาตให้มีการดำเนินการได้ในช่วงกลางเดือนมีนาคม พ.ศ.2536 จึงทำให้ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว

ผลจากการเปิดเสรีดังกล่าว ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยถูกเปิดกว้างมากขึ้น ซึ่งมีทั้งนักลงทุนของประเทศไทยและนักลงทุนจากต่างประเทศกระทำการซื้อขายในปริมาณที่เพิ่มสูงขึ้น โดยในลักษณะของการเก็งกำไรของนักลงทุนจึงต้องมีการคาดการณ์ถึงผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคต จึงก่อให้เกิดการเพิ่มขึ้นของจำนวนหน่วยเศรษฐกิจที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมคาดการณ์ของหน่วย

เศรษฐกิจ เมื่อเกิดภาวะความผันผวนขึ้นในด้านลบ นักลงทุนของไทยส่วนหนึ่งได้คาดการณ์ถึงผลตอบแทนที่ลดลง จึงกระทำการขายหลักทรัพย์และหันไปถือเงินแทน ในทางกลับกันนักลงทุนต่างประเทศอาจไม่ได้เทขายตามนักลงทุนของไทย แต่อาจมีนักลงทุนบางส่วนเข้าซื้อหลักทรัพย์แทนที่นักลงทุนไทย เนื่องจากอาจมองเห็นพื้นฐานของตัวหลักทรัพย์ที่ดี และมีการคาดการณ์ถึงผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคต จากราคาหลักทรัพย์ที่ถูกกว่าในราคาตลาดโดยเปรียบเทียบกับผลตอบแทนของอัตราดอกเบี้ยที่สูง ซึ่งเป็นการเปลี่ยนมือผู้ถือหลักทรัพย์ จึงทำให้วิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้นไม่แสดงผลของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ได้คาดการณ์ในช่วงหลังเปิดเสรีทางการเงินที่มีต่อความต้องการถือเงินในปริมาณเงินความหมายกว้าง ในแง่ของนโยบายถือว่าเป็นผลดีที่มีการเปิดกว้างของตลาดทุนเป็นการกระจายระดับการลงทุนออกไป เพื่อสร้างความมั่นคงให้กับตลาด เช่น หากเกิดความไม่แน่นอนขึ้นกับตลาดย่อมทำให้ไม่เกิดภาวะเทขายหรือที่เรียกตลาดหมี (Bear Market) แต่ก็มีข้อควรพึงระวังถ้าพื้นฐานของตลาดทุนไม่แข็งแกร่งพอ การดูดซับการซื้อขายหลักทรัพย์อาจมีผลเสียทำให้เกิดการเทขายหลักทรัพย์ในตลาดเร็วขึ้น

จากผลการวิเคราะห์ที่กล่าวมาทั้งหมดสรุปได้ว่า หน่วยเศรษฐกิจมีพฤติกรรมความต้องการถือเงินในปริมาณเงินความหมายแคบต่อระดับราคาที่สามารถทำได้ และระดับรายได้ที่สามารถทำได้ โดยเป็นปัจจัยที่ทำให้การดำเนินนโยบายเป็นไปได้ด้วยความยากลำบาก และสำหรับความมีเสถียรภาพพบว่าพฤติกรรมของความต้องการถือเงินไม่มีการเปลี่ยนแปลงไปเมื่อมีการเปิดเสรีทางการเงิน ส่วนความต้องการถือเงินในปริมาณเงินความหมายกว้าง พบว่ามีระดับราคาที่ไม่ได้คาดการณ์ที่มีอิทธิพลในการกำหนดการถือเงินและทำให้การใช้นโยบายเพื่อการกำหนดเป้าหมายทางเศรษฐกิจมีประสิทธิภาพลดลง และมีอัตราผลตอบแทนของทุนที่ไม่ได้คาดการณ์ในช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงินทำให้ความมีเสถียรภาพดังกล่าวหมดไป

สถาบันวิจัยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย