

**ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและ  
เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ**

**นายตะวัน แดงเอียด**

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต  
แขนงวิชาเศรษฐศาสตร์ สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

พ.ศ. 2552

**The Relationship between the Difference in Interest Rates and  
Capital Inflows from Abroad**

**Mr.Tawan Dangied**

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for  
the Degree of Master of Economics

School of Economics

Sukhothai Thammathirat Open University

2009

หัวข้อวิทยานิพนธ์ ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ  
ชื่อและนามสกุล นายตะวัน แดงเอียด  
แขนงวิชา เศรษฐศาสตร์  
สาขาวิชา เศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช  
อาจารย์ที่ปรึกษา 1. รองศาสตราจารย์สุนีย์ ศิลพิพัฒน์  
2. รองศาสตราจารย์จรินทร์ เทศวานิช  
3. รองศาสตราจารย์ ดร. อุดมศักดิ์ ศิลประชาวงศ์

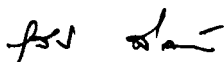
วิทยานิพนธ์นี้ได้รับความเห็นชอบให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา  
ตามหลักสูตรระดับปริญญาโท เมื่อวันที่ 15 กรกฎาคม 2553

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์



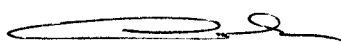
ประธานกรรมการ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์)



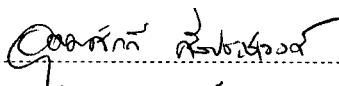
กรรมการ

(รองศาสตราจารย์สุนีย์ ศิลพิพัฒน์)



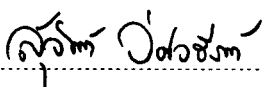
กรรมการ

(รองศาสตราจารย์จรินทร์ เทศวานิช)



กรรมการ

(รองศาสตราจารย์ ดร. อุดมศักดิ์ ศิลประชาวงศ์)



ประธานกรรมการบัณฑิตศึกษา

(รองศาสตราจารย์ ดร. สุจินต์ วิศวรธรรานนท์)

**ชื่อวิทยานิพนธ์** ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ  
**ผู้วิจัย** นายตะวัน แดงเอียด **รหัสนักศึกษา** 2496001344 **ปริญญา** เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต  
**อาจารย์ที่ปรึกษา** (1) รองศาสตราจารย์สุนีย์ ศิลพิพัฒน์ (2) รองศาสตราจารย์จรินทร์ เทศวานิช  
(3) รองศาสตราจารย์ ดร. อุดมศักดิ์ ศิลประชาวงศ์ **ปีการศึกษา** 2552

### บทคัดย่อ

การวิจัยในครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาคเอกชนจากต่างประเทศ 2) ศึกษาการควบคุมเงินทุนระหว่างประเทศ และปัจจัยอื่นๆที่มีผลกระทบต่อเงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาคจากต่างประเทศ

วิธีการศึกษาใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) โดยอาศัยเทคนิคการวิเคราะห์ปฏิกริยาตอบสนองต่อความแปรปรวน การวิเคราะห์แยกส่วนความแปรปรวน และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเส้นตรงด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ความแปรปรวนโดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม 2536 – ตุลาคม 2551

ผลการวิเคราะห์ 1) ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาค โดยใช้แบบจำลอง VAR พบว่า การไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศส่งผลให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยลดลง ซึ่งเป็นไปตามแนวคิดอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค ส่วนการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยส่งผลให้ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาคเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ไม่แน่นอนและมีความผันผวน 2) การควบคุมให้ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาคเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ต้องการจะกระทำได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะในช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ เพราะในช่วงดังกล่าว ความเสี่ยงจากการลงทุนจะอยู่ในระดับสูง

ส่วนการศึกษาถึงปัจจัยอื่นๆที่มีผลกระทบต่อเงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาค ด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ความแปรปรวน พบว่า ความเสี่ยงจากการลงทุนมีผลกระทบต่อเงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาค ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ส่วนการควบคุมเงินทุน โดยการใช้มาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ไม่ได้มีความสัมพันธ์ต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาค

**คำสำคัญ** ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย เงินทุนไหลเข้า การควบคุมเงินทุนระหว่างประเทศ

**Thesis title:** The Relationship between the Difference in Interest Rates and Capital Inflows from Abroad

**Researcher:** Mr. Tawan Dangied; **ID:** 2496001344 ; **Degree:** Master of Economics

**Thesis advisors:** (1) Sunee Silphiphat, Associate Professor; (2) Jarin Teswanitch, Associate Professor; (3) Dr. Udomsak Seenprachawong, Associate Professor

**Academic year:** 2009

### **Abstract**

The purposes of this study were 1) to examine the relationship between the difference in interest rates and capital inflows from abroad, 2) to study international capital controls and other factors affecting the net capital inflow from abroad.

Vector Autoregressive (VAR) Model was applied to the study basing on the technical analysis of Impulse Response Function, Variance Decomposition and Linear Regression Analysis using the Analysis of Variance Technical and studying a relationship between interest rates and monthly inflow of capital from abroad during the period of January 1993 to October 2008.

The results of study were 1) The relationship between differences in the interest rates and net capital inflow analyzed by VAR model that was the inflow of capital from abroad effected the decline of difference of interest rates. This conformed with a concept of Covered Interest Parity. Changes the of difference of interest rates effected the net capital inflows changes in the uncertain direction and caused turmoil. 2) Control on the amount of net capital inflows was difficult and should be changed in according to the way desired. This was especially noticed during the economic crisis because there was a high risk situation for investment.

The result of study of other factors which affected the net capital inflows with the Analysis of Variance Technical was that the risk from investment affected the net capital inflows. This was in accordance with the International Capital Movement Theory. As for the control of capital by using 30% of Unremunerated Reserve Requirement, it was found that there was not any relation with the amount of the net capital inflows.

**Keywords:** Different Interest Rate Capital Inflows, International Finance Controls

## กิตติกรรมประกาศ

การทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความกรุณาเป็นอย่างมากจากบุคคลหลายท่าน ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์สุเน็ย์ ศิลพิพัฒน์ รองศาสตราจารย์จรินทร์ เทศวานิช สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช และ รองศาสตราจารย์ ดร.อุดมศักดิ์ ศิลประชาวงศ์ คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ ที่ได้กรุณาให้คำแนะนำ และติดตามการทำวิทยานิพนธ์ครั้งนี้อย่างใกล้ชิดตลอดมา นับตั้งแต่ต้นจนกระทั่งสำเร็จเรียบร้อย สมบูรณ์ ผู้วิจัยรู้สึกซาบซึ้งในความกรุณาของท่านเป็นอย่างยิ่ง

นอกจากนี้ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช เพื่อนนักศึกษา และผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในการทำวิทยานิพนธ์ครั้งนี้ทุกท่านที่ได้กรุณาให้การสนับสนุน ช่วยเหลือ และกำลังใจตลอด

ตะวัน แดงเอียด

กันยายน 2553

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย .....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ .....	จ
กิตติกรรมประกาศ .....	ฉ
สารบัญตาราง .....	ณ
สารบัญภาพ .....	ญ
บทที่ 1 บทนำ .....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา .....	1
วัตถุประสงค์การวิจัย .....	7
สมมติฐานการวิจัย .....	7
ขอบเขตการศึกษา .....	7
นิยามศัพท์เฉพาะ .....	7
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ .....	8
บทที่ 2 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง .....	9
เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ .....	9
อัตราดอกเบี้ย .....	25
ความเสี่ยงในการลงทุน .....	39
การควบคุมเงินทุน .....	41
ทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษา .....	45
งานศึกษาที่เกี่ยวข้องกับ โครงสร้างและนโยบายอัตราดอกเบี้ย .....	50
งานศึกษาที่เกี่ยวข้องกับอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ .....	53
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย .....	56
ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา .....	56
เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย .....	58
การเก็บรวบรวมข้อมูล .....	66
การวิเคราะห์ข้อมูล .....	66

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล .....	68
ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ .....	68
ผลการวิเคราะห์ผลกระทบจากความเสี่ยงในการลงทุนและมาตรการควบคุมเงินทุนที่มีต่อ ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ .....	77
บทที่ 5 สรุปการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ .....	79
สรุปการวิจัย .....	79
อภิปรายผล .....	79
ข้อเสนอแนะ .....	82
บรรณานุกรม .....	84
ภาคผนวก .....	86
ก ผลการทดสอบ VAR .....	87
ข ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา .....	98
ประวัติผู้วิจัย .....	107



สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 1.1 ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสุทธิภาคเอกชน และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย .....	6
ตารางที่ 2.1 สัดส่วนการออมในแต่ละภาคต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) .....	13
ตารางที่ 2.2 โครงสร้างเงินทุนไหลเข้าภาคเอกชนของประเทศไทยปี พ.ศ.2536-2551 .....	22
ตารางที่ 2.3 ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสุทธิภาคเอกชน .....	24
ตารางที่ 4.1 ผลการทดสอบ Stationary ด้วยค่า ADF .....	69
ตารางที่ 4.2 ผลการทดสอบหาจำนวน Lag ที่เหมาะสม ด้วยวิธี LR Test กรณีข้อมูลที่ไม่ผ่านการแก้ปัญหาด้วยวิธี First Difference .....	70
ตารางที่ 4.3 ผลการทดสอบปัญหา Autocorrelation ด้วย LM Test กรณีข้อมูลที่ไม่ผ่านการแก้ปัญหาด้วยวิธี First Difference .....	71
ตารางที่ 4.4 ผลการทดสอบหาจำนวน Lag ที่เหมาะสม ด้วยวิธี LR Test กรณีข้อมูลที่ไม่ผ่านการแก้ปัญหาด้วยวิธี First Difference .....	73
ตารางที่ 4.5 ผลการทดสอบปัญหา Autocorrelation ด้วย LM Test กรณีข้อมูลที่ไม่ผ่านการแก้ปัญหาด้วยวิธี First Difference .....	74
ตารางที่ 4.6 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเส้น .....	77

ญ

## สารบัญภาพ

	หน้า
ภาพที่ 1.1 สัดส่วนเงินทุนไหลเข้าภาคเอกชนในธุรกิจธนาคารและธุรกิจที่ไม่ใช่ธนาคาร .....	3
ภาพที่ 1.2 การลงทุน โดยตรงสุทธิ การลงทุนในหลักทรัพย์สุทธิ เงินกู้สุทธิ และสินเชื่อเพื่อการค้า สุทธิ .....	4
ภาพที่ 2.1 ผลิตภัณฑ์รวมในประเทศ ณ ราคาคงที่ ปี 2531 .....	11
ภาพที่ 2.2 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคารในตลาดเงินของประเทศไทยและ สิงคโปร์ .....	37

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

จากรายงานของคณะกรรมการศึกษาและเสนอแนะมาตรการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการระบบการเงินของประเทศ (ศปร.) กล่าวถึงกรณีวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจของไทยในปี พ.ศ.2540 ว่าสัญญาณอันตรายของภาวะเศรษฐกิจไทยเริ่มแสดงให้เห็นตั้งแต่ปี พ.ศ.2538 เมื่อ Credit Lyonnais วิเคราะห์ว่าประเทศไทยมีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและพึ่งพาเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศในปริมาณที่สูง จึงทำให้เกิดการเก็งกำไรจากค่าเงินบาทเป็นครั้งคราว และเศรษฐกิจเริ่มมีปัญหาขาดเงินมากขึ้น เมื่อการส่งออกประสบปัญหาชะงักงันหลังจากที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ในอัตราร้อยละ 20 ต่อปี ตลอดช่วง 10 ปีก่อนหน้า และดัชนีหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ก็ลดต่ำลงอย่างมาก จาก 1,280 จุด ในต้นปี พ.ศ.2539 เหลือ 831 จุด เมื่อตอนปลายปี ประกอบกับในปี พ.ศ.2540 สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือจากต่างประเทศได้ลดอันดับประเทศ โดยเฉพาะ Moody Investors Service ได้จัดให้ประเทศไทยอยู่ในระดับที่เป็นตราสารที่พึ่งไม่ลงทุนก่อให้เกิดความไม่มั่นใจในระบบการเงินรุนแรงมากขึ้น เกิดความตื่นตระหนกทำให้ต่างประเทศขาดความเชื่อถือในค่าเงินบาท มีเงินทุนไหลออกอย่างมาก และนำมาซึ่งการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัวแบบมีการจัดการ

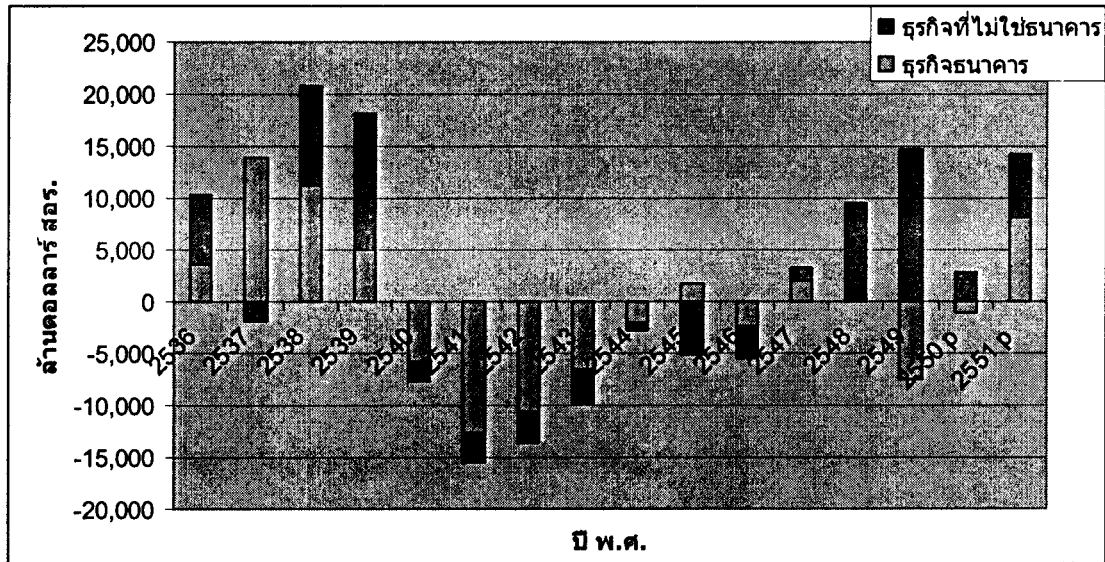
สำหรับกรณีของปัญหาค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นอย่างมาก ในช่วงปี พ.ศ.2549 นั้น นอกจากจะเป็นผลมาจากปัจจัยภายนอก ที่เงินดอลลาร์มีแนวโน้มอ่อนค่าลงแล้ว ส่วนหนึ่งเป็นผลจากปัจจัยภายในประเทศที่ประเทศไทยมีเศรษฐกิจที่มั่นคง ทำให้เงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้ามาเป็นจำนวนมาก โดยเงินทุนดังกล่าวส่วนหนึ่งเป็นเงินที่เข้ามาลงทุนในตราสารหนี้ไทย ซึ่งเป็นเงินลงทุนในช่วงระยะสั้น ส่งผลให้ค่าเงินบาทมีความผันผวนและกระทบต่อเศรษฐกิจการเงินของประเทศ ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงต้องเข้าแทรกแซงโดยใช้มาตรการกันสำรอง 30% สำหรับเงินทุนระยะสั้น

ปัญหาวิกฤติเศรษฐกิจของประเทศไทย ในปี พ.ศ.2540 และปัญหาการแข็งค่าของเงินบาทในปี พ.ศ. 2549 ล้วนมีความเชื่อมโยงกับเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ กล่าวคือ ปริมาณเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศส่วนหนึ่งจะเป็นเงินทุนระยะสั้น ซึ่งมีความผันผวนสูงจะส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพทางการเงินและเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศ

เงินทุน เป็นอีกส่วนหนึ่งที่มีบทบาทสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจ เพราะในบางประเทศ โดยเฉพาะประเทศกำลังพัฒนา การสะสมเงินทุนภายในประเทศ อาจจะมีไม่เพียงพอกับความต้องการใช้เงินทุนในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ จึงต้องมีการพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศ ซึ่งไหลเข้ามาในรูปของการลงทุนโดยตรง (Direct Investment) และการลงทุนโดยอ้อม (Indirect Investment) เช่น การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment) รวมทั้ง เงินกู้ (Loans) สินเชื่อทางการค้า (Trade Credits) เงินฝากธนาคาร และบัญชีลูกหนี้ เป็นต้น เงินทุนดังกล่าวที่ไหลเข้ามาจะไปช่วยชดเชยการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ทำให้ดุลการชำระเงินเกินดุล เงินสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้น ค่าเงินแข็งขึ้น อีกทั้งยังช่วยกระตุ้นการลงทุนและมีการขยายกำลังการผลิต ทำให้มีการบริโภคเพิ่มขึ้น ในที่สุดเศรษฐกิจของประเทศก็จะขยายตัว

สำหรับประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2536 – 2539 มีอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่ค่อนข้างสูง ส่วนหนึ่งได้รับอิทธิพลมาจากเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ โดยในช่วงระยะเวลาดังกล่าว ประเทศไทยมีอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจเฉลี่ยปีละ 8.1% และมีเงินทุนภาคเอกชนไหลเข้าสู่ไทยเฉลี่ยปีละ 15,347 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา โดยเงินทุนดังกล่าวเริ่มมีปริมาณเพิ่มมากขึ้นตั้งแต่ปี พ.ศ. 2533 เพราะเป็นปีที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเริ่มใช้นโยบายการเงินเชิงรุก เพื่อพัฒนาให้กรุงเทพมหานครเป็นศูนย์กลางการเงินในภูมิภาค โดยการผ่อนคลายการควบคุมปริวรรตเงินตรา และได้มีการอนุญาตให้มีการประกอบกิจการวิเทศธนกิจ (International Banking Facility) ขึ้นในปี พ.ศ. 2536 ซึ่งในปี พ.ศ. 2533 ประเทศไทยมีมูลค่าเงินทุนไหลเข้าสู่ไทย 10,983 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และเพิ่มขึ้นเป็น 18,201 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี พ.ศ. 2539 หลังจากเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ปริมาณเงินทุนได้ไหลออกอย่างต่อเนื่อง โดยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540-2546 มีมูลค่าไหลออกสุทธิเฉลี่ยปีละ 8,293 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และเริ่มมีมูลค่าเงินทุนไหลเข้าสู่ไทยอีกครั้ง ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2547 ต่อเนื่องจนถึงปี พ.ศ. 2549 ซึ่งมีมูลค่าเงินทุนไหลเข้าสู่ไทยประมาณ 6,207 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

นอกจากการเปลี่ยนแปลงด้านปริมาณแล้ว องค์ประกอบและสัดส่วนของเงินทุนไหลเข้าภาคเอกชนยังเปลี่ยนแปลงไปตามช่วงเวลาซึ่งเป็นผลมาจากมาตรการและนโยบายของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องและการเปลี่ยนแปลงภาวะเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ

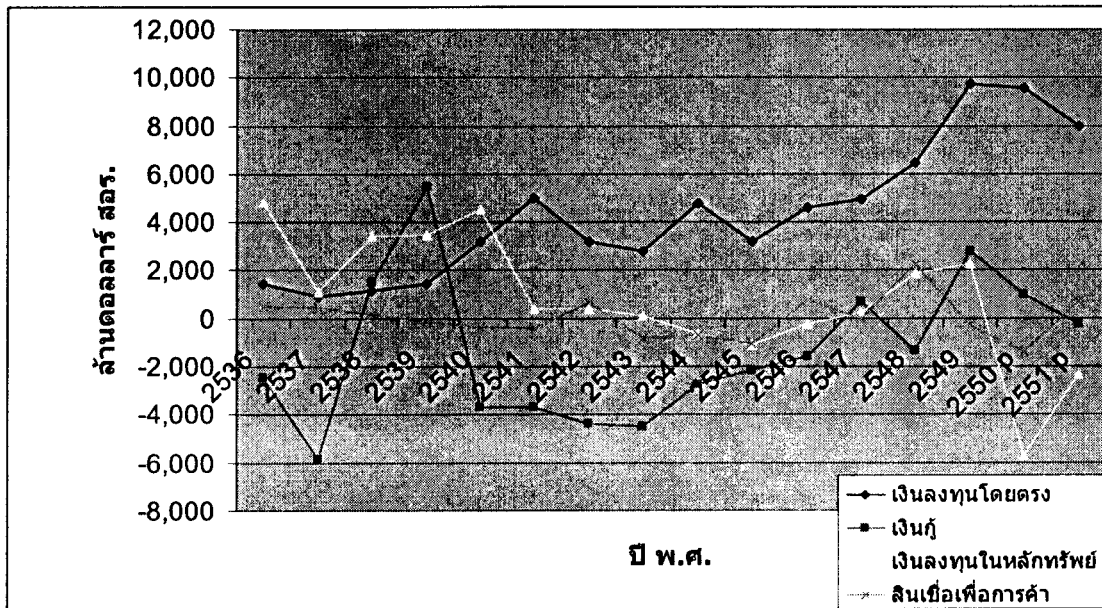


ภาพที่ 1.1 สัดส่วนเงินทุนไหลเข้าภาคเอกชนในธุรกิจธนาคารและธุรกิจที่ไม่ใช่ธนาคาร

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณวันที่ 17 มกราคม 2551 จาก

<http://www2.bot.or.th/statistics/BOTWEBSTAT.aspx>

จากภาพที่ 1.1 จะเห็นว่าในช่วงปี พ.ศ. 2536-2539 การไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศผ่านภาคธนาคารมีสัดส่วนเพิ่มขึ้น โดยมีมูลค่าเฉลี่ยปีละ 8,435 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เนื่องจากภายหลังการอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์สามารถประกอบกิจการวิเทศธนกิจ (Bangkok Investment Banking Facilities: BIBF) ในปี พ.ศ.2536 รูปแบบการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศได้เปลี่ยนมาเป็นรูปแบบการกู้ยืมโดยผ่าน BIBF เพราะ ผู้กู้ยืมได้รับสิทธิประโยชน์ด้านภาษีโดยเงินทุนไหลเข้าผ่าน BIBF มีสัดส่วนประมาณ 74% ของเงินทุนไหลเข้าภาคเอกชนทั้งหมดในปี พ.ศ.2536 และเพิ่มเป็น 84% ในปี พ.ศ. 2537



ภาพที่ 1.2 การลงทุนโดยตรงสุทธิ การลงทุนในหลักทรัพย์สุทธิ เงินกู้สุทธิ และสินเชื่อเพื่อการค้าสุทธิ

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณวันที่ 17 มกราคม 2551 จาก

<http://www2.bot.or.th/statistics/BOTWEBSTAT.aspx>

จากภาพที่ 1.2 ในช่วงปี พ.ศ.2536 – 2540 ปริมาณเงินทุนจากต่างประเทศส่วนใหญ่ไหลเข้ามาในรูปของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นเงินทุนระยะสั้น โดยมีสัดส่วนประมาณปีละ 32% ของเงินทุนไหลเข้าภาคเอกชนทั้งหมด ในขณะที่เงินลงทุนโดยตรงมีสัดส่วนเพียงปีละ 15% ของเงินทุนไหลเข้าภาคเอกชนทั้งหมด แต่เงินลงทุนในหลักทรัพย์เริ่มมีปริมาณลดลงตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 ซึ่งเป็นปีที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศไทย โดยปริมาณลดลงจาก 4,550 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี พ.ศ.2539 เหลือเพียง 422 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในขณะที่เงินลงทุนโดยตรงเริ่มมีสัดส่วนที่เพิ่มมากขึ้น โดยเพิ่มจาก 1,455 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี พ.ศ.2539 เป็น 3,180 และ 5,019 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี พ.ศ. 2540 และ 2541 ตามลำดับ ปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนต่างประเทศ คือ ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ เนื่องจากเงินทุนต่างประเทศไหลเข้ามาเพื่อแสวงหากำไรจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย โดยในช่วงปี พ.ศ. 2536-2539 อัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยอยู่ในระดับเฉลี่ยร้อยละ 8.49 ต่อปี ซึ่งอยู่ในระดับที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินที่สำคัญของโลกอย่างต่อเนื่อง จนกระทั่งวิกฤตการณ์การณ์เศรษฐกิจเมื่อปี พ.ศ.2540 หลังจากนั้น

อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยตั้งแต่ปีพ.ศ.2540-2549 อัตราดอกเบี้ยในประเทศอยู่ในระดับเฉลี่ยร้อยละ 4.60

ในแบบจำลองแบบ Flow (Flow Model) จากทฤษฎีการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศ มีแนวคิดว่า การเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศจะขึ้นอยู่กับระดับผลต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ โดยจะมีการเคลื่อนย้ายทุนจากประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำไปสู่ประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยสูง จากตารางที่ 1.1 ซึ่งแสดงปริมาณเงินทุนไหลเข้าสุทธิและส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ปริมาณเงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้าสู่ประเทศไทยอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ. 2536-2539 ซึ่งในช่วงเวลาดังกล่าว อัตราดอกเบี้ยในประเทศอยู่ในระดับที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ จนกระทั่งปี พ.ศ. 2540 ประเทศไทยประสบกับวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจจึงต้องมีการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ เหตุการณ์ดังกล่าวส่งผลให้เงินทุนไหลออกจากประเทศไทยอย่างต่อเนื่อง ในปี พ.ศ. 2540 และ 2541 อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศอยู่ที่ระดับร้อยละ 15.69 และ 13.02 ตามลำดับ ซึ่งถือว่าอยู่ระดับที่สูง และเป็นที่น่าสังเกตว่า แม้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศจะอยู่ในระดับที่สูงแต่เงินทุนก็ยังไหลออกอย่างต่อเนื่อง โดยในปี พ.ศ. 2540 และ 2541 ประเทศไทยมีปริมาณเงินทุนไหลออกสุทธิเท่ากับ 10,803.00 และ 20,502.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ

เหตุการณ์ดังกล่าวแสดงให้เห็นว่ามีการเคลื่อนย้ายทุนจากประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงไปยังประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำ เพราะ การที่เงินทุนจะเคลื่อนย้ายจากประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าไปยังประเทศที่มีอัตราสูงกว่านั้น จะต้องอยู่ภายใต้ข้อจำกัดที่ว่าอัตราดอกเบี้ยของประเทศต่างๆ ไม่มีการเปลี่ยนแปลง อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศคงที่ และไม่มีข้อกีดขวางในการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศเสมอ การศึกษาครั้งนี้จึงเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและปริมาณเงินทุนไหลเข้าของประเทศไทย ภายใต้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) ซึ่งต่างจากงานวิจัยอื่นๆที่เกี่ยวกับปริมาณเงินทุนไหลเข้า คือ ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ครอบคลุมช่วงเวลาที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2540 และปัญหาค่าเงินบาทในปี พ.ศ. 2549 และในการศึกษาจะทำการเปรียบเทียบผลการศึกษาระหว่างการใช้ข้อมูลเงินทุนไหลเข้าสุทธิและส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่ผ่านการแก้ไขปัญหา Non-Stationary กับข้อมูลที่ไม่ผ่านการแก้ไขปัญหาดังกล่าว รวมทั้งศึกษาเพิ่มเติมถึงความสัมพันธ์ระหว่างมาตรการควบคุมเงินทุนและความเสี่ยงจากการลงทุนที่มีต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้าสุทธิ

ตารางที่ 1.1 ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาคเอกชน และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย

ปี พ.ศ.	ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ * (ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)	อัตราดอกเบี้ย ในประเทศ **	อัตราดอกเบี้ย ต่างประเทศ	ส่วนต่าง อัตราดอกเบี้ย
2536	8,878.00	6.54	3.33	3.21
2537	11,121.00	7.25	4.86	2.39
2538	19,680.00	10.96	6.04	4.92
2539	16,746.00	9.23	5.52	3.71
2540	-10,803.00	15.69	5.74	9.95
2541	-20,502.00	13.02	5.51	7.51
2542	-16,759.00	1.77	5.47	-3.7
2543	-12,531.00	1.95	6.56	-4.61
2544	-7,541.00	2	3.78	-1.78
2545	-6,572.00	1.76	1.8	-0.04
2546	-10,133.00	1.31	1.22	0.09
2547	-1,670.00	1.23	1.62	-0.39
2548	3,124.14	2.62	3.56	-0.94
2549	-2,984.13	4.64	5.2	-0.56
2550 <sup>P</sup>	-7,880.09	3.75	5.3	-1.55

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

**หมายเหตุ**

\* ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิโดยไม่รวมการลงทุนโดยตรง

\*\* Interbank overnight lending rates

\*\*\* External interest rates (SIBOR 3 months)



## 2. วัตถุประสงค์การวิจัย

2.1 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าสุทธิภาคเอกชนจากต่างประเทศ

2.2 ศึกษาการควบคุมเงินทุนระหว่างประเทศ และปัจจัยอื่นๆที่มีผลกระทบต่อเงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศ

## 3. สมมติฐานการวิจัย

3.1 ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน

3.2 นอกจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศแล้ว ปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้ายยังขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่นๆด้วย เช่น อัตราแลกเปลี่ยน และมาตรการควบคุมเงินทุนด้วย

3.3 ประสิทธิภาพของการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยเพื่อควบคุมเงินทุนไหลเข้า ขึ้นอยู่กับระดับการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง และสถานการณ์ทางการเมือง รวมทั้งนโยบายด้านอื่นๆ

## 4. ขอบเขตของการวิจัย

ช่วงเวลาที่ใช้ในศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ เริ่มตั้งแต่ เดือนมกราคม พ.ศ. 2536 ถึง เดือน ตุลาคม พ.ศ. 2551 รวมทั้งสิ้น 190 เดือน

## 5. นิยามศัพท์เฉพาะ

5.1 ปริมาณเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศสุทธิ (Net Capital Flow : NCF) เป็นปริมาณเงินทุนไหลเข้าสุทธิภาคเอกชนที่ไม่รวมถึงการลงทุนโดยตรง

5.2 อัตราดอกเบี้ยในประเทศ ( $r$ ) คือ อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคารเฉลี่ย

5.3 อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ( $r^*$ ) คือ อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมในตลาดสิงคโปร์ (Sibor) ระยะเวลา 3 เดือน

5.4 ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ (IRD) คือ ผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศ กับอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ ( $r-r^*$ )

## 6. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลจากการศึกษา ในครั้งนี้จะช่วยให้ทราบถึง ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่ธุรกิจจากต่างประเทศ และ แนวทางในการใช้มาตรการควบคุมเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ โดยใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะเป็นประโยชน์ในการบริหารเงินทุนจากต่างประเทศให้มีประสิทธิภาพและเป็นประโยชน์ต่อเศรษฐกิจอย่างแท้จริง

## บทที่ 2

### วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

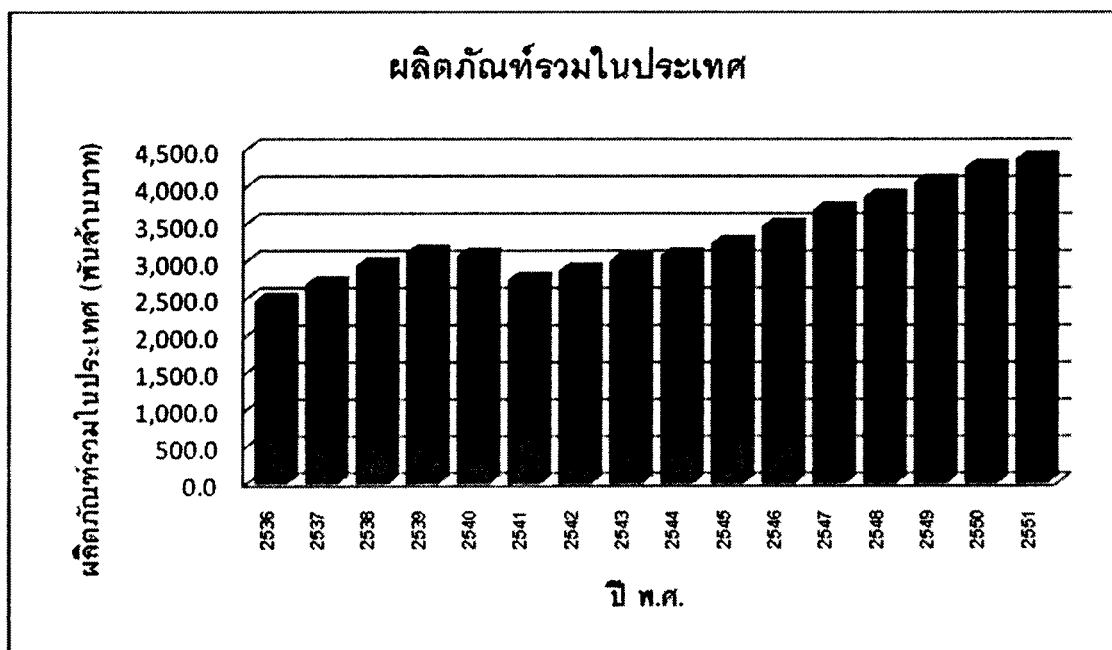
#### 1. เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ อัตราดอกเบี้ย ความเสี่ยงในการลงทุน และการควบคุมเงินทุน

##### 1.1 เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ

การลงทุน เป็นตัวแปรอันสำคัญของระบบเศรษฐกิจที่จะทำให้ประเทศเจริญก้าวหน้าและมีการพัฒนาหรือมีความมั่งคั่งที่แท้จริง (Real Wealth) เนื่องจากว่าหากไม่เกิดการลงทุนขึ้นแล้วก็จะไม่มีสินค้าไว้ใช้เพื่อการอุปโภคและการบริโภค โดยสินค้าที่ใช้เพื่อการอุปโภคและการบริโภคมีทั้งสินค้าทางด้านเกษตรกรรม (Agricultural Goods) และสินค้าทางด้านอุตสาหกรรม (Industrial Goods) สินค้าทางด้านเกษตรกรรมประชาชนแต่ละประเทศยังสามารถผลิตกันได้โดยอาศัยธรรมชาติ แต่ถ้าอาศัยเทคโนโลยีทางวิทยาศาสตร์และเครื่องจักรเข้ามาช่วยในการผลิตสินค้าแล้วก็จะทำให้ได้รับผลผลิตเพิ่มสูงขึ้นกว่าการอาศัยธรรมชาติเพียงอย่างเดียว เทคโนโลยีทางวิทยาศาสตร์และเครื่องจักรดังกล่าวที่นำมาใช้เพื่อการผลิตจะถือว่าการผลิตสินค้าทางด้านอุตสาหกรรม ซึ่งการผลิตสินค้าทางด้านอุตสาหกรรม นับวันยังมีความจำเป็นต่อการดำรงชีวิตประจำวันเพิ่มมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นเครื่องนุ่งห่ม สิ่งของและเครื่องใช้อำนวยความสะดวกต่างๆ เช่น สบู่ ยาสีฟัน วิทยุ โทรทัศน์ และบ้านที่อยู่อาศัย ฯลฯ ล้วนจำเป็นต้องอาศัยการผลิตทางด้านอุตสาหกรรมแทบทั้งสิ้น นอกจากการผลิตเพื่อให้เพียงพอกับการอุปโภคบริโภคไว้ใช้เองภายในประเทศแล้ว ทุกประเทศจำเป็นต้องผลิตเพื่อให้เหลือใช้เป็นสินค้าส่งออกไปยังประเทศอื่นๆ ด้วย เพื่อนำเงินตราต่างประเทศเข้ามาพัฒนาประเทศและขยายการลงทุนเพิ่มผลผลิตให้สูงยิ่งขึ้นต่อไป หากประเทศใดที่ผลิตสินค้าอยู่ในขอบเขตจำกัดหรือไม่ขยายตัวไม่ว่าจะเป็นสินค้าทางการเกษตรหรือสินค้าทางด้านอุตสาหกรรม ประเทศนั้นจะอยู่ในฐานะยากจนและด้อยพัฒนาเพราะจะต้องนำเข้าสินค้าจากประเทศอื่นเข้ามาใช้อุปโภคบริโภคภายในประเทศ ซึ่งจะก่อให้เกิดการนำเข้ามากกว่าการส่งออกและมีผลต่อการขาดดุลการค้าและเป็นหนี้สินกับประเทศอื่นๆ ในที่สุด (ปรัชญา ศรินภาพันท์ 2550: 41-51)

ดังนั้น ทุกประเทศจึงจำเป็นต้องมีการส่งเสริมการลงทุนในด้านต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนทางด้านเกษตรกรรม อุตสาหกรรมการผลิต อุตสาหกรรมการเกษตรและบริการทางด้านอื่นๆ โดยผลที่ผู้ประกอบการได้รับโดยตรงก็คือกำไร (Profit) ส่วนผู้ร่วมลงทุนก็จะได้รับเงินปันผล (Dividend) หรืออัตรากอเบี้ย (Interest) และจะมีส่วนหนึ่งเป็นกำไรสะสม ซึ่งถือเป็นทุนสะสมไว้ (Accumulated Funds) ของธุรกิจเพื่อใช้ในการลงทุน หรือ ขยายกิจการต่อไปผลที่ตามมาของการลงทุนจะทำให้เกิดการจ้างงานและเกิดปัจจัยต่างๆ เช่น ผู้ที่ทำการเกษตรกรรมสามารถขายสินค้าเพื่อเป็นวัตถุดิบในการผลิต ผู้จัดหาวัตถุดิบจะมีรายได้จากการขายวัตถุดิบ ส่วนผู้บริหารกิจการ ลูกจ้าง และคนงานก็จะมีรายได้เป็นเงินเดือนหรือค่าจ้างรวมถึงเงินรางวัลประจำปี ทางด้านรัฐบาลก็จะได้รับรายได้จากเงินภาษีในรูปแบบต่างๆ เช่น ภาษีการบริโภคของประชาชน และ ภาษีเงินได้ ฯลฯ จากนั้นรัฐบาลก็จะนำรายได้ไปใช้เพื่อการจ่ายเงินเดือนแก่ข้าราชการ และการลงทุนในสาธารณูปโภคและสาธารณูปการต่างๆ ส่งผลให้เกิดการจ้างงานเพิ่มสูงขึ้นอีก ในที่สุดระบบเศรษฐกิจของประเทศก็จะเกิดการเจริญเติบโตนั่นเอง

ดัชนีชี้วัดตัวหนึ่งที่ใช้วัดความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศก็คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) หากประเทศที่มีผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศสูงก็จะถือว่าประเทศนั้นประสบความสำเร็จในการพัฒนาประเทศในระดับหนึ่ง โดยในการวัดอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศใดประเทศหนึ่ง จะดูถึงอัตราความเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเป็นเกณฑ์ ดังนั้นในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ จึงตั้งเป้าหมายไปที่การเพิ่มผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ซึ่งจะทำให้รายได้ประชาชาติเพิ่มสูงขึ้นและรายได้ประชากรของประเทศ (Per Capita Income) ก็จะสูงขึ้นตามไปด้วย ประชากรก็จะมีความกินคืออยู่ดีมีเงินไว้จับจ่ายใช้สอยในการซื้อสินค้าและบริการเพิ่มมากขึ้น สุดท้ายก็จะส่งผลให้ การลงทุนในการผลิตสินค้าและบริการเพิ่มมากขึ้นเป็นเงาตามตัว



ภาพที่ 2.1 ผลิตภัณฑ์รวมในประเทศ ณ ราคาคงที่ ปี 2531

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณวันที่ 17 มกราคม 2551 จาก

<http://www2.bot.or.th/statistics/BOTWEBSTAT.aspx>

จากภาพที่ 2.1 ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2536-2539 ประเทศไทยมีการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์รวมในประเทศอย่างต่อเนื่อง โดยในปี พ.ศ. 2536 ผลิตภัณฑ์รวมในประเทศของประเทศไทยอยู่ที่ระดับ 2,470.9 พันล้านบาท เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 3,115.3 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2539 หรือเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 8.6% และได้ปรับตัวลดลงในปี พ.ศ. 2540 และ ปี 2541 มาอยู่ที่ระดับ 3,072.6 และ 2,749.6 พันล้านบาทตามลำดับ เนื่องจากเป็นช่วงที่ประเทศไทยประสบกับวิกฤตเศรษฐกิจ หลังจากนั้นก็ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งแสดงถึงการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศไทยที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง และในปี พ.ศ.2551 ผลิตภัณฑ์รวมในประเทศของประเทศไทยอยู่ที่ระดับ 4,369.4 พันล้านบาท โดยปรับตัวเพิ่มขึ้น 2.6% จากปี พ.ศ. 2550

### 1.1.1 แหล่งเงินทุน

สิ่งสำคัญสิ่งหนึ่งที่ประเทศต่างๆจะมีการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจได้ก็จะมีเงินทุน เพื่อใช้ในการลงทุนเพื่อให้เกิดผลผลิตและการพัฒนาประเทศเพื่ออำนวยความสะดวกต่างๆทางด้านโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ สำหรับประเทศไทยนั้นแหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญประกอบด้วย 2 แหล่งใหญ่ๆ (ชนินทร์ พิทยาวิวิท, 2534) คือ แหล่งเงินทุนภายในประเทศและแหล่งเงินทุนจาก ต่างประเทศ โดยรายละเอียดของเงินทุนในแต่ละแหล่งมีดังนี้

1) แหล่งเงินทุนภายในประเทศ (*Domestic Investment*) ได้แก่ เงินออม (Savings) เงินออมนี้แบ่งออกได้เป็น 3 ประเภท คือ

(1) เงินออมของครัวเรือน เรียกว่า “เงินออมส่วนบุคคล (Individual Savings) จากตารางที่ 2.1 จะเห็นว่าโครงสร้างการออมภาคครัวเรือนของประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2536-2550 มีสัดส่วนการออมภาคครัวเรือนต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเฉลี่ยร้อยละ 10 ซึ่งสัดส่วนการออมภาคครัวเรือนดังกล่าวมีมูลค่าที่ลดลงจากช่วงก่อน ซึ่งมีสาเหตุมาจากปัญหาด้านเศรษฐกิจและสังคม เช่น รายได้ของครัวเรือนเพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลง และรายจ่ายของภาคครัวเรือนเพิ่มสูงขึ้นส่งผลให้เงินออมภาคครัวเรือนลดลง โดยสาเหตุที่รายจ่ายของภาคครัวเรือนเพิ่มสูงขึ้นมาจาก

ก. จำนวนครัวเรือนที่เพิ่มขึ้น ทำให้มีรายจ่ายเพื่อการบริโภคเพิ่มขึ้น

ข. โครงสร้างอายุของประชากรเปลี่ยนไป โดยเฉพาะอย่างยิ่งประชากรในวัยการศึกษาเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ค่าใช้จ่ายด้านการศึกษาเพิ่มขึ้น

ค. การขยายตัวของเมืองทำให้รายจ่ายเพื่อการบริโภคเปลี่ยนไป โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ด้านคมนาคมขนส่ง ไฟฟ้า สาธารณสุข และด้านนันทนาการเพิ่มขึ้น

ตารางที่ 2.1 สัดส่วนการออมในแต่ละภาคต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP)

ปี พ.ศ.	ภาคครัวเรือน	ภาคธุรกิจ	ภาครัฐบาล
2536	11.3214	6.8813	12.4902
2537	9.5069	9.1749	14.5393
2538	10.8131	8.7585	15.1963
2539	8.9221	8.0975	15.9282
2540	9.6658	4.4855	16.2244
2541	17.1043	4.0486	7.6127
2542	14.6339	3.154	6.3703
2543	12.2268	8.3234	6.6982
2544	8.9387	6.8805	8.357
2545	6.6274	5.2731	11.9938
2546	7.2086	4.6706	13.1357
2547	8.6638	5.1338	12.8915
2548	8.521	5.3512	13.0402
2549	10.4408	7.2824	15.6211
2550	15.532	9.0384	13.6528

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณวันที่ 17 มกราคม 2551 จาก

<http://www2.bot.or.th/statistics/BOTWEBSTAT.aspx>

โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี พ.ศ. 2540 รัฐบาลได้ดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจเพื่อกระตุ้นระบบเศรษฐกิจให้เกิดการบริโภคเพิ่มขึ้น จึงส่งผลให้การออมภาคครัวเรือนลดลงอีกด้วย ดังนั้นเพื่อไม่ให้เงินออมของภาคครัวเรือนลดลงอีก เพราะอาจจะส่งผลกระทบต่อเรื่องการลงทุนและก่อให้เกิดปัญหาช่องว่างระหว่างการออมและการลงทุน รวมทั้งปัญหาหนี้สินต่างๆ รัฐบาลจึงมีการกำหนดแนวทางในการแก้ปัญหา ทั้งทางด้านการเพิ่มรายได้ และ

การรักษาระดับรายจ่ายเพื่อการบริโภคของภาคเอกชนไม่ให้เพิ่มสูงจนเกินไป และเร่งการระดมเงินออมภาคเอกชนโดยการพัฒนาสถาบันการเงินและสถาบันเงินออมในรูปแบบต่างๆ เช่น ปรับปรุงกฎหมายที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการระดมเงินออมระยะปานกลางและระยะยาว ส่งเสริมและพัฒนากิจการตลาดหลักทรัพย์เพื่อเป็นแหล่งระดมเงินออมที่สำคัญ โดยให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีอากรแก่กิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และผู้ลงทุนในกิจการดังกล่าวในจำนวนที่เหมาะสม เป็นต้น

(2) เงินออมของธุรกิจ เรียกว่า “เงินทุนอันสะสมไว้ (Accumulated Funds หรือ Business Savings)” จากตารางที่ 2.1 จะเห็นได้ว่า การออมภาคธุรกิจมีส่วนต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในช่วงปี พ.ศ. 2536 – 2539 สัดส่วนการออมภาคธุรกิจต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นเป็นอย่างมาก โดยเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 8 ทั้งนี้เนื่องมาจากการฟื้นตัวทางด้านเศรษฐกิจของประเทศไทย ปัจจัยที่สำคัญที่ทำให้เศรษฐกิจของประเทศไทยฟื้นตัวได้มาจากปัจจัยต่างๆ ได้แก่ การขยายตัวทางการส่งออก การลงทุนและการท่องเที่ยว เป็นต้น นอกจากนั้นภาวะเศรษฐกิจโลกยังได้เอื้ออำนวยต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งราคาน้ำมันและอัตราแลกเปลี่ยนในประเทศอุตสาหกรรมได้ปรับตัวสูงขึ้นตลอด ทั้งความได้เปรียบของประเทศไทยในด้านทรัพยากรธรรมชาติ ทรัพยากรมนุษย์และอัตราค่าจ้างแรงงานที่ไม่สูงนัก ทำให้ฐานะการแข่งขันของประเทศไทยในตลาดโลกอยู่ในฐานะที่ได้เปรียบ ทั้งยังมีการดำเนินนโยบายทางการเงิน และการคลังอย่างระมัดระวังประกอบกับการมีเสถียรภาพทางด้านการเมืองที่มั่นคง ซึ่งก็เป็นปัจจัยหนึ่งที่มีส่วนสำคัญในการเสริมสร้างความมั่นใจทางธุรกิจจากเศรษฐกิจของประเทศไทยที่เฟื่องฟู ส่งผลให้รายรับของภาคธุรกิจเพิ่มสูงขึ้น ภาคธุรกิจจึงได้มีการสะสมรายได้เพื่อใช้เป็นทุนในการขยายธุรกิจและเพิ่มผลผลิต ในที่สุดจึงทำให้การออมภาคธุรกิจที่เพิ่มสูงขึ้นนั่นเอง

(3) เงินออมของรัฐบาล เรียกว่า “ส่วนเกินทางงบประมาณ” หรือ “งบประมาณ เกินดุล” ส่วนทางด้าน การออมภาครัฐบาลนั้นจะเห็นได้ว่า จากตารางที่ 2.1 สัดส่วนการออมภาครัฐบาลต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศในช่วงปี พ.ศ. 2536-2550 อยู่ในระดับที่สูงเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงก่อน ซึ่งถือได้ว่าอยู่ในระดับที่ต่ำ โดยในบางปีการออมภาครัฐบาลมีมูลค่าติดลบอีกด้วย ผลดังกล่าวมาจากการเกิดปัญหาช่องว่างระหว่างรายได้และรายจ่ายของรัฐบาลจึงทำให้เกิดการขาดดุลงบประมาณของประเทศไทยและเป็นปัญหารุนแรงมากยิ่งขึ้น ปัญหาสำคัญของภาษีทางตรงและทางอ้อมซึ่งประเทศไทยนับว่าเป็น ประเทศที่เก็บภาษีทางตรงได้เป็นสัดส่วนที่ต่ำที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มประเทศอาเซียน การจัดเก็บภาษีทางตรงได้น้อยแสดงให้เห็นถึง



ลักษณะ 2 ประการ คือ ประการแรก “ความสำนึกใน การเสียภาษีของประชาชนมีน้อย” และ ประการที่สอง “ระบบการจัดเก็บภาษีทางตรงยังไม่มีประสิทธิภาพดีพอ ดังนั้น การที่ต้องพึ่งพา รายได้จากภาษีทางอ้อมมากมีผลทำให้ความยุติธรรม ในทางภาษีอากรเสียไป โดยสัดส่วนดังกล่าว ได้เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง อันเนื่องมาจากการเพิ่มขึ้นของรายรับจากการจัดเก็บภาษีของ ภาครัฐบาล ในช่วงที่เกิดการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ ของประเทศไทย ทั้งนี้ปัจจัยที่ส่งผลให้การออม ภาครัฐบาล เพิ่มสูงขึ้นเกิดจากการปรับปรุงโครงสร้างภาษีอากรเพื่อให้เข้าใจง่าย มีอัตราการจัดเก็บ ที่เหมาะสม และมีฐานการจัดเก็บภาษีที่กว้างเพื่อให้รัฐบาลมีรายได้เพิ่มมากขึ้น ทั้งยังเสริมสร้าง ความเป็นธรรม และเพื่อสนับสนุนการลงทุนให้สามารถแข่งขันกับต่างประเทศได้ ดังนั้นจากที่กล่าวมาในส่วนของ แหล่งเงินทุนภายในประเทศจะเห็นว่า แหล่งที่มาของ เงินทุนที่มีขนาดใหญ่ที่สุดและมีความสำคัญ เป็นอย่างมากสำหรับการขยายตัวของการลงทุนก็คือ เงินออมส่วนบุคคล (Individual Savings) อย่างไรก็ตาม การที่จะเกิดเงินส่วนออม (Savings) ขึ้น ได้มานั้น ก็จะต้องมีการลงทุนเพื่อให้เกิด ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Product) และรายได้ประชาชาติ (National Income) ขึ้นมาก่อนและเมื่อเกิดรายได้ประชาชาติขึ้น มาแล้ว รายได้ประชาชาตินี้จะถูกใช้เป็น 3 ทางใหญ่ๆ ด้วยกัน คือ ทางแรกใช้จ่ายในการอุปโภค บริโภค ทางที่สองเสียภาษีให้รัฐบาล และทาง ที่สามเป็นส่วนที่เหลือใช้เรียกว่า “ส่วนออม”

2) แหล่งเงินทุนจากต่างประเทศ (Foreign Private Investors) เงินทุนจาก ต่างประเทศจะอยู่ในลักษณะของการเคลื่อนไหวถ่ายเททุนระหว่างประเทศ หรือเรียกว่า “เงินทุน เคลื่อนย้าย” ประเทศผู้รับทุนย่อมได้รับประโยชน์ เพราะทุนนั้นเสมือนเป็นอำนาจการผลิต (Productive Power) คือ เป็นพลังที่ก่อให้เกิดผลผลิต อันจะช่วยให้ประเทศที่ได้รับทุนมีการผลิต และการว่าจ้างงานมากขึ้น ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศและรายได้ประชาชาติจะเพิ่มสูงขึ้น โดยเฉพาะประเทศที่ล่าหลังในทางเศรษฐกิจหรือประเทศกำลังพัฒนา ส่วนมากจะขาดแคลนเงินทุน และขาดแคลนแรงงานฝีมือ ตลอดจนเทคโนโลยี และผู้มีความชำนาญในการผลิต และ จัดการทาง อุตสาหกรรม ดังนั้น จึงจำเป็นต้องอาศัยการลงทุนและเงินทุนจากต่างประเทศ สำหรับเหตุผลหลัก ของการไหลเข้ามาลงทุนของเงินทุนจากต่างประเทศ คือ เพื่อเป็นการเพิ่ม โอกาสในการลงทุน และ การกระจายความเสี่ยงในการลงทุน

### 1.1.2 ประเภทของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศภาคเอกชน

ธนาคารแห่งประเทศไทยได้แบ่งประเภทของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่าง ประเทศภาคเอกชนที่มีใช้ภาคธนาคารออกเป็น 4 ประเภท คือ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment) การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (Foreign Portfolio Investment)

เงินกู้ยืมจากต่างประเทศ (Foreign Loan) และ บัญชีเงินฝากของผู้มีถิ่นฐานอยู่นอกประเทศ (Non-Resident Bath Account) ซึ่งแต่ละประเภทมีลักษณะสำคัญ ดังนี้

1) การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ หมายถึง การไปก่อตั้งกิจการขึ้นในต่างประเทศ โดยผู้ลงทุนเป็นเจ้าของ หรือมีอำนาจในการจัดการธุรกิจที่ลงทุนไว้ ส่วนใหญ่เป็นการลงทุนตั้งบริษัทอุตสาหกรรมการผลิต ธุรกิจการค้า หรือบริการ และ มักอยู่ในรูปของบริษัทข้ามชาติ (Multicorporation) บริษัทข้ามชาติมีส่วนช่วยให้การเคลื่อนย้ายของปัจจัยการผลิตต่างๆ ระหว่างประเทศให้เป็นไปอย่างกว้างขวางขึ้น และอาจจะทำให้มีผลกระทบต่อการผลิตสินค้าภายในประเทศ ระดับการจ้างงาน การค้าระหว่างประเทศตลอดจนดุลการชำระเงินของประเทศที่ได้รับการลงทุนไปนั้น

การลงทุนของบริษัทข้ามชาติ อาจอยู่ในรูปแบบที่มีบุคคลที่อยู่ในประเทศที่ไปลงทุนมีส่วนร่วมอยู่ด้วย แต่การควบคุมกิจการยังขึ้นอยู่กับผู้ไปลงทุน เรียกว่า บริษัทร่วมลงทุน อาจเป็นบริษัทที่ตั้งใหม่ จดทะเบียนในประเทศที่ไปลงทุนแต่มีกิจการอยู่ในเครือเดียวกันกับสำนักงานใหญ่ในประเทศที่ใช้ชื่อสำนักงานนั้น โดยตรงและดำเนินงานตามนโยบายต่างๆ ที่มาจากสำนักงานใหญ่ เรียกว่า สาขา กิจการสาขาในลักษณะนี้มักจะไม่รับการร่วมทุนจากบุคคลในประเทศที่ไปลงทุน

2) การลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ สามารถกระทำได้ใน 2 รูปแบบ คือ

(1) โดยการซื้อหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ในตลาดแรก (Primary market) การลงทุนโดยวิธีนี้จะทำให้ธุรกิจมีเงินทุนเพื่อการผลิตและดำเนินงานมากขึ้น นอกจากนั้นเงินทุนที่ได้มาโดยวิธีนี้ ถือว่าเป็นเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำ

(2) โดยการซื้อหลักทรัพย์เก่าที่เปลี่ยนมือมาก่อนหน้านี้แล้ว ซึ่งจะทำการซื้อขายโดยตลาดรอง (Secondary market) การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง ไม่ได้เป็นการระดมทุนโดยตรง และ ไม่ได้ทำให้ธุรกิจได้รับเงินทุนเพิ่มขึ้นแต่อย่างใด แต่ถ้การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองมีสภาพคล่องสูงเปลี่ยนมือได้ง่าย และมีแนวโน้มดีในด้านราคา ก็จะทำให้การขายหุ้นในตลาดแรกเป็นไปได้ง่ายขึ้น

การลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ มีทฤษฎีดั้งเดิมทางธุรกิจที่ว่าด้วยการเคลื่อนย้ายทุน (Business School Theory of Capital movement) ซึ่งเน้นเรื่องความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนในประเทศผู้ส่งออกทุน และประเทศผู้รับทุนทำให้มีการเคลื่อนย้ายทุนจากประเทศที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำไปยังประเทศที่มีอัตราผลตอบแทนสูง โดยการพิจารณาจากกระแสของผลตอบแทนจากการลงทุนในแต่ละแห่ง นอกจากนี้ การลงทุนระหว่าง

ประเทศยังต้องคำนึงถึงภาวะเศรษฐกิจของประเทศผู้รับทุนว่ามีอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมากน้อยเพียงใด และที่สำคัญคืออัตราแลกเปลี่ยน เพราะค่าของเงินยืมจะกำหนดผลตอบแทนที่จะได้รับจริงและมีบทบาทสำคัญต่อทิศทางการลงทุน สมมติว่า ณ ขณะใดขณะหนึ่ง เมื่อค่าเงินบาทถูกเปรียบเทียบกับเงินสกุลอื่นว่า ค่าเงินบาทมีค่าลดลง สถานการณ์เช่นนี้ก็มีผลหลายอย่าง คือ สินค้าไทย รวมทั้งหลักทรัพย์ไทยจะมีราคาต่ำในสายตาชาวต่างชาติ เพราะในการซื้อสินค้าหรือการลงทุนต้องใช้เงินบาท แต่ในขณะเดียวกัน การที่เงินบาทมีราคาต่ำก็อาจสะท้อนแนวโน้มระยะยาวว่าเศรษฐกิจไม่ดี และถ้าการคาดการณ์ว่าค่าเงินบาทจะอ่อนตัวลง การลงทุนก็จะยังไม่เกิดขึ้น และความต้องการถือเงินบาทก็จะลดลง ในทางตรงกันข้ามถ้ามีการคาดการณ์การว่าเงินบาทจะแข็งตัว ในระยะเวลาต่อมา ความต้องการลงทุนในประเทศไทยก็จะสูงขึ้น เพราะผลตอบแทนจะได้เป็นเงินบาทที่คาดว่าจะมีค่าสูงขึ้น

3) การกู้ยืมจากต่างประเทศ แบ่งได้เป็น 2 ส่วน คือ การกู้ยืมจากต่างประเทศภาครัฐบาล และ การกู้ยืมจากต่างประเทศภาคเอกชน โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

(1) การกู้ยืมจากต่างประเทศภาครัฐบาล สามารถจำแนกได้เป็น การกู้ยืมของรัฐบาล และการกู้ยืมของรัฐวิสาหกิจ โดยปกติการกู้ยืมเพื่อมาจัดทำโครงการพัฒนาเศรษฐกิจ มักจะมาจากความช่วยเหลือจากต่างประเทศ การกู้ยืมจากธนาคารต่างประเทศ มักจะมีอัตราดอกเบี้ยสูงตามตลาด และเงื่อนไขก็ไม่ผ่อนปรน ทำให้ภาระหนี้สูง ประเทศที่ไม่สามารถชำระหนี้ได้ก็พยายามปรับปรุงโครงสร้างหนี้กับเจ้าหนี้ต่างๆ โดยการยืดอายุหนี้ ซึ่งมักจะกำหนดให้ประเทศลูกหนี้ต้องมีการจัดทำแผนการปรับปรุงโครงสร้างเศรษฐกิจกับกองทุนการเงินระหว่างประเทศ ซึ่งทำให้ความคล่องตัวในการบริหารนโยบายเศรษฐกิจภายในประเทศลดลงมาก

(2) การกู้ยืมจากต่างประเทศภาคเอกชน ในบางประเทศได้มีการกู้ยืมตลาดเงินระหว่างประเทศในลักษณะคล้ายกับการกู้ยืมของภาครัฐบาล การกู้ยืมของภาคเอกชน มักเป็นการกู้ยืมทดแทนการกู้ยืมภายในประเทศ ซึ่งผู้ทำการกู้ยืมต้องคำนึงถึงอัตราดอกเบี้ยในตลาดต่างประเทศ นโยบายการเงินของรัฐบาล รวมทั้งอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศด้วย การกู้ยืมของภาคเอกชนจากต่างประเทศมักมีข้อกังวลน้อยกว่าการกู้ยืมของรัฐวิสาหกิจ เพราะเอกชนผู้กู้จะต้องรับผิดชอบต่อผลสำเร็จของการใช้เงินนั้นๆ มิฉะนั้นจะประสบปัญหาต่อตนเอง ธุรกิจนั้นๆจึงต้องพยายามดูแลให้เกิดประโยชน์เต็มที่คู่กับการกู้ยืม ในขณะที่ความผิดพลาดของรัฐวิสาหกิจ อาจจะไม่ส่งผลถึงบุคคลที่เกี่ยวข้องโดยตรง ดังนั้น หากทางการดำเนินนโยบายทางการเงินที่เหมาะสม การกู้ยืมของภาคเอกชนจากต่างประเทศ ก็จะเป็นไปตามกลไกตลาด เว้นเสียแต่ว่าในบางขณะทางการอาจสนใจปัญหาการชำระหนี้ จึงถูกแทรกแซงโดยมีการจำกัดการกู้ยืมและกำหนดเงื่อนไข

การชำระคืน เพื่อให้ปัญหาหนี้ต่างประเทศกระทบกระเทือนต่อการบริหารทุนสำรองระหว่างประเทศจนเกินไป

4) บัญชีเงินฝากของผู้มีถิ่นฐานอยู่นอกประเทศ เป็นบัญชีเคลื่อนย้ายเงินทุน ในภาคเอกชนรูปแบบหนึ่ง โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อความสะดวกในการชำระหนี้ระหว่างกัน ทำหน้าที่โดยธนาคารพาณิชย์ไทย และสาขาของธนาคารพาณิชย์ที่ได้รับสิทธิให้เป็นธนาคารตัวแทน (Authorized Bank) เป็นบัญชีเงินฝากที่สำคัญ และมีบทบาทมากขึ้นอย่างต่อเนื่องในฐานะที่เป็นบัญชีตัวแทนธนาคารพาณิชย์ระหว่างประเทศ จะใช้เพื่อชำระค่าใช้จ่ายและค่าสินค้าหลังจากที่มีการดำเนินนโยบายผ่อนคลาการปริวรรตเงินตรา ซึ่งบัญชีเงินฝากนี้ยังทำหน้าที่พักพิงชั่วคราว (Parking lot) สำหรับเงินที่ชาวต่างประเทศนำไปลงทุนประเภทต่างๆ เช่น ซื้อตั๋ว B/E ซื้อหลักทรัพย์ ซื้อพันธบัตร เป็นต้น

การนำเงินมาลงทุนในรูปบัญชีเงินฝากของผู้มีถิ่นฐานอยู่นอกประเทศ (Non-Resident Bath Account) เพื่อหวังผลตอบแทนในรูปอัตราดอกเบี้ย (Interbank Arbitrage) อยู่ในเกณฑ์สูงมาโดยตลอดตั้งแต่ปี พ.ศ. 2531 เป็นต้นมา เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ไทยอยู่ในเกณฑ์สูงมากกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของต่างประเทศ

นอกจากนี้การนำเงินทุนมาฝากในรูปของบัญชีเงินฝากของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศบางส่วน อาจนำมาฝากไว้ที่ธนาคารพาณิชย์ชั่วคราวก่อนที่จะถอนออกในรูปเงินบาทเพื่อใช้ในวัตถุประสงค์อื่นๆ ในการทำธุรกิจและรวมถึงการฝากไว้เพื่อจ่ายชำระค่าใช้จ่ายส่วนตัว

จากการพิจารณาปริมาณเงินทุนไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศของภาคเอกชน ปรากฏว่าเป็นเงินทุนที่เข้ามาในรายการบัญชีเงินฝากของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ จากภาวะเศรษฐกิจซบเซา ส่งผลให้เงินทุนไหลเข้ามาในประเทศ เพื่อทำการเก็งกำไรระยะสั้นของอัตราดอกเบี้ยที่แตกต่างกัน ดังเห็นได้จาก ปี พ.ศ. 2535-2536 ที่สภาพคล่องส่วนเกินมีมากกว่าตลาดเงิน จนกระทั่งสถาบันการเงิน เริ่มเข้มงวดกับแหล่งที่มา และวัตถุประสงค์ของเงินฝาก โดยพยายามสกัดกั้นเงินฝากที่เข้ามาโดยชั่วคราวในระยะดังกล่าว โดยมีการออกมาตรการให้ธนาคารพาณิชย์ที่รับฝากเงินบาทในรูปบัญชีเงินฝากของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ ต้องสำรองเงินสดตามกฎหมาย

บัญชีเงินฝากของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศมีปริมาณเพิ่มขึ้นทุกปี และเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะหลังจากมีนโยบายเปิดเสรี เช่น ในปี พ.ศ. 2536 ที่เพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัว เป็นผลมาจากการผ่อนคลายทางการเงิน ทำให้เงินจากต่างประเทศไหลเข้ามาเก็งกำไรในประเทศไทยมากขึ้น จนกระทั่งเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน ส่งผลให้เงินทุนส่วนนี้ไหลออกอย่างรวดเร็ว และมีปริมาณมาก เพราะความไม่มั่นใจในเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ ตลอดจนมีการเปลี่ยนแปลงค่าเงินที่ผันผวนมาก

### 1.1.3 แนวโน้มของเงินทุนเคลื่อนย้ายของประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2533 – ปัจจุบัน

ในช่วงปี พ.ศ. 2533 เศรษฐกิจของประเทศไทยกำลังพัฒนาและมีการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็ว ประกอบกับการที่ผลตอบแทนจากการลงทุนในประเทศที่พัฒนาแล้วไม่ดึงดูดต่อการลงทุนมากนัก และประเทศไทยมีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ซึ่งไม่ก่อให้เกิดความเสี่ยงในการเข้ามาลงทุน จึงเป็นแรงจูงใจทำให้มีเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศในระดับสูง ซึ่งเป็นการไหลเข้าสู่ภาคเศรษฐกิจที่สำคัญ อันได้แก่ กลุ่มสถาบันการเงิน การค้า อุตสาหกรรม และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ โดยมีแหล่งที่มาของเงินทุนใหญ่ๆ คือ ฮองกง และสิงคโปร์

หลังจากนั้นในปี พ.ศ. 2536 ประเทศไทยได้อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบกิจการวิเทศธนกิจ ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการเปิดเสรีทางการเงิน ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในพฤติกรรมการกู้ยืมของบริษัทในประเทศ โดยจะกู้ยืมเงินผ่าน BIBF ซึ่งมีต้นทุนค่อนข้างต่ำ และการกู้ยืมลักษณะ FDI บางส่วนก็เปลี่ยนไปเป็นการกู้ยืมในรูปของ BIBF แทน เพื่อผลประโยชน์ทางด้านภาษี ซึ่งเงินทุน BIBF ส่วนใหญ่มาจากประเทศสิงคโปร์ และฮองกง และในช่วงกลางทศวรรษเงินทุนจากสหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่น เริ่มมีบทบาทมากขึ้น โดยการเปิดเสรีวิเทศธนกิจส่งผลต่อพฤติกรรมการกู้ยืมจากต่างประเทศที่เปลี่ยนแปลงไป คือ เป็นการกู้ยืมระยะสั้น และดำเนินการ Rollover<sup>1</sup> แล้วนำมาปล่อยกู้ในระยะยาว ซึ่งส่งผลให้หนี้ระยะสั้นของประเทศไทยเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว

ในช่วงปี พ.ศ. 2536-2539 ปรากฏว่ามีเงินทุนไหลเข้ามายังตลาดหลักทรัพย์ในรูปของ Portfolio Investment มากเป็นประวัติการณ์ ทั้งนี้เนื่องจากระบบเศรษฐกิจไทยที่เจริญเติบโตในระดับที่น่าพอใจ ซึ่งเป็นแรงกระตุ้นให้เกิดความเชื่อมั่นของนักลงทุนจากต่างประเทศ ซึ่งการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะเข้ามาในรูปของหลักทรัพย์ที่เป็นหนี้ เช่น หุ้นกู้แปรสภาพ และหุ้นกู้คือยสิทธิ เป็นต้น

ในช่วงปี พ.ศ. 2540 – 2541 ระบบเศรษฐกิจไทยยังเจริญเติบโตอย่างรวดเร็ว แต่ดุลบัญชีเดินสะพัดจะขาดดุลในระดับสูง เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของหนี้ระยะสั้น และการชะลอตัวของการส่งออกทำให้นักลงทุนต่างชาติเริ่มไม่แน่ใจในระบบอัตราแลกเปลี่ยนและค่าเงินบาท ในสถานการณ์ดังกล่าว ประกอบกับสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ เช่น S&P และ Moody's ได้ปรับลดระดับความน่าเชื่อถือของไทยลงจึงก่อให้เกิดกระแสการเก็งกำไรค่าเงินบาท โดยบัญชี Non-

<sup>1</sup> หมายถึง การต่ออายุสัญญากู้เงิน หรือ การกู้เงินเพื่อชำระหนี้ที่ครบกำหนด

Resident Bath Account เป็นเครื่องมือที่สำคัญที่นักลงทุนจากต่างชาติใช้ในการเก็งกำไร จึงมีปรากฏการณ์เงินทุนภาคเอกชนไหลออกเป็นจำนวนมากในช่วงปลายปี พ.ศ. 2539 และทางการจึงได้ออกมาตรการชะลอการเก็งกำไร โดยแบ่งตลาดเงินบาทออกเป็น On Shore และ Off Shore แต่อย่างไรก็ตาม กระแสการเก็งกำไรค่าเงินบาทก็ยังมืออยู่ในระดับสูงจนได้มีการประกาศลอยตัวค่าเงินบาท ในเดือน กรกฎาคม 2540 แต่ภายหลังการลอยตัวค่าเงินบาท เงินทุนยังคงไหลออกอย่างต่อเนื่องส่งผลให้เงินบาทอ่อนค่าต่ำสุดในประวัติศาสตร์ โดยภาคธนาคารและ BIBF ได้รับผลกระทบจากการนี้มากที่สุด เนื่องจากการไหลออกของหนี้ภาคธนาคาร และเงินกู้ของ BIBF ที่ไม่สามารถ Rollover ได้อย่างต่อเนื่อง เพราะเจ้าหนี้สูญเสียความมั่นใจในระบบเศรษฐกิจไทย แต่ในช่วงนั้น Portfolio Investment เพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ที่ถูกลง และต่อมา Portfolio Investment กลับลดลงอย่างรวดเร็วเนื่องจากปัญหาหนี้ NPL แต่ในทางกลับกัน FDI เพิ่มมากขึ้นในปี พ.ศ. 2540-2541 ทั้งนี้เพราะการเข้ามาซื้อและครอบงำกิจการของบริษัทต่างชาติ และเงินทุนที่เข้ามาในช่วงนี้เป็นเงินทุนนำเข้าของภาครัฐเพื่อเสริมฐานะทุนสำรองระหว่างประเทศรวมทั้งเงินกู้ของกระทรวงการคลังและเงินกู้อื่นๆ ที่รัฐบาลนำเข้าเพื่อลดผลกระทบจากวิกฤติเศรษฐกิจ เช่น เงินกู้ในโครงการมิยาซาวา เป็นต้น

หลังจากเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ปริมาณเงินทุนได้ไหลออกอย่างต่อเนื่อง โดยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540-2546 มีมูลค่าไหลออกสุทธิเฉลี่ยปีละ 8,293 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และเริ่มมีมูลค่าเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิอีกครั้งตั้งแต่ปี พ.ศ. 2547 ต่อเนื่องจนถึงปี พ.ศ. 2549 ซึ่งมีมูลค่าเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิประมาณ 6,207 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ นอกจากการเปลี่ยนแปลงด้านปริมาณแล้ว องค์ประกอบและสัดส่วนของเงินทุนไหลเข้าภาคเอกชนยังเปลี่ยนแปลงไปตามช่วงเวลา การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวเป็นผลมาจากมาตรการและนโยบายของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องและการเปลี่ยนแปลงภาวะเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ

แม้ว่าการลงทุนจากต่างประเทศจะเป็นกลไกที่สำคัญอันหนึ่งในระบบเศรษฐกิจระหว่างประเทศ ซึ่งถ้ามีกลวิธีในการใช้ก็จะเป็นผลดีต่อระบบเศรษฐกิจส่วนรวม แต่ก็มีความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจของประเทศได้ในระยะยาว ซึ่งประเทศที่ได้รับการส่งเสริมหรือตอบรับการลงทุนต่างประเทศ ควรต้องระมัดระวัง (ปรีชา นวปรการ, 2531) ก็คือ

- 1) การลงทุนจากต่างประเทศจะมีผลให้ต้องพึ่งพาประเทศผู้ลงทุนในด้านวัตถุดิบ เครื่องจักรและอุปกรณ์ที่ใช้ในการผลิต ซึ่งจะทำให้ประเทศต้องประสบปัญหาเกี่ยวกับภาวะการค้าดุลการค้าในระยะแรกๆเป็นจำนวนมาก แต่ในระยะยาวถ้าเป็นอุตสาหกรรมเพื่อการส่งออกแล้ว จะช่วยปรับการเสียเปรียบทางการค้านี้ได้

2) จะมีเงินไหลออกไปสู่ประเทศผู้มาลงทุนในรูปของผลกำไรส่งกลับในระยะยาวและมีการกอบโกยประโยชน์มากกว่าที่ควร โดยอาศัยช่างงานที่สลับซับซ้อนในการถ่ายโอนกำไร

3) ถ้าเป็นการลงทุนจากต่างประเทศทั้งหมด การถ่ายทอดเทคโนโลยีให้กับแรงงานในประเทศย่อมเป็นไปได้ยากและการนำเข้าเทคโนโลยีที่ไม่เหมาะสม เช่น ล้าสมัย ราคาแพงอาจนำมาซึ่งปัญหาถึงแวดล้อม และมีการใช้ทุนมากกว่าแรงงาน (Capital Intensive) ซึ่งจะไม่ช่วยคลี่คลายปัญหาแรงงานภายในประเทศ

4) การลงทุนจากต่างประเทศอาจทำให้มีการแย่งตลาดของธุรกิจที่มีอยู่เดิมในประเทศ ซึ่งอาจจะสร้างความเสียหายให้แก่อุตสาหกรรมที่มีอยู่เดิม และทำลายอุตสาหกรรมท้องถิ่น ถ้าการควบคุมไม่ดีพอ

5) การลงทุนจากต่างประเทศอาจเป็นการผูกขาดการผลิตสินค้าในประเทศบางอย่างไปซึ่งจะทำให้มีการครอบงำ ตกอยู่ภายใต้อิทธิพลทางเศรษฐกิจของประเทศผู้มาลงทุนได้

ตารางที่ 2.2 โครงสร้างเงินทุนไหลเข้าภาคเอกชนของประเทศไทย พ.ศ.2536-2551 (หน่วย: ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

	2551 P	2550 P	2549	2548	2547	2546	2545	2544	2543	2542	2541	2540	2539	2538	2537	2536
I ธุรกิจธนาคาร 2/	8,092.90	-1,120.76	-7,426.99	221.55	1,986.00	-2,381.00	1,765.00	-2,031.00	-6,606.00	-10,617.00	-12,723.00	-5,717.00	5,003.00	11,239.00	13,894.00	3,604.00
I.1 ธนาคารพาณิชย์	8,092.90	-1,120.76	-6,231.72	1,452.22	2,221.00	-1,295.00	3,401.00	-755.00	-2,596.00	-1,265.00	-3,272.00	-5,212.00	419.00	3,097.00	3,807.00	-4,051.00
I.2 กิจการวิเทศชนก	0.00	0.00	-1,195.26	-1,230.67	-235.00	-1,086.00	-1,636.00	-1,276.00	-4,010.00	-9,352.00	-9,451.00	-505.00	4,584.00	8,142.00	10,087.00	7,655.00
2 ธุรกิจที่มีธนาคาร	6,133.33	2,767.59	14,720.99	9,339.61	1,296.00	-3,144.00	-5,132.00	-717.00	-3,164.00	-2,924.00	-2,760.00	-1,906.00	13,198.00	9,610.00	-1,869.00	6,712.00
2.1 เงินลงทุนโดยตรง 3/	7,958.32	9,526.92	9,699.54	6,437.03	4,952.00	4,608.00	3,205.00	4,793.00	2,761.00	3,218.00	5,019.00	3,180.00	1,455.00	1,169.00	904.00	1,438.00
เงินลงทุนโดยตรงต่างประเทศ	9,912.32	10,199.09	10,479.74	6,503.16	4,956.00	5,165.00	3,411.00	5,048.00	2,813.00	3,562.00	5,143.00	3,627.00	2,271.00	2,004.00	1,326.00	1,732.00
เงินลงทุนโดยตรงในประเทศ	-1,954.00	-672.17	-780.19	-66.13	4.00	-557.00	-206.00	-255.00	-52.00	-344.00	-124.00	-447.00	-816.00	-835.00	-422.00	-294.00
2.2 เงินกู้	-269.97	977.45	2,810.86	-1,356.57	708.00	-1,588.00	-2,185.00	-2,780.00	-4,509.00	-4,359.00	-3,713.00	-3,688.00	5,451.00	1,518.00	-5,845.00	-2,432.00
เงินกู้จากต่างประเทศ	-24.91	1,355.52	2,867.46	-1,308.17	548.00	-1,470.00	-2,226.00	-2,797.00	-4,495.00	-4,312.00	-3,769.00	-3,735.00	5,531.00	1,519.00	-5,778.00	-2,429.00
เงินให้กู้ยืมแก่ต่างประเทศ	-245.05	-378.06	-56.60	-48.40	160.00	-118.00	41.00	17.00	-14.00	-47.00	56.00	47.00	-80.00	-1.00	-67.00	-3.00
2.3 เงินลงทุนในหลักทรัพย์	-2,345.12	-5,726.01	2,255.79	1,875.71	197.00	-244.00	-1,109.00	-643.00	106.00	391.00	422.00	4,550.00	3,488.00	3,420.00	1,110.00	4,852.00
ตราสารทุน	-649.94	2,094.95	2,315.41	1,613.60	180.00	583.00	209.00	17.00	897.00	946.00	265.00	3,987.00	1,123.00	2,254.00	-394.00	2,687.00
ตราสารหนี้	-1,695.18	-7,820.96	-59.62	262.11	17.00	-827.00	-1,318.00	-660.00	-791.00	-555.00	157.00	563.00	2,365.00	1,166.00	1,504.00	2,165.00
2.5 สินเชื่อการค้า	714.10	-1,408.24	-283.82	2,260.83	5.00	745.00	-1,055.00	-739.00	-821.00	619.00	-411.00	-382.00	-145.00	154.00	457.00	539.00
2.6 เงินทุนอื่น ๆ 4/	76.00	-602.52	238.62	122.59	-4,566.00	-6,665.00	-3,988.00	-1,348.00	-701.00	-2,793.00	-4,077.00	-5,566.00	2,949.00	3,349.00	1,505.00	2,315.00
<b>รวม</b>	<b>14,226.23</b>	<b>1,646.83</b>	<b>7,294.00</b>	<b>9,561.17</b>	<b>3,282.00</b>	<b>-5,525.00</b>	<b>-3,567.00</b>	<b>-2,748.00</b>	<b>-9,770.00</b>	<b>-13,541.00</b>	<b>-15,483.00</b>	<b>-7,623.00</b>	<b>18,201.00</b>	<b>20,849.00</b>	<b>12,025.00</b>	<b>10,316.00</b>

ธนาคารแห่งประเทศไทย

หมายเหตุ:

- 1/ ตั้งแต่ 1 เมษายน 47 เป็นต้นไป ได้มีการปรับรูปแบบและวิธีการสร้งรายงานจากแบบ รด. เป็นการสร้งรายงาน Data Set ชุดต่างๆ ทางอิเล็กทรอนิกส์
- 2/ ตั้งแต่ มกราคม 2548 มีการเปลี่ยนแปลงข้อมูลและข้อมูลบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานในต่างประเทศไปรวมอยู่ในหนี้สินของภาคธนาคาร
- 3/ สถาบันที่กำกับกำกับมาลงทุน\* เป็นส่วนหนึ่งของกองทุนโดยตรงในดุลบัญชีการเงินและบันทึกจำนวนเดียวกันนี้เป็น contra entry
- 4/ ก่อนปี 2548 รายการบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานในต่างประเทศรวมอยู่ในรายการเงินทุนอื่น ๆ



สำหรับประเทศไทย ในอดีตก่อนการเปิดเสรีทางด้านตลาดเงินทุนในปี พ.ศ. 2533 เงินทุนไหลเข้าสู่ธุรกิจจากต่างประเทศค่อยๆเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งภายหลังจากที่ภาครัฐมีการผ่อนคลายนโยบายการเงิน ในปี พ.ศ. 2533 ที่มีการยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำทุกประเภท ทั้งยังได้ดำเนินการยกเลิกหรือลดข้อจำกัดในการชำระเงินและโอนเงินระหว่างประเทศ พร้อมทั้งผ่อนคลายนโยบายและข้อบังคับต่างๆทางด้านปริวรรตเงินตราระหว่างประเทศ ส่งผลให้เงินทุนไหลเข้าสู่ธุรกิจจากต่างประเทศเข้ามาแสวงหากำไรในประเทศไทยเป็นอย่างมากอย่างเสรีมากขึ้น อีกทั้งยังได้พัฒนาให้กรุงเทพมหานครเป็นศูนย์กลางทางการเงินในภูมิภาคด้วยการจัดตั้ง “วิเทศธนกิจ (International Banking Facilities: IBF)” ขึ้นในปี พ.ศ. 2536 เพื่อช่วยให้เงินทุนเข้าออกได้สะดวกมากขึ้น สืบเนื่องจากตารางที่ 2.3 ในปี พ.ศ. 2536 มีปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่ธุรกิจจากต่างประเทศโดยไม่รวมการลงทุนโดยตรง เท่ากับ 8,878 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ได้เพิ่มขึ้นเป็น 11,121 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และ 19,680 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ และจากการพิจารณาถึงโครงสร้างของเงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาคเอกชน จากตารางที่ 2.2 จะเห็นได้ว่า การนำเข้าของเงินทุนส่วนใหญ่จะอยู่ในรูปของการลงทุนในหลักทรัพย์ บัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานในต่างประเทศ และเงินทุนนำเข้ามาผ่านวิเทศธนกิจ ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงภาวะการฉ้อโกงโดยของตลาดเงิน ตลาดตราสารหนี้และตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นสิ่งเหล่านี้จึงเป็นปัจจัยสำคัญในการเพิ่มบทบาทของภาคเอกชนในการพัฒนาระบบเศรษฐกิจของประเทศ ประกอบกับก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในประเทศไทยขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอยู่ในระดับสูงและมีแนวโน้มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องทุกปี และสืบเนื่องมาจากการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศไทยเป็นการพัฒนาอุตสาหกรรมเพื่อการส่งออก ซึ่งต้องพึ่งพาจากต่างประเทศทั้งในด้านของการนำเข้าปัจจัยการผลิตและตลาดเพื่อการส่งออก แต่การออมภายในประเทศอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับความต้องการลงทุนของประเทศ ดังนั้นประเทศไทยจึงต้องอาศัยเงินทุนจากต่างประเทศเรื่อยมา ทำให้เงินทุนไหลเข้าสู่ธุรกิจจากต่างประเทศเพิ่มสูงขึ้นเป็นอย่างมาก

อย่างไรก็ตามตั้งแต่เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี พ.ศ. 2540 เงินทุนไหลเข้าสู่ธุรกิจจากต่างประเทศของประเทศไทยมีมูลค่าเป็นลบอย่างต่อเนื่อง กล่าวคือ เงินทุนจากต่างประเทศที่ไหลเข้ามามีน้อยกว่าเงินทุนที่ไหลออก อันเนื่องมาจากภาวะเศรษฐกิจตกต่ำที่เกิดขึ้นในประเทศไทยและการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นในปี พ.ศ. 2540 เช่นกัน การชะงักทางเศรษฐกิจ ทำให้เกิดเงินทุนไหลออกทั้งในรูปของเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์ เงินทุนโดยตรงในโครงการต่างๆ การไหลกลับของเงินทุนระยะสั้น การที่เจ้าหน้าที่ได้เรียกหนี้คืนจากประเทศไทยและการเร่งชำระคืนเงินกู้ยืมต่างประเทศ ด้วยสาเหตุดังกล่าวจึงส่งผลให้เงินทุนไหลเข้าสู่ธุรกิจยังคงเป็นลบอยู่ และมีค่าเป็นบวกในปี พ.ศ. 2548

ตารางที่ 2.3 ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาคเอกชน

ปี พ.ศ.	ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ* (ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)
2536	8,878.00
2537	11,121.00
2538	19,680.00
2539	16,746.00
2540	-10,803.00
2541	-20,502.00
2542	-16,759.00
2543	-12,531.00
2544	-7,541.00
2545	-6,572.00
2546	-10,133.00
2547	-1,670.00
2548	3,124.14
2549	-2,405.54
2550 <sup>P</sup>	-7,880.09

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณวันที่ 17 มกราคม 2551 จาก

<http://www2.bot.or.th/statistics/BOTWEBSTAT.aspx>

#### หมายเหตุ

\* ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาคเอกชน ซึ่งประกอบด้วย การกู้ยืม การลงทุนในหลักทรัพย์ บัญชีผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ สินเชื่อเพื่อการค้า และอื่นๆ โดยไม่รวมการลงทุนโดยตรง

## 1.2 อัตราดอกเบี้ย

ดอกเบี้ยในทางเศรษฐศาสตร์ หมายถึง ค่าตอบแทนของปัจจัยการผลิตประเภททุน (ประหยัด ภาริกการ 2544: 32) โดยทั่วไปดอกเบี้ยคิดเป็นร้อยละของเงินต้น เรียกว่า อัตราดอกเบี้ย โดยที่ดอกเบี้ยที่ผู้ให้กู้ได้รับจากผู้กู้คิดเป็น ร้อยละของเงินต้น ในความหมายข้างต้นเรียกว่า อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน (Nominal Interest Rate) แต่เมื่อนำอัตราเงินเฟ้อ (Inflation Rate) มาพิจารณาด้วยแล้ว โดยเมื่อนำอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินหักลบด้วยอัตราเงินเฟ้อจะได้ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) ซึ่งแนวคิดเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดระดับของอัตราดอกเบี้ย มีอยู่สองแนวคิดที่สำคัญคือ แนวคิดเกี่ยวกับความพอใจในสภาพคล่อง (The Liquidity Preference Approach) ตามแนวคิดนี้อัตราดอกเบี้ย หมายถึง ผลตอบแทนของการยอมเสียสละสภาพคล่อง หรือการไม่ถือเงิน เนื่องจากเงินเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงที่สุด แต่เงินไม่ให้ผลตอบแทนใดๆแก่ผู้ถือ การถือเงินจึงมีต้นทุนค่าเสียโอกาสเกิดขึ้น ต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือเงินก็คืออัตราดอกเบี้ยที่ควรจะได้รับจากการถือทรัพย์สินทางการเงินอื่นๆแทนที่จะถือในรูปของเงิน และแนวคิดเกี่ยวกับเงินทุนสำหรับการกู้ยืม (The Loan able Funds Approach) ตามแนวคิดนี้อัตราดอกเบี้ยคือราคาที่ผู้กู้ยืมจ่ายให้แก่ผู้ให้ยืมเป็นค่าใช้ประโยชน์ของเงิน หรือเงินที่ผู้กู้ต้องจ่ายชำระแก่ผู้ให้กู้เนื่องจากได้นำเงินหรือสิ่งของมีค่าอื่นของผู้ให้กู้ไปใช้ประโยชน์ (ประหยัด ภาริกการ 2544:

### 1.2.1 บทบาทของอัตราดอกเบี้ย

1) บทบาทในการจัดสรรทรัพยากร เนื่องจากเงินทุนเป็นทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัดและมีฐานะ เป็นปัจจัยการผลิตที่สำคัญปัจจัยหนึ่ง ดังนั้นจึงควรได้รับการจัดสรรอย่างมีประสิทธิภาพมากที่สุด ซึ่งเครื่องมือในการจัดสรรเงินทุนคืออัตราดอกเบี้ย เนื่องจากความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยของหน่วยผลิตขึ้นอยู่กับประสิทธิภาพของหน่วยผลิตเอง โดยที่หน่วยผลิตที่มีประสิทธิภาพสูงจะสามารถจ่ายดอกเบี้ยได้สูง ซึ่งผู้ให้กู้จะมีความพอใจที่จะให้กู้แก่ผู้ขอกู้ที่จ่ายดอกเบี้ยได้มาก โดยเงินทุนจะไหลไปสู่อุตสาหกรรมที่มีประสิทธิภาพสูงดังนั้นการผลิตจึงถูกชักนำไปสู่อุตสาหกรรมเหล่านี้

2) บทบาทในการส่งเสริมการออมทรัพย์ การส่งเสริมการออมทรัพย์ผ่านรูปแบบเงินฝากเป็นการเลื่อนการบริโภคในปัจจุบันไปไว้ในอนาคต ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากจึงมีความสำคัญเนื่องจากเป็นปัจจัยที่จูงใจให้เกิดการออมทรัพย์หรือเป็นปัจจัยที่ดึงดูดให้ประชาชนนำเงินมาฝากไว้กับสถาบันการเงิน เช่น หากอัตราดอกเบี้ยในขณะนั้นเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ จะทำให้เกิดแรงจูงใจในการออมหรือนำเงินมาฝากกับสถาบันการเงินมากขึ้น เนื่องจากค่าเสียโอกาสของการถือเงินมากในทางตรงกันข้ามหาก อัตราดอกเบี้ยในขณะนั้นลดลงเรื่อยๆ จะทำให้ประชาชนขาดแรงจูงใจในการออมทรัพย์ในรูปเงินฝากธนาคาร

3) *บทบาทในการส่งเสริมการลงทุน* เนื่องจากประเทศกำลังพัฒนามีความจำเป็นต้องเร่งรัดส่งเสริมการลงทุน เพราะการลงทุนเป็นรากฐานของความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ซึ่งการลงทุนจะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ย กล่าวคือ ถ้าสิ่งอื่นๆคงที่ อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำการลงทุนจะยิ่งสูง แต่ประเทศกำลังพัฒนามักมีปัญหาอัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับสูง เนื่องจากความต้องการเงินทุนมีมากในขณะที่เงินออมมีน้อยกว่า เนื่องจากรายได้ของประชาชนในประเทศกำลังพัฒนามีน้อยหรือมีปริมาณไม่สอดคล้องกับความต้องการเงินทุน ดังนั้นหากปล่อยให้ดอกเบี้ยถูกกำหนดโดยกลไกของตลาดแล้ว อัตราดอกเบี้ยอาจอยู่ในระดับสูงจนเป็นอุปสรรคขัดขวางการลงทุน ทำให้ความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับต่ำ

4) *บทบาทในการบรรเทาปัญหาดุลการค้าและดุลการชำระเงิน* อัตราดอกเบี้ยเกี่ยวข้องกับการค้าระหว่างประเทศ ในด้านที่เป็นส่วนหนึ่งของต้นทุนการผลิตสินค้าและบริการส่งออก เนื่องจากการผลักดันให้อัตราดอกเบี้ยต่ำลง ทำให้ต้นทุนในการผลิตสินค้าต่ำซึ่งทำให้สามารถสร้างโอกาสในการแข่งขันในเรื่องราคากับสินค้าจากต่างประเทศได้และอัตราดอกเบี้ยอาจส่งผลให้อุปสงค์เพื่อการบริโภคสินค้านำเข้าลดลง ซึ่งในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยให้กู้ยืมเพื่อการบริโภคสูงขึ้น จะส่งผลให้ความต้องการบริโภคสินค้านำเข้าลดลง ทำให้ปริมาณการนำเข้าลดลง ทำให้ดุลการค้าขาดดุลลดลงหรือเกินดุลเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ถ้าหากอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศอยู่ในระดับที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศแล้ว จะเป็นการดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศให้เข้ามาหาผลต่างของผลตอบแทนที่เกิดขึ้นระหว่างประเทศ ส่งผลให้ดุลการชำระเงินขาดดุลลดลงหรือเกินดุลเพิ่มขึ้น

### 1.2.2 การกำหนดอัตราดอกเบี้ยในทางนโยบาย

การศึกษาถึงความเคลื่อนไหวและระดับของอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมในประเทศใดประเทศหนึ่งนั้น จะให้ความสนใจที่อุปทานและอุปสงค์ของเงินในระบบเป็นหลัก ซึ่งเป็นปัจจัยที่ทำให้กลไกตลาดทำงานได้อย่างสมบูรณ์ โดยที่อัตราดอกเบี้ยจะมีความยืดหยุ่นต่อการเปลี่ยนแปลงในอุปสงค์และอุปทานของเงินในระบบอย่างแท้จริง แต่ภายใต้ระบบเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนา รัฐบาลมีความจำเป็นต้องเข้าแทรกแซงโดยใช้เครื่องมือทางการเงินต่างๆ รวมทั้งการใช้มาตรการทางด้านอัตราดอกเบี้ย เพื่อให้บรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจที่ต้องการ รวมทั้งใช้เป็นเครื่องมือในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจอีกด้วยซึ่งอาจแบ่งรูปแบบของการดำเนินนโยบายทางด้านอัตราดอกเบี้ยในประเทศกำลังพัฒนาได้ดังนี้

#### 1) การควบคุมอัตราดอกเบี้ยของทางการ

การควบคุมอัตราดอกเบี้ยของทางการเกิดจากแนวความคิดที่ว่า การควบคุมอัตราดอกเบี้ยโดยทางการเป็นสิ่งจำเป็นในประเทศกำลังพัฒนา เนื่องจากตลาดเงินและ

ตลาดทุนในประเทศกำลังพัฒนายังไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอ และมีลักษณะที่แยกออกจากกัน ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนดโดยกลไกตลาดอาจจะไม่สะท้อนให้เห็นถึงอุปสงค์และอุปทานที่แท้จริงของเงินทุนของประเทศ และอัตราดอกเบี้ยในแต่ละตลาดจึงไม่จำเป็นต้องเท่ากันด้วย จากการที่กลไกตลาดไม่สามารถใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้เห็นถึงความจำเป็นที่ทางการจะต้องเข้ามาแทรกแซงในตลาดเงินทุน ซึ่งจะทำให้ทั้งผู้ลงทุนและผู้ออมมีความมั่นใจในเสถียรภาพของราคาในตลาดเงินทุน ซึ่งรูปแบบของการแทรกแซงโดยการควบคุมสามารถแบ่งเป็น 2 กรณี คือ

(1) นโยบายอัตราดอกเบี้ยต่ำ

เนื่องจากการลงทุนของประเทศกำลังพัฒนามักจะประสบกับปัญหาของการสะสมทุนที่มีอยู่อย่างจำกัด ดังนั้นการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมเพื่อจัดซื้อจำกัดนี้ คือการกำหนดอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับต่ำกว่าอัตราตลาด เพื่อลดต้นทุนการกู้ยืมซึ่งจะเป็นแรงจูงใจให้มีการลงทุนเพิ่มขึ้นทั้งภาครัฐบาลและภาคเอกชน (แนวคิดพื้นฐานในระยะเริ่มแรกของการวางแผนพัฒนาประเทศของประเทศกำลังพัฒนา) และเป็นนโยบายที่นักเศรษฐศาสตร์การเงินเรียกว่า นโยบายอัตราดอกเบี้ยติดลบ (Negative Interest Policy) โดยเจ้าหน้าที่ของทางการจะกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ยืมไว้ตายตัวที่ระดับต่ำ เพื่อป้องกันการกำหนดอัตราดอกเบี้ยแบบผูกขาดของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งลดล้างการบิดเบือนต่อการลงทุน การผลิตระดับราคา การค้าและการเงินระหว่างประเทศ และทำให้ต้นทุนการชำระหนี้สาธารณะของภาครัฐบาลและการลงทุนของภาคเอกชนลดลง และหลีกเลี่ยงการจำกัดสินเชื่อ ตลอดจนเป็นการช่วยเหลือภาคเศรษฐกิจที่สำคัญของประเทศ อย่างไรก็ตามการดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยควรจะมีส่วนในการจัดสรรปัจจัยการผลิตระหว่างทุนและแรงงาน แต่การคิดอัตราดอกเบี้ยต่ำแม้จะมีส่วนจูงใจให้เกิดการลงทุน แต่ขณะเดียวกันจะทำให้ลดแรงจูงใจในการออมลงเนื่องจากผลตอบแทนที่จะได้รับลดลง ซึ่งจะส่งผลให้เกิดการขาดแคลนเงินทุนที่จะให้กู้ยืม

(2) นโยบายอัตราดอกเบี้ยสูง

เป็นนโยบายที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยไว้ให้สูงกว่าอัตราตลาด เพื่อช่วยระดมเงินทุนของสถาบันการเงินในระบบ ซึ่งจะเป็นโยบายช้ต่อกรขยายตัวของสินเชือของสถาบันการเงิน ตลอดจนมีส่วนในการพัฒนาตลาดเงินและตลาดทุนในประเทศ เนื่องจากการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของสถาบันการเงินในระบบที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยตลาดมาก จะทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากสถาบันการเงินในระบบไปยังสถาบันการเงินนอกระบบหรือสถาบันการเงินในต่างประเทศ ทำให้มีการใช้ทรัพยากรอย่างไม่มีประสิทธิภาพ โดยที่นโยบายอัตราดอกเบี้ยสูงนี้เหมาะสำหรับประเทศที่เกิดภาวะเงินเฟ้ออย่างรุนแรง จำเป็นต้องส่งเสริมให้ประชาชนออมทรัพย์เพิ่มขึ้นเพื่อลดการใช้จ่ายซึ่งเป็นการลดแรงกดดันต่อระดับราคา ในส่วนที่เกี่ยวกับการลงทุนนั้น นัก

เศรษฐศาสตร์ที่สนับสนุนแนวนโยบายอัตราดอกเบี้ยสูงได้ชี้ให้เห็นว่า ตามสมมุติฐานของอัตราดอกเบี้ยที่กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนกับอัตราดอกเบี้ยซึ่งจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ เมื่ออัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้นการลงทุนจะลดลง และในทางกลับกัน ถ้าอัตราดอกเบี้ยลดลงการลงทุนจะเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนกับอัตราดอกเบี้ยนั้นสามารถแยกการลงทุนออกเป็น 2 ประเภท คือ การลงทุนที่เกิดขึ้นจริงและการลงทุนที่วางแผนไว้โดยในขณะที่อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเป็นลบ หรืออัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำมากๆ อุปสงค์และอุปทานของเงินทุนไม่สามารถอยู่ในระดับดุลยภาพ ความต้องการลงทุนส่วนเกินจะเกิดขึ้นเกินกว่าอุปทานของเงินจะสนองตอบได้ ในทางตรงกันข้ามถ้าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงสูงขึ้นจะทำให้อุปทานของเงินทุนจะเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งที่มาจากอารมณ์ การที่อุปทานของเงินทุนเพิ่มขึ้นนี้ จะทำให้การลงทุนที่แท้จริงเพิ่มขึ้นด้วย ซึ่งจะส่งผลต่อภาวะการณการลงทุนและความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจรวมทั้งสร้างเสถียรภาพต่อระดับราคาของประเทศ

## 2) การปรับอัตราดอกเบี้ยตามระดับราคาโดยอัตโนมัติ

เนื่องจากรูปแบบตามแนวทางการควบคุมอัตราดอกเบี้ยโดยทางการไม่เปิดโอกาสให้มีการปรับตัวตามภาวะเศรษฐกิจการเงินได้เต็มที่ และเป็นแนวทางที่มีปัญหาตามมาในทางปฏิบัติทำให้ประเทศกำลังพัฒนาบางประเทศหันมาใช้วิธีการยินยอมให้อัตราดอกเบี้ยสามารถปรับตัวตามระดับราคาหรือดัชนีอื่นๆ ได้โดยอัตโนมัติ ซึ่งแนวทางนี้ยอมให้มีการปรับอัตราดอกเบี้ยของสถาบันการเงินด้านสินทรัพย์และเงินฝากขึ้นลงได้ตามดัชนีราคาผู้บริโภค แต่การกำหนดอัตราดอกเบี้ยตามการคาดหมายของการเปลี่ยนแปลงระดับราคาประสบปัญหาในทางปฏิบัติหลายประการ เช่น การปรับระดับอัตราดอกเบี้ยไม่สามารถจะสูงขึ้นเท่าเทียมกับราคาได้ โดยเฉพาะในกรณีที่ระดับราคาสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ทั้งนี้เพราะก่อนที่จะทราบที่อัตราดอกเบี้ยควรจะเป็นเท่าไรนั้น จะต้องทราบสถิติทางด้านระดับราคาก่อน นอกจากนี้ยังมีปัญหาว่าจะต้องให้ความเสมอภาคแก่อัตราดอกเบี้ยของสินทรัพย์ทางการเงินทุกประเภทและทุกสถาบันที่จะสามารถปรับตัวตามระดับราคาได้บ้าง เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาในการได้เปรียบเสียเปรียบในการแข่งขันระหว่างสถาบันการเงินต่างๆ อีกประการหนึ่ง อัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์รัฐบาลจะต้องมีการปรับราคาเช่นเดียวกันกับสินทรัพย์ทางการเงินอื่นๆ ทำให้การวางแผนการกู้ยืมของภาครัฐบาลมีเงื่อนไขจำกัด นอกจากนี้แล้ววิธีการปรับอัตราดอกเบี้ยตามระดับราคาอัตโนมัติยังได้รับการวิพากษ์วิจารณ์ว่าเป็นแนวทางแก้ไขปัญหาเงินเฟ้อที่ปลายเหตุแทนที่จะพยายามแก้ปัญหาที่ต้นเหตุของการสูงขึ้นของระดับราคาสินค้า และที่สำคัญคือแนวทางนี้เกี่ยวข้องกับการคาดการณ์ระดับราคา (Price Expectation) กล่าวคือ ทำให้มีการคาดคะเนว่าระดับราคาสินค้าและบริการจะสูงขึ้นไปเรื่อยๆ จะทำให้มีการเร่งการใช้จ่ายซึ่งเป็นแรงผลักดันต่อการสูงขึ้นของระดับราคา

### 3) การดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยลอยตัว (Adjustable Interest Policy)

เป็นแนวคิดที่เสนอโดยนักเศรษฐศาสตร์กลุ่มเสรีนิยมที่เห็นว่า การดำเนินนโยบาย โดย 2 วิธีการแรกไม่สามารถแก้ปัญหาทางการเงินของประเทศกำลังพัฒนาได้ พร้อมกับเสนอให้ ทางการของประเทศกำลังพัฒนาเลิกการแทรกแซงในตลาดเงินทุน เพราะการเข้าไปแทรกแซงด้วยการกำหนดอัตราดอกเบี้ยให้คงที่ กำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยหรือกำหนดอัตราดอกเบี้ยโดยวิธีการอื่นๆก็ตาม แทนที่จะทำให้เกิดเสถียรภาพหรือก่อให้เกิดการพัฒนาขึ้นในตลาดทุน กลับเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดเงินทุน ตามแนวทางของการดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยลอยตัวนี้ ได้มีแนวคิดที่ว่า หากสถาบันการเงินในระบบมีอิสระในการตัดสินใจเรื่องผลตอบแทนที่จะให้แก่เงินทุนได้แล้ว สถาบันการเงินก็จะสามารถทำการระดมเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ซึ่งการดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยลอยตัวนี้มีผลดังนี้

#### (1) ผลดีจากการปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยลอยตัว

โดยทั่วไปการปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวทั้งเงินกู้และเงินฝากนั้น เป็นการทำให้อัตราดอกเบี้ยสามารถเคลื่อนไหวได้อย่างเสรีตามสภาพการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจการเงินที่แท้จริง ซึ่งก่อให้เกิดผลดีในหลายด้านดังนี้

ก. ทำให้อัตราดอกเบี้ยเป็นตัวสะท้อนให้เห็นถึงสภาพอุปสงค์และอุปทานของเงินทุนในตลาดได้อย่างแท้จริง ซึ่งสอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของตลาดเงินทั้งภายในประเทศ และภายนอกประเทศ โดยอัตราดอกเบี้ยตลาดจะสัมพันธ์กับผลตอบแทนของเงินทุนและความเสี่ยงในการออมทรัพย์ คือ ถ้าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากหรือผลตอบแทนต่อการออมสูงขึ้นจะทำให้ประชาชนหันมาออมทรัพย์กับสถาบันการเงินในระบบมากขึ้น ส่วนทางด้านอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมก็สามารถปรับตัวตามอัตราดอกเบี้ยเงินฝากได้ หรือถ้าสามารถระดมเงินฝากได้เพิ่มขึ้น ทำให้สถาบันการเงินสามารถปล่อยเงินกู้ให้แก่กิจกรรมต่างๆ ได้เพิ่มขึ้น

ข. กระตุ้นให้สถาบันการเงินต้องปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานเพิ่มขึ้นตลอดเวลา เนื่องจากสภาพการแข่งขันของสถาบันการเงินมีมากขึ้น

ค. หากสถาบันการเงินในระบบมีอิสระในการตัดสินใจเรื่องผลตอบแทนที่จะให้แก่ผู้ออมแล้ว สถาบันการเงินจะสามารถทำการระดมเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยจะกระตุ้นให้มีการพัฒนาตราสารทางการเงินเพื่อการระดมเงินทุนมาใช้ในธุรกิจมากขึ้น ช่วยส่งเสริมให้เกิดการพัฒนาตลาดเงินได้รวดเร็วขึ้น ทำให้การดำเนินนโยบายทางการเงินของระบบเศรษฐกิจเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ยังเป็นการสนองตอบความต้องการเงินทุนของภาคเศรษฐกิจอื่นๆ และยังช่วยลดความจำเป็นที่จะต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากต่างประเทศอีกด้วยสาเหตุที่ให้มีการปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยลอยตัว ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยจะ

ทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากแหล่งที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำไปสู่แหล่งที่มีอัตราดอกเบี้ยสูง จนกว่าอัตราดอกเบี้ยในที่ต่างๆจะเท่ากัน ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยในทางทฤษฎีควรมีเพียงอัตราเดียว แต่ในความเป็นจริง อัตราดอกเบี้ยคงมีหลายอัตราแตกต่างกันออกไป ความแตกต่างในอัตราดอกเบี้ยเกิดจากสาเหตุ 2 ประการ คือ

ก) ความไม่สมบูรณ์ของตลาดเงินกู้

ความไม่สมบูรณ์ของตลาดเงินกู้นี้เป็นสิ่งขัดขวางการเคลื่อนย้ายเงินทุนไปสู่แหล่งต่างๆที่จ่ายดอกเบี้ยสูงกว่า ซึ่งปัจจัยขัดขวางการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่สำคัญ ได้แก่ ความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับความเป็นไปในแหล่งเงินกู้แหล่งอื่นของผู้กู้และผู้ให้กู้ การออกกฎหมายควบคุมอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ประเภทต่างๆ และความแตกต่างในอำนาจการผูกขาดของผู้ให้กู้และแหล่งเงินกู้ เป็นต้น

ข) ความแตกต่างในลักษณะของหนี้แต่ละราย

แม้ว่าตลาดเงินกู้จะมีการแข่งขันสมบูรณ์ (Perfect Competition) แต่ความแตกต่างในอัตราดอกเบี้ยก็ยังมีอยู่ต่อไป ทั้งนี้เพราะหนี้แต่ละรายแต่ละประเภทมีลักษณะแตกต่างกัน ดังนั้นเพื่อชดเชยความแตกต่างนี้ ผู้ให้กู้จำเป็นต้องเรียกดอกเบี้ยจ่ายเป็นดอกเบี้ยจากผู้กู้แต่ละประเภทที่แตกต่างกัน โดยที่ปัจจัยสำคัญที่ทำให้มีความแตกต่างกันคือ

(ก) ค่าใช้จ่ายในการบริหารเงินกู้ ซึ่งได้แก่ค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบฐานะเครดิตของผู้กู้ ค่าใช้จ่ายในการเก็บรักษาบัญชีผู้กู้ ค่าใช้จ่ายในการเรียกเก็บดอกเบี้ยและเงินต้น ค่าใช้จ่ายเหล่านี้แตกต่างกันสำหรับผู้กู้แต่ละรายแต่ละประเภท ตัวอย่างเช่น ค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบฐานะเครดิตของผู้กู้ ต่อเงินกู้ 1 หน่วยต่อ 1 ปี จะแตกต่างกันมากระหว่างผู้กูรายใหญ่ที่มีชื่อเสียงฐานะการเงินมั่นคงกับผู้กูรายเล็กที่เป็นผู้บริโภคร

(ข) ความเสี่ยงจากการให้กู้ เป็นค่าใช้จ่ายที่สำคัญอีกประการหนึ่งที่ผู้ให้กู้คิดรวมอยู่ในดอกเบี้ย ถือเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อชดเชยจากการที่ผู้ให้กู้ต้องแบกรับความเสี่ยงต่อการที่ผู้กู้จะไม่ชำระหนี้ ยิ่งผู้ขออูรายใดมีความเสี่ยงมากก็ยิ่งต้องเสียค่าใช้จ่ายชนิดนี้มาก อัตราดอกเบี้ยที่คิดกับผู้กู้จึงสูงไปด้วย ซึ่งความเสี่ยงที่ผู้ให้กู้จะต้องรับภาระนี้มีทั้งความเสี่ยงที่เกิดจากการที่ผู้กู้ไม่มีความสามารถชำระคืนเงินกู้ และความเสี่ยงต่อการขาดทุน หากผู้ให้กู้ต้องการเปลี่ยนสินทรัพย์ซึ่งใช้ค้ำประกันการกู้นั้นให้เป็นเงินสดก่อนครบกำหนด ถ้าหากหลักทรัพย์ใดไม่ก่อให้เกิดความเสี่ยง โดยที่ผู้ให้กู้สามารถเปลี่ยนหลักทรัพย์นั้นให้เป็นเงินสดเมื่อใดก็ตามที่ต้องการโดยไม่ขาดทุน ตัวอย่างเช่น รัฐบาลเป็นผู้กูรายหนึ่งที่มีความเสี่ยงต่ำ ในการไม่ชำระคืนเงินต้น



ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยจากพันธบัตรรัฐบาลถือว่าเป็นอัตราดอกเบี้ยปกติ ดังนั้นผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงหรือมีความเสี่ยงต่ำกับหลักทรัพย์ประเภทเดียวกันแต่มีความเสี่ยงมากกว่า เรียกว่า Risk Premium

(ค) สภาพคล่องของเครื่องมือเครดิต หรือหลักทรัพย์ค้ำประกันการขอกู้ เนื่องจากเครื่องมือเครดิตแต่ละชนิดมีความสามารถที่จะเปลี่ยนคืนเป็นเงินสดแตกต่างกัน เครื่องมือเครดิตบางชนิดสามารถแลกคืนเป็นเงินสดได้ทันทีและไม่ขาดทุน บางชนิดขาดทุนมาก ดังนั้นเพื่อชดเชยการขาดทุนอันเกิดจากการขายเครื่องมือเครดิตนี้ ผู้ให้กู้จึงต้องคิดค่าใช้จ่ายมากขึ้นสำหรับเครื่องมือเครดิตที่มีสภาพคล่องน้อยกว่า

### 1.2.3 โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย

ในทางทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยมีเพียงอัตราเดียว ด้วยเหตุผลที่ว่าความแตกต่างในอัตราดอกเบี้ยจะทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากแหล่งที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำไปสู่แหล่งที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงจนกว่าอัตราดอกเบี้ยในที่ต่างๆจะเท่ากัน แต่ในความเป็นจริงแล้วอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินมีหลายอัตราแตกต่างกัน ซึ่งเกิดจากสาเหตุหลัก คือ ความไม่สมบูรณ์ของตลาดเงินกู้ ซึ่งขัดขวางการเคลื่อนย้ายเงินทุนไปสู่แหล่งต่างๆที่จ่ายดอกเบี้ยสูงกว่า ปัจจัยที่ขัดขวางการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่สำคัญ ได้แก่ ผู้กู้และผู้ให้กู้ขาดความรู้และความเข้าใจเกี่ยวกับความเป็นไปในแหล่งเงินกู้แห่งอื่นๆ การออกกฎหมายควบคุมอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ประเภทต่างๆ และความแตกต่างในอำนาจผูกขาดของผู้ให้กู้ และแหล่งเงินกู้ เป็นต้น

โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยของไทย แบ่งได้เป็น 2 ประเภท ดังนี้

1) อัตราดอกเบี้ยธนาคารแห่งประเทศไทย ในการบริหารการเงินของประเทศไทยธนาคารแห่งประเทศไทยจำเป็นต้องมีเครื่องมือทางการเงินหลายประเภท ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน เงินสดสำรองตามกฎหมาย อัตราดอกเบี้ยซื้อขายพันธบัตรรัฐบาล รวมถึงการขอความร่วมมือจากธนาคารพาณิชย์ให้ปฏิบัติตามนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย เป็นเครื่องมือที่สำคัญ แต่เครื่องมือที่นิยมใช้ในการแก้ปัญหาในระบบเศรษฐกิจ คือ อัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน และอัตราดอกเบี้ยรับซื้อลดค้ำสัญญาใช้เงินซึ่งจะแยกพิจารณาได้ดังนี้

(1) อัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน (Bank Rate, Discount Rate, Loan Window)

หรือเรียกอีกอย่างหนึ่งว่าอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมจากธนาคารแห่งประเทศไทย ในวงเงินที่กำหนดจากฐานเงินฝากของสถาบันการเงินแต่ละแห่ง เมื่อธนาคารนั้นเกิดปัญหาด้านสภาพคล่องเพื่อรองรับความผันผวนของความต้องการใช้เงินในตลาดเงินเป็นสำคัญ หรือจากการเบิกถอนเงินฝากของประชาชนในภาวะผิดปกติ ทั้งนี้ในการกู้ยืมนั้น ธนาคารพาณิชย์จะต้องนำเอกสารหลักทรัพย์ที่ปราศจากภาระผูกพันมาค้ำประกันการกู้ยืมของตน เช่น พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรธนาคารแห่ง

ประเทศไทย และพันธบัตรกองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ โดยอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารแห่งประเทศไทย กำหนดในกรณีนี้เรียกว่า “อัตรารณาคากลาง” (Central Bank Rate) หรือ “อัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน” (Standard Rate)

ในอดีตที่ผ่านมาการกำหนดอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานนั้น ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศสูง ธนาคารแห่งประเทศไทยจะกำหนดอัตราดอกเบี้ยไว้หลายวงเงิน ได้แก่ วงเงินแรก (First Tier) โดยให้กู้เป็นร้อยละ 1 ของยอดเงินฝากของแต่ละธนาคาร เงินกู้วงเงินแรกกำหนดขึ้นเพื่อใช้รักษาสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ และวงเงินที่สอง (Second Tier) ซึ่งเป็นการกู้ยืมเงินเกินจากวงเงินแรก โดยจะคิดดอกเบี้ยอัตราสูงตามสภาวะการเงิน (อดี ไทยนันท 2540, 152) อย่างไรก็ตามในปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยได้ยกเลิกวงเงินขั้นที่ 2 ไปแล้ว สำหรับการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานในช่วงที่ผ่านมา พบว่ามักจะมีการเปลี่ยนแปลงไม่บ่อยนัก โดยในการเปลี่ยนแปลงแต่ละครั้งจะเป็นช่วงที่เกิดภาวะการเปลี่ยนแปลงอย่างมากในตลาดเงินหรือวัตถุประสงค์เพื่อให้การดำเนินนโยบายการเงินมีประสิทธิภาพมากขึ้น ถ้าลดอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานแสดงถึงทิศทางการใช้เงินนโยบายการเงินแบบขยายตัว และถ้าเพิ่มอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานแสดงถึงทิศทางการใช้เงินนโยบายการเงินแบบหดตัว โดยธนาคารแห่งประเทศไทยจะใช้เป็นเครื่องมือในการควบคุมการขยายตัวของสินเชื่อ และปริมาณเงินในระบบการเงิน นอกจากนั้นธนาคารแห่งประเทศไทยยังไม่นิยมให้ธนาคารพาณิชย์พึ่งพิงเงินกู้ประเภทนี้มากนัก โดยกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ถือว่าการขอสินเชื่อจากธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นแหล่งเงินทุนแหล่งสุดท้ายเท่านั้น (Lender of the Last Resort) เมื่อมีความจำเป็นภายในระยะเวลาสั้นอย่างมากไม่เกิน 7 วัน และตั้งแต่เดือนพฤษภาคม 2543 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เริ่มดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบ Inflation Targeting โดยใช้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนระยะเวลา 14 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อให้การส่งผ่านของนโยบายการเงินมีประสิทธิภาพมากที่สุด ทำให้วันที่ 20 กันยายน 2544 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ประกาศยกเลิกอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน และยกเลิก Loan Window เนื่องจากมีการขอสินเชื่อผ่าน Loan Window น้อยมาก เพราะมีเงื่อนไขการให้กู้ยืมหลายประการ

#### (2) อัตราดอกเบี้ยรับช่วงซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงิน (Rediscount Rate)

เนื่องจากธนาคารแห่งประเทศไทยเห็นว่าธุรกิจเอกชนที่มีบทบาทและความสำคัญในการพัฒนาประเทศหลายประเภทยังมีปัญหาเกี่ยวกับการขาดแคลนเงินทุนที่จะนำมาใช้ในการดำเนินธุรกิจ ทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยจำเป็นต้องเข้ามามีบทบาทในการช่วยเหลือธุรกิจดังกล่าวให้สามารถพัฒนาธุรกิจต่อไป ซึ่งจะส่งผลดีต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวมในที่สุด ดังนั้นนอกจากการกำหนดให้สถาบันการเงิน เช่น ธนาคารพาณิชย์ ต้องปล่อยกู้ให้ธุรกิจเอกชนที่อยู่ในภาคอุตสาหกรรมที่สำคัญ เช่น ภาคการเกษตร, ภาคอุตสาหกรรมและการส่งออก ในรูปแบบที่พิเศษ

กว่าอุตสาหกรรมอื่นๆแล้ว (เช่น การกำหนดอัตราดอกเบี้ยในระดับที่ต่ำเป็นพิเศษ) ธนาคารแห่งประเทศไทยยังได้ดำเนินนโยบายให้ความช่วยเหลือโดยผ่านสถาบันการเงินอีกด้วย นั่นคือ การรับซื้อตั๋วสัญญาใช้เงินที่สถาบันการเงินรับไว้จากเจ้าของธุรกิจที่ได้รับการส่งเสริมในอัตราที่ต่ำ เมื่อสถาบันการเงินเหล่านั้นนำตั๋วสัญญาใช้เงินมาขายให้แก่ธนาคารแห่งประเทศไทย สำหรับวัตถุประสงค์ของการให้กู้ยืมของธนาคารแห่งประเทศไทยในรูปแบบดังกล่าว นั่นคือ เพื่อลดต้นทุนการผลิตของผู้ประกอบการอุตสาหกรรม ลดต้นทุนหรือค่าใช้จ่ายของผู้ส่งสินค้าออก หรือผู้ได้รับอนุเคราะห์อื่นๆ เพื่อสนับสนุนนโยบายของรัฐบาลในการส่งเสริมธุรกิจบางอย่าง และในการที่จะให้กู้ยืมหรือรับช่วงซื้อลดในอัตราดอกเบี้ยหรืออัตรารับช่วงซื้อลดที่ต่ำนั้น ยังมุ่งที่จะชักจูงอัตราดอกเบี้ยทั่วไปให้ต่ำลงด้วย

ในช่วงที่ผ่านมาพบว่ามีอัตราดอกเบี้ยรับช่วงซื้อลดตั๋วสัญญาใช้เงินที่ถูกกำหนดโดยธนาคารแห่งประเทศไทยมีการเปลี่ยนแปลงน้อยมาก และอัตราดอกเบี้ยที่เรียกเก็บจะแตกต่างกันไปขึ้นอยู่กับประเภทของกิจการที่เป็นผู้ออกตั๋ว โดยการเรียกเก็บอัตราดอกเบี้ยต่อกิจการหลายประเภทอยู่ในระดับที่ต่ำมาก เช่น กิจการที่ส่งออก หรือ กิจการที่เป็นอุตสาหกรรมรายย่อย ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อส่งเสริมให้สถาบันการเงินยินดีที่จะยอมรับตั๋วที่ออกโดยผู้ประกอบการในธุรกิจประเภทนี้มากขึ้น อันจะเป็นการส่งเสริมให้ธุรกิจดังกล่าวขยายตัวไปได้

### (3) อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรรัฐบาล (Repurchase Rate)

ในตลาดเงิน สภาพคล่องของระบบการเงินเป็นสิ่งสำคัญมาก การขาดสภาพคล่องของระบบการเงินจะสร้างความผันผวนให้กับระบบเศรษฐกิจ มาตรการอย่างหนึ่งที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดขึ้นมาเพื่อให้ตลาดเงินมีสภาพคล่องทางการเงิน คือ การจัดตั้งตลาดซื้อคืนพันธบัตรรัฐบาล หรือเรียกว่าตลาดซื้อคืน ซึ่งจัดตั้งขึ้นในปี พ.ศ. 2522 โดยมีวัตถุประสงค์ดังนี้

ก. เพื่อให้มีการถ่ายเทเงินทุนในระยะสั้น ระหว่างสถาบันการเงินต่างๆเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ

ข. เพื่อหาทางเพิ่มสภาพคล่องของพันธบัตรรัฐบาลที่สถาบันการเงินต่างๆ ถืออยู่เป็นจำนวนมาก

ค. เพื่อสร้างตลาดที่ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถเข้าแทรกแซงเพื่อให้อัตราดอกเบี้ยและปริมาณเงินในตลาดเงินเคลื่อนไหวไปในทิศทางที่ต้องการมากขึ้น ซึ่งจำทำให้การดำเนินนโยบายการเงินระยะสั้นคล่องตัวและมีประสิทธิภาพมากขึ้น

ผู้ที่มีบทบาทมากที่สุดในการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาล คือ กลุ่มธนาคารพาณิชย์และธนาคารออมสิน โดยจะเข้าทำกำไรระยะสั้น ซึ่งตามปกติแล้วในแต่ละวันทำการ ปริมาณการซื้อขายในตลาดมักจะสมดุลกัน โดยมีอัตราดอกเบี้ยเป็นเครื่องกำหนดอุปสงค์และ

อุปทาน แต่ในบางวันที่มีความต้องการสภาพคล่องมากๆ ก็จะเป็นวันที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำการเข้าแทรกแซง โดย ธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำการซื้อพันธบัตรรัฐบาลมากกว่าขาย ในทางตรงกันข้ามบางวันที่มีผู้ที่ต้องการลงทุนมากก็จะทำการขายพันธบัตรรัฐบาลมากกว่าซื้อ การจะปล่อยเงินเข้าสู่ตลาดหรือดึงเงินออกจากตลาดนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยนอกจากจะทำไปเพื่อสนองความต้องการของตลาดแล้วต้องคำนึงถึงนโยบายการเงินของประเทศอีกด้วย

จากการดำเนินงานที่ผ่านมาของตลาดซื้อคืนนั้นปรากฏว่า ปริมาณการซื้อขายเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลาตามภาวะเศรษฐกิจการเงินของประเทศนั้นๆ และเป็นที่ยอมรับกันว่าอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมในคตลาดซื้อคืนๆ มีการเคลื่อนไหวที่ไวต่อการเปลี่ยนแปลงมากที่สุด ไม่ว่าจะผลจากสภาพคล่องในประเทศหรือผลกระทบจากเศรษฐกิจการเงินจากภายนอกประเทศรวมทั้งการแทรกแซงจากทางการ

ตั้งแต่ตลาดซื้อคืนได้เปิดดำเนินการ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนตั้งแต่ปี พ.ศ.2522 มีความผันผวนมาก โดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ยประเภท 2 วัน จากเหตุผลดังกล่าว วันที่ 25 กันยายน 2533 ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงได้มีการปรับระยะเวลาการซื้อขายในตลาดซื้อคืนจากประเภท 1 วัน 3 วัน 15 วัน 30 วัน 60 และ 90 วัน เป็น 1 วัน 7 วัน 14 วัน และ 1 เดือน 2 เดือน 3 เดือน และ 6 เดือน อย่างไรก็ตามจากข้อมูลนับแต่มีการเปลี่ยนแปลงระยะเวลาในการซื้อขาย อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนได้ถูกจัดเป็นตัวแทนของตลาดเงินระยะสั้น เนื่องจากเป็นที่นิยมของผู้ซื้อขาย เรื่องความผันผวนอาจจะมาจากปัจจัยทางด้านการเมืองภายในประเทศและภายนอกประเทศเป็นสำคัญ

เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบ Inflation Targeting ตั้งแต่ปี พ.ศ.2543 จึงได้กำหนดให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนระยะเวลา 14 วัน เป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยในวันที่ 1 ตุลาคม 2544 เป็นต้นไป ได้เริ่มใช้หน้าต่างสภาพคล่องสิ้นวัน (End-of-day Liquidity Window) แทนหน้าต่างสภาพคล่องอื่นที่ยกเลิกไป โดยอัตราดอกเบี้ยหน้าต่างสภาพคล่องสิ้นวันจะกำหนดเท่ากับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนระยะเวลา 14 วัน) บวกด้วยส่วนต่าง (Margin) ซึ่งในปัจจุบันกำหนดให้เท่ากับร้อยละ 1.5 สถาบันการเงินที่สามารถขอกู้ยืมเพื่อปรับสภาพคล่อง ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ และสถาบันการเงินพิเศษที่มีกฎหมายจัดตั้งขึ้น โดยเฉพาะซึ่งสถาบันการเงินสามารถขอสภาพคล่องได้โดยไม่จำกัดวงเงินรายสถาบัน

2) อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์มีหลายประเภทด้วยกัน ซึ่งแบ่งตามชนิดของเงินกู้และชนิดของเงินฝาก โดยในช่วงแรกประเทศไทยไม่ได้มีกฎหมายที่ควบคุมเกี่ยวกับการกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินให้กู้ยืมโดยเฉพาะ แต่

ต่อมาก็มีการปรับปรุงกฎหมายเพื่อเป็นบทบัญญัติควบคุมอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากตามสถานะเศรษฐกิจของประเทศที่เปลี่ยนแปลงไป เพื่อป้องกันมิให้กระทบถึงความมั่นคงของธนาคารพาณิชย์ และภาวะทางการเงินของประเทศโดยรวม เนื่องจากธนาคารพาณิชย์เป็นแหล่งระดมเงินฝากและเงินกู้มากที่สุดในระบบการเงินของประเทศไทย

โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยในระบบธนาคารพาณิชย์ไทยแบ่งออกเป็น 2 ประเภท ดังนี้

(1) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก เงินฝากเป็นแหล่งเงินทุนที่มีขนาดใหญ่ที่สุดและจัดเป็นหนี้สิน หรือต้นทุนที่มากที่สุดของธนาคารพาณิชย์ โดยมีอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารกำหนดไว้ เพื่อชำระแก่บุคคลที่นำเงินมาฝากไว้ที่ธนาคารในประเภทต่างๆ ซึ่งสามารถแบ่งได้เป็น 3 ประเภทใหญ่ ได้แก่

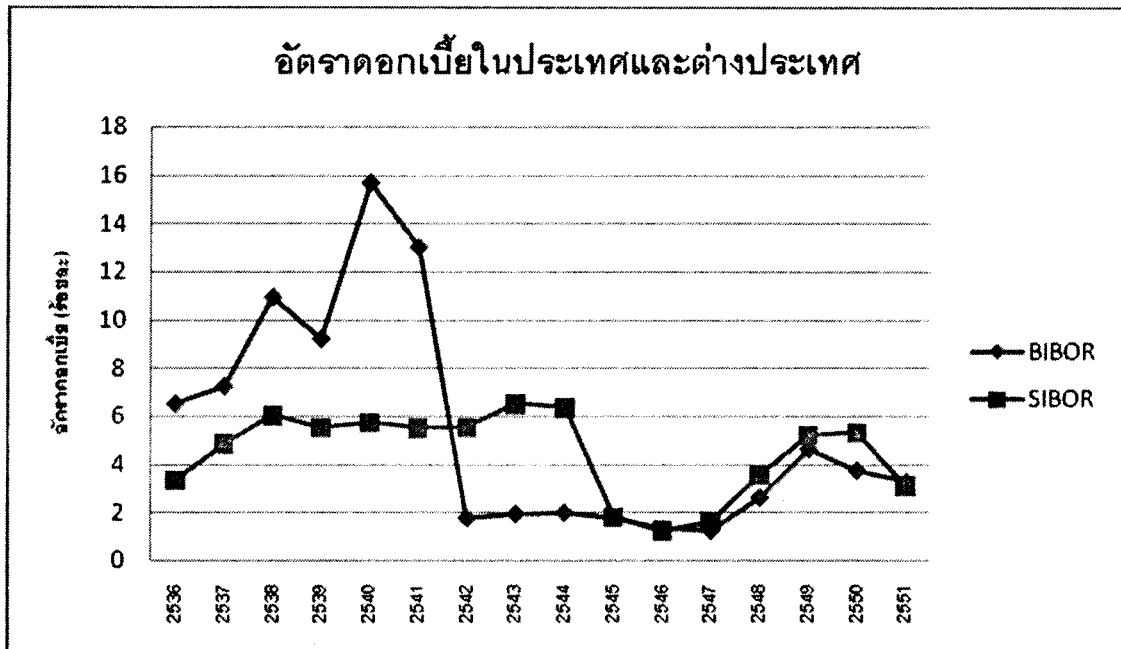
ก. อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่ต้องจ่ายคืนเมื่อถูกทวงถาม (Demand Deposits) ซึ่งได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากเพื่อเรียก (Demand Deposit Rate) ซึ่งในปัจจุบันตามประกาศของธนาคารแห่งประเทศไทย ธนาคารพาณิชย์ไม่ต้องจ่ายดอกเบี้ย เนื่องจากเงินฝากประเภทนี้ส่วนใหญ่เป็นเงินฝากที่ใช้หมุนเวียนในการค้า เนินธุรกิจการค้า โดยใช้เช็คเป็นสื่อกลางในการสั่งจ่ายเงิน

ข. อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่จ่ายคืนเมื่อสิ้นระยะเวลา (Fixed Deposit: FD) ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ ที่มีกำหนดระยะเวลาชำระคืนแน่นอน ซึ่งแบ่งเป็นประเภท 3 เดือนแต่ไม่ถึง 6 เดือน, 6 เดือนแต่ไม่ถึง 12 เดือน, 12 เดือน, มากกว่า 12 เดือนแต่ไม่ถึง 2 ปี และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสินทรัพย์อัตโนมัติ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่เป็นเงินตราต่างประเทศ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ ชนิดโอนเปลี่ยนมือได้

ค. อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ (Saving Deposit) เป็นเงินฝากที่ต้องใช้สมุดคู่ฝากในการฝาก หรือถอนเงินแต่ละครั้ง และเจ้าของบัญชีจะต้องไปทำรายการด้วยตนเอง หรืออาจมอบอำนาจให้บุคคลอื่นไปทำรายการแทนได้ โดยจะต้องมีเอกสารมอบอำนาจในการถอนเงินจากบัญชี ปัจจุบันผู้ถือบัญชีประเภทนี้สามารถขอเปิดใช้บริการ Automatic Teller Machine (ATM) ได้ ทำให้ไม่ต้องไปเบิกถอนจากสาขาของธนาคารโดยตรงหากแต่สามารถถอนและฝากเงินได้จากตู้ ATM ซึ่งมีอยู่ทั่วไปในระบบ ATM POOL ขณะที่การจ่ายดอกเบี้ยจะกำหนดไว้ปีละ 2 ครั้ง ในช่วงสิ้นเดือนมิถุนายน และสิ้นเดือนธันวาคม โดยใช้วิธีคำนวณดอกเบี้ยทบต้นเป็นรายวันรวมกับเงินที่คงเหลืออยู่ในบัญชี

(2) อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเป็นอัตราที่ธนาคารพาณิชย์กำหนด ได้แก่

ก. อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (Bangkok Interbank Offered Rates: BIBORs) เป็น อัตราดอกเบี้ยที่ตกลงให้กู้ยืมกันเองระหว่างธนาคารพาณิชย์ด้วยกัน เพื่อเป็นการปรับสภาพคล่องของการดำเนินธุรกิจการเงินในแต่ละช่วงที่มีสภาพคล่องส่วนเกินของผู้ให้กู้ ขณะเดียวกันก็เป็นการเสริมสภาพคล่องของสถาบันการเงินที่มีสภาพคล่องต่ำ หรือขาดสภาพคล่อง โดยที่เงินกู้ดังกล่าวมักจะเป็นเงินกู้ระยะสั้น ในทางปฏิบัติการกู้ยืมดังกล่าวจะใช้วิธีกู้ยืมกันโดยตรงระหว่างผู้กู้และผู้ให้กู้เป็นสำคัญ ทั้งนี้สถาบันการเงินผู้กู้จะออกตั๋วสัญญาใช้เงินประเภทนี้เรียกให้แก่สถาบันการเงินผู้ให้กู้หรือจ่ายเป็นเช็คของธนาคารแห่งประเทศไทยหรือเช็คเงินสด ทั้งนี้ตามแต่จะตกลงกันได้ โดยทั่วไปอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารจะเป็นไปตามสภาวะการณ์ของตลาดและตามลักษณะการกู้ เมื่อจะมีการชำระคืนเงินกู้ล่วงหน้าหรือเก็บเงินกู้คืนก่อนกำหนด จะต้องแจ้งให้ผู้ให้กู้หรือผู้กู้อบรมล่วงหน้าอย่างน้อย 1 วัน ซึ่งในอดีตการกู้ยืมในตลาดกู้ยืมระหว่างธนาคารมีลักษณะต้องจ่ายคืนเมื่อทวงถาม ทำให้การบริหารเงินของธนาคารไม่คล่องตัวเท่าที่ควร เนื่องจากธนาคารไม่ทราบกำหนดระยะเวลาชำระคืนแน่นอน ต่อมาภายหลังได้มีการรวมกลุ่มธนาคารพาณิชย์ใช้เงินกู้ยืมระหว่างธนาคารประเภทมีระยะเวลาชำระคืนแน่นอน โดยมีกำหนดระยะเวลาแตกต่างกันไปคือ 7 วัน, 1 เดือน, 2 เดือน, 3 เดือน, และ 6 เดือน ซึ่งทำให้ธนาคารพาณิชย์มีโอกาสบริหารเงินให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น



ภาพที่ 2.2 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคารในตลาดเงินของประเทศไทยและสิงคโปร์

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณวันที่ 17 มกราคม 2551 จาก

<http://www2.bot.or.th/statistics/BOTWEBSTAT.aspx>

จากภาพที่ 2.2 จะเห็นได้ว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคารของไทยปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ. 2536 เป็นต้นมา ซึ่งเป็นช่วงที่เริ่มมีการเปิดเสรีทางการเงินมากขึ้น และอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวอยู่ในระดับที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ ซึ่งในที่นี้คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคารในตลาดสิงคโปร์ มาโดยตลอด การที่อัตราดอกเบี้ยในประเทศอยู่ในระดับที่สูง ทำให้สถาบันการเงินภายในประเทศ หันไประดมเงินทุนจากต่างประเทศซึ่งมีต้นทุนทางการเงินที่ถูกกว่ากันมากขึ้น จนกระทั่งปี พ.ศ. 2539 อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศก็ได้ปรับตัวลดลง แต่ในปี พ.ศ. 2540 ซึ่งเป็นปีที่ประเทศไทยเกิดวิกฤติทางการเงินระดับอัตราดอกเบี้ยในประเทศได้ปรับตัวสูงขึ้นมาก ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากนโยบายของรัฐบาลในการตรึงอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับสูงเพื่อรักษาระดับปริมาณเงินทุนไหลเข้าสุทธิ หลังเกิดวิกฤติทางการเงินอัตราดอกเบี้ยในประเทศได้ปรับตัวลดลงอย่างมาก โดยปรับตัวลดลงจาก ร้อยละ 15.69 มาอยู่ที่ระดับเฉลี่ยร้อยละ 13.01 และ ร้อยละ 1.77 ในปี พ.ศ. 2541 และ 2542 ตามลำดับ ซึ่งอยู่ใน

ระดับที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ หลังจากปี พ.ศ. 2545 เป็นต้นมา ระดับอัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศก็ทรงตัวอยู่ในระดับที่ไม่แตกต่างกันมากมาโดยตลอด

ข. อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้าชั้นดี (Prime Rate) โดยปกติอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมประเภทนี้จะต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้าประเภทอื่นๆ สาเหตุสำคัญเนื่องมาจากลูกค้าที่ให้กู้เป็นลูกค้าที่ธนาคารให้ความไว้วางใจ มีหลักประกันที่ดี นอกจากนี้การที่ลูกค้าดังกล่าวทำธุรกิจกับธนาคารครั้งละ หลายๆ ทำให้ต้นทุนของธนาคารต่อหน่วยของเงินที่ให้กู้ออกไปต่ำกว่าลูกค้ารายอื่นๆ โดยเฉพาะต้นทุนในด้านการบริหารและปฏิบัติงาน อัตราดอกเบี้ยประเภทนี้ ธนาคารจะใช้เป็นพื้นฐานในการคิดอัตราดอกเบี้ยจากลูกค้ารายอื่นๆ โดยจะพิจารณาถึงภาระความเสี่ยงและต้นทุนที่เพิ่มขึ้นตามขนาดของปริมาณธุรกรรมที่ลูกค้ารายนั้นทำกับธนาคาร อย่างไรก็ตามจะต้องไม่เกินเพดานสูงสุดที่ทางการกำหนด ในอดีตการกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้าชั้นดีทำโดยการตกลงกันระหว่างธนาคาร โดยผ่านทางสมาคมธนาคารไทย (Thai Bankers Association: TBA) และกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ที่กำหนดระยะเวลาตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป (term loan) และอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้เบิกเกินบัญชี(Overdraft) ในอัตราเดียวกัน ต่อมาภายหลังกลุ่มธนาคารพาณิชย์ใหญ่รวมตัวกันริเริ่มใช้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ขั้นต่ำ (Minimum Loan Rate: MLR) และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เบิกเกินบัญชีขั้นต่ำ(Minimum Overdraft Rate: MOR) ขึ้นใช้แทนอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมลูกค้าชั้นดีแบบเก่าที่มีอัตราเดียว ทั้งนี้เนื่องจากในอดีตมีผู้กู้บางรายไม่เข้าใจถึงความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ที่กำหนดระยะเวลาตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไปและอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้เบิกเกินบัญชี ทำให้ใช้เงินกู้ผิดวัตถุประสงค์อยู่เสมอ เช่น นำเงินกู้เบิกเกินบัญชีไปใช้เพื่อสต็อกวัตถุดิบหรือลงทุนในสินทรัพย์ถาวร เป็นต้น

ธนาคารแห่งประเทศไทยและสมาคมธนาคารไทยได้ตั้งคณะกรรมการเพื่อศึกษาและกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมที่ใช้อ้างอิงสำหรับลูกค้ารายย่อย ในที่สุดคณะกรรมการด้วยความเห็นชอบของทุกฝ่ายได้เสนออัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้ารายย่อยขั้นต่ำ (Minimum Loan Rate: MLR) ขึ้นมาใช้ในเดือนตุลาคม 2536 ซึ่งเป็นการสร้างกลไกในการกำหนดและปรับอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมที่เป็นมาตรฐาน โดยอิงกับต้นทุนเงินฝากและภาวะของตลาด ซึ่งจะทำให้การกำหนดอัตราดอกเบี้ยมีความโปร่งใสและเป็นธรรมกับลูกค้ารายย่อยมากขึ้น รวมทั้งสามารถปรับเปลี่ยนไปตามต้นทุนของการระดมเงินฝากอย่างอัตโนมัติ อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้ารายย่อยขั้นต่ำ ถูกคำนวณจากผลรวมของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากทุกประเภท ต้นทุนการดำเนินงานรวมค่าความเสี่ยง โดยอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมของลูกค้ารายย่อยทุกประเภทจะผูกกับอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้ารายย่อยขั้นต่ำ และธนาคารพาณิชย์ จะคิดดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้ารายย่อยได้ไม่สูงกว่าส่วนต่างสูงสุดที่ธนาคารพาณิชย์แต่ละแห่งกำหนด โดยที่ธนาคารพาณิชย์ไทยและสาขา



ธนาคารพาณิชย์ ในต่างประเทศได้เริ่มประกาศใช้อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้ารายย่อยชั้นดี ตั้งแต่ปลายเดือนตุลาคมและประกาศครบทุกธนาคารในช่วงกลางเดือนพฤศจิกายน 2536 ต่อมา ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ตกลงร่วมกับสมาคมธนาคารไทย เรื่องการปรับวิธีการคำนวณอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม แก่ลูกค้ารายย่อยชั้นดีใหม่ โดยกำหนดให้ใช้ต้นทุนเงินฝากรวมทุกประเภท ย้อนหลัง 1 เดือนเป็นฐานในการคำนวณ นับตั้งแต่เดือนมีนาคม 2538 เป็นต้นไป

### 1.3 ความเสี่ยงในการลงทุน

ความเสี่ยง คือ การที่ผลตอบแทนจริง (Actual Return) ที่ผู้ลงทุนได้รับจากการลงทุนมีโอกาสที่จะเบี่ยงเบนหรือแตกต่างไปจากผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนนั้นคาดหวังไว้ (Expected Return) ถ้าโอกาสที่การลงทุนมีความเบี่ยงเบน หรือแตกต่างมาก ก็ยังมีความเสี่ยงสูงกว่า แต่ถ้ามีความเบี่ยงเบนหรือแตกต่างน้อยก็จะมีความเสี่ยงต่ำกว่า ความเสี่ยงจากการลงทุนแบ่งออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ ได้แก่

**1.3.1 ความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยมหภาค (Macro Factors)** เป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบที่นักลงทุนมาสามารถหลีกเลี่ยงได้ และสามารถคาดการณ์ได้ล่วงหน้า เป็นผลกระทบจากภาวะแวดล้อมภายนอกธุรกิจ เช่น สถานการณ์ทางเศรษฐกิจการเงิน และการเมืองที่เปลี่ยนแปลงไป ภาวะการตลาดที่เปลี่ยนแปลงไปทำให้อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงมีโอกาสที่จะต่างไปจากระดับที่คาด ความเสี่ยงจากปัจจัยมหภาคแบ่งออกเป็น

1) *Pervasive Risk* หมายถึง ความเสี่ยงที่กระทบทุกคนไม่ว่าจะเป็นผู้ลงทุนหรือไม่ ได้แก่

(1) *Purchasing Power Risk* หมายถึง ความเสี่ยงในการมีอำนาจซื้อลดลงในระดับที่ต่างไปจากระดับที่คาดการณ์ไว้ ผลกระทบนี้สำคัญต่อการลงทุนในตราสารหนี้หรือพันธบัตรระยะยาวที่มีดอกเบี้ยคงที่ เมื่ออัตราเงินเฟ้อขยับสูงขึ้น ดอกผลที่ผู้ลงทุนได้รับอาจไม่เพียงพอ

(2) *Political Risk* หมายถึง ความเสี่ยงที่มักเกิดขึ้นเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง แล้วทำให้เงื่อนไขในการลงทุนในประเทศต่างไปจากรูปแบบที่คาดไว้แต่เดิม ทั้งนี้เพราะเมื่อมีรัฐบาลใหม่ย่อมหมายถึง โอกาสที่จะมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาลเกี่ยวกับเศรษฐกิจและการเงิน นักลงทุนจึงมักระงับการลงทุนเพื่อรอดูท่าทีของรัฐบาลใหม่เสมอ

(3) *Currency Exchange Risk* หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากความผันแปรของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศ ซึ่งเกิดขึ้นกับเฉพาะกรณีของการลงทุนข้ามประเทศ และเมื่อผู้ลงทุนประสงค์จะนำเงินลงทุนกลับไปยังต้นทาง หรือ โยกย้ายไปยังแหล่งลงทุน

อื่น หากอัตราแลกเปลี่ยนเปลี่ยนแปลงไปในทางลบ ผลตอบแทนรวมอาจลดลงหรือถึงกับขาดทุนได้ ทั้งๆที่การลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินนั้นมีกำไรก็ตาม อนึ่ง ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนก็อาจกระทบกับผลตอบแทนบางส่วน เพราะกิจการที่ลงทุนอาจได้รับผลกระทบทางตรงหรือทางอ้อมจากการแข็งหรืออ่อนตัวของเงินด้วย เช่น บริษัทส่งออกและนำเข้าสินค้า เป็นต้น

2) *Systematic Risk* หมายถึง ความเสี่ยงที่ไม่สามารถลดลงได้จากการกระจายการลงทุน ได้แก่

(1) *Interest Rate Risk* หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากความแปรผันของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งมักเป็นที่กังวลของผู้ลงทุนในตราสารหนี้หรือพันธบัตรระยะยาวที่มีอัตราดอกเบี้ยที่ตราไว้ (Coupon Rate) ก่อนข้างต่ำ เมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดปรับตัวสูงขึ้น และหากผู้ลงทุนมีความจำเป็นที่จะต้องขายตราสารหรือพันธบัตรที่ลงทุนไว้ในตราสารหนี้ ผู้ขายก็ต้องเสนออัตราผลตอบแทน (Yield) แก่ผู้สนใจซื้อเท่าเทียมกับระดับอัตราดอกเบี้ยปัจจุบัน ซึ่งหมายความว่าผู้ขายจะต้องลดราคาของตราสารหรือพันธบัตรนั้นลงและเกิดผลขาดทุนในที่สุด

(2) *Market Risk* หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของตลาดโดยรวมร่วมกันทุกหลักทรัพย์ แต่อาจจะมากหรือน้อยแตกต่างกัน ความเสี่ยงนี้ขจัดออกไปไม่ได้เลยแม้การกระจายการลงทุน

1.3.2 ความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยจุลภาค (*Micro Factors*) เป็นความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ เกิดขึ้นเฉพาะตัวธุรกิจหรือหลักทรัพย์นั่นเอง นักลงทุนสามารถหลีกเลี่ยงได้โดยการกระจายการลงทุนออกไปอย่างกว้างขวาง ความเสี่ยงประเภทนี้ ได้แก่

1) *Credit Risk* หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากตัวบริษัทนั้นๆเองว่าจะจ่ายคืนหนี้และปฏิบัติตามภาระผูกพันได้อย่างสมบูรณ์หรือไม่ เพียงใด โดยพิจารณาจากปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เช่น มีความเข้มแข็งทางฐานะความมั่นคงทางการเงินหรือไม่เพียงใด มีความสามารถในการบริหารและจัดการหรือไม่ มีความสามารถในการทำกำไรมากน้อยเพียงใด มีความสามารถในการชำระหนี้ตามกำหนดหรือไม่ ธุรกิจที่ดำเนินมีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจเพียงใด มีส่วนแบ่งการตลาดมากน้อยเพียงใด ระบบบัญชีมีมาตรฐานหรือไม่ เป็นต้น

2) *Sector Risk* หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากลักษณะเฉพาะของกลุ่มธุรกิจหรืออุตสาหกรรมนั้นๆ ซึ่งอาจเปราะบาง ถูกกระทบได้ง่ายและจะมีผลต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนควรตระหนักและเพิ่มความระมัดระวังในการลงทุน

#### 1.4 การควบคุมเงินทุน

นโยบายการจัดการเงินทุนไหลเข้า แบ่งได้หลายกลุ่ม ในที่นี้แบ่งเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ นโยบายการตอบโต้วัฏจักร (Counter cycle Policy) นโยบายปรับโครงสร้าง (Structure Policy) และนโยบายการควบคุมเงินทุน (Capital Controls) ในทางปฏิบัติ การจัดการกับเงินทุนมักจะใช้นโยบายร่วมกัน แต่จะใช้นโยบายใดเป็นหลักนั้นขึ้นอยู่กับความคิดเห็นของแต่ละประเทศ (ถวิล นิลใบ 2546: 30)

##### 1.4.1 นโยบายตอบโต้วัฏจักร

นโยบายในกลุ่มนี้ ประกอบด้วย 3 นโยบายหลัก ได้แก่ นโยบายการเงิน นโยบายการคลัง และนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน

1) *นโยบายการเงิน* เป็นนโยบายที่มุ่งเน้นเรื่องการรักษาเสถียรภาพภายในประเทศ โดยพยายามควบคุมปริมาณเงินภายในให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม เป็นวิธีที่นิยมใช้กันแพร่หลายในกลุ่มประเทศลาตินอเมริกาและกลุ่มประเทศในอาเซียนช่วงทศวรรษที่ 1990s โดยเครื่องมือทางการเงินที่สำคัญที่นำมาใช้มากที่สุดได้แก่ การซื้อขายพันธบัตรของธนาคารชาติ (Open Market Operations) และการให้ธนาคารพาณิชย์เพิ่มสำรองตามกฎหมาย (Commercial Banks Reserve Requirements) ซึ่งทั้ง 2 เครื่องมือจัดอยู่ในนโยบายที่เรียกว่า “Sterilization” นอกจากนี้ทั้งสองเครื่องมือดังกล่าวแล้ว ยังวิธีการทำ Sterilization ได้อีกหลายวิธี เช่น สนับสนุนให้คนในประเทศไปลงทุนต่างประเทศ อนุญาตให้ชาวต่างชาติสามารถกู้เงินในประเทศได้ เป็นต้น อย่างไรก็ตามมีข้อถกเถียงถึงข้อจำกัดและประสิทธิภาพของการใช้วิธี Sterilization มีงานวิจัยเชิงประจักษ์หลายชิ้น เช่น Montiel และ Reinhard (1999) แสดงให้เห็นว่า ประเทศที่ใช้วิธี Sterilization จะมีเงินทุนไหลเข้าเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ส่วนประกอบของเงินทุนไหลเข้ายังปรับเปลี่ยนเป็นเงินทุนระยะสั้นในสัดส่วนที่มากขึ้นเมื่อเทียบกับเงินทุนระยะยาวและเงินลงทุนโดยตรง การขาดประสิทธิภาพของมาตรการนี้ ทางทฤษฎีจึงมักมีมาตรการเสริม เช่น เพิ่มอัตราสำรองตามกฎหมาย เข้มงวดการปล่อยสินเชื่อของธนาคารชาติ เครื่องมือทางการเงินอีกเครื่องมือหนึ่งที่ประเทศต่าง ๆ นำมาใช้กันมากในการจัดการกับการที่มีเงินทุนไหลเข้า คือ การกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ต้องกันสำรอง (Reserve Requirements) Reinhard (1997) ได้สำรวจว่าประเทศในเอเชีย และลาตินอเมริกาได้มีการใช้ข้อกำหนดเรื่องกันสำรองไว้โดยละเอียด

2) *นโยบายการคลัง* ประเทศมักดำเนินนโยบายการคลังเพื่อสนับสนุนนโยบายการเงินในลักษณะที่ควบคุมการขยายตัวของอุปสงค์รวม ที่มักเกิดขึ้นในภาวะที่มีเงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าประเทศเป็นจำนวนมาก นโยบายการคลังแบบเข้มงวด (Tight Fiscal Policy) จะนำมาใช้เพื่อตอบโต้การขยายตัวของอุปสงค์รวมภาคเอกชน Goldstein (1995) ซึ่งให้เห็นว่านโยบาย

การคลังจะมีบทบาทสำคัญมาก ถ้าประเทศใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่และมีเงินทุนไหลเข้าเป็นจำนวนมาก

3) *นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน* ในสภาพแวดล้อมที่ประเทศต่างๆเปิดเสรีทางการเงินและเงินทุนสามารถเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศได้อย่างรวดเร็ว จึงมีคำถามที่เกิดขึ้นสองประการสำหรับประเทศตลาดเปิดใหม่ ประการแรก ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบใดจึงจะช่วยป้องกันไม่ให้เกิดวิกฤติเศรษฐกิจอันเนื่องมาจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ประการที่สอง เมื่อวิกฤติเกิดขึ้นแล้วควรดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบใดจึงจะช่วยแก้ปัญหาหรือบรรเทาวิกฤติที่เกิดขึ้น สำหรับประเด็นแรก ในทางทฤษฎีและความเห็นของนักวิชาการส่วนใหญ่ เช่น Mishkin (2000) และ Mejia (1999) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่เป็นระบบที่ไม่เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมที่ประเทศเปิดเสรีทางการเงิน ทั้งนี้ด้วยเหตุผลหลัก 5 ประการ ประการแรก คือ ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ในกรณีที่ต้องลดค่าเงินจะเกิดผลกระทบต่อการเพิ่มภาระหนี้ให้กับธุรกิจ และ สถาบันการเงิน เนื่องจากมักจะเป็นผู้กู้ ทำให้บังคับของสถาบันเหล่านี้เสื่อมลง ผลดังกล่าว เรียกว่า “Balance Sheet Effects” ประการที่สอง ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ช่วยลดความเสี่ยงของผู้ให้กู้และผู้กู้ จึงเป็นแรงจูงใจให้มีเงินทุนไหลเข้า และอาจนำไปสู่การขยายสินเชื่อในประเทศที่มากเกินไป ประการที่สาม ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวจะช่วยส่งสัญญาณเตือนภัยเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของค่าเงิน และทำให้ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องระมัดระวังในการให้กู้และขอ กู้ ซึ่งระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ขาดคุณสมบัติข้อนี้ ประการที่สี่ ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวช่วยป้องกันไม่ให้ปริมาณเงินขยายตัวตามเงินทุนที่ไหลเข้า พร้อมทั้งช่วยให้เห็นนโยบายการเงินมีความเป็นอิสระ และสามารถใช้ในการจัดการอุปสงค์รวมเพื่อสร้างเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ และประการที่ห้า การที่อัตราแลกเปลี่ยนผันแปร สร้างความไม่แน่นอนและลดแรงจูงใจในการโจมตีค่าเงิน นอกจากนี้ยังมีข้อเท็จจริงว่า ประเทศต่างๆ ได้หันมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว หรือ ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบจัดการ (Managed Float) เพิ่มมากขึ้น

#### 1.4.2 *นโยบายการปรับโครงสร้าง (Structural Policies)*

วิกฤตค่าเงินที่เกิดขึ้นในกลุ่มประเทศเอเชียในปลายทศวรรษที่ 1990 กระตุ้นให้มีการศึกษาและกล่าวถึงนโยบายการปรับโครงสร้างอย่างจริงจัง ทั้งนี้เนื่องจากสาเหตุที่ทำให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ไม่ได้เกิดจากปัจจัยที่เกี่ยวกับทางด้านเศรษฐศาสตร์อย่างเดียว หากแต่เกิดจากปัจจัยด้านอื่นๆ ซึ่งนโยบายเศรษฐศาสตร์มหภาคสามารถใช้แก้ปัญหาได้ จำเป็นต้องพึ่งพานโยบายอื่นๆ ประกอบ เช่น นโยบายการตรวจสอบและการควบคุมสถาบันการเงิน และการสร้างระบบ

ตรวจสอบ และเปิดเผยข้อมูลของธุรกิจ และสร้างระบบตรวจสอบการบริหารความเสี่ยงของสถาบันการเงิน เป็นต้น

#### 1.4.3 นโยบายการควบคุมเงินทุน (Capital Controls)

มาตรการการควบคุมเงินทุน แบ่งเป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ คือ การควบคุมโดยตรง (Administrative or Direct Control) และการควบคุมโดยอ้อม (Market-Based or Indirect Control) ความแตกต่างระหว่างวิธีการควบคุมทั้งสองประเภท คือ การควบคุมโดยตรงมุ่งหวังที่จะควบคุมปริมาณการเคลื่อนย้ายเงินทุน ซึ่งธนาคารชาติจะใช้วิธีออกกฎระเบียบให้ธนาคารพาณิชย์ปฏิบัติ สำหรับการควบคุมโดยอ้อม จะใช้มาตรการเพื่อลดแรงจูงใจในการนำเงินลงทุนเข้าหรือออกนอกประเทศ

##### 1) มาตรการการควบคุมโดยอ้อม

มาตรการการควบคุมโดยอ้อม เป็นมาตรการที่ยังคงให้ตลาดเป็นตัวชี้้นำในการตัดสินใจของภาคเอกชน แต่ภาครัฐบาลมีมาตรการเสริมเพื่อปรับเปลี่ยนพฤติกรรมของภาคเอกชน โดยมาตรการเสริมที่นำมาใช้จะทำให้ต้นทุนในการนำเงินเข้าหรือออกสูงขึ้น หรือทำให้ผลตอบแทนที่ได้รับลดลง มาตรการควบคุมโดยอ้อมที่นิยมใช้ ได้แก่

(1) กำหนดให้เมื่อธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินนำเงินตราต่างประเทศเข้ามา ต้องคงเงินสดสำรองไว้ที่ธนาคารชาติโดยไม่ได้รับดอกเบี้ย (Unremunerated Reserve Requirement: URR) เป็นมาตรการที่ทำให้ผลตอบแทนหรือรายได้จากการทำธุรกรรมระหว่างประเทศลดลง มีผลคล้ายกับการเก็บภาษี หรืออาจเรียกได้ว่าเป็นการเก็บภาษีทางอ้อม (Implicit Taxes) มาตรการนี้นำมาใช้ในช่วงเวลาที่มีเงินทุนไหลเข้าเป็นจำนวนมากและมักใช้กับเงินทุนไหลเข้าประเภทเงินลงทุนทางการเงิน (Portfolio Investment) ประเทศชิลีเป็นประเทศแรกที่น่ามาตรการนี้มาใช้ในปี ค.ศ. 1991

(2) การเก็บภาษีเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ในปี ค.ศ. 1987 James Tobin ได้เสนอให้เก็บภาษีจากรูกระกรรมการเงินระหว่างประเทศ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อลดความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและเพื่อสนับสนุนและส่งเสริมประสิทธิภาพการใช้นโยบายเศรษฐกิจมหภาคประเทศตอบโต้วิกฤตการณ์ที่ได้กล่าวมา วิกฤตการณ์ทางการเงินที่เกิดขึ้นในยุโรป ช่วงปี ค.ศ. 1992-1993 ในเม็กซิโกปี ค.ศ. 1994-1995 และที่เกิดขึ้นในเอเชีย ปี ค.ศ. 1997-1998 ได้กระตุ้นให้มีการพูดถึงแนวคิดของการเก็บภาษีเงินทุนระหว่างประเทศของ Tobin มากยิ่งขึ้น การเก็บภาษีในลักษณะ Tobin Tax อาจจะมีจุดเกิดจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนทุกประเภท หรือเลือกเก็บเฉพาะเงินทุนระยะสั้น การเก็บภาษีอาจจะเก็บจากเงินทุนไหลเข้าหรือเงินทุนไหลออกก็ได้ เช่น หลังวิกฤตเอเชียในเดือนกุมภาพันธ์ ปี ค.ศ. 1999 ประเทศมาเลเซียเก็บภาษีขาออก (Exit Tax) ของ

เงินทุนในอัตราร้อยละ 30 ของเงินทุนที่นำออกภายในหนึ่งปี หลังจากนั้นเก็บในอัตราร้อยละ 10 ส่วนประเทศบราซิลได้ใช้วิธีการเก็บภาษีสำหรับเงินทุนที่ไหลเข้าในช่วงปี ค.ศ. 1993-1997

(3) ระบบอัตราแลกเปลี่ยนสองหรือหลายอัตรา (Dual or Multiple Exchange Rates) เป็นระบบที่นำมาใช้เพื่อที่จะปกป้องทุนสำรองระหว่างประเทศที่มีน้อย แนวทางปฏิบัติจะกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามประเภทของธุรกรรม ประเทศไทยเคยนำมาใช้ในช่วงหลังสงครามโลกครั้งที่สอง ปัจจุบันนี้ไม่ค่อยมีการนำมาใช้ เนื่องจากในทางปฏิบัติยากที่จะควบคุมรูปแบบการควบคุมที่มีลักษณะเหมือนกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนสองอัตราที่นิยมมาใช้ คือ การแยกตลาดปริวรรตเงินตราเพื่อทำให้เกิดอัตราแลกเปลี่ยนสองอัตราที่เรียกว่า “Two-Tier Currency Market” มาตรการนี้ประเทศไทยนำมาใช้เสริมกับมาตรการอื่นในช่วงต้นปี ค.ศ. 1997 เพื่อป้องกันการโจมตีค่าเงินบาท

## 2) มาตรการการควบคุมโดยตรง

การควบคุมโดยตรง (Direct Control) มุ่งหวังที่จะควบคุมปริมาณการเคลื่อนย้ายเงินทุนออกนอกประเทศ ซึ่งธนาคารชาติจะใช้วิธีออกกฎระเบียบให้ธนาคารพาณิชย์ปฏิบัติ มาตรการควบคุมโดยตรงไม่ได้มีการนำมาใช้มากนักเมื่อเทียบกับมาตรการควบคุมทางอ้อม มาเลเซีย เป็นประเทศล่าสุดที่นำมาใช้ โดยประกาศใช้เมื่อวันที่ 1 กันยายน 2541 ภายหลังจากเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในเอเชีย มาตรการที่ดำเนินการโดยประเทศมาเลเซียค่อนข้างเข้มงวดและเป็นมาตรการที่รุนแรง และที่สำคัญประเทศมาเลเซียดำเนินการควบคุมเงินทุนและควบคุมตลาดปริวรรตเงินตรา เช่น การแยกตลาดเงินในประเทศ (On Shore Markets) และตลาดเงินนอกประเทศ (Off Shore Markets) การกำหนดหรือมีข้อห้ามไม่ให้ชาวต่างชาติเข้ามาซื้อเงินสกุลในประเทศ เป็นต้น การควบคุมโดยตรงของประเทศมาเลเซียนำไปสู่การถดถอยถึงประสิทธิภาพ และความเหมาะสมของมาตรการนี้อย่างกว้างขวาง Dornbusch (2001) ได้วิเคราะห์มาตรการการควบคุมเงินทุนของประเทศมาเลเซีย ผลการวิเคราะห์ชี้ให้เห็นว่า มาตรการควบคุมเงินทุน ของประเทศมาเลเซียใช้ ไม่ได้ช่วยให้ประเทศมาเลเซียประสบผลสำเร็จมากไปกว่าประเทศที่เกิดวิกฤติในเอเชีย ด้วยเหตุผลที่สนับสนุนข้อสรุป 2 ประการ คือ ประการแรก สภาพเศรษฐกิจของประเทศมาเลเซีย ก่อนเกิดวิกฤติอยู่ในสภาพที่ดีกว่าประเทศอื่น ประการที่สอง ประเทศมาเลเซียประกาศใช้มาตรการการควบคุมเงินทุนหลังจากจุดวิกฤติเศรษฐกิจได้ผ่านพ้นไปแล้ว ดังจะเห็นได้จากอัตราดอกเบี้ยในประเทศมาเลเซียและภูมิภาคเริ่มลดลง ประกอบกับสหรัฐอเมริกาได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยลง จึงเป็นการช่วยเสริมสร้างเสถียรภาพภายนอกให้กับประเทศในเอเชีย

## 2. ทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษา

ในการศึกษาครั้งนี้ ได้นำแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์มาอธิบาย ซึ่งประกอบด้วย

### 2.1 ทฤษฎีการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศ (Theory of International Capital Movement)

ประกอบด้วยแนวความคิดแบบดั้งเดิม ที่มีการพิจารณาการเคลื่อนย้ายทุนในแบบจำลองที่เรียกว่า แบบจำลองแบบ Flow (Flow Model) และแนวคิดที่ได้รับการปรับปรุงใหม่ ที่มีการพิจารณาการเคลื่อนย้ายทุนในแบบจำลองที่เรียกว่า แบบจำลองแบบ Stock (Stock Model) สาระสำคัญของแบบจำลองทั้งสองแบบ สามารถสรุปได้ดังนี้

**2.2.1 แบบจำลองแบบ Flow (Flow Model)** แบบจำลองแบบนี้เป็นแบบจำลองของแนวคิดแบบดั้งเดิมของการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศ ซึ่งมีสาระสำคัญ คือ การเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศจะขึ้นอยู่กับระดับผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในสองประเทศ โดยจะมีการเคลื่อนย้ายทุนจากประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำไปสู่ประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยสูง (วรัญญา พัฒนเข้ม 2540: 16) แต่ต่อมาแนวคิดนี้ขาดความน่าเชื่อถือ เนื่องจากได้มีการเคลื่อนย้ายทุนจากประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงไปยังประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำ ด้วยเหตุผลที่ว่า หากอัตราดอกเบี้ยในสองประเทศไม่มีการเปลี่ยนแปลง อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศคงที่ และไม่มีข้อกีดขวางในการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศแล้ว ทุนจะเคลื่อนย้ายจากประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าไปยังประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าเสมอ นอกจากนี้ หากอัตราดอกเบี้ยในสองประเทศไม่มีการเปลี่ยนแปลง ปริมาณทุนที่เคลื่อนย้ายในสองประเทศก็จะไม่เปลี่ยนแปลงด้วย แต่ในทางปฏิบัติ ปริมาณทุนที่เคลื่อนย้ายระหว่างประเทศจะมีการเปลี่ยนแปลงเสมอ แม้ว่าอัตราดอกเบี้ยในสองประเทศไม่มีการเปลี่ยนแปลงก็ตาม จากจุดอ่อนของแบบจำลองนี้ได้นำไปสู่การปรับปรุงแบบจำลองขึ้นใหม่เป็นแบบจำลองแบบ Stock

**2.2.2 แบบจำลองแบบ Stock (Stock Model)** แบบจำลองแบบนี้เป็นแบบจำลองแนวคิดการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศที่ปรับปรุงใหม่จากแบบจำลองแบบ Flow ที่ตั้งอยู่บนสมมุติฐานของการปรับตัวทางการเงิน (Portfolio Adjustment Assumptions) หรือที่เรียกกันโดยทั่วไปว่า แบบจำลองการปรับตัวทางการเงิน (Mundell, 1983: 200) ซึ่งแบบจำลองนี้มีสาระสำคัญ คือ การเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศจะมีผลมาจากการจัดการทรัพย์สินหรือทุนของผู้ลงทุนไปในทางเลือกของการลงทุนแบบต่าง ๆ ที่จะทำให้ผู้ลงทุนได้รับการตอบแทนสูง และมีความเสี่ยงต่ำ ซึ่งส่วนผสมของการลงทุนที่ได้จะให้ผลตอบแทนสูงแต่มีความเสี่ยงต่ำ สามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$K = K(R_k, C_k, R_n, C_n, R_b, C_b, W)$$

โดยที่

K	คือ การลงทุนในสินทรัพย์ K
$R_k$	คือ ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในสินทรัพย์ k
$C_k$	คือ ความเสี่ยงที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในสินทรัพย์ k
$R_n$	คือ ผลตอบแทนในทางเลือกของการลงทุนอื่น (n)
$C_n$	คือ ความเสี่ยงที่จะได้รับจากการเลือกทางเลือกของการลงทุนอื่น (n)
$R_b$	คือ ต้นทุนในการกู้ยืมจากตลาดทุน (b)
$C_b$	คือ ความเสี่ยงจากการกู้ยืมจากตลาดทุน (b)
W	คือ ปริมาณทรัพย์สินสุทธิ

การลงทุนในสินทรัพย์ K ของผู้ลงทุนในแบบจำลองข้างต้นจะขึ้นอยู่กับผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ( $R_k$ ) กับความเสี่ยงที่คาดว่าจะต้องเสีย ( $C_k$ ) จากการลงทุนในสินทรัพย์ K ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ และความเสี่ยงที่คาดว่าจะต้องเสียจากการลงทุนในทางเลือกอื่นที่คาดว่าจะทดแทนกันได้ ( $R_n$  และ  $C_n$  ตามลำดับ) และต้นทุนกับความเสี่ยงจากการกู้ยืมในตลาดทุน ( $R_b$  และ  $C_b$  ตามลำดับ) ซึ่งถ้าผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในสินทรัพย์ K เพิ่มขึ้น และความเสี่ยงที่คาดว่าจะต้องเสียลดลง และถ้าผลตอบแทนของทางเลือกการลงทุนอื่นที่คาดว่าจะทดแทนกันได้ลดลงพร้อม ๆ กันกับความเสี่ยงในทางเลือกดังกล่าวนั้นเพิ่มขึ้น หรือทั้งต้นทุนและความเสี่ยงจากการกู้ยืมในตลาดทุนลดลง การลงทุนในสินทรัพย์ K นี้ก็จะเพิ่มขึ้น และจะกลับกันในทิศทางตรงกันข้าม สำหรับปริมาณทรัพย์สินสุทธินั้นจะเปรียบได้กับรายได้ของผู้บริโภค กล่าวคือเมื่อสินค้าที่ผู้บริโภคจะซื้อนั้นเป็นสินค้าปกติ ผู้บริโภคจะทำการซื้อสินค้ามากขึ้นเมื่อรายได้ของเขาเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกันกับปริมาณทรัพย์สินสุทธิของผู้ลงทุน ดังนั้น เมื่อผู้ลงทุนมีปริมาณทรัพย์สินสุทธิดีขึ้น เขาก็จะทำการลงทุนในสินทรัพย์ K เพิ่มมากขึ้นด้วย และในทางตรงกันข้าม หากปริมาณทรัพย์สินของผู้ลงทุนลดลง เขาก็จะทำการลงทุนในสินทรัพย์ K ลดลงด้วย กล่าวโดยสรุป การเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศตามแบบจำลองการปรับตัวทางการเงินนี้ จะขึ้นอยู่กับผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ต้นทุนหรือความเสี่ยงที่จะต้องเสีย และปริมาณทรัพย์สินสุทธิที่เจ้าของทุนมีอยู่ซึ่งทั้งหมดนี้สามารถแสดงเป็นสมการได้ ดังนี้

$$B = B(R, C, W)$$



- โดยที่
- B คือ การเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศ
  - R คือ ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการเคลื่อนย้ายทุน
  - C คือ ต้นทุนหรือความเสี่ยงจากการเคลื่อนย้ายทุน
  - W คือ ปริมาณทรัพย์สินสุทธิ

**2.3 ทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Interest Rate Parity: IRP (Chacholiades, 1985)**

ถือเป็นทฤษฎีหลักที่สำคัญของการทำธุรกรรมทางการเงินระหว่างประเทศ ซึ่งเป็นทฤษฎีที่อธิบายถึงความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยกับค่าของเงินสกุลใดสกุลหนึ่งเมื่อเทียบกับอีกสกุลหนึ่งว่ามีค่าเป็นส่วนเพิ่มหรือส่วนลด โดยทฤษฎีนี้กล่าวว่าหากไม่พิจารณาต้นทุนในการทำธุรกรรม (Transaction Costs) แล้ว หลักทรัพย์หรือเงินตราสกุลใดที่มีความเสี่ยงเหมือนกันและมีกำหนดระยะเวลาได้ถอนเท่ากันของแต่ละประเทศ อาจมีอัตราดอกเบี้ยแตกต่างกัน ซึ่งความแตกต่างนี้มีค่าเท่ากับส่วนเพิ่ม (Forward Premium) หรือส่วนลด (Forward Discount) ของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศโดยปกติแล้วเงินทุนจะเคลื่อนย้ายไปสู่สถานที่ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า ดังนั้นถ้าไม่มีความเสี่ยงในเรื่องของอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Risk) เข้ามาเกี่ยวข้องแล้ว และถ้าในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยในสหรัฐฯ สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยของไทย นักลงทุนชาวไทยก็จะซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ อัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน (Spot Rate) เพื่อนำเงินเข้าไปลงทุนในสหรัฐฯ หรือใช้หากำไรจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย แต่ในความเป็นจริง นักลงทุนต้องเผชิญกับความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งอาจเพิ่มขึ้นหรือลดลงในช่วงเวลาใดๆ ดังนั้น นักลงทุนชาวไทยที่ไม่ชอบความเสี่ยงก็ต้องป้องกันความเสี่ยงดังกล่าวโดยการขายเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ได้จากการลงทุน (เงินต้นบวกอัตราผลตอบแทน) หรือการซื้อเงินบาทด้วยเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ณ อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในขณะนั้น (Forward Rate) นั่นเอง ซึ่งเรียกการกระทำในลักษณะนี้ว่า Covered-Interest Arbitrage ซึ่งในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้ามีค่ามากกว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันที นักลงทุนก็จะได้กำไรจากการลงทุนเท่ากับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนบวกด้วยกำไรจากการซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในราคาถูกในตลาดทันทีและขายเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในราคาแพงในตลาดล่วงหน้าหรือในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้ามีค่าเท่ากับอัตราแลกเปลี่ยนทันที นักลงทุนก็ยังคงได้รับกำไรจากการลงทุนเท่ากับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน แต่ในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้ามีค่าน้อยกว่าอัตราแลกเปลี่ยนทันทีแล้ว นักลงทุนอาจจะขาดทุนหรือได้กำไรจากการกระทำครั้งนี้ก็ได้ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับความแตกต่างของ อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้ากับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีว่าจะมากกว่าหรือน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่จะได้รับจากการลงทุนในครั้งนั้น การทำ Covered-Interest Arbitrage นี้จะดำเนินไปจนกระทั่งความแตกต่างของอัตรา

แลกเปลี่ยนล่วงหน้ากับอัตราแลกเปลี่ยนทันทีเท่ากับความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยของ 2 ประเทศที่กำลังพิจารณา ซึ่ง ณ จุดนี้เรียกว่าเกิด Neutrality Condition หรือ Interest Rate Parity นั่นเอง

$$\begin{aligned} \text{ถ้ากำหนดให้ } r_T &= \text{อัตราดอกเบี้ยเงินบาท} \\ r_A &= \text{อัตราดอกเบี้ยเงินดอลลาร์สหรัฐ} \\ s_T &= \text{อัตราแลกเปลี่ยนทันที (บาท: ดอลลาร์สหรัฐ)} \\ f_T &= \text{อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (บาท: ดอลลาร์สหรัฐ)} \end{aligned}$$

โดยที่ Forward Premium (Discount):

$$FP_T = \frac{(f_T - s_T)}{s_T}$$

ถ้า  $FP_T = 0$  แสดงว่าเงินดอลลาร์สหรัฐ มีค่าคงที่ (หรือค่าของเงินบาทคงที่) ผู้ลงทุนจะนำเงินไปลงทุนในประเทศสหรัฐ ซึ่งให้ผลตอบแทนมากกว่าประเทศของผู้ลงทุน

ถ้า  $FP_T > 0$  แสดงว่าเงินดอลลาร์สหรัฐ มีค่าเพิ่มขึ้น (หรือค่าของเงินบาทลดลง) ผู้ลงทุนจะนำเงินไปลงทุนในประเทศสหรัฐ ซึ่งให้ผลตอบแทนมากกว่าประเทศของผู้ลงทุน นอกจากนี้ยังได้รับผลตอบแทนจากการที่เงินดอลลาร์สหรัฐ มีค่าเพิ่มขึ้นอีกด้วย

ถ้า  $FP_T < 0$  แสดงว่าเงินดอลลาร์สหรัฐ มีค่าลดลง (หรือค่าของเงินบาทเพิ่มขึ้น) ผู้ลงทุนจะได้รับความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน ดังนั้นผู้ลงทุนจะต้องเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนสุทธิระหว่างความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยกับการขาดทุนจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน อันเนื่องมาจากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ มีค่าลดลง

ดังนั้น ถ้านำเงิน 1 บาทลงทุนในไทยจะให้ผลตอบแทนเมื่อสิ้นงวดเท่ากับ  $(1 + r_T)$  ในขณะที่ถ้านำเงิน 1 บาทเดียวกันไปลงทุนในสหรัฐจะให้ผลตอบแทนเท่ากับ  $\frac{r_T}{r_A}(1 + r_A)$  บาท ณ เวลาสิ้นงวด และจากทฤษฎีอำนาจซื้อเสมอภาคได้อธิบายถึงราคาของหลักทรัพย์ควรมีราคาเดียวในตลาดหลักทรัพย์ โดยสมมติว่าตลาดเงินเป็นตลาดที่มีการแข่งอย่างสมบูรณ์ปราศจากการควบคุม ไม่มีค่าใช้จ่ายในการซื้อขายเงินตราและได้รับการยกเว้นภาษี

ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยเสมอภาคจะเกิดขึ้นเมื่อ

$$(1 + r_T) = (1 + r_A) \frac{S_T}{f_T} \quad \text{โดยประมาณ}$$

โดยที่เงินทุนจะไหลจากไทยไปยังสหรัฐในกรณีที่

$$(1 + r_T) < (1 + r_A) \frac{S_T}{f_T}$$

และในทางกลับกันเงินทุนจะไหลจากสหรัฐมายังไทยในกรณีที่

$$(1 + r_T) > (1 + r_A) \frac{S_T}{f_T}$$

และในกรณีที่นักลงทุนต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง นักลงทุนจะต้องจ่ายค่าธรรมเนียมเพื่อป้องกันความเสี่ยงล่วงหน้า (fd) ซึ่งแสดงในรูปสมการได้ดังนี้

จากสมการอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค

$$(1 + r_T) = (1 + r_A)$$

แต่เนื่องจาก  $\frac{S_T}{f_T} = (1 + FP_T)$

ดังนั้น  $(1 + r_T) = (1 + r_A)(1 + FP_T)$

แต่เนื่องจาก  $r_A * FP_T$  มีค่าน้อยมาก ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่า

$$r_T - r_A = FP_T$$

หรือ  $r_T = r_A + FP_T$

ดังนั้น การโยกย้ายเงินตราระหว่างประเทศทำให้มีแนวโน้มที่จะเกิด Interest Rate Parity ขึ้น ซึ่งในกรณีที่  $r_T < r_A$  เป็นกรณีที่มีการลงทุนจากไทยไปยังสหรัฐฯ ส่งผลให้อุปทานของเงินในไทยลดลง ซึ่งจะทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่ประเทศสหรัฐฯมี

เงินทุนไหลเข้ามากขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้อุปทานของเงินเพิ่มขึ้น มีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ลดลง ซึ่งในที่สุดแล้วจะทำให้ความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยและสหรัฐฯมีค่าลดลง ในขณะที่สุดแล้วจะทำให้ความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยและสหรัฐฯมีค่าลดลง ในขณะที่สุดแล้วจะทำให้ความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยและสหรัฐฯมีค่าลดลง ในขณะที่สุดแล้วจะทำให้ความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยและสหรัฐฯมีค่าลดลง ในขณะที่สุดแล้วจะทำให้ความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยและสหรัฐฯมีค่าลดลง

ในขณะที่สุดแล้วจะทำให้ความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยและสหรัฐฯมีค่าลดลง ในขณะที่สุดแล้วจะทำให้ความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยและสหรัฐฯมีค่าลดลง ในขณะที่สุดแล้วจะทำให้ความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยและสหรัฐฯมีค่าลดลง

ในขณะที่สุดแล้วจะทำให้ความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยและสหรัฐฯมีค่าลดลง ในขณะที่สุดแล้วจะทำให้ความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยและสหรัฐฯมีค่าลดลง

จากทฤษฎีดังกล่าวทำให้สรุปได้ว่า การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศเกิดจากความแตกต่างในอัตราผลตอบแทนระหว่างประเทศ ซึ่งปัจจัยที่มีผลในการทำให้เกิดความแตกต่างในอัตราผลตอบแทนระหว่างประเทศคือ อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและผลรวมของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศกับค่าธรรมเนียมในการป้องกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยดังกล่าวจะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ส่งผลให้อุปทานของเงินภายในประเทศเปลี่ยนแปลงไปด้วย กล่าวคือ ถ้าผลรวมของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศกับค่าธรรมเนียมในการป้องกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ณ อัตราใดอัตราหนึ่งนั้น และอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศเพิ่มขึ้นหรือลดลง ทำให้ปริมาณเงินทุนไหลเข้าเพิ่มขึ้นหรือลดลง อุปทานของเงินภายในประเทศเพิ่มขึ้นหรือลดลง และถ้าอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศคงที่ ณ อัตราใดอัตราหนึ่ง และผลรวมของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศบวกกับค่าธรรมเนียมในการป้องกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้นหรือลดลง (แสดงถึงต้นทุนของอุปทานของเงินภายในประเทศอันเกิดจากการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศเพิ่มขึ้นหรือลดลง) ทำให้ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่หรือออกจากต่างประเทศลดลงหรือเพิ่มขึ้น

### 3. งานศึกษาที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างและนโยบายอัตราดอกเบี้ย

สมพงษ์ ฐานะ โสภณ (2523) ได้ศึกษาวิจัยโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยของประเทศไทย และการดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยในอดีตโดยศึกษาการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยเปรียบเทียบกับประเทศต่างๆ เช่น เกาหลีใต้ สิงคโปร์ เป็นต้น การศึกษาได้จัดแบ่งเป็นประเทศที่ใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยสูง ประเทศที่ใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยต่ำ และประเทศที่ใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยลอยตัว

เพื่อหาข้อสรุปและข้อเสนอแนะในการดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยในอนาคตควรมีโครงสร้างอย่างไร จึงจะมีส่วนช่วยในการพัฒนาเศรษฐกิจ โดยใช้ข้อมูลจากตลาดการเงินในระบบของธนาคารพาณิชย์ ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยของประเทศทั้งอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมในระยะเวลาที่ผ่านมา ตั้งแต่หลังสงครามโลกครั้งที่ 2 จนถึงระยะเวลาที่ทำการศึกษา (พ.ศ. 2488 - 2523) ไม่มีการเปลี่ยนแปลงมากนัก เนื่องจากในช่วงเวลาดังกล่าวทางการให้ความสำคัญกับการพัฒนาเศรษฐกิจค่อนข้างมาก นโยบายต่างๆจึงมุ่งเน้นการขยายตัวทางเศรษฐกิจ การใช้นโยบายการเงินด้านอัตราดอกเบี้ยที่มีการกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยไว้ค่อนข้างต่ำและคงที่เพื่อให้อัตราดอกเบี้ยเอื้ออำนวยต่อการลงทุนซึ่งเป็นลักษณะของนโยบายแบบ conventional interest rate policy ทำให้อัตราดอกเบี้ยในช่วงนี้ไม่สามารถสะท้อนสภาพที่แท้จริงของตลาดการเงินภายในประเทศ แม้ว่าภายหลังได้มีการปรับโครงสร้างอัตราดอกเบี้ย แต่ยังคงมีการดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยที่เลือกสนับสนุนเฉพาะภาคเศรษฐกิจ ตามแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับต่างๆ เช่น การสนับสนุนภาคการเกษตร ภาคการส่งออก เป็นต้น ทำให้มีการสรุปผลการศึกษาว่า ผลจากการใช้นโยบายเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยทำให้โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยไม่เหมาะสมกับการพัฒนาระบบเศรษฐกิจส่วนรวมอย่างแท้จริง แต่เป็นการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยเพื่อแก้ไขปัญหาเฉพาะกรณีในช่วงเวลาต่างๆ

มัลลิกา สนไพรี (2525) ได้ศึกษาวิจัยเรื่องอัตราดอกเบี้ยกับระบบเศรษฐกิจ และการเงินของประเทศไทย ซึ่งเป็นการวิเคราะห์เชิงพรรณนาโดยแสดงให้เห็นว่า อัตราดอกเบี้ยเป็นสิ่งสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจ โดยเป็นกลไกส่งผ่านและเชื่อมโยงระหว่างภาคการเงินและภาคเศรษฐกิจต่างๆ และได้กล่าวถึงความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ คือ ถ้าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศอยู่ในระดับต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศแล้ว จะทำให้ธนาคารพาณิชย์กู้ยืมเงินจากต่างประเทศ มาสมทบ กับเงินฝากในประเทศ แล้วปล่อยกู้ให้กับธุรกิจต่างๆ ส่วนทางด้านของการกำหนดนโยบายอัตราดอกเบี้ยนั้น ผู้ศึกษาได้เสนอรูปแบบของนโยบายอัตราดอกเบี้ย 2 วิธี คือ วิธีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยไว้ระดับใดระดับหนึ่งโดยเจ้าหน้าที่ทางการเงิน ซึ่งมีผลดี คือ การควบคุมอัตราดอกเบี้ยทำได้ง่าย ทำให้ผู้ลงทุนสามารถวางโครงการลงทุนระยะยาวได้ดี การควบคุมเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจทำได้ดีสามารถทราบสภาวะทางการเงินของตลาดเงินและวางแผนทางการเงินได้ แต่มีผลเสีย คือ เมื่อกำหนดอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าอัตราที่ควรจะเป็นตามสภาพแท้จริงทำให้ปริมาณเงินให้กู้มีไม่เพียงพอที่จะสนองความต้องการได้ การควบคุมอัตราดอกเบี้ยไว้ต่ำกว่าความเป็นจริง ทำให้ธุรกิจขาดความกระตือรือร้น ที่จะปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตให้ต้นทุนต่ำลง และวิธีที่สอง คือ การปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยขึ้นลงตามสภาพที่แท้จริงของตลาดเงิน โดยวิธีการเช่นนี้จะมีผลดีคือ ทำให้อัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงไปตามสภาวะการเงินของ

ตลาดโลก และสามารถปรับตัวได้อย่างอัตโนมัติและทันทั่วทั้งที่ ช่วยส่งเสริมให้ระบบสถาบันการเงิน มีการแข่งขันกันมากขึ้น มีการปรับปรุงประสิทธิภาพ คือช่วยให้มีการพัฒนาตลาดการเงิน ได้อย่าง รวดเร็วและกระตุ้นให้มีการสร้างตราสารทางการเงินมากขึ้น แต่ก็มีผลเสียคือจะก่อให้เกิดการแข่งขัน จนอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าที่ควรจะเป็น ทำให้มีผลกระทบต่อการลงทุนในประเทศที่ต้องประสบกับ ภาวะต้นทุนที่สูงขึ้นในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นนี้ จะมีผลต่อเนื่องถึงการปรับตัวของอัตรา ดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลให้สูงขึ้น จนทำให้ต้นทุนการกู้เงินของรัฐบาลกระทบต่องบประมาณ รายจ่ายของประเทศ

ป. อภิญา (2527) ได้ทำการศึกษาวิจัยเรื่องอัตราดอกเบี้ย: นโยบายอัตราดอกเบี้ยของ ไทย โดยแสดงให้เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยเป็นปัจจัยสำคัญต่อระบบการเงิน ทั้งในประเทศและ ต่างประเทศ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศก่อให้เกิดผลกระทบต่อการลงทุน และ การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศโดยเงินทุนจะไหลจากประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำไปสู่ ประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยสูง ทำให้ประเทศที่มีเงินทุนไหลออกจะประสบกับภาวะการขาดดุล การชำระเงินจนทำให้ประเทศต่างๆ ต้องใช้มาตรการเร่งด่วนเพื่อสกัดกั้นการไหลออกของ เงินตราในประเทศด้วยการขึ้นอัตราดอกเบี้ย ซึ่งผู้ศึกษาเรียกว่าเป็น สงครามอัตราดอกเบี้ย ประเทศไทยก็เช่นกัน มีการปรับอัตราดอกเบี้ยหลายครั้งเพื่อให้มีความเหมาะสมกับสภาพเศรษฐกิจของ ประเทศในขณะนั้นๆ ซึ่งการปรับอัตราดอกเบี้ยจะต้องใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสม โดยได้ เสนอทางเลือกนโยบายอัตราดอกเบี้ยไว้ 3 ลักษณะ คือ

1. นโยบายควบคุมอัตราดอกเบี้ย เป็นการควบคุมอัตราดอกเบี้ยให้คงที่ในระดับ ระดับหนึ่ง เพื่อให้เหมาะสมกับสภาพของประเทศที่กำลังพัฒนา แต่อัตราดอกเบี้ยนั้นจะไม่สะท้อน ถึงอุปสงค์และอุปทานที่แท้จริงของทุน ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยถูกกำหนดไว้ต่ำกว่าอัตราที่ควรจะเป็น จะทำให้เกิดปัญหาการขาดแคลนเงินออม ในขณะที่ประเทศมีความต้องการทุนเพื่อใช้ในการ พัฒนาประเทศ เจ้าหน้าที่ทางการเงินจึงเข้าแทรกแซงเพื่อกำหนดอัตราดอกเบี้ยให้มีเสถียรภาพและ จะต้องไม่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยให้เพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างรวดเร็วมากนัก เพื่อให้ผู้ลงทุนและผู้ ออมมีความมั่นใจในการวางแผนทางการเงินต่างๆ

2. นโยบายปรับอัตราดอกเบี้ยตามระดับราคา เป็นการแก้ไขผลเสียที่เกิดขึ้นจากการ ควบคุมอัตราดอกเบี้ยในระดับที่ต่ำกว่าระดับที่ควรจะเป็น จนส่งผลให้ปริมาณเงินให้กู้มีไม่เพียงพอ ต่อความต้องการเงินกู้ เพราะผู้ออมคาดคะเนว่าผลตอบแทนที่จะได้รับจากการให้กู้ ลดต่ำลงตาม ดัชนีราคาผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นการปรับอัตราดอกเบี้ยตามระดับราคาจะทำให้ผู้ออม ได้รับผลตอบแทนที่แท้จริงคงเดิม และนำเงินออมเข้าสู่ระบบของการให้กู้เพื่อสนองตอบกับ ความ ต้องการกู้ แต่ถ้าผู้บริโภคในระบบเศรษฐกิจมีการคาดคะเนว่าระดับราคาสูงขึ้นเรื่อยๆ จะก่อให้เกิด

การเร่งใช้จ่ายเพื่อบริโภค ซึ่งจะเป็นแรงผลักดันระดับราคาให้สูงยิ่งขึ้นไปอีก ซึ่งจะมีผลต่อระดับอัตราดอกเบี้ยที่จะต้องเพิ่มขึ้นตามระดับราคาที่สูงเกินจริงซึ่งไม่ได้สะท้อนตามสภาพที่แท้จริงของตลาด

3. นโยบายอัตราดอกเบี้ยลอยตัว เป็นการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยที่ปล่อยให้การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเป็นไปอย่างเสรี ตามสภาพที่แท้จริงของตลาด ซึ่งขึ้นอยู่กับอุปสงค์และอุปทานของตลาด ทำให้เกิดการใช้จ่ายเงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพและเป็นการพัฒนาตลาดเงินและตลาดทุนที่จะส่งผลดีแก่ระบบเศรษฐกิจ ตลอดจนเป็นการแก้ไขผลเสียของนโยบายอัตราดอกเบี้ย 2 ลักษณะแรกทีกล่าวไปแล้วว่าอัตราดอกเบี้ยไม่สามารถปรับตัวได้ทันทีตามความเป็นจริงของตลาด และอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเป็นลบในกรณีที่อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับสูง แต่การใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยลอยตัวก็มีผลเสียคือ อาจเกิดการรวมตัวของสถาบันการเงิน เพื่อทำการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในแต่ละขณะได้หากระบบการเงินขาดการแข่งขันที่มากพอ

#### 4. งานศึกษาที่เกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ

Donma L. Bean (2517) ได้ศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้าของประเทศญี่ปุ่น และทดสอบว่าปัจจัยใดที่เหมาะสมในการอธิบายถึงเงินทุนไหลเข้าโดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสในช่วงปี พ.ศ. 2502 – 2513 โดย Bean ได้สมมติให้ไม่มีภาพลวงตาทางการเงิน คือประชาชนจะปรับตัวทันทีที่รู้วาระดับราคามีการเปลี่ยนแปลงและระดับราคาในประเทศญี่ปุ่นไม่มีอิทธิพลต่อระดับราคาในตลาดโลก Bean ได้สรุปผลของปัจจัยที่นำมาหาความสัมพันธ์กับการไหลของเงินทุนได้ดังนี้ คือ

1. การขยายตัวของเศรษฐกิจ หรือการเพิ่มขึ้นของรายได้ประชาชาติจะสอดคล้องกับการเพิ่มขึ้นของเงินทุนไหลเข้า อันเป็นผลมาจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจะนำไปสู่ความต้องการถือเงินที่เพิ่มขึ้น
2. ระดับราคาจะมีผลต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้า โดย Bean พบว่าดัชนีราคาผู้บริโภคที่สูงขึ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางที่เป็นบวกกับเงินทุนไหลเข้าและอัตราดอกเบี้ยของประเทศญี่ปุ่นที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยตลาดโลกนำไปสู่การไหลออกของเงินทุน
3. ระดับสินเชื่อบริษัทในประเทศมีผลกระทบต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้า เพราะถ้าตัวแปรนี้มีค่ามาก ย่อมหมายถึงปริมาณเงินในประเทศที่สูงทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศต่ำกว่าการขยายตัวของสินเชื่อบริษัทในประเทศจึงส่งผลให้เงินทุนไหลออก

Maxwell J. Fly (2530) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่กำหนดการไหลเข้าของเงินทุนในประเทศกำลังพัฒนาโดยอาศัยแนวคิดทางด้านการเงิน แบบจำลองของ Fly ได้กำหนดให้มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Risk Premium) โดยประเทศที่ Fly ได้ศึกษาเป็นประเทศกำลังพัฒนาจำนวน 19 ประเทศ เป็นการศึกษาที่ใช้ข้อมูลแบบ Pooling Data จำนวน 338 ตัวอย่างในช่วงปี 1968 – 1985 มาวิเคราะห์โดยแต่ละประเทศมีปัจจัยที่กำหนดเงินทุนไหลเข้าเหมือนกันและใช้วิธี TSLs ในการวิเคราะห์ Fly พบว่าประเทศที่ศึกษามีปัจจัยที่กำหนดเงินทุนไหลเข้าที่คล้ายกัน ได้แก่ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด การคาดการณ์เกี่ยวกับค่าเงิน เป็นสาเหตุให้เงินทุนไหลออก และการขยายตัวของรายได้ประชาชาติ อัตราเงินเฟ้อเป็นสาเหตุจูงใจให้เงินทุนไหลเข้าภายในประเทศจึงส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศสูงขึ้นจูงใจให้เงินทุนจากต่างประเทศเข้ามา

วิลม บันดง (2545) ศึกษาเรื่องผลกระทบจากความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนและส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยต่อเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยน และผลกระทบจากความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยน ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยต่อเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ ภายใต้กรอบทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Covered Interest Parity: CIP) สำหรับข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทศวรรษรายเดือนตั้งแต่ พ.ศ. 2536-2543 และสร้างแบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) ในการวิเคราะห์ และใช้การทดสอบความเป็นเหตุผล (Granger Causality Test) การวิเคราะห์ปฏิกิริยาตอบสนองต่อความแปรปรวน (Impulse Response Function) และการวิเคราะห์โดยการแยกส่วนของความแปรปรวน (Variance Decomposition)

ผลการศึกษาผลกระทบจากความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยน ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ Variance Decomposition ในแบบจำลอง VAR ที่ใช้ Conditional Variance จาก DUIP พบว่าความแปรปรวนของความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยน ได้รับอิทธิพลมาจากค่าคลาดเคลื่อนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกันและอิทธิพลจากตัวแปรทั้ง 2 ตัว มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ขณะที่ความแปรปรวนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าได้รับอิทธิพลจากตัวเองในสัดส่วนที่สูง ส่วนของแบบจำลอง VAR ที่ใช้ Conditional Variance ของ DMFR พบว่าความแปรปรวนของความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนได้รับอิทธิพลมาจากเงินทุนไหลเข้าและส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกันและมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเมื่อเวลาผ่านไป ขณะที่ความแปรปรวนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าได้รับอิทธิพลจากตัวเองในสัดส่วนที่สูง



บัณฑิต ชัยวิญญาติ (2545) ได้ศึกษาเรื่องเงินทุนต่างประเทศกับการดำเนินนโยบายการเงินของไทย: การใช้เครื่องมือควบคุมด้านปริมาณ โดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนต่างประเทศกับการดำเนินนโยบายการเงิน โดยทำการศึกษาภายใต้กรอบการวิเคราะห์ของทฤษฎี Monetary Approach to Balance of Payment โดยสร้างแบบจำลอง Vector Autoregressive เป็นเครื่องมือศึกษาผลกระทบระหว่างเงินทุนต่างประเทศกับนโยบายการเงิน การศึกษาได้แบ่งเงินทุนไหลเข้าออกเป็น 4 ประเภท คือ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ การลงทุนด้านหลักทรัพย์จากต่างประเทศ เงินกู้ภาคเอกชนจากต่างประเทศ และบัญชีเงินจากต่างประเทศ โดยมีการศึกษา 2 ช่วงเวลา คือ ก่อนและหลังวิกฤติเศรษฐกิจ

ผลการศึกษาพบว่า การตอบสนองระหว่างเงินทุนต่างประเทศที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงการดำเนินนโยบายการเงินมีขนาดการตอบสนองไม่สูงมากนัก ไม่ว่าจะเป็นการตอบสนองของเงินทุนต่างประเทศที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงการดำเนินนโยบายการเงินหรือการดำเนินนโยบายการเงินที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนต่างประเทศ

การดำเนินนโยบายการเงินผ่านอัตราดอกเบี้ยก็ยังมีระหว่างธนาคาร การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์ภายในประเทศของธนาคารพาณิชย์หรือมูลค่าการถือครอง สภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ ไม่ได้ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนจากต่างประเทศมากนัก หรืออาจกล่าวอีกอย่างได้ว่า เจ้าหน้าที่ทางการเงินไม่ได้ดำเนินนโยบายเพื่อให้ตอบสนองต่อเงินทุนไหลเข้า แต่ภายหลังจากเกิดวิกฤติทางการเงิน เงินทุนจากต่างประเทศมีพฤติกรรมที่ตอบสนองต่อนโยบายการเงินเพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นว่าการดำเนินนโยบายการเงินมีบทบาทต่อการเปลี่ยนแปลงและตอบสนองต่อเงินทุนต่างประเทศมากขึ้นหรืออาจมาจากการเปลี่ยนแปลงของระบบอัตราแลกเปลี่ยนทำให้ นโยบายการเงินมีประสิทธิภาพสูงขึ้น

## บทที่ 3

### วิธีดำเนินการวิจัย

#### 1. ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษานี้เป็นตัวแปรทางด้านการเงินซึ่งมีความเชื่อมโยงกับทฤษฎีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ โดยในแบบจำลองแบบ Flow มีสาระสำคัญ คือ การเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศจะขึ้นอยู่กับระดับผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในสองประเทศ โดยจะมีการเคลื่อนย้ายทุนจากประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำไปสู่ประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยสูง ส่วนในแบบจำลองแบบ Stock กล่าวว่า การเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศจะมีผลมาจากการจัดทรัพย์สิน หรือทุนของผู้ลงทุนไปในทางเลือกของการลงทุนแบบต่างๆ ที่จะทำให้ผู้ลงทุนได้รับการตอบแทนสูง และมีความเสี่ยงต่ำ สำหรับการศึกษาครั้งนี้จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยกับเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ รวมถึงผลกระทบจากความเสี่ยงในการลงทุนและมาตรการควบคุมเงินทุนที่มีต่อเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ประกอบไปด้วย

##### 1.1 ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ (International Interest Rate

Differential: IRD)

อัตราดอกเบี้ยจะเป็นผลตอบแทนในการลงทุน และเป็นต้นทุนของเงินทุน ถ้าอัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ เงินทุนจากต่างประเทศจะไหลเข้ามาเพื่อลงทุนในประเทศในรูปแบบต่างๆ ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยในประเทศต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ เงินทุนจะไหลออกไปเพื่อลงทุนในที่ที่มีผลตอบแทนสูงกว่า ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่ใช้ในการศึกษา เป็นผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินในประเทศกับต่างประเทศ ซึ่งในครั้งนี้นำอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมข้ามคืนระหว่างธนาคารเฉลี่ยรายเดือน และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารในตลาดสิงคโปร์ระยะเวลา 3 เดือน เฉลี่ยรายเดือน ตามลำดับ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวเป็นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และประเทศสิงคโปร์เป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญของประเทศไทย โดยเฉพาะตั้งแต่เริ่มเปิดเสรีทางการเงินใน ปี พ.ศ.2533

## 1.2 ปริมาณเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศสุทธิ (Net Capital Flow: NCF)

เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศมีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศไทย ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังมีการเปิดเสรีทางการเงินเมื่อปี พ.ศ. 2533 ซึ่งเป็นการเปิดโอกาสให้เงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้าออกได้อย่างเสรีมากขึ้น ในการศึกษาครั้งนี้ใช้เงินทุนไหลเข้าสุทธิภาคเอกชนที่ไม่รวมถึงการลงทุนโดยตรง เนื่องจากเงินลงทุนโดยตรงส่วนใหญ่เป็นเงินทุนระยะยาว แต่ครั้งนี้มุ่งศึกษาเฉพาะเงินทุนระยะสั้น ซึ่งมีความผันผวนสูง

## 1.3 ตัวแปรหุ่น

ในการศึกษาครั้งนี้ประกอบด้วยตัวแปรหุ่น 2 ตัว คือ ความเสี่ยงจากการลงทุน และ มาตรการควบคุมเงินทุน

ความเสี่ยงจากการลงทุน ประกอบด้วยความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยมหภาค และปัจจัยจุลภาค โดยความเสี่ยงจากปัจจัยมหภาค เป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบที่นักลงทุนไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ เช่น สถานการณ์ทางเศรษฐกิจ การเงิน และการเมืองที่เปลี่ยนแปลงไป ส่วนความเสี่ยงจากปัจจัยจุลภาค เป็นความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ซึ่งเกิดขึ้นเฉพาะตัวของธุรกิจ นักลงทุนจึงสามารถหลีกเลี่ยงจากรiskดังกล่าวได้โดยการกระจายการลงทุน

มาตรการควบคุมเงินทุน มีหลายประเภทและหลายระดับ โดยเป็นการพยายามจัดการขนาดและองค์ประกอบของทุนระหว่างประเทศ และกำหนดข้อจำกัดเกี่ยวกับการไหลเข้าออกของเงินทุน ทั้งนี้ มาตรการควบคุมเงินลงทุนในความหมายกว้างยังนับรวมถึงมาตรการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินภายในประเทศด้วย ซึ่งมาตรการควบคุมเงินทุนจะช่วยสร้างเสถียรภาพทางการเงิน ลดความผันผวนทางการเงินได้

เนื่องจากความเสี่ยงจากการลงทุนและมาตรการควบคุมเงินทุน เป็นตัวแปรคุณภาพ (Qualitative Variable) ในการหาความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนไหลเข้าสุทธิต่อความเสี่ยงในการลงทุน และมาตรการควบคุมเงินทุนจะต้องมีการกำหนดค่าตัวแปร

โดยกำหนดให้  $D_1$  คือ มาตรการควบคุมเงินทุน

$D_2$  คือ ความเสี่ยงจากการลงทุน

และ 
$$D_1 = \begin{cases} 1 & \text{ถ้า มีการใช้มาตรการกันสำรอง 30\%} \\ 0 & \text{ถ้า ไม่มีการใช้มาตรการกันสำรอง 30\%} \end{cases}$$

$$D_2 = \begin{cases} 1 & \text{ถ้า มีความเสี่ยงในการลงทุน} \\ 0 & \text{ถ้า ไม่มีความเสี่ยงในการลงทุน} \end{cases}$$

เมื่อพิจารณาช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษา คือ ตั้งแต่เดือนมกราคม 2536 ถึง เดือนตุลาคม 2551 ช่วงที่การลงทุนในประเทศไทยมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจน คือ ช่วงที่ประเทศไทยเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในช่วงปีพ.ศ.2540 – 2542 จึงกำหนดให้ช่วงเวลาดังกล่าว คือ ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2540 – ธันวาคม 2542 เป็นช่วงที่มีความเสี่ยงจากการลงทุน ส่วนช่วงเวลาอื่นเป็นช่วงที่ไม่มีความเสี่ยงในการลงทุน ส่วนมาตรการควบคุมเงินทุน ซึ่งในครั้งนี้งูกศึกษาถึงผลกระทบของมาตรการกันสำรอง 30% จึงกำหนดให้ช่วงที่มีการประกาศใช้มาตรการดังกล่าว คือ ตั้งแต่เดือนธันวาคม 2549 – ตุลาคม 2551 เป็นช่วงที่มีการใช้มาตรการกันสำรอง 30% และช่วงเวลาอื่นเป็นช่วงที่ไม่มีการใช้มาตรการกันสำรอง 30%

## 2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศและปริมาณเงินทุนจากต่างประเทศ จะใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) เพื่อลดปัญหาในการกำหนดลักษณะความสัมพันธ์ที่ชัดเจน และหลีกเลี่ยงปัญหาการระบุชนิดของตัวแปรว่าเป็นตัวแปรภายใน หรือ ตัวแปรภายนอก เนื่องจากตัวแปรในแบบจำลอง VAR จะถูกวิเคราะห์ว่าเป็นตัวแปรภายในทั้งหมด โดยการศึกษาครั้งนี้อาศัยเทคนิคการวิเคราะห์ปฏิกิริยาตอบสนองต่อความแปรปรวน (Impulse Response Function) และการวิเคราะห์แยกส่วนความแปรปรวน (Variance Decomposition) เพื่อให้เข้าใจหลักการทั่วไปของแบบจำลอง VAR ในขั้นแรกจะพิจารณาระบบสมการแสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรภายในทั้งหมด  $n$  ตัว

$$AY_1 = \Gamma_0 + \sum_{i=1}^p \Gamma_i Y_{t-1} + u \quad (3.1)$$

โดยที่	$Y_t$	คือ เมตริกซ์ของตัวแปรภายในซึ่งมีเวกเตอร์ขนาด $n \times 1$
	$A$	คือ เมตริกซ์ของค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรภายในที่มีเวกเตอร์ขนาด $n \times n$
	$\Gamma_0$	คือ เมตริกซ์ของค่าคงที่ที่มีเวกเตอร์ขนาด $n \times 1$
	$\Gamma_1$	คือ เมตริกซ์ของค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรภายในที่มีขนาด $n \times n$

คั้งนี้  
 $p$  คือ ระดับ Lag ที่เหมาะสม  
 $u_t$  คือ เมตริกซ์ของค่าคลาดเคลื่อนที่มีเวกเตอร์ขนาด  $n \times 1$  และมีคุณสมบัติ

$$E(u_t) = 0$$

$$E(u_t u_{t-s}) = \Omega \quad \text{ถ้า } s = 0$$

$$E(u_t u_{t-s}) = 0 \quad \text{ถ้า } s \neq 0$$

$$E(u_t Y_{t-s}) = 0$$

จากสมการที่ (3.1) คูณด้วย  $A^{-1}$  โดยตลอด เพื่อหา Vector Autoregressive ในเชิงลดรูปจะได้ว่า

$$Y_t = B_0 + \sum_{i=1}^n B_1 Y_{t-1} + e_t \quad (3.2)$$

โดยที่  $B_0, B_1, e_t$  มีค่าเท่ากับ  $A^{-1}\Gamma_0, A^{-1}\Gamma_1, A^{-1}\Gamma_{ut}$  ตามลำดับ

สำหรับขั้นตอนในการศึกษาครั้งนี้ ประกอบด้วย

## 2.1 การทดสอบ Unit Root

เนื่องจากตัวแปรที่นำมาศึกษา ซึ่งประกอบด้วย ปริมาณเงินทุนไหลเข้า และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย เป็นข้อมูลอนุกรมเวลาที่มีความถี่ของข้อมูลสูง ค่าเฉลี่ยและค่าความแปรปรวนของข้อมูลจึงเปลี่ยนแปลงไปตามเวลา จึงต้องมีการทดสอบคุณสมบัติ Non-Stationary ของข้อมูลที่นำมาศึกษา หากพบว่าข้อมูลมีคุณสมบัติ Non-Stationary ต้องทำการแก้ปัญหาด้วยวิธีการหาความแตกต่างของข้อมูล (First Difference) หรือนำข้อมูลมาแปลงให้อยู่ในรูป Logarithm

การทดสอบ Unit Root ถูกพัฒนาขึ้น โดย Dickey และ Fuller (1979) เป็นการทดสอบที่อาศัยแนวคิดพื้นฐานจากแบบจำลอง Autoregressive Model โดยใช้สมการดังต่อไปนี้

$$x_t = \rho x_t + \varepsilon_t \quad (3.3)$$

$x_t$  = ตัวแปรเชิงอนุกรมเวลาที่ต้องการศึกษา

$\rho$  = สัมประสิทธิ์ของตัวแปรล่าช้า (Lagged) ของอนุกรมเวลา  $x_t$

$\varepsilon_t$  = ค่าความคลาดเคลื่อน (Error Term) โดยที่  $\varepsilon_t \sim N(0, \rho^2)$

การทดสอบ Stationary จะพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรล่าช้า ( $\rho$ ) โดยมีเงื่อนไข ดังนี้

1. ถ้า  $[\rho] < 1$  แสดง  $x_t$  มีลักษณะ Stationary
2. ถ้า  $[\rho] \geq 1$  แสดง  $x_t$  มีลักษณะ Non-Stationary

โดยมีสมมติฐานที่ใช้ทดสอบดังต่อไปนี้

$$H_0: \rho = 1 \quad (\text{Non-Stationary})$$

$$H_1: \rho < 1 \quad (\text{Stationary})$$

ต่อมา Dickey และ Fuller ได้พัฒนาการทดสอบ Unit Root โดยเพิ่มค่าคงที่ ( $\alpha$ ) และ Time Trend (t) ในการอธิบาย  $x_t$  โดยสามารถเขียนได้ดังนี้

$$x_t = \alpha + \beta T + \rho x_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.4)$$

โดยที่  $\alpha$  = ค่าคงที่

$T$  = Time Trend

$\beta$  = สัมประสิทธิ์ของ Time Trend

การทดสอบตามแนวคิดดังกล่าวสามารถประยุกต์ให้อยู่ในรูปของสมการที่ง่ายต่อการทดสอบ ดังนี้

กำหนดให้  $x_t$  สามารถเขียนให้อยู่ในรูปของสมการ ดังต่อไปนี้

$$x_t = \alpha + \beta T + \rho x_{t-1} + \lambda \Delta x_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.5)$$

$$\Delta x_{t-1} = x_{t-1} - x_{t-2}$$

โดย  $\lambda$  หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์ของ Lag ของ First Different จากสมการสามารถใช้วิธี OLS ทดสอบ Unrestricted ได้ดังนี้

$$x_t - x_{t-1} = \alpha + \beta T + (\rho - 1)x_{t-1} + \lambda \Delta x_{t-1} \quad (3.6)$$

และสามารถเขียนสมการ Restricted ได้ดังต่อไปนี้

$$x_t - x_{t-1} = \alpha + \lambda \Delta x_{t-1} \quad (3.7)$$

จากสมการที่ (3.6) และ (3.7) สามารถใช้ค่า F-Ratio ทดสอบค่า  $(\beta = 0)$  และ  $(\rho = 1)$  ได้ แต่เนื่องจากสัดส่วนที่คำนวณได้จากสมการที่ดังกล่าว มีแนวโน้มที่จะไม่กระจายตัวแบบมาตรฐาน F (Standard F Distribution) Dickey และ Fuller เสนอให้เขียนสมการข้างต้นในรูปแบบใหม่ดังต่อไปนี้

$$x_t = \alpha + \rho x_{t-1} + \beta T + \sum_{i=1}^k x_{t-i} + \varepsilon_t \quad (3.8)$$

โดย

$$\sum_{i=1}^k x_{t-1} \quad \text{เท่ากับ ผลกระทบ Autocorrelation ของ } x_t \text{ ลำดับสูงกว่า}$$

$K$  = จำนวน Lagged ที่ทำให้ Error Term ไม่เกิดปัญหา Autocorrelation

โดยที่  $\gamma = \rho - 1$  ดังนั้นสมมติฐานการทดสอบ Unit Root Test สามารถเขียนได้ดังนี้

$$H_0: \gamma = 0 \quad (\text{Non-Stationary})$$

$$H_1: \gamma < 0 \quad (\text{Stationary})$$

## 2.2 การทดสอบระยะเวลาล่าช้า (Lagged Length) ของตัวแปรล่าช้าที่เหมาะสม

การเลือกระดับ Lag ที่เหมาะสมเป็นเงื่อนไขที่มีความสำคัญในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลอง VAR เนื่องจากการเลือกระดับ Lag ที่มากเกินไปจะมีผลกระทบต่อระดับ Degree of Freedom ลดลงและมีค่าสัมประสิทธิ์ที่ต้องคำนวณมากเกินไป ระดับ Lag ที่ระดับต่ำเกินไปจะทำให้เกิดปัญหาการระบุความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ผิดพลาดได้

Likelihood Ratio Test (LR Test) เป็นการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติ โดยการใช้ตัวสถิติแบบ Likelihood Ratio ที่มีการแจกแจงแบบ Chi-squared เพื่อทำการทดสอบหาจำนวน Lag ที่เหมาะสม ซึ่งมีรูปแบบสมการดังนี้

$$LR = (T - K)(\log|\Sigma_R| - \log|\Sigma_U|) \approx \chi^2(q) \quad (3.9)$$

โดยที่

- T คือ จำนวน Usable Observations ซึ่งเท่ากับจำนวนข้อมูลลบด้วยจำนวน Lag สูงสุด ที่ใช้ในการประมาณค่า
- K คือ จำนวนสัมประสิทธิ์และค่าคงที่ในแต่ละสมการของ Unrestricted Model
- $\log|\Sigma_R|$  คือ Logarithm ของ Determinant of Restricted Matrices of Cross Products of Residuals
- $\log|\Sigma_U|$  คือ Logarithm ของ Determinant of Unrestricted Matrices of Cross Products of Residuals
- q คือ จำนวนของ Parameter Restrictions ของทุกสมการใน Reduced Form VAR Model

สำหรับการหาจำนวน Lag ที่เหมาะสม ในขั้นแรก เราต้องประมาณค่า Reduced Form VAR Model โดยใช้จำนวน Lag สูงสุด จากนั้น ประมาณค่า Reduced Form VAR Model อีกครั้ง โดยใช้จำนวน Lag ที่ต่ำกว่า โดยมีสมมติฐานหลัก (Null Hypothesis) ว่า จำนวน Lag ที่ต่ำกว่า เป็น Lag ที่มีความเหมาะสม โดยที่ Reduced Form VAR Model ที่มี Lag สูงกว่าเป็น Unrestricted Model ส่วน Reduced Form VAR Model ที่มี Lag ต่ำกว่า เป็น Restricted Model หากค่าสถิติ LR ที่คำนวณได้มีค่าต่ำกว่าค่าวิกฤตอย่างมีนัยสำคัญ ก็สามารถสรุปได้ว่า จำนวน Lag ที่ต่ำกว่ามีความเหมาะสม และทำการทดสอบเช่นนี้ไปเรื่อยๆ โดยสมมติฐานหลัก (Null Hypothesis) ครั้งต่อไป คือ จำนวน Lag ที่ต่ำกว่าจำนวน Lag ที่ได้จากการทดสอบครั้งนี้มีความเหมาะสม เพื่อทำการหาจำนวน Lag ที่เหมาะสมต่อไป



### 2.3 การวิเคราะห์ปฏิกิริยาตอบสนองต่อความแปรปรวน (Impulse Response

#### Function)

การวิเคราะห์ด้วยวิธี Impulse Response Function มีวัตถุประสงค์เพื่อทราบว่าการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของตัวแปรซึ่งวัดในรูปของ One Standard Deviation มีผลกระทบต่อตัวแปรอื่นๆในระบบทั้งในช่วงเวลาเดียวกันและช่วงเวลาอื่นในอนาคตอย่างไร การวิเคราะห์ด้วยวิธีนี้จะทำให้ทราบว่า ความผันผวนของปริมาณเงินทุนไหลเข้าในเวลา  $t$  ส่งผลกระทบต่อส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยอย่างไรทั้งในด้านปริมาณและทิศทางของผลกระทบในทำนองเดียวกันก็จะทราบว่าการเปลี่ยนแปลงในส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลกระทบต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้าอย่างไร

Impulse Response Function เป็นการวิเคราะห์ผลกระทบความคลาดเคลื่อนของตัวแปรใดๆ ในแบบจำลองที่มีต่อตัวแปรอื่นๆ ทั้งในช่วงเวลาเดียวกันและช่วงเวลาต่างกันในอนาคต การวิเคราะห์เริ่มจากเขียนสมการ Generalized Autoregressive Conditional Heterosce Dasticity Model ในรูปของ Vector Moving Average (VMA) ซึ่งตัวแปรแต่ละตัวถูกอธิบายด้วยค่าคลาดเคลื่อนของตัวแปรทั้งหมดในแบบจำลอง โดยสามารถเขียนได้ดังนี้

$$y_t = \bar{y}_t + \sum_{i=1}^{\alpha} B_i e_{t-i} \quad (3.10)$$

สมการที่ (3.10) เป็นสมการระบุว่าค่า  $y_t$  ในปัจจุบันมีค่าเท่ากับค่าคาดการณ์ของ  $y_t$  รวมกับค่าคลาดเคลื่อนของตัวแปรอื่นๆในแบบจำลอง การกำหนดให้  $e_t$  แทนด้วย  $A^{-1}U_t$  เนื่องจากในแบบจำลอง VAR ค่า  $e_t$  จะไม่มีความสัมพันธ์แบบต่อเนื่อง (Serially Uncorrelated) แต่อาจมีความสัมพันธ์ในลักษณะ Contemporaneously ดังนั้น จึงแทนค่า  $e_t = A^{-1}U_t$  ลงในสมการที่ (3.10) จะได้

$$y_t = \bar{y}_t + \sum_{i=0}^{\alpha} B_i A^{-1} \mu_{t-1} \quad (3.11)$$

กำหนดให้  $\phi_i = B_i A^{-1}$  สามารถเขียนสมการที่ (3.11) ในรูปแบบใหม่ได้ดังนี้

$$y_t = \bar{y}_t + \sum_{i=0}^{\alpha} \phi_i \mu_{t-1} \quad (3.12)$$

ค่า  $\bar{y}$  สามารถแสดงในรูป  $[IRD_t, NCF_t]$  จึงสามารถเขียนสมการที่ (3.12) ให้อยู่ในรูปของเมตริกได้ดังต่อไปนี้

$$\begin{bmatrix} IRD_t \\ NCF_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \overline{IRD_t} \\ \overline{NCF_t} \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\alpha} \begin{bmatrix} \phi_{11}(i) & \phi_{12}(i) \\ \phi_{21}(i) & \phi_{22}(i) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} U_{IRD_t} \\ U_{NCF_t} \end{bmatrix}$$

ค่า  $\phi_{jk}(0)$  คือ Impact Multipliers ซึ่งแสดงให้เห็นถึงการตอบสนองอย่างทันทีของระบบสมการต่อหนึ่งหน่วยของความคลาดเคลื่อน และ  $\phi_{jk}(i)$  คือ ค่า Impulse Response Function ตัวอย่างเช่น  $\phi_{21}(0)$  คือ สัมประสิทธิ์ที่บอกให้ทราบถึงผลกระทบที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงอย่างทันทีทันใดของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ (IRD) ที่มีต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศสุทธิ (NCF) ในขณะที่  $\phi_{12}(0)$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่บอกให้ทราบถึงผลกระทบที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงอย่างทันทีทันใดของปริมาณเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศสุทธิ (NCF) ที่มีต่อส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ ในทำนองเดียวกันค่าสัมประสิทธิ์  $\phi_{21}(1)$  และ  $\phi_{12}(1)$  คือค่าสัมประสิทธิ์ที่บอกให้ทราบถึงผลกระทบจากการเปลี่ยนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศที่เวลา  $t - 1$  ( $IRD_{t-1}$ ) ที่มีต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศสุทธิ (NCF) และผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศสุทธิที่เวลา  $t - 1$  ( $NCF_{t-1}$ ) ที่มีต่อส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ

#### 2.4 การวิเคราะห์โดยการแยกส่วนความแปรปรวน (Variance Decomposition)

Variance Decomposition เป็นวิธีการวิเคราะห์เพื่อให้ทราบถึงคุณสมบัติของ Forecast Error Variance และทราบถึงลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ในแบบจำลอง การทราบคุณสมบัติของ Forecast Error Variance ทำให้สามารถคาดการณ์ลักษณะของความสัมพันธ์ของตัวแปรที่นอกเหนือจากช่วงเวลาที่ทำการศึกษาได้

Variance Decomposition คือ การพิจารณาว่า Forecast Error Variance ของตัวแปรนั้นๆ เป็นผลมาจากค่าคาดเคลื่อนของตัวเองและตัวแปรอื่นๆ ในสัดส่วนอย่างไร ผลจากการวิเคราะห์ด้วยวิธีดังกล่าวนี้จึงทำให้ทราบว่า Forecast Error Variance ของตัวแปรที่ศึกษาได้รับอิทธิพลมาจากตัวแปรใดบ้าง มีทิศทางและสัดส่วนอย่างไร และเปลี่ยนแปลงอย่างไรในแต่ละช่วงเวลา

## 2.5 การวิเคราะห์การถดถอยแบบเส้นตรงพหุคูณด้วยตัวแปรหุ่น

การวิเคราะห์การถดถอยในรูปสมการเชิงเส้นพหุคูณด้วยการใช้ตัวแปรหุ่น จะใช้เมื่อตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาไม่สามารถคำนวณค่าได้ ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้ได้นำเครื่องมือนี้มาใช้เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบจากมาตรการควบคุมเงินลงทุน และความเสี่ยงจากการลงทุนที่มีต่อเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ โดยได้สร้างตัวแปรขึ้นมาแทนตัวแปรดังกล่าว เรียกว่าตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) ซึ่งจำแนกได้ 2 ลักษณะใหญ่ๆ คือ กรณีตัวแปรอิสระมีค่าที่เป็นไปได้เพียง 2 ค่า และกรณีตัวแปรอิสระมีค่าที่เป็นไปได้มากกว่า 2 ค่า ซึ่งในที่นี้ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษามีค่าที่เป็นไปได้มากกว่า 3 ค่า จึงสามารถสร้างตัวแปรหุ่นขึ้นมาได้จำนวน 2 ตัว ดังนี้

ตัวแปรหุ่น  $D_1$  แทนสถานการณ์ที่มีการควบคุมเงินลงทุน คือ  $D_1$  มีค่า 1 และมีค่า 0 ถ้าไม่มีการควบคุมเงินลงทุน

ตัวแปรหุ่น  $D_2$  แทนสถานการณ์ที่มีความเสี่ยงจากการลงทุน คือ  $D_2$  มีค่า 1 และมีค่า 0 ถ้าไม่มีความเสี่ยงจากการลงทุน

กรณีที่เป็นสถานการณ์ปกติ คือ กรณีที่  $D_1$  และ  $D_2$  มีค่าเป็น 0 ทุกตัว

สมการความถดถอยซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ กับ มาตรการควบคุมเงินลงทุนและความเสี่ยงจากการลงทุน คือ

$$NCF = \beta_0 + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + e \quad (3.13)$$

และค่าประมาณของ NCF คือ

$$\hat{NCF} = a + b_1 D_1 + b_2 D_2 \quad (3.14)$$

โดยมีสมมติฐานทางสถิติสำหรับการทดสอบ ดังนี้

$H_0$ : ตัวแปรอิสระทุกตัวไม่มีอิทธิพลต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ หรือไม่สามารถใช้พยากรณ์ได้ทุกตัว

$H_1$ : ตัวแปรอิสระบางตัวมีอิทธิพลต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ หรือสามารถใช้พยากรณ์ได้บางตัว

ถ้ายอมรับสมมติฐาน  $H_0$  แสดงว่าไม่ควรใช้ตัวแปรทั้งหมดมาพยากรณ์ แต่ถ้าปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0$  แสดงว่ามีตัวแปรบางตัวใช้พยากรณ์เงินทุนไหลเข้าสุทธิได้ จึงทำการทดสอบสมมติฐานต่อไปดังนี้

$H_0$ : ตัวแปรอิสระตัวที่  $i$  ไม่สามารถใช้พยากรณ์ได้

$H_1$ : ตัวแปรอิสระตัวที่  $i$  สามารถใช้พยากรณ์ได้

### 3. การเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศและเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศสุทธิ โดยจะใช้ข้อมูลตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2536 ถึง เดือน ตุลาคม พ.ศ. 2551 รวมทั้งสิ้น 190 เดือน ซึ่งข้อมูลดังกล่าวรวบรวมได้จากฐานข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย

### 4. การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วยการวิเคราะห์ในรูปแบบของสถิติพรรณนา (Descriptive statistics) เพื่อบรรยายถึงลักษณะเฉพาะของตัวแปร และการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยใช้ความรู้ทางเศรษฐมิติ โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน คือ

#### 4.1 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศ

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศและปริมาณเงินทุนจากต่างประเทศ ใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) โดยอาศัยเทคนิคการวิเคราะห์ปฏิกริยาตอบสนองต่อความแปรปรวน (Impulse Response Function) และการวิเคราะห์แยกส่วนความแปรปรวน (Variance Decomposition) ซึ่งในขั้นตอนแรกของการศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูล คือ การทดสอบคุณสมบัติ Non-Stationary ของข้อมูลที่นำมาศึกษา เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลอนุกรมเวลาซึ่งมีความถี่ของข้อมูลสูง ค่าเฉลี่ยและความแปรปรวนของข้อมูลจึงเปลี่ยนแปลงไปตามเวลา สำหรับข้อมูลที่มีคุณสมบัติ Non-Stationary อาจแก้ปัญหาด้วยวิธี First Difference หลังจากนั้นจะต้องทำการเลือกกระดบ Lag ที่เหมาะสม ซึ่งเป็นเงื่อนไขที่มีความสำคัญใน

การอธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรในแบบจำลอง VAR และทำการทดสอบว่าการประมาณค่าแบบจำลอง VAR ที่ระดับ Lag ดังกล่าวเกิดปัญหา Autocorrelation หรือไม่ ในขั้นตอนต่อไปคือการวิเคราะห์ปฏิกริยาตอบสนองต่อความแปรปรวน (Impulse Response Function) และการวิเคราะห์โดยการแยกส่วนความแปรปรวน (Variance Decomposition) โดยในครั้งนี้จะทำการเปรียบเทียบผลการศึกษาที่ได้จากข้อมูลที่ผ่านมาการแก้ไขปัญหา Non-Stationary และข้อมูลที่ไม่ผ่านการแก้ไขปัญหาดังกล่าวด้วย

#### 4.2 การศึกษาผลกระทบจากมาตรการควบคุมเงินทุนและความเสี่ยงจากการลงทุนที่มีต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้าสุทธิ

สำหรับการศึกษาผลกระทบจากมาตรการควบคุมเงินทุนและความเสี่ยงจากการลงทุนที่มีต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้าสุทธิ มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาถึงปัจจัยอื่นๆที่อาจจะมีผลกระทบต่อการไหลเข้าออกของปริมาณเงินทุนจากต่างประเทศ ซึ่งตัวแปรที่ใช้ในการศึกษานี้ ได้แก่ มาตรการควบคุมเงินทุน และ ความเสี่ยงจากการลงทุน ซึ่งเป็นตัวแปรเชิงคุณภาพ ที่ไม่สามารถวัดค่าออกมาได้ว่ามากหรือน้อย ในการหาความสัมพันธ์ดังกล่าวขั้นแรกจึงต้องกำหนดค่าตัวแปร เรียกว่า ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) และใช้เทคนิค ANOVA ในการศึกษา

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

#### 1. ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ

##### 1.1 การทดสอบ Stationary ของตัวแปร

เนื่องด้วยข้อมูลที่นำมาศึกษาเป็นตัวแปรเชิงอนุกรมเวลา จึงต้องมีการทดสอบ Stationary ของตัวแปรด้วยการทดสอบ Unit Root ถ้าตัวแปรใดมีคุณสมบัติ Non-stationary ต้องแก้ปัญหาดังกล่าวก่อนการวิเคราะห์ ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้ได้แก้ปัญหาดังกล่าวด้วยวิธี First-difference และทดสอบ Unit Root ด้วยวิธีของ Augmented Dickey-Fuller (ADF) ซึ่งการทดสอบ Stationary ของข้อมูลด้วยวิธีดังกล่าวจะพิจารณาจากค่า ADF โดยมีสมมติฐานหลักว่า ตัวแปรนั้นมีคุณสมบัติ Non-stationary ซึ่งจะปฏิเสธสมมติฐานหลักเมื่อค่า ADF มีค่ามากกว่าค่าวิกฤติของ Mackinnon (Mackinnon Critical Value)

ผลการทดสอบปรากฏว่า NCF และ IRD มีคุณสมบัติ Non-stationary จึงแก้ปัญหาดังกล่าวด้วยวิธี First-difference และทดสอบด้วยค่า ADF อีกครั้ง โดยค่าของปริมาณเงินทุนไหลเข้าภาคเอกชนสุทธิ และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่ผ่านการแก้ปัญหาดังกล่าวแล้ว จะใช้สัญลักษณ์ว่า DNCF และ DIRD ตามลำดับ จากการทดสอบพบว่า DNCF และ DIRD มีคุณสมบัติ Stationary ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ดังแสดงในตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 ผลการทดสอบ Stationary ด้วยค่า ADF

ตัวแปร	ระดับ Lag <sup>1</sup>	AIC	ค่าสถิติ ADF <sup>2</sup>	ค่าวิกฤตของ Mackinnon
NCF	4	16.92	-3.235	-4.01
DNCF	4	16.92	-10.434*	-4.01
IRD	3	3.74	-2.803	-4.01
DIRD	1	3.77	-9.738*	-4.009

หมายเหตุ <sup>1</sup> ระดับ Lag ที่ให้ค่า Akaike Info Criterion (AIC) ต่ำที่สุด

$$AIC = T \ln(\text{Residual Sum of Squares}) + 2n$$

โดยที่  $n$  = จำนวนพารามิเตอร์ที่ประมาณ

$T$  = จำนวนตัวแปรที่ใช้

<sup>2</sup> ค่าสถิติ ADF คือ ค่าสถิติ  $t$  ของสัมประสิทธิ์  $x_{t-1}$

\* ค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

D ตัวแปรที่ผ่านการทำ First Difference

## 1.2 การสร้างแบบจำลอง Vector Autoregressive: กรณีข้อมูลที่ผ่านการแก้ปัญหาด้วย

### วิธี First Difference

#### 1.2.1 ผลการเลือกระดับ Lag

การเลือกระดับ Lag ของตัวแปรที่นำมาศึกษาในแบบจำลอง VAR เป็นอีกขั้นตอนสำคัญที่ส่งผลต่อการศึกษา เนื่องจากถ้าเลือกระดับ Lag ย้อนหลังนานเกินไปจะส่งผลให้มีความสัมพันธ์ที่ต้องพิจารณามากเกินไปและส่งผลให้ระดับความเป็นอิสระ (Degree of Freedom) ของระบบสมการสูญเสียไป โดยข้อมูลที่นำมาศึกษาในครั้งนี้ เป็นข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2536 ถึง เดือน ตุลาคม พ.ศ. 2551 ซึ่งมีจำนวนข้อมูล 190 ตัวอย่าง ดังนั้นขนาด Lag สูงสุดที่ใช้ในการทดสอบจึงเท่ากับ 12 แต่ในความเห็นของผู้วิจัยเห็นว่าการกำหนดจำนวน Lag สูงสุดเท่ากับ 12 นั้น เป็นระยะเวลาที่นานเกินไป ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จึงกำหนด Lag สูงสุดไม่เกิน 6 เดือน ซึ่งค่าสถิติที่นำมาใช้เพื่อทดสอบเลือกระดับ Lag ในการศึกษาครั้งนี้คือ Likelihood Ratio Test (LR Test)

ตารางที่ 4.2 ผลการทดสอบหาจำนวน Lag ที่เหมาะสม ด้วยวิธี LR Test: กรณีข้อมูลที่ผ่านการแก้ปัญหาด้วยวิธี First Difference

Lag	LR
0	NA
1	21.35057
2	25.50114
3	2.755604
4	14.1308
5	15.02401*
6	6.029499

\* จำนวน Lag ที่เหมาะสม

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

โดยที่  $\chi^2(5)$  ณ ระดับนัยสำคัญ 5% เท่ากับ 11.07

ผลการทดสอบด้วยวิธี Likelihood Ratio Test (LR Test) ดังตารางที่ 4.2 พบว่า ณ ระดับนัยสำคัญ 5 % จำนวน Lag ที่เท่ากับ 5 ให้ค่า LR statistics เท่ากับ 15.02 ซึ่งมากกว่าค่าวิกฤต  $\chi^2(5)$  เป็นครั้งแรก ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าระดับ Lag ที่เหมาะสมในแบบจำลองนี้ คือ ระดับ Lag เท่ากับ 5

จากนั้น จึงทำการทดสอบว่าการประมาณค่าแบบจำลอง VAR ที่จำนวน Lag เท่ากับ 5 นั้น เกิดปัญหา Autocorrelation หรือไม่ หากทดสอบแล้วพบว่าเกิดปัญหา Autocorrelation จะต้องแก้ปัญหาดังกล่าวด้วยการเพิ่มจำนวนจำนวน Lag เข้าไปอีก 1 ระดับ โดยการทดสอบปัญหา Autocorrelation ในครั้งนี้จะใช้ Lagrange Multiplier (LM Test) โดยมีสมมติฐานหลักกว่าที่จำนวน Lag เท่ากับ h ไม่มี serial correlation



ตารางที่ 4.3 ผลการทดสอบปัญหา Autocorrelation ด้วย LM Test: กรณีข้อมูลที่ผ่านการ  
แก้ปัญหาด้วยวิธี First Difference

Lags	LM-Stat
1	0.624181
2	16.27659
3	7.140891
4	18.26153
5	3.272384
6	5.369389

$\chi^2$  (5) ณ ระดับนัยสำคัญ 5% เท่ากับ 11.07

ผลการทดสอบแสดงดังตารางที่ 4.3 พบว่า ณ ระดับนัยสำคัญ 5 % ค่า LM – Stat ที่คำนวณได้น้อยกว่าค่าสถิติ  $\chi^2$  (5) นั่นคือ ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักดังกล่าวได้ แสดงให้เห็นว่า แบบจำลอง VAR ไม่เกิดปัญหา Autocorrelation ดังนั้น จำนวน Lag เท่ากับ 5 จึงมีความเหมาะสม

### 1.2.2 ผลการวิเคราะห์ปฏิกริยาตอบสนองต่อความแปรปรวน *Impulse Response*

#### *Function*

ภายใต้ตัวแบบ VAR เป็นการวิเคราะห์การตอบสนองของตัวแปรภายในที่สนใจ เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างเฉียบพลันของตัวรบกวน (Shock or Innovation) ตัวใดตัวหนึ่งในตัวแบบ การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรภายในที่เกิดขึ้น จะใช้เวลาปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพใหม่เส้นทางเดิน (Time Path) ของการปรับตัวเรียกว่า “Impulse Responses” ผลการวิเคราะห์ Impulse Response Function ของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิแสดงในภาคผนวก ตารางที่ 3

ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงของผลต่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและต่างประเทศอย่างฉับพลัน (Shock) ในช่วงเวลาแรกจะมีผลทำให้การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิลดลง ต่อมาในช่วงเวลาที่ 2 การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุด หลังจากนั้นจะปรับตัวลดลงแล้วปรับตัวสูงขึ้นอีกครั้งในช่วงเวลาที่ 4 จากการวิเคราะห์สรุปได้ว่า ผลของการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศ

และต่างประเทศที่มีต่อเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ ในระยะสั้นจะผันผวน ความผันผวนจะปรับตัวลดลง เมื่อเวลาเพิ่มมากขึ้น

ส่วนผลการวิเคราะห์ห้วงวิเคราะห์ Impulse Response Function ของส่วนต่าง อัตราดอกเบี้ยแสดงในภาคผนวก ก ตารางที่ 4

ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิอย่างฉับพลัน (Shock) ในช่วงเวลาแรกจะไม่มีผลทำให้การเปลี่ยนแปลงของส่วนต่าง อัตราดอกเบี้ย ต่อมาในช่วงเวลาที่ 2-4 การเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยปรับตัวลดลง แล้วปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้งในช่วงเวลาที่ 5 จากการวิเคราะห์สรุปได้ว่า ผลของการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิที่มีต่อส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศ คือ ส่วนต่าง อัตราดอกเบี้ยจะปรับตัวลดลงในช่วงแรก ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Covered Interest Parity) ทั้งนี้ทั้งนั้น การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวไม่ค่อยมีความผันผวนมากนัก

### 1.2.3 การวิเคราะห์โดยแยกส่วนความแปรปรวน Variance Decomposition

การวิเคราะห์โดยแยกส่วนความแปรปรวน เป็นอีกเครื่องมือหนึ่งสำหรับการวิเคราะห์ภายใต้แบบจำลอง VAR ที่สนับสนุนการวิเคราะห์ Impulse Response Function ซึ่งจะ เป็นประโยชน์ในการเปรียบเทียบความสำคัญของปัจจัยกำหนดแต่ละตัวว่าจะสามารถอธิบายการผันแปรของตัวแปรภายในที่สนใจได้มากน้อยเพียงใด

พิจารณาความแปรปรวนของปริมาณเงินทุนไหลเข้าจากตารางในภาคผนวก ก ตารางที่ 1 พบว่าในช่วงแรก ความแปรปรวนของปริมาณเงินทุนไหลเข้าได้รับอิทธิพลมาจากตัวเอง 99.74% ขณะที่อิทธิพลของค่าคลาดเคลื่อนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยส่งผลกระทบเพียง 0.25% เท่านั้น

หลังจากช่วงเวลาที่ 1 อิทธิพลของค่าคลาดเคลื่อนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่มีต่อความแปรปรวนของปริมาณเงินทุนไหลเข้า เพิ่มขึ้นจาก 0.25% เป็น 0.94% และ 1.08% ในช่วงเวลาที่ 2 และ 3 ตามลำดับ และอยู่ในระดับคงที่ประมาณ 1.72% ตั้งแต่ช่วงเวลาที่ 11 เป็นต้นไป ในขณะที่ความแปรปรวนของเงินทุนไหลเข้าได้รับอิทธิพลจากตัวเองเฉลี่ยเท่ากับ 98.42%

พิจารณาความแปรปรวนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยจากตารางในภาคผนวก ก ตารางที่ 2 พบว่าในช่วงเวลาที่ 1 ความแปรปรวนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยได้รับอิทธิพลจากตัวเอง 100% สำหรับอิทธิพลของค่าคลาดเคลื่อนของเงินทุนไหลเข้านั้นส่งผลกระทบต่อความแปรปรวนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเท่ากับ 0.63% และ 0.62% ในช่วงเวลาที่ 2 และ 3 ตามลำดับ และเพิ่มขึ้นเป็น 0.79% ในช่วงเวลาที่ 6 และส่งผลกระทบอยู่ในระดับเฉลี่ยประมาณ 0.97% ตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา

จากการวิเคราะห์ Variance Decomposition สรุปได้ว่า การเปลี่ยนแปลงของ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย และการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินทุนไหลเข้าสุทธิต่างก็สามารถอธิบาย ได้ตัวเองในสัดส่วนที่สูง

### 1.3. การสร้างแบบจำลอง Vector Autoregressive: กรณีข้อมูลที่ไม่ผ่านการแก้ปัญหาด้วยวิธี First Difference

#### 1.3.1 ผลการเลือกระดับ Lag

ตารางที่ 4.4 ผลการทดสอบหาจำนวน Lag ที่เหมาะสม ด้วยวิธี LR Test: กรณีข้อมูลที่ไม่ผ่านการแก้ปัญหาด้วยวิธี First Difference

Lag	LR
0	NA
1	454.8985
2	9.217984
3	13.73026
4	6.078222
5	8.288262
6	14.21238*

\* จำนวน Lag ที่เหมาะสม

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

โดยที่  $\chi^2(6)$  ณ ระดับนัยสำคัญ 5% เท่ากับ 12.50

ผลการทดสอบด้วยวิธี Likelihood Ratio Test (LR Test) ดังตารางที่ 4.4 พบว่า ณ ระดับนัยสำคัญ 5% จำนวน Lag ที่เท่ากับ 6 ให้ค่า LR statistics เท่ากับ 14.21 ซึ่งมากกว่าค่าวิกฤต  $\chi^2(6)$  เป็นครั้งแรก ดังนั้นจึง สรุปได้ว่าระดับ Lag ที่เหมาะสมในแบบจำลองนี้ คือ ระดับ Lag เท่ากับ 6

จากนั้น จึงทำการทดสอบว่าการประมาณค่าแบบจำลอง VAR ที่จำนวน Lag เท่ากับ 6 นั้น เกิดปัญหา Autocorrelation หรือไม่

ตารางที่ 4.5 ผลการทดสอบปัญหา Autocorrelation ด้วย LM Test: กรณีข้อมูลที่ไม่ผ่านการแก้ปัญหาคด้วยวิธี First Difference

Lags	LM-Stat
1	0.624181
2	16.27659
3	7.140891
4	18.26153
5	3.272384
6	5.369389

$\chi^2$  (6) ณ ระดับนัยสำคัญ 5% เท่ากับ 12.50

ผลการทดสอบแสดงดังตารางที่ 4.5 พบว่า ณ ระดับนัยสำคัญ 5 % ค่า LM – Stat ที่คำนวณได้น้อยกว่าค่าสถิติ  $\chi^2$  (6) นั่นคือ ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักดังกล่าวได้ แสดงให้เห็นว่า แบบจำลอง VAR ไม่เกิดปัญหา Autocorrelation ดังนั้น จำนวน Lag เท่ากับ 6 จึงมีความเหมาะสม

### 1.3.2 ผลการวิเคราะห์ปฏิกริยาตอบสนองต่อความแปรปรวน *Impulse Response Function*

#### *Function*

ผลการวิเคราะห์ *Impulse Response Function* ของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิแสดงในภาคผนวก ก ตารางที่ 7

ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงของผลต่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและต่างประเทศอย่างฉับพลัน (Shock) ในช่วงเวลาแรกจะมีผลทำให้การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิลดลง ต่อมาในช่วงเวลาที่ 2 การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิปรับตัวเพิ่มขึ้น และปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในช่วงเวลาที่ 6 หลังจากนั้นจะปรับตัวลดลงตั้งแต่ช่วงเวลาที่ 8 เป็นต้นไป จากการวิเคราะห์สรุปได้ว่า ผลของการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างระหว่าง

อัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศที่มีต่อเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ ในระยะสั้นจะผันผวน การผันผวนจะปรับตัวลดลงเมื่อเวลาเพิ่มมากขึ้น

ส่วนผลการวิเคราะห์หัตถวิเคราะห์ Impulse Response Function ของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยแสดงในภาคผนวก ก ตารางที่ 8

ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิอย่างฉับพลัน (Shock) ในช่วงเวลาแรกจะไม่มีผลทำให้การเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ต่อมาในช่วงเวลาที่ 2-6 การเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยปรับตัวลดลง แล้วปรับตัวสูงขึ้นอีกครั้งตั้งแต่ในช่วงเวลาที่ 7 จากการวิเคราะห์สรุปได้ว่า ผลของการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ จะทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยจะปรับตัวลดลงในช่วงแรก ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Covered Interest Parity) โดยการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวไม่ค่อยมีความผันผวนมากนัก

### 1.3.3 การวิเคราะห์โดยแยกส่วนความแปรปรวน Variance Decomposition

พิจารณาความแปรปรวนของปริมาณเงินทุนไหลเข้าจากตารางในภาคผนวก ก ตารางที่ 5 พบว่าในช่วงแรก ความแปรปรวนของปริมาณเงินทุนไหลเข้าได้รับอิทธิพลมาจากตัวเอง 99.73% ขณะที่อิทธิพลของค่าคลาดเคลื่อนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยส่งผลกระทบต่อเพียง 0.26% เท่านั้น

หลังจากช่วงเวลาที่ 1 อิทธิพลของค่าคลาดเคลื่อนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่มีต่อความแปรปรวนของปริมาณเงินไหลเข้า เพิ่มขึ้นจาก 0.26% เป็น 0.35% และ 0.37% ในช่วงเวลาที่ 2 และ 3 ตามลำดับ โดยความแปรปรวนของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิได้รับอิทธิพลจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยเท่ากับ 2.4% ในขณะที่ความแปรปรวนของเงินทุนไหลเข้าได้รับอิทธิพลจากตัวเองเฉลี่ยเท่ากับ 97.58%

พิจารณาความแปรปรวนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย จากตารางในภาคผนวก ก ตารางที่ 6 พบว่าในช่วงเวลาที่ 1 ความแปรปรวนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยได้รับอิทธิพลจากตัวเอง 100% สำหรับอิทธิพลของค่าคลาดเคลื่อนของเงินทุนไหลเข้านั้นส่งผลกระทบต่อความแปรปรวนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเท่ากับ 0.29% ในช่วงเวลาที่ 2 และ 3 และส่งผลกระทบต่ออยู่ในระดับเฉลี่ยประมาณ 3.75% ตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา สรุปได้ว่า การเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย และการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิต่างก็สามารถอธิบายได้ด้วยตัวเองในสัดส่วนที่สูง

จากการวิเคราะห์ Impulse Response Function และ Variance Decomposition โดยใช้ข้อมูล 2 ส่วน คือ ข้อมูลที่ผ่านการแก้ปัญหานอน-Stationary โดยการ First-Difference กับข้อมูลที่ไม่ผ่านการแก้ปัญหานอน-Stationary พบว่า ผลการศึกษาเป็นไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงอย่างเฉียบพลัน (Shock) ของส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศ ทำให้

จากการวิเคราะห์ Impulse Response Function โดยใช้ข้อมูล 2 ส่วน คือ ข้อมูลที่ผ่านการแก้ปัญหานอน-Stationary โดยการ First-Difference กับข้อมูลที่ไม่ผ่านการแก้ปัญหานอน-Stationary พบว่า ผลการศึกษาเป็นไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงอย่างเฉียบพลัน (Shock) ของส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศ ทำให้ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่ตลาดในช่วงแรก และเปลี่ยนแปลงอย่างผันผวนในระยะสั้น โดยความผันผวนจะปรับตัวลดลงเมื่อเวลาเพิ่มมากขึ้น ส่วนการเปลี่ยนแปลงอย่างเฉียบพลัน (Shock) ของเงินทุนไหลเข้าสู่ตลาดไม่ได้ทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเกิดการเปลี่ยนแปลงในช่วงเวลาแรก แต่ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยจะปรับตัวลดลงในระยะสั้น ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Covered Interest Parity) และในระยะยาว พบว่า การเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยไม่ค่อยมีความผันผวนมากนัก ทั้งนี้ทั้งนั้น การศึกษาโดยใช้ข้อมูลที่ไม่ผ่านการแก้ปัญหานอน-Stationary นั้นทำให้อิทธิพลของการเปลี่ยนแปลงในส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ส่งผลมากขึ้นต่อการเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่ตลาด ในทำนองเดียวกัน การเปลี่ยนแปลงในเงินทุนไหลเข้าสู่ตลาดก็มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย เพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน

ส่วนการวิเคราะห์ Variance Decomposition ทั้งจากข้อมูลที่ผ่านการแก้ปัญหานอน-Stationary โดยการ First-Difference กับข้อมูลที่ไม่ผ่านการแก้ปัญหานอน-Stationary พบว่า ความแปรปรวนของปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่ตลาด และความแปรปรวนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยได้รับอิทธิพลจากตัวเองในสัดส่วนที่สูง

## 2. ผลการวิเคราะห์ผลกระทบจากความเสี่ยงในการลงทุน และมาตรการควบคุมเงินทุนที่มีต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้าสุทธิ

ตารางที่ 4.6 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเส้น

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D1	73.75799	344.4786	0.214115	0.8307
D2	-1682.971	262.3471	-6.415054	0
C	107.9708	108.9337	0.99116	0.3229
R-squared	0.184434	Mean dependent var		-151.5503
Adjusted R-squared	0.175711	S.D. dependent var		1439.806
S.E. of regression	1307.204	Akaike info criterion		17.20483
Sum squared resid	3.20E+08	Schwarz criterion		17.2561
Log likelihood	-1631.459	F-statistic		21.14429
Durbin-Watson stat	1.029437	Prob(F-statistic)		0

จากตารางที่ 4.6 พบว่า มาตรการกันสำรอง 30% ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิได้ ในขณะที่ความเสี่ยงจากการลงทุนสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิได้ 18.4% ณ ระดับความนัยสำคัญ 1%

$$\text{ดังนั้น} \quad NCF = 107.97 - 1,682.97D_2 \quad (4.1)$$

จากสมการที่ 4.1 กรณีที่  $D_2 = 0$

$$\text{จะได้} \quad NCF = 107.97$$

$$\text{กรณีที่ } D_2 = 1$$

$$\text{จะได้} \quad NCF = -1,575$$

นั่นคือ ในกรณีที่ปัจจัยอื่นๆคงที่ และไม่มีความเสี่ยงจากการลงทุน จะทำให้เงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ เท่ากับ 107.97 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ แต่หากอยู่ในภาวะที่มีความเสี่ยงจากการลงทุน จะส่งผลให้เงินทุนไหลออกสุทธิ เท่ากับ 1,575 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

โดยสรุปแล้ว ความเสี่ยงจากการลงทุน นั้น เป็นปัจจัยหนึ่งที่มีความสำคัญและสามารถอธิบายถึงการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศที่เกิดขึ้นได้ สอดคล้องตามแบบจำลอง Stock Model ในทฤษฎีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ กล่าวคือ การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศเป็นผลมาจากการจัดเงินลงทุนในการลงทุนแบบต่างๆที่ทำให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนสูง และมีความเสี่ยงต่ำ



## บทที่ 5

# สรุปการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

### 1. สรุปการวิจัย

จากการศึกษา พบว่าเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศและอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ในระยะแรกจะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ คือ ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิจะปรับตัวลดลง โดยการเปลี่ยนแปลงในระยะสั้นจะมีความผันผวน ซึ่งความผันผวนดังกล่าวจะปรับตัวลดลงเมื่อเวลาเพิ่มมากขึ้น สรุปได้ว่า การใช้นโยบายการตอบโต้วัฏจักร เช่น นโยบายอัตราดอกเบี้ย จะไม่ค่อยมีประสิทธิภาพ เนื่องจากควบคุมให้ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ต้องการได้ยาก โดยเฉพาะในช่วงที่เกิดวิกฤต เพราะในช่วงดังกล่าว ความเสี่ยงจากการลงทุนจะอยู่ในระดับสูง ซึ่งจากการศึกษาพบว่า ความเสี่ยงจากการลงทุน ก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีผลกระทบต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ ซึ่งในช่วงที่เกิดวิกฤต ปัจจัยดังกล่าวอาจจะมีผลกระทบมากกว่าปัจจัยอื่นๆ ฉะนั้น ในช่วงดังกล่าว ควรใช้มาตรการที่เป็นการควบคุมโดยตรงเพื่อให้เกิดผลกระทบที่รุนแรง สำหรับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิที่มีต่อส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย นั้น ในช่วงเวลาแรกจะไม่ส่งผลให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเกิดการเปลี่ยนแปลง ส่วนในระยะสั้น ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยลดลง ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Covered Interest Parity) แต่ในระยะยาว พบว่า การเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยไม่ค่อยมีความผันผวนมากนัก

### 2. อภิปรายผล

ประเทศไทย เป็นประเทศที่มีอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจสูงมากประเทศหนึ่งของโลก โดยในช่วงปี พ.ศ. 2529-2539 ซึ่งเป็นช่วงก่อนที่ประเทศไทยจะประสบกับวิกฤติเศรษฐกิจ อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจเฉลี่ยสูงถึงร้อยละ 10 การที่ประเทศไทยมีการขยายตัวค่อนข้างสูงและรวดเร็ว ประกอบกับเศรษฐกิจของแต่ละประเทศในโลกมีความเชื่อมโยงกันมากขึ้นทั้งด้าน

การค้าระหว่างประเทศ รวมถึงภาคการเงินระหว่างประเทศ ซึ่งเป็นปัจจัยสนับสนุนให้ประเทศไทยมีการเปิดเสรีทางการค้า การลงทุน และทางด้านการเงินมากขึ้น ทั้งนี้เพื่อให้เงินทุนจากต่างประเทศ ซึ่งเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจสามารถเคลื่อนย้ายได้อย่างเสรี โดยธนาคารแห่งประเทศไทยมีความต้องการที่จะผลักดันให้ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางทางการเงินในภูมิภาคอินโดจีน

ในปี พ.ศ. 2533 เป็นต้นมา ประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายเพื่อพัฒนาระบบการเงินของประเทศไทยมากขึ้น โดยได้มีการผ่อนคลายการปริวรรตเงินและขยายบทบาทของสถาบันการเงิน รวมทั้งการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานการกำกับดูแลสถาบันการเงิน และในปี พ.ศ. 2536 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการอนุญาตให้มีการดำเนินกิจการวิเทศธนกิจ (BIBF) การดำเนินการดังกล่าวเกิดขึ้นในขณะที่เศรษฐกิจของหลายๆประเทศกำลังเข้าสู่ภาวะถดถอย ซึ่งส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนอยู่ในระดับต่ำ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยของประเทศไทยยังอยู่ในระดับที่สูง จึงเป็นปัจจัยให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศเข้าสู่ประเทศไทยในปริมาณมากและรวดเร็ว โดยตั้งแต่ปี พ.ศ.2533-2539 ประเทศไทยมีเงินทุนภาคเอกชนไหลเข้าสู่สุทธิเฉลี่ยปีละ 13,173 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

เงินทุนจากต่างประเทศเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศไทย เนื่องจากประเทศไทยเป็นประเทศกำลังพัฒนา ปริมาณเงินออมภายในประเทศอาจจะไม่เพียงพอต่อการพัฒนาประเทศ จึงต้องอาศัยเงินทุนจากต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม การที่เงินทุนสามารถไหลเข้าออกได้อย่างเสรีนั้น ก็เป็นปัจจัยที่เพิ่มความเสี่ยงให้กับระบบเศรษฐกิจได้เช่นกัน ในปี พ.ศ.2540 เป็นปีที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจของไทย ประเทศไทยมีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด การส่งออกประสบปัญหาชะงักงัน ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ลดต่ำลงอย่างมาก และได้มีการประกาศลดอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทย ก่อให้เกิดความไม่มั่นใจในระบบการเงินไทย ส่งผลให้เงินทุนไหลออกจากประเทศไทยเป็นจำนวนมาก และต่อเนื่อง ทั้งนี้เนื่องจากเงินทุนที่ไหลเข้ามาในช่วงก่อนหน้านี้ส่วนหนึ่งเป็นเพียงเงินที่เข้ามาเพื่อเก็งกำไรระยะสั้นเท่านั้น หลังจากเหตุการณ์ดังกล่าว ประเทศไทยก็ต้องประสบปัญหาเกี่ยวกับเสถียรภาพทางการเงินอีกครั้งในปี พ.ศ. 2549 แต่มีลักษณะตรงกันข้ามกับเหตุการณ์ เมื่อปี พ.ศ. 2540 กล่าวคือ มีปริมาณเงินทุนไหลเข้ามาเป็นจำนวนมาก จนทำให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นอย่างมาก โดยเงินทุนส่วนใหญ่เข้ามาลงทุนในตราสารหนี้ไทย ซึ่งเป็นเงินทุนระยะสั้น ประกอบกับช่วงเวลาดังกล่าวเงินดอลลาร์มีแนวโน้มอ่อนค่าลง จึงเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ทำให้เงินทุนยังไหลเข้ามาในประเทศไทย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ โดยใช้แบบจำลอง VAR โดยอาศัยเทคนิคการวิเคราะห์แยกส่วนความแปรปรวน

(Variance Decomposition) พบว่าความแปรปรวนของปริมาณเงินทุนไหลเข้าได้รับอิทธิพลมาจากตัวเองในสัดส่วนที่สูง โดยได้รับอิทธิพลจากค่าคลาดเคลื่อนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย เพียงเล็กน้อย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยเรื่องผลกระทบจากความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนและส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยต่อเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ ของ วิมล ปั่นคง (2545) ที่พบว่าความแปรปรวนของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้าได้รับอิทธิพลจากตัวเองในสัดส่วนที่สูง

สำหรับการวิเคราะห์ปฏิกิริยาตอบสนองต่อความแปรปรวน (Impulse Response Function) พบว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของเงินทุนจากต่างประเทศ มีผลกระทบต่อส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย โดยส่งผลให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยลดลง แต่ในระยะยาว พบว่า ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมีการเปลี่ยนแปลงน้อยมาก ซึ่งเป็นไปตามแนวคิดอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Covered Interest Parity) ส่วนการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยจะมีผลกระทบให้ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่ชิลลดลงในช่วงแรก และการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะมีความผันผวนในระยะสั้น โดยในบางช่วงเวลาปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่ชิลจะลดลงและเพิ่มขึ้น แต่เมื่อพิจารณาในระยะกลางและระยะยาวพบว่าความผันผวนจะลดลง จากผลการศึกษาข้างต้น สรุปได้ว่า การใช้นโยบายการเงินโดยการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย เพื่อควบคุมเงินทุนระหว่างประเทศ นั้น มีประสิทธิผลน้อยมากซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ บัณฑิต ชัยวิษณุชาติ (2545) เรื่องเงินทุนต่างประเทศกับการดำเนินนโยบายการเงินของไทย ซึ่งพบว่าการตอบสนองระหว่างเงินทุนต่างประเทศที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงการดำเนินนโยบายการเงิน มีขนาดการตอบสนองไม่สูงมากนัก

สำหรับการศึกษาผลกระทบของมาตรการควบคุมเงินทุนและความเสี่ยงจากการลงทุนที่มีต่อเงินทุนไหลเข้าสู่ชิล นั้น พบว่า มาตรการกันสำรอง 30% ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงเงินทุนไหลเข้าสู่ชิลได้ แต่ความเสี่ยงจากการลงทุน เป็นปัจจัยที่สามารถอธิบายถึงการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศได้ ซึ่งเป็นไปตามแนวคิดทฤษฎีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (Theory of International Capital Movement) ด้วยแบบจำลอง Stock ซึ่งมีประเด็นสำคัญ คือ “การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ จะมีผลมาจากการจัดทรัพย์สินหรือทุนของผู้ลงทุนไปในทางเลือกของการลงทุนแบบต่างๆที่จะทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนสูง และมีความเสี่ยงต่ำ” การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศนอกจากจะขึ้นอยู่กับผลตอบแทน ซึ่งก็คืออัตราดอกเบี้ยแล้วนั้น ยังขึ้นอยู่กับปัจจัยด้านความเสี่ยงด้วย เช่น ความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน รวมทั้งความมั่นคงของประเทศที่จะเข้าไปลงทุนทั้งทางด้านเศรษฐกิจและการเมือง เป็นต้น จะเห็นได้จากในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจของไทยในปี พ.ศ. 2540 แม้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศอยู่ในระดับที่สูง แต่ปริมาณเงินทุนก็ยังไหลออกอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เพราะมีความเสี่ยงสูง ดังนั้นการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยในช่วงเวลาดังกล่าว โดยการตรึงระดับอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศไว้เพื่อเพิ่มส่วนต่างของ

อัตราดอกเบี้ยนั้นไม่สามารถชะลอการไหลออกเงินทุนได้ และในปี พ.ศ. 2549 ปริมาณเงินทุนไหลเข้ามาในประเทศไทยอย่างมากและต่อเนื่อง ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับที่ต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ ทั้งนี้เพราะนักลงทุนเกิดความมั่นใจต่อการลงทุนในประเทศไทย ประกอบกับในขณะนั้นค่าเงินดอลลาร์มีแนวโน้มอ่อนค่าลง เหตุการณ์ดังกล่าวทำให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นมาก ทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องประกาศใช้มาตรการกันสำรอง 30% เพื่อรักษาเสถียรภาพทางการเงินในประเทศ

### 3. ข้อเสนอแนะ

#### 3.1 ข้อเสนอแนะนโยบายมหภาค

จากการศึกษาและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่าในอดีตที่ผ่านมาเมื่อเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน ก็มักจะเกิดควบคู่กับวิกฤตของสถาบันการเงิน ทั้งนี้เนื่องจากสถาบันการเงินเป็นทั้งตัวกลางและผู้นำเงินทุนเข้ามาภายในประเทศ ดังนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงควรมีการปรับปรุงนโยบายที่เกี่ยวกับสถาบันการเงิน คือ ควรมีการกำหนดเกี่ยวกับการเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากต่างประเทศ โดยมีข้อกำหนดที่ชัดเจนให้สถาบันการเงินหรือธุรกิจที่เกี่ยวข้อง ในเรื่องของการนำเงินทุนเข้ามาในประเทศ นอกจากนี้ควรมีการปรับปรุงระบบตรวจสอบการบริหารความเสี่ยงของสถาบันการเงิน เนื่องจากสภาพแวดล้อมทางการเงิน และระบบการเงินในปัจจุบันได้มีการเปลี่ยนแปลงไปมาก สำหรับมาตรการที่จะนำมาใช้ในการจัดการดูแลเงินทุน ควรคำนึงถึงสภาพการณ์ในขณะนั้นด้วยว่ามีความร้ายแรงมากน้อยเพียงใด เพราะในสถานการณ์ที่ต่างกัน ประสิทธิภาพและประสิทธิผลของมาตรการนั้นๆ ก็จะต่างกันด้วย เช่น ในสถานะที่ไม่ร้ายแรง มาตรการควบคุมเงินทุนที่นำมาใช้ควรเป็นมาตรการประเภทให้ตลาดนำ เช่น มาตรการทางด้านภาษี ซึ่งเป็นมาตรการเชิงป้องกันวิกฤต ส่วนมาตรการทางกฎหมายหรือการควบคุมโดยตรง ควรนำมาใช้เมื่อเกิดวิกฤตแล้ว เพื่อให้เกิดผลกระทบอย่างรุนแรง หลังจากนั้นค่อยผ่อนคลายนโยบายแล้วจึงนำมาตรการตอบโต้วิกฤตมาใช้ เช่น การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย การปรับเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น อย่างไรก็ตามธนาคารแห่งประเทศไทยควรมีมาตรการเชิงป้องกันวิกฤตมากกว่า มาตรการที่จะนำมาใช้ในการแก้ไขปัญหาวิกฤต เช่น มาตรการสร้างสัญญาณเตือนภัยเพื่อดูแลเงินทุนไหลเข้า และมาตรการดูแลปริมาณเงินทุนไหลเข้าให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม

### 3.2 ข้อเสนอแนะสำหรับสถาบันการเงิน

สำหรับสถาบันการเงิน โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์ในฐานะที่เป็นผู้นำเงินทุนเข้ามาในประเทศรายสำคัญ รวมไปถึงการเป็นตัวกลางในการนำเงินทุนเข้ามาด้วยนั้น ควรมีการควบคุมและปฏิบัติตามระเบียบอย่างเคร่งครัด เช่น ระเบียบเกี่ยวกับเงินลงทุนจากต่างประเทศ การโอนเงินหรือการทำธุรกรรมทางการเงินระหว่างประเทศ ทั้งนี้เพื่อความมั่นคงของสถาบันการเงินเอง และจะช่วยเกื้อหนุนให้ระบบเศรษฐกิจของประเทศขยายตัวอย่างมั่นคงและมีเสถียรภาพ

### 3.3 ข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุน

จากการศึกษา พบว่า เมื่อส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ซึ่งเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีผลกระทบต่อ การเคลื่อนย้ายเงินทุนสุทธิ มีการเปลี่ยนแปลง จะมีผลทำให้ปริมาณเงินไหลเข้าสู่สุทธิเกิดความผันผวนในช่วงแรก และปรับตัวเข้าสู่ภาวะปกติในระยะยาว ฉะนั้น เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในปัจจัยต่างๆทั้งในเรื่องของผลตอบแทนจากการลงทุนและความเสี่ยงจากการลงทุน นักลงทุนควรศึกษาข้อมูลต่างๆเพิ่มเติมให้ชัดเจน เพื่อการตัดสินใจที่ถูกต้อง เพราะในช่วงแรกนักลงทุนอาจตัดสินใจ ภายใต้อาสมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information)

### 3.4 ข้อเสนอแนะเพื่อการศึกษาเพิ่มเติม

สำหรับการศึกษานี้ เป็นการศึกษาลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย และปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ รวมทั้งศึกษาถึงผลกระทบจากมาตรการควบคุมเงินทุนและความเสี่ยงจากการลงทุนที่มีต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ ซึ่งเป็นการศึกษาเชิงมหภาค ในการศึกษารั้งต่อไปควรศึกษาเพิ่มเติมในเชิงจุลภาค เช่น พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุน และสถาบันการเงินทั้งในและต่างประเทศ

ในการศึกษาถึงผลกระทบของมาตรการควบคุมเงินทุนที่มีต่อเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิครั้งนี้พิจารณาเฉพาะมาตรการกันสำรอง 30% เพื่อพิจารณาถึงประสิทธิผลของมาตรการดังกล่าว ในการศึกษารั้งต่อไปควรพิจารณาถึงมาตรการควบคุมเงินทุน มาตรการอื่นๆด้วยตลอดช่วงระยะเวลาที่ศึกษา

ในการศึกษารั้งต่อไปควรใช้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารในตลาดสหรัฐอเมริกา (LIBOR) เป็นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระยะสั้นในตลาดต่างประเทศ แทน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารในตลาดสิงคโปร์ (SIBOR) ที่ใช้ในการศึกษารั้งนี้เนื่องจาก สหรัฐอเมริกา เป็นแหล่งเงินทุนแหล่งใหญ่ของประเทศไทย

**บรรณานุกรม**

## บรรณานุกรม

- กชกร จันทนวรรณ (2543) "กรณีศึกษา: เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ของประเทศไทย"  
วิทยานิพนธ์ ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต คณะเศรษฐศาสตร์  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ถวิล นิลใบ (2546) "การควบคุม: บทสำรวจ สาเหตุการควบคุม ผลกระทบและเครื่องมือ" บทย่อ  
ของงานวิจัย คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง
- บัณฑิต ชัยวิชญชาติ (2545) "เงินทุนต่างประเทศกับการดำเนินนโยบายการเงินของไทย: การใช้  
เครื่องมือควบคุมด้านปริมาณ" วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต คณะ  
เศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ปิยพรรณ ปัญญาพริ่ง (2546) "การศึกษาผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยใน  
ประเทศไทย" วิทยานิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์) ภาควิชา  
เศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
- รังสรรค์ หทัยเสรี ชัชวรัตน์ มุสิกไชย (2543) "เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศและกลยุทธ์  
นโยบายการเงินหลังวิกฤติเศรษฐกิจ: ประเด็นปัญหาและนัยต่อเครื่องมือบริหารจัดการ  
เงินทุนของไทย" บทความในการสัมมนาวิชาการของธนาคารแห่งประเทศไทย  
ประจำปี 2543 (20-21 มกราคม 2543)
- รังสรรค์ หทัยเสรี (2544) "มาตรการจำกัดการไหลเวียนของเงินทุน และการรักษาเสถียรภาพ  
เศรษฐกิจการเงิน: กรอบแนวคิด ประสบการณ์ต่างประเทศ และนัยต่อประเทศกลุ่ม  
ตลาดเกิดใหม่" งานวิจัย สาขานโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย (เมษายน)
- วิจิต หล่อจิระชุมภ์กุล สมบูรณ์วัลย์ สัตยารักษ์วิทย์ จิราวัลย์ จิตรถเวช  
อัจฉราวรรณ ปิ่นสุกาญจนะ(2539) *เทคนิคการพยากรณ์* กรุงเทพมหานคร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- วิมล ปั่นคง (2545) "ผลกระทบจากความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนและส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยต่อ  
เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ" วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต คณะ  
เศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- สุริยะศักดิ์ บัวเนียม (2546) "เงินทุนเคลื่อนย้าย การใช้นโยบายทางการเงินเพื่อรักษาเสถียรภาพของ  
ระดับราคา" วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต คณะเศรษฐศาสตร์  
มหาวิทยาลัยรามคำแหง

ภาคผนวก



**ภาคผนวก ก**  
**ผลการทดสอบ VAR**

ผลการทดสอบ VAR  
กรณีข้อมูลที่ผ่านการแก้ปัญหาคำยวิธี First Difference

ตารางที่ 1

Variance Decomposition ของปริมาณเงินทุนไหลเข้า (Net Private Capital Flow: NCF)

Period	S.E.	DIRD	DNCF
1	1123.684	0.259611	99.74039
2	1226.168	0.941242	99.05876
3	1284.716	1.087403	98.91260
4	1293.529	1.477842	98.52216
5	1307.277	1.516723	98.48328
6	1307.785	1.593231	98.40677
7	1348.448	1.682120	98.31788
8	1349.055	1.691158	98.30884
9	1354.131	1.679128	98.32087
10	1354.678	1.683999	98.31600
11	1356.922	1.721980	98.27802
12	1357.193	1.727256	98.27274
13	1360.527	1.724841	98.27516
14	1360.546	1.725255	98.27474
15	1360.808	1.725908	98.27409
16	1360.863	1.726749	98.27325
17	1361.078	1.728296	98.27170
18	1361.178	1.729304	98.27070
19	1361.400	1.728867	98.27113
20	1361.413	1.728853	98.27115
21	1361.424	1.728945	98.27106
22	1361.434	1.729173	98.27083
23	1361.450	1.729215	98.27078
24	1361.469	1.729307	98.27069

## ตารางที่ 2

Variance Decomposition ของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Differential: IRD)

Period	S.E.	DIRD	DNCF
1	1.589407	100.0000	0.000000
2	1.619843	99.36508	0.634922
3	1.640097	99.37756	0.622440
4	1.640502	99.34673	0.653273
5	1.646123	99.35107	0.648926
6	1.651156	99.20846	0.791541
7	1.655846	98.95055	1.049447
8	1.656179	98.95050	1.049497
9	1.656326	98.93459	1.065407
10	1.656580	98.91072	1.089285
11	1.656815	98.89161	1.108386
12	1.656870	98.88593	1.114069
13	1.656968	98.87457	1.125433
14	1.656968	98.87456	1.125436
15	1.656972	98.87423	1.125767
16	1.656985	98.87272	1.127284
17	1.656991	98.87200	1.127998
18	1.657001	98.87087	1.129127
19	1.657006	98.87024	1.129761
20	1.657006	98.87023	1.129772
21	1.657006	98.87019	1.129805
22	1.657008	98.86999	1.130014
23	1.657009	98.86996	1.130044
24	1.657010	98.86983	1.130173

## ตารางที่ 3

ผลการคำนวณ Impulse Response Function ของปริมาณเงินทุนไหลเข้า

Period	DIRD	DNCF
1	-57.25404	1122.225
2	104.2758	-479.5280
3	-61.61220	-378.4320
4	82.34074	126.2690
5	34.53804	-185.9116
6	36.45102	0.373322
7	-57.76768	323.5296
8	-13.85871	-38.04397
9	-3.380210	-117.0798
10	-10.69112	37.00238
11	28.31555	-72.67710
12	10.47952	-25.00032
13	-10.57551	94.60760
14	-2.921815	6.481340
15	-4.941145	-26.27169
16	-4.258832	11.39809
17	6.226354	-23.39152
18	4.834725	-15.76754
19	-1.532306	24.51755
20	-0.614323	6.093221
21	-1.478728	-5.062583
22	-2.170121	4.755051
23	1.241601	-6.529794
24	1.609754	-7.006844

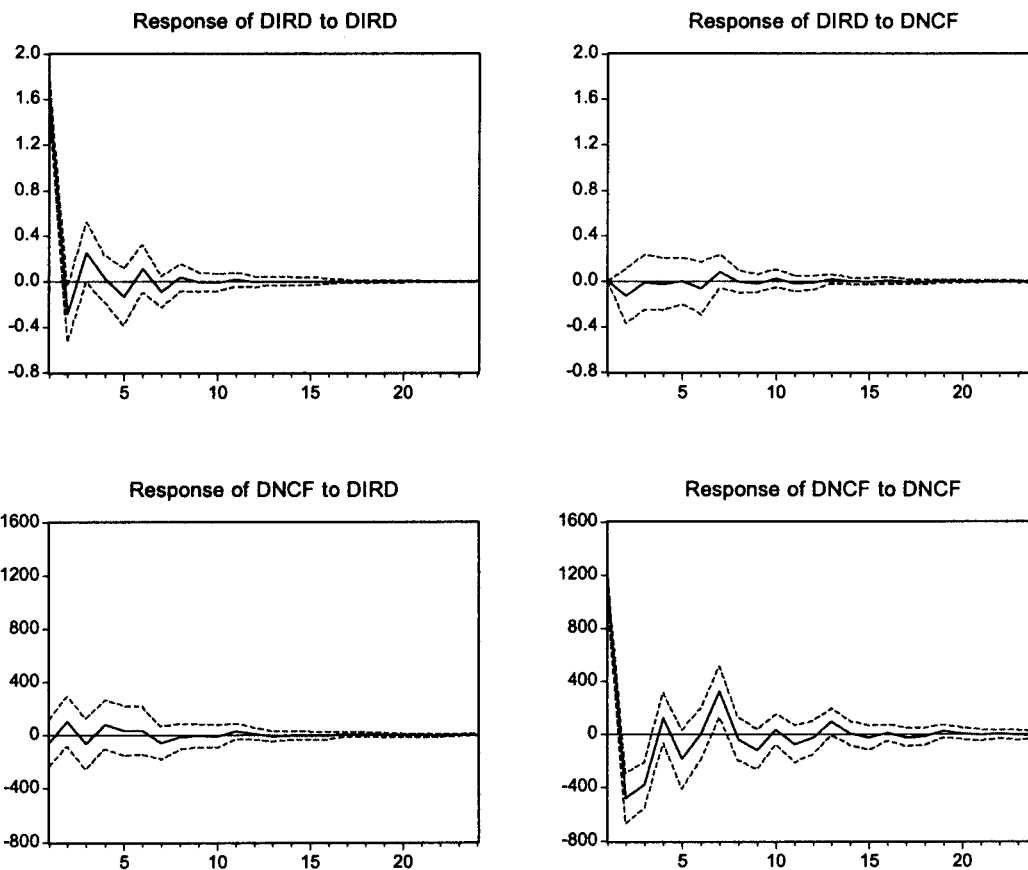
## ตารางที่ 4

ผลการคำนวณ Impulse Response Function ของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย

Period	DIRD	DNCF
1	1.589407	0.000000
2	-0.284635	-0.129072
3	0.256793	-0.009137
4	0.022166	-0.028949
5	-0.135913	0.001704
6	0.112244	-0.063212
7	-0.091190	0.084818
8	0.033004	-0.003595
9	-0.006885	-0.021015
10	-0.013266	0.025772
11	0.015620	-0.023082
12	-0.005192	-0.012573
13	0.003004	0.017765
14	-0.000400	0.000287
15	-0.001282	-0.003034
16	-0.000879	0.006492
17	-0.000108	-0.004453
18	0.001366	-0.005600
19	-0.000342	0.004195
20	0.000327	0.000568
21	-1.52E-05	-0.000961
22	-0.000706	0.002407
23	0.000125	-0.000917
24	0.000206	-0.001893

ภาพที่ 1 การตอบสนองของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินลงทุนไหลเข้า:  
กรณีข้อมูลผ่านการแก้ปัญหาคด้วยวิธี First Difference

Response to Cholesky One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.



ผลการทดสอบ VAR:  
กรณีข้อมูลที่ไม่ผ่านการแก้ปัญหาคำยวิธี First Difference

ตารางที่ 5

Variance Decomposition ของปริมาณเงินทุนไหลเข้า (Net Private Capital Flow: NCF)

Period	S.E.	IRD	NCF
1	1100.452	0.261888	99.73811
2	1239.127	0.353747	99.64625
3	1249.574	0.377681	99.62232
4	1280.738	0.580275	99.41973
5	1286.312	1.165542	98.83446
6	1293.290	2.042279	97.95772
7	1339.519	1.922126	98.07787
8	1372.856	1.842634	98.15737
9	1385.230	1.861237	98.13876
10	1402.396	1.988567	98.01143
11	1408.986	2.016288	97.98371
12	1412.647	2.046802	97.95320
13	1422.984	2.140729	97.85927
14	1432.448	2.285605	97.71440
15	1439.274	2.502246	97.49775
16	1446.588	2.776687	97.22331
17	1451.618	3.029886	96.97011
18	1455.276	3.269403	96.73060
19	1459.579	3.532766	96.46723
20	1463.628	3.806071	96.19393
21	1467.167	4.091654	95.90835
22	1470.644	4.389592	95.61041
23	1473.592	4.672894	95.32711
24	1476.087	4.938655	95.06135

## ตารางที่ 6

Variance Decomposition ของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Differential: IRD)

Period	S.E.	IRD	NCF
1	1.559029	100.0000	0.000000
2	1.976381	99.70740	0.292599
3	2.424895	99.70112	0.298884
4	2.782675	99.71421	0.285795
5	3.020102	99.75687	0.243129
6	3.260368	99.79112	0.208884
7	3.428563	99.54713	0.452869
8	3.583111	99.19914	0.800859
9	3.709985	98.85237	1.147631
10	3.818970	98.32800	1.672002
11	3.915787	97.88159	2.118412
12	3.998451	97.41548	2.584515
13	4.072821	96.81779	3.182210
14	4.137389	96.18018	3.819821
15	4.193318	95.53108	4.468915
16	4.242301	94.85070	5.149304
17	4.284647	94.19512	5.804881
18	4.321350	93.56845	6.431545
19	4.353685	92.93625	7.063750
20	4.381988	92.32114	7.678861
21	4.406585	91.73300	8.266995
22	4.428136	91.16677	8.833231
23	4.446840	90.63772	9.362283
24	4.463035	90.14851	9.851492



## ตารางที่ 7

ผลการคำนวณ Impulse Response Function ของปริมาณเงินทุนไหลเข้า

Period	IRD	NCF
1	-56.31559	1099.010
2	47.54071	567.6110
3	-21.57942	159.7877
4	60.17438	274.2904
5	98.82735	67.38956
6	121.9595	55.91344
7	18.15996	348.4005
8	-15.48539	300.3011
9	-31.39794	182.0524
10	-58.26563	210.8531
11	-30.31069	132.6923
12	-28.58673	97.52821
13	-50.01912	163.7459
14	-59.59172	153.1991
15	-70.25523	121.1120
16	-79.19066	121.8015
17	-75.76388	94.01013
18	-73.44880	72.37372
19	-77.59332	80.76842
20	-79.20116	74.57334
21	-80.88418	61.89883
22	-82.83586	57.91329
23	-80.82568	46.32809
24	-78.32211	34.98979

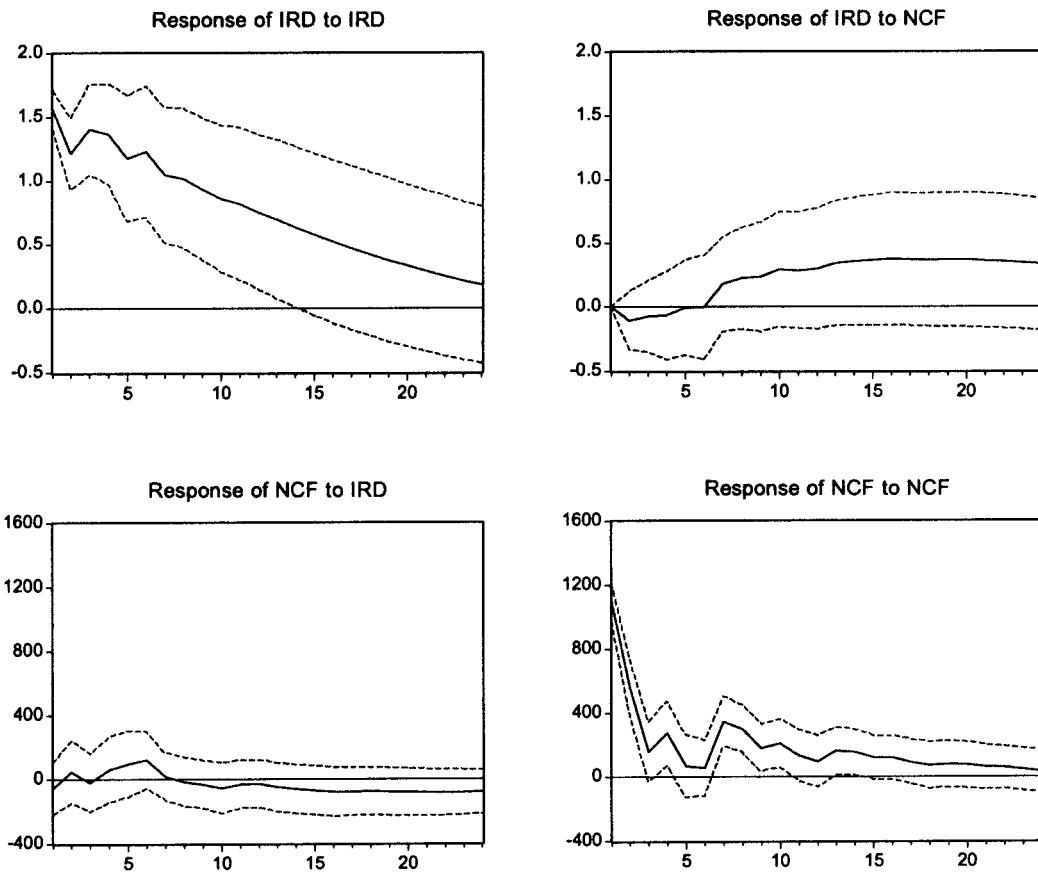
## ตารางที่ 8

ผลการคำนวณ Impulse Response Function ของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย

Period	IRD	NCF
1	1.559029	0.000000
2	1.209992	-0.106907
3	1.402814	-0.078394
4	1.363309	-0.067492
5	1.173749	-0.006775
6	1.228397	-0.005348
7	1.045951	0.176155
8	1.016886	0.222676
9	0.932825	0.234819
10	0.857118	0.293077
11	0.817241	0.284553
12	0.752224	0.297284
13	0.696856	0.338613
14	0.635684	0.354986
15	0.577927	0.363227
16	0.521805	0.375388
17	0.471318	0.372754
18	0.424864	0.367912
19	0.377669	0.371312
20	0.334161	0.368208
21	0.292182	0.361668
22	0.252241	0.356047
23	0.216149	0.345369
24	0.182594	0.333096

ภาพที่ 2 การตอบสนองของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและเงินทุนไหลเข้า:  
กรณีข้อมูลที่ไม่ผ่านการแก้ปัญหาคำด้วยวิธี First Difference

Response to Cholesky One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.



ภาคผนวก ข  
ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

		NCF	IRD	DNCF	DIRD	D1	D2
2536	ม.ค.	1248	4.32	NA	NA	0	0
	ก.พ.	-31.00	3.22	-1,279.00	-1.10	0	0
	มี.ค.	1,333.00	6.96	1,364.00	3.74	0	0
	เม.ย.	850.00	6.25	-483.00	-0.71	0	0
	พ.ค.	736.00	4.29	-114.00	-1.96	0	0
	มิ.ย.	1,073.00	5.25	337.00	0.96	0	0
	ก.ค.	136.00	3.63	-937.00	-1.62	0	0
	ส.ค.	571.00	3.68	435.00	0.05	0	0
	ก.ย.	978.00	1.96	407.00	-1.72	0	0
	ต.ค.	746.00	-1.09	-232.00	-3.05	0	0
	พ.ย.	430.00	-1.13	-316.00	-0.04	0	0
	ธ.ค.	808.00	1.16	378.00	2.29	0	0
2537	ม.ค.	-73.00	3.61	-881.00	2.45	0	0
	ก.พ.	1,085.00	3.75	1,158.00	0.14	0	0
	มี.ค.	919.00	3.30	-166.00	-0.45	0	0
	เม.ย.	773.00	1.21	-146.00	-2.09	0	0
	พ.ค.	1,315.00	3.72	542.00	2.51	0	0
	มิ.ย.	1,829.00	5.45	514.00	1.73	0	0
	ก.ค.	971.00	4.55	-858.00	-0.90	0	0
	ส.ค.	611.00	0.57	-360.00	-3.98	0	0
	ก.ย.	1,232.00	1.48	621.00	0.91	0	0
	ต.ค.	318.00	-0.12	-914.00	-1.60	0	0
	พ.ย.	1,051.00	0.64	733.00	0.76	0	0
	ธ.ค.	1,090.00	0.58	39.00	-0.06	0	0

		NCF	IRD	DNCF	DIRD	D1	D2
<b>2538</b>	ม.ค.	557.00	6.12	-533.00	5.54	0	0
	ก.พ.	1,337.00	6.95	780.00	0.83	0	0
	มี.ค.	888.00	8.01	-449.00	1.06	0	0
	เม.ย.	2,304.00	6.83	1,416.00	-1.18	0	0
	พ.ค.	2,409.00	4.71	105.00	-2.12	0	0
	มิ.ย.	2,496.00	3.44	87.00	-1.27	0	0
	ก.ค.	1,132.00	1.03	-1,364.00	-2.41	0	0
	ส.ค.	1,714.00	3.46	582.00	2.43	0	0
	ก.ย.	2,045.00	5.36	331.00	1.90	0	0
	ต.ค.	1,219.00	2.71	-826.00	-2.65	0	0
	พ.ย.	1,310.00	5.75	91.00	3.04	0	0
	ธ.ค.	2,269.00	4.66	959.00	-1.09	0	0
<b>2539</b>	ม.ค.	2,113.00	1.56	-156.00	-3.10	0	0
	ก.พ.	1,667.00	3.01	-446.00	1.45	0	0
	มี.ค.	1,532.00	1.14	-135.00	-1.87	0	0
	เม.ย.	1,692.00	0.65	160.00	-0.49	0	0
	พ.ค.	1,678.00	1.32	-14.00	0.67	0	0
	มิ.ย.	2,019.00	3.19	341.00	1.87	0	0
	ก.ค.	307.00	4.88	-1,712.00	1.69	0	0
	ส.ค.	1,412.00	5.23	1,105.00	0.35	0	0
	ก.ย.	1,183.00	7.30	-229.00	2.07	0	0
	ต.ค.	1,620.00	4.58	437.00	-2.72	0	0
	พ.ย.	555.00	5.20	-1,065.00	0.62	0	0
	ธ.ค.	968.00	6.49	413.00	1.29	0	0

		NCF	IRD	DNCF	DIRD	D1	D2
<b>2540</b>	ม.ค.	1,628.00	5.09	660.00	-1.40	0	0
	ก.พ.	-669.00	9.38	-2,297.00	4.29	0	0
	มี.ค.	485.00	2.59	1,154.00	-6.79	0	0
	เม.ย.	-317.00	2.91	-802.00	0.32	0	0
	พ.ค.	-639.00	6.32	-322.00	3.41	0	0
	มิ.ย.	-1,302.00	9.29	-663.00	2.97	0	0
	ก.ค.	-2,113.00	12.97	-811.00	3.68	0	1
	ส.ค.	-3,954.00	9.71	-1,841.00	-3.26	0	1
	ก.ย.	-330.00	18.15	3,624.00	8.44	0	1
	ต.ค.	958.00	12.97	1,288.00	-5.18	0	1
	พ.ย.	-1,644.00	14.08	-2,602.00	1.11	0	1
	ธ.ค.	-2,906.00	15.92	-1,262.00	1.84	0	1
<b>2541</b>	ม.ค.	-2,600.00	15.88	306.00	-0.04	0	1
	ก.พ.	-1,367.00	14.14	1,233.00	-1.74	0	1
	มี.ค.	-856.00	14.98	511.00	0.84	0	1
	เม.ย.	-744.00	13.39	112.00	-1.59	0	1
	พ.ค.	55.00	10.71	799.00	-2.68	0	1
	มิ.ย.	-2,307.00	12.89	-2,362.00	2.18	0	1
	ก.ค.	-1,544.00	6.13	763.00	-6.76	0	1
	ส.ค.	-1,882.00	4.18	-338.00	-1.95	0	1
	ก.ย.	-993.00	1.86	889.00	-2.32	0	1
	ต.ค.	-3,188.00	0.13	-2,195.00	-1.73	0	1
	พ.ย.	-2,459.00	-1.70	729.00	-1.83	0	1
	ธ.ค.	-2,617.00	-2.50	-158.00	-0.80	0	1

		NCF	IRD	DNCF	DIRD	D1	D2
<b>2542</b>	ม.ค.	-3,272.00	-2.24	-655.00	0.26	0	1
	ก.พ.	-2,421.00	-1.94	851.00	0.30	0	1
	มี.ค.	-1,761.00	-2.75	660.00	-0.81	0	1
	เม.ย.	-1,798.00	-3.35	-37.00	-0.60	0	1
	พ.ค.	-1,703.00	-4.15	95.00	-0.80	0	1
	มิ.ย.	-1,023.00	-4.01	680.00	0.14	0	1
	ก.ค.	-1,169.00	-3.87	-146.00	0.14	0	1
	ส.ค.	-1,020.00	-4.14	149.00	-0.27	0	1
	ก.ย.	-1,099.00	-4.35	-79.00	-0.21	0	1
	ต.ค.	-1,125.00	-4.55	-26.00	-0.20	0	1
	พ.ย.	-753.00	-4.77	372.00	-0.22	0	1
	ธ.ค.	385.00	-4.83	1,138.00	-0.06	0	1
<b>2543</b>	ม.ค.	-2,422.00	-4.52	-2,807.00	0.31	0	0
	ก.พ.	-1,892.00	-4.08	530.00	0.44	0	0
	มี.ค.	-291.00	-3.65	1,601.00	0.43	0	0
	เม.ย.	-775.00	-4.52	-484.00	-0.87	0	0
	พ.ค.	-1,266.00	-5.08	-491.00	-0.56	0	0
	มิ.ย.	-602.00	-4.59	664.00	0.49	0	0
	ก.ค.	-1,076.00	-4.40	-474.00	0.19	0	0
	ส.ค.	-381.00	-5.02	695.00	-0.62	0	0
	ก.ย.	-821.00	-4.95	-440.00	0.07	0	0
	ต.ค.	-577.00	-4.87	244.00	0.08	0	0
	พ.ย.	-886.00	-4.94	-309.00	-0.07	0	0
	ธ.ค.	-1,542.00	-4.69	-656.00	0.25	0	0



		NCF	IRD	DNCF	DIRD	D1	D2
<b>2544</b>	ม.ค.	-865.00	-3.70	677.00	0.99	0	0
	ก.พ.	-1,135.00	-3.80	-270.00	-0.10	0	0
	มี.ค.	-615.00	-3.49	520.00	0.31	0	0
	เม.ย.	-346.00	-3.10	269.00	0.39	0	0
	พ.ค.	-590.00	-2.48	-244.00	0.62	0	0
	มิ.ย.	-128.00	-1.71	462.00	0.77	0	0
	ก.ค.	-290.00	-1.37	-162.00	0.34	0	0
	ส.ค.	-397.00	-1.40	-107.00	-0.03	0	0
	ก.ย.	-267.00	-0.45	130.00	0.95	0	0
	ต.ค.	-1,275.00	-0.16	-1,008.00	0.29	0	0
	พ.ย.	-1,024.00	0.08	251.00	0.24	0	0
	ธ.ค.	-609.00	0.22	415.00	0.14	0	0
<b>2545</b>	ม.ค.	-1,125.00	0.10	-516.00	-0.12	0	0
	ก.พ.	-1,089.00	0.04	36.00	-0.06	0	0
	มี.ค.	-147.00	-0.20	942.00	-0.24	0	0
	เม.ย.	-304.00	-0.17	-157.00	0.03	0	0
	พ.ค.	-567.00	-0.24	-263.00	-0.07	0	0
	มิ.ย.	-690.00	-0.18	-123.00	0.06	0	0
	ก.ค.	-541.00	-0.15	149.00	0.03	0	0
	ส.ค.	-631.00	-0.04	-90.00	0.11	0	0
	ก.ย.	991.00	0.02	1,622.00	0.06	0	0
	ต.ค.	-957.00	-0.03	-1,948.00	-0.05	0	0
	พ.ย.	-925.00	0.18	32.00	0.21	0	0
	ธ.ค.	-587.00	0.17	338.00	-0.01	0	0

		NCF	IRD	DNCF	DIRD	D1	D2
<b>2546</b>	ม.ค.	-2,212.00	0.12	-1,625.00	-0.05	0	0
	ก.พ.	-834.00	0.08	1,378.00	-0.04	0	0
	มี.ค.	311.00	0.28	1,145.00	0.20	0	0
	เม.ย.	-113.00	0.34	-424.00	0.06	0	0
	พ.ค.	-1,834.00	0.29	-1,721.00	-0.05	0	0
	มิ.ย.	-523.00	0.43	1,311.00	0.14	0	0
	ก.ค.	225.00	-0.09	748.00	-0.52	0	0
	ส.ค.	-29.00	-0.07	-254.00	0.02	0	0
	ก.ย.	-933.00	-0.05	-904.00	0.02	0	0
	ต.ค.	-1,406.00	-0.10	-473.00	-0.05	0	0
	พ.ย.	-1,116.00	-0.06	290.00	0.04	0	0
	ธ.ค.	-1,669.00	-0.14	-553.00	-0.08	0	0
<b>2547</b>	ม.ค.	-2,437.00	-0.11	-768.00	0.03	0	0
	ก.พ.	-1,083.00	-0.07	1,354.00	0.04	0	0
	มี.ค.	135.00	-0.07	1,218.00	0.00	0	0
	เม.ย.	451.00	-0.15	316.00	-0.08	0	0
	พ.ค.	1,216.00	-0.25	765.00	-0.10	0	0
	มิ.ย.	86.00	-0.49	-1,130.00	-0.24	0	0
	ก.ค.	686.00	-0.56	600.00	-0.07	0	0
	ส.ค.	301.00	-0.61	-385.00	-0.05	0	0
	ก.ย.	157.00	-0.46	-144.00	0.15	0	0
	ต.ค.	663.00	-0.56	506.00	-0.10	0	0
	พ.ย.	-747.00	-0.65	-1,410.00	-0.09	0	0
	ธ.ค.	-1,098.00	-0.72	-351.00	-0.07	0	0

		NCF	IRD	DNCF	DIRD	D1	D2
<b>2548</b>	ม.ค.	-417.68	-0.77	680.32	-0.05	0	0
	ก.พ.	-958.00	-0.95	-540.32	-0.18	0	0
	มี.ค.	-326.32	-1.10	631.68	-0.15	0	0
	เม.ย.	960.78	-1.10	1,287.10	0.00	0	0
	พ.ค.	1,639.82	-1.09	679.04	0.01	0	0
	มิ.ย.	725.54	-1.08	-914.28	0.01	0	0
	ก.ค.	-273.83	-1.09	-999.37	-0.01	0	0
	ส.ค.	1,393.33	-1.13	1,667.16	-0.04	0	0
	ก.ย.	796.47	-0.84	-596.86	0.29	0	0
	ต.ค.	-762.99	-0.80	-1,559.46	0.04	0	0
	พ.ย.	173.83	-0.70	936.82	0.10	0	0
	ธ.ค.	173.21	-0.70	-0.62	0.00	0	0
<b>2549</b>	ม.ค.	-2,135.05	-0.64	-2,308.26	0.06	0	0
	ก.พ.	1,362.00	-0.62	3,497.05	0.02	0	0
	มี.ค.	-1,025.53	-0.62	-2,387.53	0.00	0	0
	เม.ย.	-331.70	-0.52	693.83	0.10	0	0
	พ.ค.	1,098.25	-0.58	1,429.95	-0.06	0	0
	มิ.ย.	147.59	-0.63	-950.66	-0.05	0	0
	ก.ค.	-1,270.98	-0.62	-1,418.57	0.01	0	0
	ส.ค.	-581.06	-0.55	689.92	0.07	0	0
	ก.ย.	2,570.50	-0.51	3,151.56	0.04	0	0
	ต.ค.	-1,511.88	-0.43	-4,082.38	0.08	0	0
	พ.ย.	-1,835.87	-0.45	-323.99	-0.02	0	0
	ธ.ค.	1,108.23	-0.52	2,944.10	-0.07	1	0

		NCF	IRD	DNCF	DIRD	D1	D2
<b>2550</b>	ม.ค.	-1,996.89	-0.53	-3,105.12	-0.01	1	0
	ก.พ.	-1,509.74	-0.64	487.15	-0.11	1	0
	มี.ค.	-1,059.30	-0.87	450.44	-0.23	1	0
	เม.ย.	-869.74	-1.19	189.56	-0.32	1	0
	พ.ค.	170.03	-1.48	1,039.77	-0.29	1	0
	มิ.ย.	581.14	-1.89	411.11	-0.41	1	0
	ก.ค.	-1,469.35	-1.99	-2,050.49	-0.10	1	0
	ส.ค.	-1,377.53	-2.28	91.82	-0.29	1	0
	ก.ย.	2,190.06	-2.29	3,567.59	-0.01	1	0
	ต.ค.	-1,874.53	-1.96	-4,064.59	0.33	1	0
	พ.ย.	-1,861.14	-1.74	13.39	0.22	1	0
	ธ.ค.	1,196.96	-1.80	3,058.10	-0.06	1	0
<b>2551</b>	ม.ค.	-89.28	-0.79	-1,286.24	1.01	1	0
	ก.พ.	3,767.47	0.08	3,856.75	0.87	1	0
	มี.ค.	6,001.27	0.40	2,233.80	0.32	1	0
	เม.ย.	1,491.96	0.36	-4,509.31	-0.04	1	0
	พ.ค.	-1,232.95	0.44	-2,724.91	0.08	1	0
	มิ.ย.	-3,468.22	0.32	-2,235.27	-0.12	1	0
	ก.ค.	-1,540.74	0.49	1,927.48	0.17	0	0
	ส.ค.	-565.29	0.62	975.45	0.13	0	0
	ก.ย.	1,302.78	0.55	1,868.07	-0.07	0	0
	ต.ค.	2,785.82	-0.40	1,483.04	-0.95	0	0

**ประวัติผู้วิจัย**

<b>ชื่อ</b>	นายตะวัน แดงเอียด
<b>วัน เดือน ปีเกิด</b>	30 กันยายน 2523
<b>สถานที่เกิด</b>	อำเภอควนขนุน จังหวัดพัทลุง
<b>ประวัติการศึกษา</b>	เศรษฐศาสตรบัณฑิต มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์ พ.ศ. 2546
<b>สถานที่ทำงาน</b>	บมจ.ธนาคารกสิกรไทย สาขาจังซีลอน ภูเก็ต อำเภอเกาะภูเก็ต จังหวัดภูเก็ต
<b>ตำแหน่ง</b>	เจ้าหน้าที่การตลาด