

## บทที่ 5

### ผลการศึกษา

#### 5.1 การวัดและเปรียบเทียบระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ

การเปรียบเทียบระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของประเทศไทย โดยอาศัยแบบจำลองของ Haque and Montiel โดยแบ่งช่วงของการทดสอบออกเป็น 2 ช่วง ผลการศึกษาดังนี้

หมายเหตุ : ตัวเลขในวงเล็บคือค่า t-statistic

\*\*\* ณ ระดับความเชื่อมั่นสูงกว่า 95 %

\*\* ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 %

\* ณ ระดับความเชื่อมั่น 90 %

ช่วงเวลา ทดสอบ	แบบที่	ผลการศึกษาตามแบบจำลอง
28Q1- 33Q1	1. ปกติ	$\log(M^0/P) = -0.536794 + 5.33E-07 i^* + 0.756999 \log(M^1/P)$ <p style="text-align: center;">(-4.092869) (0.000641) (10.14567)***</p> $+ 0.065953 \log(M/P)_{-1} + 0.224655 \log y - 0.000459 \pi^e$ <p style="text-align: center;">(0.589996) (2.283049)** (-0.516319)</p> <p><math>R^2=0.999390</math> Adjusted <math>R^2=0.999187</math> D.W.=1.820619 F-stat =4914.062</p>
	2. ตัดตัวแปร $\log(M/P)_{-1}$ ออกจากสมการ	$\log(M^0/P) = -0.587313 - 0.000152 i^* + 0.773970 \log(M^1/P)$ <p style="text-align: center;">(-6.036049) (-0.196060) (11.47833)***</p> $+ 0.268832 \log y - 0.000511 \pi^e$ <p style="text-align: center;">(4.299144)*** (-0.590016)</p> <p><math>R^2=0.999376</math> Adjusted <math>R^2=0.999220</math> D.W.=1.823746 F-stat =6403.391</p>

ช่วงเวลา ทดสอบ	แบบที่	ผลการศึกษาตามแบบจำลอง
33Q2- 39Q4	1. ปกติ	$\log(M^D/P) = -0.163776 - 0.000375 i^* + 0.571361 \log(M/P)$ <p style="text-align: center;">(-1.818224) (-0.423956) (4.962725)***</p> $+ 0.045628 \log(M/P)_{-1} + 0.308788 \log y - 0.000335 \pi^e$ <p style="text-align: center;">(0.549637) (2.687598)** (-0.364489)</p> <p><math>R^2=0.998902</math> Adjusted <math>R^2=0.998641</math> D.W.=2.061440 F-stat =3822.151</p>
	2. ตัดตัวแปร $\log(M/P)_{-1}$ ออกจากสมการ	$\log(M^D/P) = -0.188626 - 0.000562 i^* + 0.574918 \log(M/P)$ <p style="text-align: center;">(-2.460585) (-0.699008) (5.082792)***</p> $+ 0.343747 \log y - 0.000382 \pi^e$ <p style="text-align: center;">(3.650970)*** (-0.424025)</p> <p><math>R^2=0.998887</math> Adjusted <math>R^2=0.998684</math> D.W.=1.924381 F-stat =4934.137</p>

### ตารางที่ 5.1 ค่า Correlation Matrix

Correlation Matrix period 2528.1 - 2533.1

	$\log(M/P)$	$i^*$	$\log y$	$\pi^e$	$\log(M^D/P)$	$\log(M/P)_{-1}$
$\log(M/P)$	1	0.471034	0.995776	0.87281	0.999164	0.996965
$i^*$	0.471034	1	0.514731	0.585905	0.456392	0.477174
$\log y$	0.995776	0.514731	1	<b>0.8914</b>	<b>0.992751</b>	<b>0.996906</b>
INF	0.87281	0.585905	<b>0.8914</b>	1	<b>0.867075</b>	<b>0.877658</b>
$\log(M^D/P)$	0.999164	0.456392	<b>0.992751</b>	<b>0.867075</b>	1	<b>0.995097</b>
$\log(M/P)_{-1}$	0.996965	0.477174	<b>0.996906</b>	<b>0.877658</b>	<b>0.995097</b>	1

Correlation Matrix      period 2533.2 - 2539.4

	log (M/P)	i *	log y	$\pi^{\circ}$	log (M'/P)	log (M/P) <sub>-1</sub>
log (M/P)	1	-0.34231	0.995677	0.047879	0.998575	0.995564
i *	-0.34231	1	-0.2707	0.670199	-0.37127	-0.35013
log y	0.995677	-0.2707	1	0.118485	<b>0.99185</b>	<b>0.992699</b>
INF	0.047879	0.670199	0.118485	1	0.018038	0.048241
log (M'/P)	0.998575	-0.37127	<b>0.99185</b>	0.018038	1	<b>0.994297</b>
log (M/P)-1	0.995564	-0.35013	<b>0.992699</b>	0.048241	<b>0.994297</b>	1

### ผลการศึกษาร่วมกันที่จะมีมาตรการผ่อนคลายทางการเงิน

แบบที่ 1 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ (coefficients) หน้าตัวแปรอิสระทุกตัวมีเครื่องหมายที่ถูกต้อง ยกเว้น อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมีเครื่องหมายตรงข้ามจากที่คาดการณ์ไว้ โดยตัวแปรที่มีนัยสำคัญทางสถิติได้แก่ ค่า log (M'/P) ณ ระดับความเชื่อมั่นสูงกว่า 95 % และค่า log y ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 % ส่วนตัวแปรที่เหลือได้แก่ i \* , log (M/P)<sub>-1</sub> และ  $\pi^{\circ}$  ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เมื่อดูค่า Adjusted R<sup>2</sup> พบว่ามีค่าสูงถึง 0.999187 นั้นหมายถึงตัวแปรอิสระทั้งหมดทางขวามือสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามทางซ้ายมือได้ถึง 99.9 % โดย F-stat มีค่าสูงถึง 4914.062

การศึกษาคำนี้เมื่อดูจากค่า correlation matrix ระหว่างตัวแปรอิสระทางขวามือด้วยกัน พบว่า ตัวแปรหลายตัวมี correlation matrix หรือสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ค่อนข้างสูง (สูงกว่า 0.8 ขึ้นไป) ได้แก่ ค่า log y ,  $\pi^{\circ}$  , log (M'/P) และ log (M/P)<sub>-1</sub> (ดูจากตารางที่ 5.1) จึงอาจกล่าวได้ว่า มีปัญหา Multicollinearity เกิดขึ้นในสมการนี้ เมื่อเกิดปัญหาของ Multicollinearity ขึ้น การแก้ปัญหาทำได้โดยลดหรือตัดทิ้งตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งที่มีความสัมพันธ์กับตัวอื่นออกเสีย โดยผลจากการตัดตัวแปรออกจะทำให้การทดสอบทางสถิติของตัวสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญ

โดยผลการศึกษาในแบบที่ 2 เมื่อเราตัดตัวแปร log (M/P)<sub>-1</sub> ออกจากสมการ พบว่าตัวแปรทุกตัวที่เหลืออยู่ในสมการมีค่า t-stat ที่สูงขึ้นกว่าเดิม และทำให้สัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ (i \*) มีทิศทางเปลี่ยนไปจากเครื่องหมายบวกเป็นเครื่องหมายลบสอดคล้องกับสมมติฐานที่คาดการณ์เอาไว้ แต่ตัวแปรอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ (i \*) และตัวแปรการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ

ก็ยังคงไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่เนื่องจากเราไม่สามารถตัดตัวแปรที่เหลือออกจากสมการได้อีก ด้วยเหตุผล 2 ประการคือ

1. การตัดตัวแปรบางตัวที่ถึงแม้ว่าจะไม่มีนัยสำคัญทางสถิติออกไปจากสมการ อาจก่อให้เกิดปัญหา Specification errors หรือความผิดพลาดอันเนื่องมาจากการกำหนดแบบจำลอง โดยการไม่เอาตัวแปรที่เกี่ยวข้องหรือมีผลต่อสมการเข้าไปในแบบจำลอง ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ( $i^*$ ) และการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ ( $\pi^e$ )
2. ตัวแปร  $\log (M'/P)$  หรือปริมาณเงินที่แท้จริงที่ปิดกั้นไม่ให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ เป็นตัวแปรสำคัญที่เราใช้ศึกษา เพื่อต้องการทราบค่า ระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของไทย ทำให้ไม่สามารถตัดตัวแปรนี้ออกจากสมการได้

โดยถึงแม้เราจะทราบว่า ตัวแปรทางขวามือหลายตัวมีสหสัมพันธ์ที่สูง แต่เราก็ไม่สามารถตัดตัวแปรที่เหลืออยู่ออกจากสมการได้อีก ดังนั้นเราจึงต้องยอมรับว่าสมการที่เราพิจารณาอยู่นั้นมีปัญหา Multicollinearity เกิดขึ้น และผลที่ตามมาก็คือ ความแปรปรวนของพารามิเตอร์ที่หามาได้โดยวิธี OLS นั้นมีมาก เมื่อความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนมีมาก การหาพารามิเตอร์บางตัวก็จะได้ผลที่ไม่ถูกต้อง เนื่องจากส่งผลให้ตัวแปรดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

### ผลการศึกษาช่วงหลังจากดำเนินมาตรการผ่อนคลายทางการเงิน

แบบที่ 1 พบว่าตัวแปรทุกตัวมีเครื่องหมายที่ถูกต้องตามสมมติฐานที่กำหนดไว้ โดยตัวแปรอิสระทางขวามือบางตัวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เช่น อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ( $i^*$ ) ปริมาณเงินที่แท้จริงในอดีต  $\log (M/P)_{t-1}$  และการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ ( $\pi^e$ ) แต่เมื่อดูค่า Correlation Matrix ของตัวแปรอิสระทางขวามือ พบว่าตัวแปรที่มีสหสัมพันธ์กันสูง (สูงกว่า 0.8 ขึ้นไป) มี 3 ตัว ได้แก่  $\log y$ ,  $\log (M'/P)$  และ  $\log (M/P)_{t-1}$  จะทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ในสมการได้ เราจึงต้องลดหรือตัดตัวแปรอิสระทางขวามือบางตัวออก โดยเราจะตัดตัวแปร  $\log (M/P)_{t-1}$  ออกจากสมการด้วยเหตุผล 2 ประการที่กล่าวไว้ข้างต้นแล้ว

แบบที่ 2 เมื่อเราตัดตัวแปร  $\log (M/P)_{t-1}$  ออกจากสมการแล้วพบว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่า t-stat ที่สูงขึ้น โดยเฉพาะ ค่า  $\log y$  มีนัยสำคัญทางสถิติเพิ่มขึ้น ณ ระดับความเชื่อมั่นมากกว่า 95 % แต่ปัญหาที่ยังคงอยู่ก็คือ ตัวแปรอิสระบางตัวยังไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ( $i^*$ ) และการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ ( $\pi^e$ ) อาจเป็นเพราะว่า ตัวแปรอิสระทางขวามือบางตัว

ที่เราไม่สามารถตัดออกจากสมการได้ คือ  $\log y$  (เพราะจะทำให้เกิด ปัญหา Specification errors หรือความผิดพลาดอันเนื่องมาจากการกำหนดแบบจำลอง โดยการไม่เอาตัวแปรที่เกี่ยวข้องหรือมีผลต่อสมการเข้าไปในแบบจำลอง) และ  $\log (M^D/P)$  ยังคงมีสหสัมพันธ์กันในสมการ ทำให้เราคงต้องยอมรับว่าสมการที่เราศึกษานั้นมีปัญหา Multicollinearity เกิดขึ้น และจากปัญหาดังกล่าวได้ส่งผลให้สัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระทางขวามือบางตัว ( $i^*$  และ  $\pi^*$ ) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (ทดสอบด้วยค่า t-test แล้วไม่ผ่าน) เนื่องจากความแปรปรวนของพารามิเตอร์ที่หามาได้ด้วยวิธีการ OLS นั้นมีมาก

นอกจากนี้ แบบจำลองของ Haque and Montiel ที่เราใช้ศึกษานั้น อาจจะมีผลผิดพลาดเกี่ยวกับการกำหนดตัวแปรภายในแบบจำลอง ทั้งนี้เพราะว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศ (i) น่าจะเป็นตัวแปรที่กำหนดปริมาณความต้องการถือเงินที่แท้จริงในประเทศ ( $\log(M^D/P)$ ) ได้เหมาะสมมากกว่าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ( $i^*$ ) จึงทำให้สัมประสิทธิ์หน้าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากผลการศึกษาค่าสัมประสิทธิ์ระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ( $\psi$ ) ก่อนการดำเนินมาตรการผ่อนคลายทางการเงิน มีค่าประมาณ  $(1-0.773970) \approx 0.23$  และภายหลังจากดำเนินมาตรการผ่อนคลายทางการเงิน ค่าสัมประสิทธิ์ระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ( $\psi$ ) มีค่าประมาณ  $(1-0.571361) \approx 0.43$  หรือเพิ่มขึ้นประมาณร้อยละ 87 แต่เมื่อเปรียบเทียบกับบางประเทศในเอเชียแล้ว ค่าสัมประสิทธิ์ของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของประเทศไทยยังต่ำกว่า

ตารางที่ 5.2 ระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของบางประเทศในเอเชีย 2512-2530

ประเทศ	ระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ
อินโดนีเซีย	0.865
มาเลเซีย	0.638
ฟิลิปปินส์	0.577

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

จากตารางที่ 5.2 แสดงถึงระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของบางประเทศในเอเชีย พบว่าบางประเทศในเอเชียมีระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศที่ค่อนข้างสูงกว่าของประเทศไทย

เศรษฐกิจของประเทศจะมีเสถียรภาพมากขึ้นเพียงใดนั้น ย่อมขึ้นอยู่กับค่าและ/หรือระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ จากผลการศึกษาพบว่าระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (P) ของไทย เมื่อเปรียบเทียบช่วงก่อนและภายหลังจากที่ทางการดำเนินมาตรการผ่อนคลายทางการเงินมีระดับที่สูงขึ้นจาก 0.23 เพิ่มเป็น 0.43 หรือเพิ่มขึ้นถึงร้อยละ 87 ย่อมเป็นเครื่องชี้ให้เห็นว่าประเทศไทยมีระบบเศรษฐกิจที่ค่อนข้างเปิดเสรีทางการเงิน ซึ่งจะทำให้เศรษฐกิจของประเทศผันแปรได้ง่าย เนื่องจากเงินทุนเคลื่อนย้ายเข้า-ออกได้อย่างรวดเร็ว

สำหรับประเทศไทย การเปิดเสรีด้านการเงินซึ่งเริ่มต้นในปี 2532 และการอนุญาตให้กิจการวิเทศธุรกิจเปิดดำเนินการตั้งแต่นั้นปี 2536 แม้จะมีผลดีในแง่ที่ทำให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนสะดวกและง่ายขึ้นก็ตาม แต่เงินทุนจากต่างประเทศที่ไหลเข้ามาส่วนหนึ่งอยู่ในรูปของบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานอยู่นอกประเทศเพื่อแสวงหาประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยในประเทศที่อยู่ในระดับสูง โดยที่มีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนน้อยมากเนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบตรึงค่าเงินที่เคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงในช่วงแคบ ๆ นอกจากนี้ก็เป็นการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และการนำเงินเข้าลงทุนโดยผ่านกิจการวิเทศธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งการดำเนินธุรกิจส่วนใหญ่เป็นสินเชื่อประเภท out-in โดยนำเงินทุนจากต่างประเทศเข้ามาปล่อยกู้ในประเทศ โดยในช่วงที่มีเงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้ามาแบบนี้ ทำให้สภาพคล่องทางการเงินในประเทศสูงขึ้น

จากตารางที่ 5.3 พบว่า มูลค่าการจำหน่ายของห้างสรรพสินค้าและร้านค้าสหกรณ์ และมูลค่าสินค้าอุปโภคบริโภคนำเข้าเริ่มมีแนวโน้มสูงขึ้น นอกจากนี้ตัวเลขปริมาณการจำหน่ายรถยนต์และการใช้จ่ายในการเดินทางไปต่างประเทศของคนไทยก็เพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก สามารถแสดงให้เห็นได้อย่างชัดเจนในรูปที่ 5.1 โดยพบว่าตัวเลขการใช้จ่ายในการเดินทางไปต่างประเทศของคนไทยและมูลค่าสินค้าอุปโภคบริโภคนำเข้าเริ่มมีแนวโน้มที่สูงขึ้นตั้งแต่ปี 2530 เป็นต้นมา ซึ่งเป็นช่วงที่เศรษฐกิจของประเทศมีการขยายตัวในอัตราสูง และจากตารางที่ 5.2 พบว่า ปริมาณการจำหน่ายรถยนต์และมูลค่าการจำหน่ายของห้างสรรพสินค้าและร้านค้าสหกรณ์ก็มีแนวโน้มในทางที่สูงขึ้นเช่นกัน บ่งชี้ให้เห็นว่าประชาชนไม่มีวินัยในการใช้จ่าย เกิดภาวะการใช้จ่ายสูงขึ้น ส่งผลทำให้การออมภาคครัวเรือนมีแนวโน้มลดลง อีกทั้งการเก็งกำไรซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ส่งผลทำให้มูลค่าหลักทรัพย์และดัชนีราคาหุ้นสูงขึ้นอย่างมาก สิ่งเหล่านี้นำไปสู่การขาดเสถียรภาพด้านต่างประเทศ โดยดุลบัญชีเดินสะพัดขาด

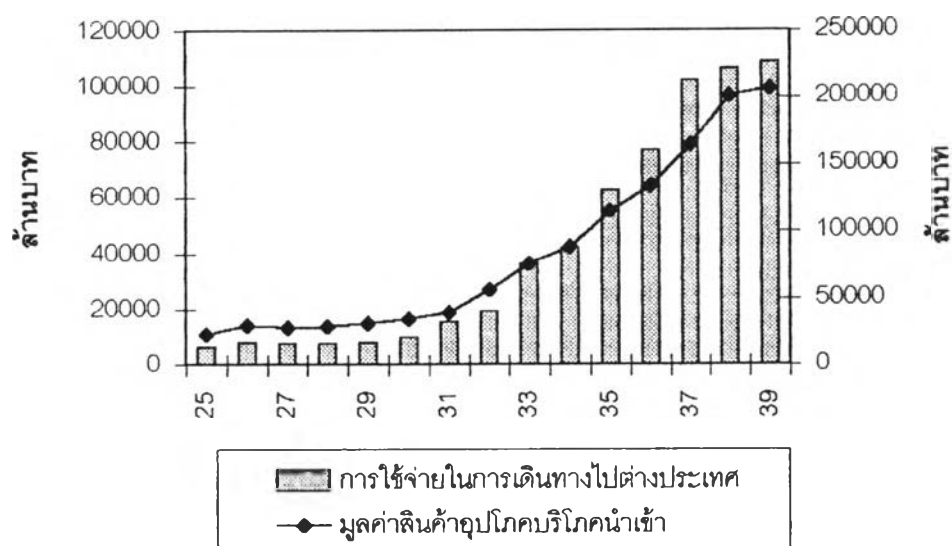
ดูลงถึงประมาณร้อยละ 8 เมื่อเทียบกับผลผลิตรวมในช่วงปี 2538-2539 ส่งผลให้หนี้ต่างประเทศสูงขึ้นเป็นกว่า 2 เท่าตัวภายในระยะเวลา 5 ปี จาก 6.3 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ. เมื่อปี 2535 เป็น 14.6 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ. เมื่อปี 2539 โดยเป็นหนี้ของภาคเอกชนถึงร้อยละ 80 และในจำนวนนี้ ครึ่งหนึ่งเป็นหนี้ระยะสั้นซึ่งต้องชำระคืนโดยเร็ว

### ตารางที่ 5.3 เครื่องชี้ภาวะการใช้จ่ายภาคเอกชนระหว่างปี 2535-2539

เครื่องชี้ภาวะการใช้จ่ายภาคเอกชน	2535	2536	2537	2538	2539
1. มูลค่าการจำหน่ายของห้างสรรพสินค้าและร้านค้าสหกรณ์ 38 แห่งในเขต กทม. (ล้านบาท)	20,946	21,894	22,473	22,549	22,971
2. มูลค่าสินค้าอุปโภคบริโภคนำเข้า (ล้านบาท)	115,060	133,313	164,100	201,048	206,881
3. ปริมาณการจำหน่ายรถยนต์ (คัน)	363,036	455,000	485,851	567,616	588,867
4. การใช้จ่ายในการเดินทางไปต่างประเทศของคนไทย (ล้านบาท)	57,319	76,972	102,093	106,468	108,640
5. สินเชื่อผู้บริโภคร่วมบุคคลจากธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน (ยอดคงค้าง : ล้านบาท)	450,054	580,680	756,419	899,386	997,507
6. ภาษีการค้า/ภาษีมูลค่าเพิ่ม (ล้านบาท)	95,813	98,124	121,410	145,706	180,409
7. สินเชื่อเพื่อการพัฒนาด้านอสังหาริมทรัพย์ (ล้านบาท)	383,222	470,801	607,946	730,553	767,735 (มี.ย.39)
8. ดัชนีราคาหุ้น (จุด)	893.42	1,682.85	1,360.09	1,280.81	831.57
9. มูลค่าหลักทรัพย์ราคาตลาด (ล้านบาท)	1,485,019	3,325,393	3,300,769	3,564,569	2,559,579
10. อัตราเงินเฟ้อ (%)	4.1	3.3	5.1	5.8	5.9
11. การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (ล้านบาท)	157,531	159,217	201,986	336,017	371,083

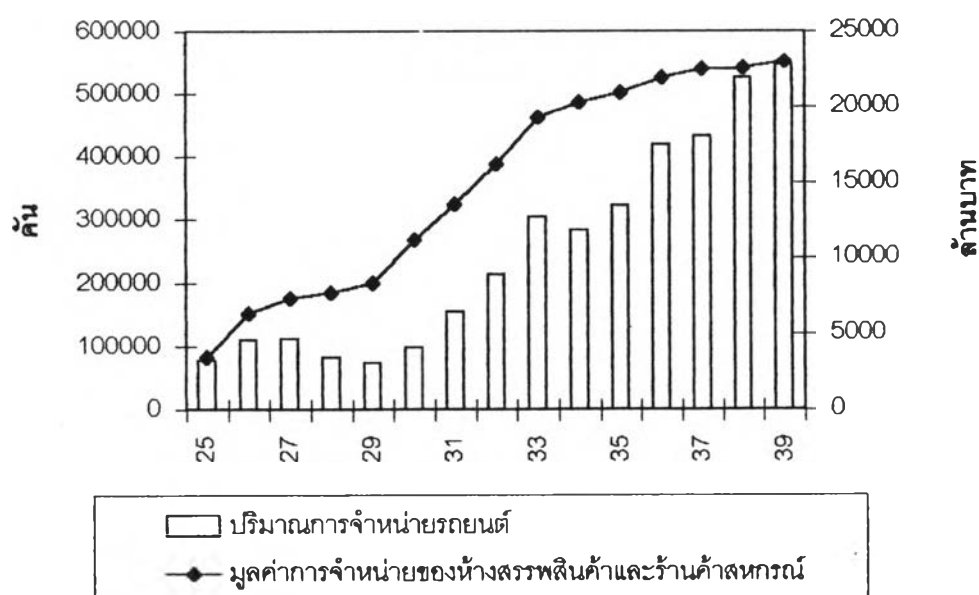
ที่มา : รายงานเศรษฐกิจและการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย

รูปที่ 5.1 แสดงการใช้จ่ายในการเดินทางไปต่างประเทศของคนไทย และมูลค่าสินค้าอุปโภคบริโภคนำเข้า ระหว่างปี 2525-2539



ที่มา : รายงานเศรษฐกิจและการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย

ตารางที่ 5.2 แสดงปริมาณการจำหน่ายรถยนต์ และมูลค่าการจำหน่ายของห้างสรรพสินค้าและร้านค้าสหกรณ์ ระหว่างปี 2525-2539



ที่มา : รายงานเศรษฐกิจและการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย



นับตั้งแต่ประเทศไทยเปิดเสรีด้านการเงิน เงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าประเทศจำนวนมาก จึงทำให้เกิดการใช้จ่ายบริโภคมากเกินไป มีการเก็งกำไรในตลาดหุ้นและการเก็งกำไรการซื้อขายที่ดิน โดยมีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่สูงมาก ซึ่งเป็นปัญหาที่สะสมกันมานานและรุนแรงยิ่งขึ้น เหล่านี้ได้กลายเป็นสัญญาณเตือนภัยว่าจะเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจตามมา แต่เมื่อไม่ได้รับการแก้ไข จึงทำให้นักลงทุนต่างประเทศเริ่มขาดความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจไทย อีกทั้งการป้องกันการโจมตีค่าเงินบาทในปี 2539 ทำให้ทุนสำรองระหว่างประเทศลดลง ส่งผลให้เกิดภาวะการไหลออกของเงินทุนต่างประเทศอย่างมาก การลงทุนลดลง จึงทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวลงอย่างรวดเร็ว ดังนั้นการที่ประเทศไทยมีระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศค่อนข้างสูง จึงทำให้เศรษฐกิจของประเทศผันแปรไม่มีเสถียรภาพ

## 5.2 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศกับการลงทุนรวม การออมรวมในประเทศและการออมรายภาคเศรษฐกิจ

หมายเหตุ : ตัวเลขในวงเล็บคือค่า t-statistic

\*\*\* ณ ระดับความเชื่อมั่นสูงกว่า 95 %

\*\* ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 %

\* ณ ระดับความเชื่อมั่น 90 %

### 5.2.1 การลงทุนรวมภายในประเทศและการออมประชาชาติเบื้องต้น

#### การลงทุนรวมภายในประเทศ

$$\begin{aligned} \text{GDIY} = & 47.42638 + 0.663241 \text{GR} - 0.155164 \text{GR}_{-1} - 0.021647 \text{KY}_{-1} \\ & (5.185873) \quad (2.075603)** \quad (-0.599538) \quad (-1.198233) \\ & - 1.577360 \text{MLR1} + 2.156045 \text{FSY} \\ & (-3.933337)*** \quad (6.692721)*** \end{aligned}$$

R-squared = 0.775616      Adjusted R-squared = 0.705496

Durbin-Watson stat = 1.548944

จากการประมาณค่าสมการการลงทุนรวมภายในประเทศ ผลการศึกษาพบว่า การลงทุนรวมหรือการสะสมทุนเบื้องต้นภายในประเทศนั้นขึ้นอยู่กับอัตราการเติบโตของรายได้ (GR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 % ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีของตัวเร่งอย่างง่ายที่กล่าวว่าการลงทุนเป็นฟังก์ชันของการเพิ่มขึ้นของผลผลิต เมื่อประเทศมีการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจจะส่งผลให้การลงทุนในประเทศเพิ่มสูงขึ้น ทางด้านของอัตราการเติบโตของรายได้ในอดีต ( $\text{GR}_{-1}$ ) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในการกำหนดการลงทุนรวมในประเทศ อาจเป็นเพราะว่าการลงทุนรวมในประเทศขึ้นอยู่กับอัตราการเติบโตของรายได้ในปัจจุบันมากกว่าในอดีต

ทางด้านของการสะสมทุนหรือสต็อกของทุนในอดีต ( $\text{KY}_{-1}$ ) นั้นมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับการลงทุน โดยจากทฤษฎีของตัวเร่งอย่างง่าย การลงทุนในช่วงเวลาปัจจุบันจะมากน้อยเท่าใดนั้น ย่อมขึ้นอยู่กับปริมาณทุนที่ต้องการกับปริมาณทุนที่มีอยู่ในอดีตหรือสต็อกของทุนในอดีต ถ้าสต็อกของทุนในอดีตสูง จะทำให้การลงทุนรวมในปัจจุบันลดน้อยลง ดังนั้นสต็อกของทุนในอดีตจึงส่งผล

กระทบในทางลบต่อการลงทุนรวมในประเทศ ซึ่งจากตารางที่ 5.4 ในช่วงปี 2533-2539 (ปลายแผนพัฒนา ฉบับที่ 6 - แผนพัฒนา ฉบับที่ 7) ช่วงเวลาดังกล่าวรัฐบาลมีนโยบายเร่งส่งเสริมการส่งออก มีการยกเว้นภาษีนำเข้าเครื่องจักรและอุปกรณ์ที่ใช้ในการผลิต ส่งผลทำให้เครื่องจักรและอุปกรณ์มีอัตราการขยายตัวอย่างรวดเร็วจากร้อยละ 11.72 เป็นร้อยละ 16.51 การลงทุนที่เกิดขึ้นใหม่นั้นเครื่องจักรและอุปกรณ์ต่าง ๆ มีความทันสมัยและก้าวหน้ามากขึ้นเพื่อนำมาผลิตสินค้าส่งออกที่ใช้เทคโนโลยีขั้นสูงเพื่อให้สินค้าที่ผลิตได้มีมาตรฐานสูงขึ้น ทำให้สต็อกของทุนที่มีอยู่ในอดีตซึ่งอาจจะล้าสมัยกว่า จึงไม่สามารถนำมาใช้ร่วมกับการผลิตในปัจจุบันที่ต้องใช้เครื่องจักรและอุปกรณ์ที่ทันสมัยได้ ทำให้สต็อกของทุนในอดีตไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในการกำหนดการลงทุนรวมในประเทศ

ทางด้านอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (MLR1) มีเครื่องหมายตามที่คาดการณไว้ คือส่งผลกระทบต่อการลงทุนรวมในทางลบ โดยมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นสูงกว่า 95 % สะท้อนให้เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมเป็นปัจจัยที่สำคัญอย่างยิ่งในการกำหนดการลงทุน โดยการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม ส่งผลให้ต้นทุนการผลิตสินค้าของหน่วยธุรกิจเพิ่มสูงขึ้น ผลตอบแทนจากการลงทุนจะลดลง ทำให้หน่วยธุรกิจลงทุนลดลง

ส่วนเงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศ (FSY) นั้นมีเครื่องหมายที่ถูกต้องและมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นสูงกว่า 95 % คือส่งผลกระทบต่อการลงทุนภายในประเทศในทางบวก โดยเข้ามาเสริมเงินออมในประเทศที่มีไม่เพียงพอกับความต้องการลงทุนภายในประเทศ เงินทุนจากต่างประเทศโดยเฉพาะการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศช่วยทำให้การลงทุนในประเทศเพิ่มขึ้น ส่วนเงินกู้ยืมจากต่างประเทศช่วยเพิ่มสภาพคล่องแก่ภาคเอกชนเพื่อนำไปใช้ในการลงทุนในประเทศ

ตารางที่ 5.4 มูลค่าและโครงสร้างสต็อกทุนเบื้องต้น ณ ราคาคงที่ปี 2531  
จำแนกตามประเภททรัพย์สิน

หน่วย : ล้านบาท

	สิ้นแผนฯ 3 ปี 2519	สิ้นแผนฯ 4 ปี 2524	สิ้นแผนฯ 5 ปี 2529	สิ้นแผนฯ 6 ปี 2534	สิ้นแผนฯ 7 ปี 2539
ก่อสร้าง	1,174,278	1,614,443	2,352,362	3,733,840	6,258,739
เครื่องจักรอุปกรณ์	1,107,015	1,337,504	1,586,373	2,516,348	4,593,471
รวมทั้งหมด	2,281,293	2,951,947	3,938,735	6,250,188	10,852,210
สัดส่วน (%)					
ก่อสร้าง	51.47	54.69	59.72	59.74	57.67
เครื่องจักรอุปกรณ์	48.53	45.31	40.28	40.26	42.33
อัตราเพิ่มเฉลี่ย (%)					
ก่อสร้าง	3.58	7.49	9.14	11.75	13.52
เครื่องจักรอุปกรณ์	2.73	4.16	3.72	11.72	16.51

ที่มา : สต็อกทุนของประเทศไทย ปี 2513-2539 ฉบับปี 2541 หน้าที่ 13

สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

### การออมประชาชาติเบื้องต้น

$$\begin{aligned} \text{GNSY} = & 2.068654 + 0.410888 \text{ GR} - 0.468284 \text{ FSY} + 0.159053 \text{ TR1} \\ & (0.819724) \quad (2.464019)** \quad (-1.814184)* \quad (0.788963) \\ & + 0.233904 \text{ INF} + 0.000221 \text{ YN} + 0.570343 \text{ GNSY}_{-1} \\ & (1.527242) \quad (2.537977)** \quad (3.565808)*** \end{aligned}$$

$$\text{R-squared} = 0.920576 \quad \text{Adjusted R-squared} = 0.888807$$

$$\text{Durbin-Watson stat} = 1.729540$$

จากการประมาณค่า พบว่า การออมประชาชาติเบื้องต้น ถูกกำหนดโดยอัตราการเติบโตของรายได้ (GR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นถึง 95 % นั่นคือเมื่อเศรษฐกิจของประเทศเจริญเติบโต ประชาชนมีรายได้เพิ่มขึ้น ตามสมมติฐานรายได้สมบูรณ์ของเคนส์ ประชาชนสามารถออมทรัพย์ได้เพิ่มขึ้น ระดับรายได้ที่เพิ่มขึ้นจึงทำให้การออมเพิ่มขึ้น

ทางด้านอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (TR1) นั้นส่งผลกระทบต่อในทางบวกต่อการออม สอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่า การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยจะเพิ่มแรงจูงใจสำหรับการออมในลักษณะที่เป็นสินทรัพย์ทางการเงิน แต่การศึกษานี้ พบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำสัมพันธ์กับการออมอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ อาจเป็นเพราะว่าการกระจายรายได้ในประเทศค่อนข้างเหลื่อมล้ำ ประชาชนในประเทศส่วนใหญ่มีรายได้น้อยเพียงพอต่อการบริโภคขั้นพื้นฐานไม่สามารถออมทรัพย์ในรูปแบบเงินฝากประจำได้ ทำให้ละเลยต่อการตอบสนองของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำที่มีต่อการออม และประชาชนผู้มีรายได้น้อยอาจสนใจเก็บออมในรูปแบบของสินทรัพย์ถาวรมากกว่าสินทรัพย์ทางการเงิน ขณะที่ประชาชนกลุ่มที่มีรายได้สูงนั้นคิดเป็นสัดส่วนที่น้อยมากเมื่อเทียบกับประชากรทั้งหมด ส่งผลทำให้การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อการออมประชาชาติเบื้องต้น

ทางด้านอัตราเงินเฟ้อ (INF) ส่งผลกระทบต่อในทางบวกต่อการออมรวม กล่าวคือเมื่อเกิดเงินเฟ้อจะส่งผลทำให้การออมรวมเพิ่มขึ้น เนื่องจากการออมภาคครัวเรือนและภาครัฐบาลเป็นองค์ประกอบสำคัญของการออมรวม กล่าวคือเงินเฟ้อทำให้มูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ทางการเงินของครัวเรือนลดลง ครัวเรือนจะลดการบริโภคและเพิ่มการออมเพื่อรักษาความสมดุลของกระแสรายได้ในปัจจุบันและอนาคต นอกจากนี้เงินเฟ้อทำให้รายรับของภาครัฐบาลเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากรายรับภาครัฐบาลสามารถปรับตัวได้อย่างรวดเร็วตามการเปลี่ยนแปลงของภาวะเงินเฟ้อ ส่งผลให้รัฐบาลมีเงิน

ออมเพิ่มขึ้น ดังนั้นเงินเพื่อจึงส่งผลกระทบต่อในทางบวกต่อการออมรวม ทำให้การออมรวมเพิ่มขึ้น แต่ที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ นั้น อาจเป็นเพราะว่าช่วงเวลาที่ทำการศึกษา นั้น อัตราเงินเฟ้อมีความผันผวนมาก (เงินเฟ้อช่วงดังกล่าวอยู่ระหว่าง 0.88-19.71) เมื่ออัตราเงินเฟ้อมีความผันผวนหรือแปรปรวนสูง ส่งผลให้ค่า t-stat ที่ได้มีค่าต่ำและส่งผลทำให้เงินเฟ้อไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้การออมประชาชาติเบื้องต้นอาจถูกกำหนดจากปัจจัยตัวอื่นมากกว่า ทำให้เงินเฟ้อไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในการกำหนดการออมประชาชาติเบื้องต้น

ทางด้านรายได้ประชาชาติที่แท้จริงต่อหัว (YN) นั้นส่งผลกระทบต่อในทางบวกต่อการออมรวม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นสูงถึง 95 % เนื่องจากตามสมมติฐานของเคนส์ การออมทรัพย์นั้นขึ้นอยู่กับระดับรายได้ ดังนั้น ถ้ารายได้ที่แท้จริงต่อหัวเพิ่มขึ้นย่อมส่งผลให้การออมเพิ่มขึ้นด้วย

นอกจากนี้การออมในอดีต (GNSY<sub>t-1</sub>) ก็ส่งผลกระทบต่อในทางบวกต่อการออมประชาชาติเบื้องต้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นสูงกว่า 95 % เนื่องจากการออมในอดีตที่สูง ทำให้ประชาชนมีสินทรัพย์เพิ่มขึ้น และสินทรัพย์นั้นก็ก่อให้เกิดรายได้ เมื่อรายได้สูงขึ้นทำให้ความสามารถในการออมเพิ่มขึ้นด้วย

ทางด้านของเงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศ (FSY) นั้นส่งผลกระทบต่อในทางลบกับการออมประชาชาติเบื้องต้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90 % เนื่องจากเงินทุนจากต่างประเทศทำให้สภาพคล่องในประเทศสูง การใช้จ่ายเพิ่มขึ้น เกิดการเลียนแบบการบริโภคและการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศเพิ่มขึ้น อีกทั้งชาวต่างประเทศที่นำเงินเข้ามาลงทุน จะมีการส่งเงินกลับในรูปของผลกำไร ดอกเบี้ยทุน ค่าเทคโนโลยีและค่าธรรมเนียมอื่น ๆ จึงทำให้การออมประชาชาติเบื้องต้นหรือการออมรวมลดลง สอดคล้องกับงานศึกษาของ Gupta ในปี 2518 ที่พบว่า เงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศทำให้การออมรวมลดลง

## 5.2.2 การออมรายภาคเศรษฐกิจ

การออมภาคครัวเรือน					
HHY	=	5.131579	+ 0.388875 GR	- 0.007795 DR	- 0.319685 CFPY
		(1.758649)	(2.309446)**	(-0.409147)	(-2.353983)**
		+ 0.059100 TR1	+ 0.211088 INF	+ 0.523537 HHY <sub>-1</sub>	- 0.123090 DCGR
		(0.348235)	(2.021321)**	(2.742728)***	(-1.922877)*
R-squared	=	0.708961	Adjusted R-squared	=	0.563441
Durbin-Watson stat	=	2.410466			

การประมาณค่าจากสมการการออมภาคครัวเรือน พบว่า อัตราการเติบโตของรายได้ (GR) ส่งผลกระทบต่อในทางบวกต่อการออมภาคครัวเรือนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% เป็นไปตามสมมติฐานของเคนส์คือ เมื่อรายได้เพิ่มขึ้น การบริโภคจะเพิ่มขึ้นด้วย แต่การบริโภคจะเพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่น้อยกว่าการเพิ่มขึ้นของรายได้ จึงทำให้การออมเพิ่มขึ้น

ส่วนอัตราการทิ้งพิง (DR) มีเครื่องหมายไปในทิศทางที่ต้องการ คือส่งผลกระทบต่อ การออมภาคครัวเรือน ถึงแม้จะไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากประชากรในวัยพิงพิงไม่มีรายได้เป็นของตนเองต้องพึ่งพาคืนในครอบครัว ดังนั้นการเพิ่มขึ้นของประชากรในวัยพิงพิงจะส่งผลให้การออมของครัวเรือนลดลง

ทางด้านอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (TR1) ผลการศึกษาได้ความสัมพันธ์ไปในทางบวกกับการออมภาคครัวเรือนตามที่คาดการณ์ไว้ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยมีอิทธิพลในทางบวกต่อแรงจูงใจในการออมในรูปของสินทรัพย์ทางการเงินของประชาชนที่มีรายได้สูงพอที่จะมีเงินเหลือเป็นเงินออมเท่านั้น โดยที่ประชาชนกลุ่มนี้คิดเป็นสัดส่วนที่น้อยมากเมื่อเทียบกับประชากรทั้งประเทศ แต่ประชาชนในประเทศส่วนใหญ่มีรายได้ต่ำ จะละเลยต่อการตอบสนองของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำที่มีต่อการออม เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ต้องใช้จ่ายเพื่อการบริโภคให้อยู่ในระดับที่พอยังชีพได้ ทำให้ประชาชนกลุ่มที่มีรายได้ต่ำไม่มีเงินเหลือพอที่จะเก็บออมได้ สอดคล้องกับงานศึกษาของธนาคารแห่งประเทศไทยในปี 2539 (พฤติกรรมกรรมการออมของครัวเรือนไทย : รายงานเศรษฐกิจและการเงินปี 2539 หน้า 46-47) ที่พบความสัมพันธ์ในทางบวกของอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก

กับการออมภาคครัวเรือนอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยชี้ให้เห็นว่าประเทศกำลังพัฒนาที่มีรายได้ต่ำ ทำให้การตอบสนองของการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยต่อการออมภาคครัวเรือนมีน้อย

ส่วนอัตราเงินเฟ้อ (INF) มีเครื่องหมายถูกต้องและมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับของความเชื่อมั่นถึง 95 % คือส่งผลกระทบต่อภาคครัวเรือนในทางบวกโดยผ่านทาง Wealth Effect กล่าวคือ เงินเฟ้อทำให้มูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ทางการเงินของครัวเรือนลดลง ภายใต้ข้อสมมติที่ว่า ถ้าครัวเรือนมีเป้าหมายในการออมและวัตถุประสงค์ในการออมของครัวเรือนเพื่อรักษาความสมดุลระหว่างรายได้ในปัจจุบันและกระแสรายได้ในอนาคต ครัวเรือนจึงลดการบริโภคลง และเพิ่มการออมเพื่อรักษาความสมดุลของรายได้ให้อยู่ในระดับที่ต้องการ

นอกจากนี้การออมในอดีต (HHY<sub>t</sub>) ก็มีส่วนกำหนดการออมภาคครัวเรือนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นสูงกว่า 95 % อีกด้วย เนื่องจากการออมในอดีต ทำให้ครัวเรือนมีสินทรัพย์เพิ่มขึ้น และสินทรัพย์นั้นอาจก่อให้เกิดรายได้ ซึ่งส่งผลให้การออมเพิ่มขึ้น

การเติบโตของสินเชื่อภายในประเทศ (DCGR) ส่งผลกระทบในทางลบต่อการออมภาคครัวเรือนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 % เนื่องจากในช่วงที่ผ่านมาภาคสถาบันการเงินเน้นการขยายบริการด้านสินเชื่อ ทำให้ครัวเรือนสามารถกู้ยืมจากสถาบันการเงินได้ง่ายขึ้น โดยประชาชนจะนำเงินที่ได้ไปใช้จ่ายเพื่อการบริโภคและซื้อสินทรัพย์ถาวรเพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้การออมภาคครัวเรือนลดลง

ทางด้านของเงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศภาคเอกชน (CFPY) นั้นส่งผลกระทบต่อภาคครัวเรือนในทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นสูงถึง 95 % เนื่องจากเงินทุนจากต่างประเทศมีต้นทุนที่ต่ำกว่าเมื่อเทียบกับต้นทุนดอกเบี้ยเงินฝากในประเทศ ทำให้สถาบันการเงินหันไปใช้เงินทุนจากต่างประเทศแทนการระดมเงินออมในประเทศจากประชาชน นอกจากนี้เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศนั้นบางส่วนช่วยให้เกิดการขยายตัวในภาคการผลิตและการจ้างงาน ส่งผลให้ครัวเรือนซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของปัจจัยการผลิตมีรายได้เพิ่มขึ้น ครัวเรือนก็จะใช้จ่ายมากขึ้น ดังตารางที่ 5.3 (หน้าที่ 79) ที่ชี้ให้เห็นว่าประชาชนมีการใช้จ่ายมากขึ้น เงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศจึงส่งผลกระทบในทางลบทำให้การออมภาคครัวเรือนลดลง โดยผลการศึกษาสอดคล้องกับงานศึกษาเรื่องพฤติกรรมกรรมการออมของครัวเรือนไทย โดยฝ่ายวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทยในปี 2539 ที่พบว่า เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศทำให้การออมภาคครัวเรือนลดลง



### การออมภาคธุรกิจเอกชน

$$\text{BINCY} = 20.05894 - 0.418874 \text{ GR} - 0.678552 \text{ MLR1} + 0.513419 \text{ CFPY}$$

$$(9.160382) \quad (-4.317237)^{***} \quad (-5.355409)^{***} \quad (9.061356)^{***}$$

$$- 0.083445 \text{ INF}$$

$$(-1.389631)$$

$$\text{R-squared} = 0.839904 \quad \text{Adjusted R-squared} = 0.802235$$

$$\text{Durbin-Watson stat} = 2.086967$$

จากการประมาณค่าพบว่า การออมภาคธุรกิจเอกชนขึ้นอยู่กับ อัตราการเติบโตของรายได้ (GR) โดยมีผลกระทบทางลบต่อการออมภาคธุรกิจเอกชนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นสูงกว่า 95 % ซึ่งตรงกันข้ามกับที่คาดการณ์ไว้ว่าอัตราการเติบโตของรายได้น่าจะส่งผลกระทบในทางบวกต่อการออมภาคธุรกิจเอกชน เมื่อดูแนวคิดการออมของภาคธุรกิจ<sup>1</sup> แล้วสามารถอธิบายได้ว่า สำหรับภาคธุรกิจเอกชนแล้ว *กำไรก็คือส่วนต่างระหว่างรายได้กับค่าใช้จ่าย* เมื่อประเทศมีการเจริญเติบโต ส่งผลทำให้หน่วยธุรกิจมีกำไรเพิ่มขึ้น แต่เนื่องจากหน่วยธุรกิจมีภาระผูกพันกับเจ้าของทุนที่จะต้องนำกำไรสุทธิไปจ่ายเป็นเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นอีกด้วย จากตารางที่ 5.6 ซึ่งแสดงนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบางบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ นโยบายการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์พบว่าร้อยละ 80 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดมีนโยบายจ่ายเงินปันผลในอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิจากการดำเนินงาน ซึ่งอาจส่งผลทำให้การออมลดลงได้ นอกจากนี้หน่วยธุรกิจมีหน้าที่ต้องสำรองตามกฎหมายในอัตราร้อยละ 10 ของทุนจดทะเบียน และเมื่อสำรองครบตามที่กฎหมายกำหนดแล้ว หน่วยธุรกิจอาจจะไม่สำรองเพิ่ม แต่นำกำไรที่ได้มาจ่ายเป็นเงินปันผลแทน อีกทั้งหน่วยธุรกิจอาจไม่สนใจที่จะออมเพิ่มเพราะคิดว่าสามารถกู้ยืมเงินจากต่างประเทศเพื่อมาลงทุนได้ ซึ่งจากตารางที่ 5.5 พบว่าตัวเลขอัตราเพิ่มของหนี้ต่างประเทศภาคธุรกิจเอกชนช่วงระหว่างปี 2531-2539 มีอัตราที่สูงมากโดยเฉพาะอย่างยิ่งในปี 2533 มีอัตราเพิ่มจากปีก่อนถึงร้อยละ 78.7 ทำให้ภาคธุรกิจเอกชนมีภาระที่จะต้องใช้คืนเงินต้นที่กู้ยืมมาพร้อมด้วยดอกเบี้ย จากตารางที่ 5.5 พบว่าการชำระคืนหนี้ต่างประเทศทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยของภาคธุรกิจเอกชนระหว่างปี 2531-2539 มีอัตราที่สูงโดยมีอัตราเพิ่มถึงร้อยละ 63.6 ในปี 2534 ซึ่งการชำระหนี้ต่างประเทศดังกล่าวของภาคธุรกิจเอกชน อาจส่งผลทำให้การออมภาคธุรกิจเอกชนลดลงได้ นอกจากนี้หน่วยธุรกิจอาจจะประสบกับภาวะต้นทุนการผลิตที่เพิ่มสูงขึ้น โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากการเพิ่มขึ้น

<sup>1</sup> แนวคิดเกี่ยวกับการออมของหน่วยธุรกิจเอกชน

เงินออม = กำไรสุทธิ - เงินปันผล + สำรองและค่าเสื่อมราคา

ของอัตราค่าจ้างแรงงาน สิ่งเหล่านี้ส่งผลทำให้หน่วยธุรกิจมีภาระค่าใช้จ่ายเพิ่มสูงขึ้น และส่งผลกระทบต่อทำให้การออมของภาคธุรกิจเอกชนลดลงได้ ดังนั้นเมื่อรายได้เติบโตขึ้นจึงส่งผลกระทบต่อในทางลบต่อการออมของภาคธุรกิจเอกชน

ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม (MLR1) ส่งผลกระทบต่อการออมภาคธุรกิจเอกชนในทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นสูงกว่า 95 % เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยคือต้นทุนของเงินลงทุนของหน่วยธุรกิจ ดังนั้นถ้าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมสูงขึ้น จะส่งผลให้ต้นทุนการผลิตสินค้าเพิ่มสูงขึ้น สินค้าจะมีราคาแพงขึ้น นอกจากนี้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่สูง ทำให้ความต้องการที่มีต่อสินค้าลดลงด้วย หน่วยธุรกิจจึงขายสินค้าได้ลดลงเนื่องจากความต้องการของผู้บริโภคจะลดลงตามระดับราคาสินค้าที่เพิ่มสูงขึ้น ทำให้หน่วยธุรกิจมีกำไรลดลงและส่งผลกระทบต่อทำให้การออมภาคธุรกิจเอกชนลดลงด้วย

ทางด้านอัตราเงินเฟ้อ (INF) นั้นมีเครื่องหมายตรงข้ามจากที่คาดการณ์ไว้ คือส่งผลกระทบต่อในทางลบกับการออมภาคธุรกิจเอกชน อาจเป็นเพราะว่าเนื่องจากภาวะเงินเฟ้อเป็นภาวะที่ทำให้ระดับราคาสินค้าและบริการโดยทั่วไปเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่งผลทำให้รายจ่ายของหน่วยธุรกิจเพิ่มสูงขึ้น ทั้งค่าจ้างแรงงาน ราคาวัตถุดิบที่เป็นปัจจัยการผลิตรวมทั้งรายจ่ายอื่น ๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งวิกฤตการณ์น้ำมันในปี 2522-2524 ทำให้ราคาน้ำมันซึ่งเป็นต้นทุนทางการผลิตที่สำคัญมีราคาสูงขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนการผลิตของหน่วยธุรกิจสูงขึ้น ทำให้ผู้ผลิตต้องปรับราคาสินค้าให้สูงขึ้น เรียกว่าผลของเงินเฟ้อที่เกิดจากแรงดันของต้นทุนการผลิต (Cost-push inflation) ทำให้ส่งผลกระทบต่อในทางลบต่อกำไรของหน่วยธุรกิจและทำให้การออมของภาคธุรกิจเอกชนลดลง แต่ที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติอาจเป็นเพราะว่าในช่วงเวลาที่ศึกษานี้ การออมภาคธุรกิจเอกชนถูกกำหนดจากปัจจัยอื่นในสมการนอกเหนือจากอัตราเงินเฟ้ออย่างเด่นชัด และจากการที่อัตราเงินเฟ้อในช่วงดังกล่าวมีความผันผวนมาก (มีค่าอยู่ระหว่าง 0.88-19.71) ทำให้ความแปรปรวนมีมากและอาจส่งผลทำให้ค่า t-stat มีค่าน้อยจนกระทั่งไม่มีนัยสำคัญในการกำหนดการออมภาคธุรกิจเอกชน

ทางด้านของเงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศภาคเอกชน (CFPY) นั้นส่งผลกระทบต่อการออมภาคธุรกิจเอกชนในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นสูงกว่า 95 % เนื่องจากเงินทุนเหล่านี้เข้ามาช่วยเสริมสภาพคล่องแก่ภาคธุรกิจเอกชนจากการที่เงินออมในประเทศมีไม่เพียงพอกับการลงทุน ทำให้สามารถขยายขนาดการผลิต การลงทุนขนาดใหญ่เพื่อตลาดในประเทศและต่างประเทศ มีการร่วมทุนกับต่างประเทศและมีการถ่ายทอดเทคโนโลยีในการผลิตสินค้า ส่งผลให้การผลิตสินค้าเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ต้นทุนต่ำลงทำให้ขายสินค้าได้มากขึ้น เงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศจึงส่งผลกระทบต่อในทางบวกต่อเงินออมของภาคธุรกิจเอกชน

ตารางที่ 5.5 ภาระหนี้ของภาคธุรกิจเอกชน และการชำระหนี้ของภาคธุรกิจเอกชน

หน่วย : ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

	2531	2532	2533	2534	2535	2536	2537	2538	2539
หนี้ต่างประเทศภาคธุรกิจเอกชน									
หนี้ระยะสั้น	2,274	2,945	6,210	10,412	13,832	12,263	7,443	7,314	7,864
หนี้ระยะยาว	3,016	4,640	7,341	10,046	11,458	12,654	13,733	16,913	23,231
รวม	5,290	7,585	13,551	20,458	25,290	24,917	21,176	24,227	31,095
อัตราเพิ่ม %		43.4	78.7	51.0	23.6	-1.5	-15.0	14.4	28.3
การชำระหนี้ของภาคธุรกิจเอกชน									
เงินสด	840	890	591	968	1,685	2,178	2,827	2,934	2,535
ดอกเบี้ย	277	369	654	1,069	1,170	1,136	1,937	3,290	4,344
รวม	1,117	1,259	1,245	2,037	2,855	3,314	4,764	6,224	7,179
อัตราเพิ่ม %		12.7	-1.1	63.6	40.2	16.1	43.8	30.6	15.3

ที่มา : รายงานเศรษฐกิจรายเดือน ธนาคารแห่งประเทศไทย

ตารางที่ 5.6 นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ \*

บริษัท	หมวดอุตสาหกรรม	นโยบายการจ่ายเงินปันผล
1. บริษัทเจริญโภคภัณฑ์อาหารสัตว์ จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเกษตร	ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิจากการดำเนินงาน
2. บริษัทห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์	อัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิแต่ละปี
3. บมจ. แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส	สื่อสาร	ร้อยละ 60 ของกำไรสุทธิ
4. บริษัทहनวิริยา โอเอ จำกัด	เครื่องใช้ไฟฟ้าและคอมพิวเตอร์	ร้อยละ 60 ของกำไรสุทธิ หลังหักภาษีเงินได้
5. บริษัทอัลฟาเทค อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิจากการดำเนินงานของแต่ละปี
6. บริษัทบ้านปู จำกัด (มหาชน)	พลังงาน	จ่ายเงินปันผลในอัตราต่อหุ้นมูลค่าเสมอประมาณร้อยละ 60 ของกำไรสุทธิ
7. บริษัทแพนด้า จิวเวลรี่ จำกัด	อัญมณีและเครื่องประดับ	ประมาณร้อยละ 80 ของกำไรสุทธิ
8. บริษัทไทยบรรจุกภัณฑ์และการพิมพ์ จำกัด	บรรจุกภัณฑ์	ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิหลังจากชำระภาษีแล้ว
9. บริษัทกรุงเทพคลังสินค้า จำกัด	คลังสินค้าและโลจิสติกส์	ประมาณร้อยละ 60 ของกำไรสุทธิ
10. บริษัทอุตสาหกรรมปิโตรเคมีกัลไทย จำกัด (มหาชน)	เคมีภัณฑ์และพลาสติก	ร้อยละ 60 ของกำไรสุทธิ
11. บริษัทบางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	พลังงาน	ร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิ
12. บริษัทกระจกไทย-อาซาฮี จำกัด (มหาชน)	วัสดุก่อสร้าง	อย่างน้อยร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิ
13. บริษัทโรงงานมาลีสามพราน จำกัด (มหาชน)	อาหารและเครื่องดื่ม	ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 60 ของกำไรสุทธิหลังหักภาษี
14. บริษัทวิทยาคม จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์	ประมาณร้อยละ 60 ของกำไรสุทธิหลังหักภาษี
15. บริษัทวีนิไทย จำกัด (มหาชน)	เคมีภัณฑ์และพลาสติก	ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิ

ที่มา : ข้อมูลบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ 2539 บริษัทบริการข้อมูลผู้จัดการ จำกัด

\* บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2538 มีจำนวน 416 บริษัท และกองทุนรวมจำนวน 70 กองทุน

โดยจัดหมวดหมู่เป็น 30 หมวดอุตสาหกรรม ตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### การออมภาคสถาบันการเงิน

$$\begin{aligned} \text{FINY} = & -5.336960 + 0.111491 \text{ GR} + 0.088483 \text{ CFPY} + 0.314653 \text{ DIFF1} \\ & (-3.301347) \quad (2.045693)** \quad (1.907164)* \quad (2.593514)** \\ & + 0.054083 \text{ DCY} \\ & (4.497656)*** \end{aligned}$$

$$\text{R-squared} = 0.759841 \quad \text{Adjusted R-squared} = 0.703334$$

$$\text{Durbin-Watson stat} = 1.373699$$

จากการประมาณค่าสมการการออมภาคสถาบันการเงิน พบว่าอัตราการเติบโตของรายได้ (GR) ส่งผลกระทบบนทางบวกต่อการออมภาคสถาบันการเงิน โดยมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 % กล่าวคือเมื่อประเทศมีการเจริญเติบโต ส่งผลให้ภาคเศรษฐกิจในประเทศมีความต้องการเงินทุนเพื่อขยายการผลิต สถาบันการเงินมีรายได้จากการปล่อยสินเชื่อให้กับภาคเศรษฐกิจในประเทศ และส่งผลกระทบบนทางบวกต่อการออมภาคสถาบันการเงิน นอกจากนี้สถาบันการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนนอกจากจะต้องสำรอง 10 % ตามที่กฎหมายกำหนดแล้ว ยังจะต้องสำรองเพิ่มอีกโดยการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องให้ครบตามที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดไว้อีกด้วย ทำให้สถาบันการเงินต้องสำรองมากขึ้น ซึ่งการสำรองเพิ่มนี้ถือเป็นเงินออมของสถาบันการเงินด้วย จากตารางที่ 5.7 ซึ่งแสดงกำไรสุทธิของธนาคารพาณิชย์ไทย พบว่าธนาคารพาณิชย์ไทยมีกำไรสุทธิและอัตราเพิ่มที่สูงมาก เช่น ธนาคารกรุงเทพ มีกำไรสุทธิในปี 2533 เท่ากับ 4,689.4 ล้านบาทเพิ่มขึ้นจากปีก่อนถึงร้อยละ 89.5 ธนาคารกสิกรไทย มีกำไรสุทธิในปี 2533 เท่ากับ 3,118.7 ล้านบาทเพิ่มขึ้นจากปีก่อนถึงร้อยละ 106.0 การที่ธนาคารพาณิชย์มีกำไรสุทธิและอัตราเพิ่มที่สูงมากนั้นอาจส่งผลทำให้ธนาคารพาณิชย์มีเงินออมมากขึ้นด้วย ดังนั้นอัตราการเติบโตของรายได้จึงส่งผลกระทบบนทางบวกต่อการออมภาคสถาบันการเงิน

นอกจากนี้ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในประเทศ (DIFF1) ที่สถาบันการเงินคิดกับลูกค้านั้น ส่งผลกระทบบนทางบวกต่อการออมภาคสถาบันการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นถึง 95 % เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากหรือผลตอบแทนจากการรับฝากเงินจากประชาชนของสถาบันการเงินนั้นมักจะต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมที่สถาบันการเงินคิดจากลูกค้า ยิ่งส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากยิ่งมากขึ้นก็จะยิ่งทำให้สถาบันการเงินได้รับกำไรจากส่วนต่างดังกล่าว ดังนั้นจึงส่งผลกระทบบนทางบวก ทำให้การออมของภาคสถาบันการเงินเพิ่มขึ้น

ทางด้านสัดส่วนสินเชื่อกภายในประเทศต่อรายได้ประชาชาติ (DCY) นั้นแสดงให้เห็นถึงการเติบโตของหน่วยธุรกิจที่มีความต้องการสินเชื่อเพื่อนำไปใช้ในการลงทุนและความต้องการสินเชื่อของครัวเรือนเพื่อนำไปซื้อสินทรัพย์ถาวร เช่น บ้านและที่ดิน เนื่องจากสถาบันการเงินโดยเฉพาะอย่างยิ่งธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนที่ดำเนินธุรกรรมหลักด้านการปล่อยสินเชื่อ ส่งผลให้สถาบันการเงินมีรายได้เพิ่มขึ้นจากการปล่อยสินเชื่อให้กับหน่วยธุรกิจและครัวเรือน ดังนั้นจึงส่งผลกระทบต่อการออมภาคสถาบันการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นสูงกว่า 95 %

นอกจากนี้เงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศภาคเอกชน (CFPY) โดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ และเงินกู้ยืมผ่านกิจการวิเทศธุรกิจที่ธนาคารพาณิชย์นำเข้ามาปล่อยกู้ให้กับภาคเศรษฐกิจภายในประเทศ เงินทุนต่างประเทศเหล่านี้มีต้นทุนที่ต่ำกว่าการกู้ยืมโดยตรงจากแหล่งเงินกู้ภายในประเทศ ดังนั้นจึงส่งผลกระทบต่อการออมภาคสถาบันการเงินในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90 %

ตารางที่ 5.7 กำไรสุทธิของธนาคารพาณิชย์ไทย ระหว่างปี 2532-2539

หน่วย : ล้านบาท

	2532	2533	2534	2535	2536	2537	2538	2539
ธ.กรุงเทพฯ	2,474.8	4,689.4	7,254.5	10,540.1	13,903.8	17,360.0	19,701.0	20,720.0
อัตราเพิ่ม (%)		89.5	54.7	45.3	31.9	24.9	13.5	5.2
ธ.กสิกรไทย	1,514.2	3,118.7	3,410.9	5,212.7	7,942.2	10,419.0	11,571.0	11,862.0
อัตราเพิ่ม (%)		106.0	9.4	52.8	52.4	31.2	11.1	2.5
ธ.กรุงไทย	514.5	1,025.2	1,190.3	2,848.7	4,328.3	8,151.0	10,178.4	10,340.9
อัตราเพิ่ม (%)		99.3	16.1	139.3	51.9	88.3	24.9	1.6
ธ.ไทยพาณิชย์	1,114.8	2,162.6	2,681.8	4,180.3	4,847.5	6,203.6	7,754.6	9,014.6
อัตราเพิ่ม (%)		94.0	24.0	55.9	16.0	28.0	25.0	16.2
ธ.กรุงศรีอยุธยา	1,010.4	1,761.6	1,560.4	2,500.1	2,723.5	3,410.1	4,477.0	5,030.0
อัตราเพิ่ม (%)		74.3	-11.4	60.2	8.9	25.2	31.3	12.4
ธ.ศรีนคร	94.3	142.9	179.2	324.8	723.1	1,424.2	1,512.1	953.6
อัตราเพิ่ม (%)		51.5	25.4	81.3	122.6	97.0	6.2	-36.9
ธ.เอเชีย	74.8	178.8	172.7	326.7	729.3	1,192.7	1,463.7	1,800.0
อัตราเพิ่ม (%)		139.0	-3.1	89.2	123.2	63.5	22.7	23.0
ธ.นครธน	88.3	150.8	158.3	264.7	328.5	491.6	610.8	701.6
อัตราเพิ่ม (%)		70.8	5.0	67.2	24.1	49.6	24.2	14.9

ที่มา : สรุปข้อมูลธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### การออมภาครัฐบาล

$$\begin{aligned} \text{GOVY} = & -9.674784 + 0.132703 \text{ GR} - 0.602670 \text{ CFGY} + 0.697946 \text{ GREVY} \\ & (-6.388602) \quad (2.207323)^{**} \quad (-3.477744)^{***} \quad (7.239399)^{***} \\ & + 0.372490 \text{ GCVY}_{-1} + 0.141105 \text{ INF} \\ & (5.167879)^{***} \quad (3.161717)^{***} \end{aligned}$$

$$\text{R-squared} = 0.979972 \quad \text{Adjusted R-squared} = 0.973713$$

$$\text{Durbin-Watson stat} = 2.701489$$

จากการประมาณค่าสมการการออมภาครัฐบาล ผลการศึกษาพบว่า อัตราการเติบโตของรายได้ (GR) ส่งผลกระทบในทางบวกต่อการออมภาครัฐบาลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 % กล่าวคือ เมื่อประเทศมีการเจริญเติบโต ประชาชนในประเทศมีระดับรายได้ที่เพิ่มขึ้น ทำให้รัฐบาลสามารถจัดเก็บภาษีได้สูงกว่าเป้าหมาย ส่งผลให้รัฐบาลมีฐานะการคลังเกินดุล ทำให้ภาครัฐบาลมีเงินออมเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้รายรับของภาครัฐบาล (GREVY) โดยเฉพาะอย่างยิ่งรายรับจากภาษีอากร ส่งผลกระทบในทางบวกต่อการออมภาครัฐบาลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นสูงกว่า 95 % เป็นไปตามที่คาดการณ์เอาไว้

ในส่วนของ การออมของภาครัฐบาลในอดีต (GOVY<sub>t</sub>) ก็ส่งผลกระทบต่อ การออมภาครัฐบาลในทิศทางที่คาดการณ์ไว้ คือส่งผลกระทบในทางบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นสูงกว่า 95 % เนื่องจากการออมในอดีต ทำให้ภาครัฐบาลมีสินทรัพย์เพิ่มขึ้น และสินทรัพย์นั้น อาจก่อให้เกิดรายได้ ซึ่งส่งผลทำให้การออมเพิ่มขึ้น

ทางด้านอัตราเงินเฟ้อ (INF) นั้นส่งผลกระทบในทางบวกต่อการออมภาครัฐบาลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นสูงกว่า 95 % กล่าวคือเมื่อเกิดเงินเฟ้อ รายรับของภาครัฐบาลจะเพิ่มขึ้นเนื่องจากสามารถปรับตัวได้อย่างรวดเร็วตามการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อ ในขณะที่รายจ่ายของภาครัฐบาลโดยเฉพาะประเภทรายจ่ายประจำจะปรับตัวได้ช้ากว่า ดังนั้นภาวะเงินเฟ้อจึงส่งผลกระทบในทางบวกต่อการออมภาครัฐบาล



ส่วนเงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศภาครัฐบาล (CFGY) ซึ่งอยู่ในรูปของเงินช่วยเหลือจากต่างประเทศและเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ ผลการศึกษาพบว่าส่งผลกระทบต่อการออมภาครัฐบาลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นสูงกว่า 95 % เนื่องจากการที่รัฐบาลสามารถอาศัยแหล่งเงินทุนจากต่างประเทศมาใช้จ่าย ทำให้รัฐบาลลดความพยายามในการออมลง จึงทำให้เงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศส่งผลกระทบต่อในทางลบกับการออมภาครัฐบาล สอดคล้องกับงานศึกษาของ ตีรณ ในปี 2525 ที่พบว่าเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศในรูปของหนี้ต่างประเทศภาครัฐบาล ส่งผลกระทบต่อในทางลบต่อการออมของภาครัฐบาล