

## บทที่ 5

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ในบทนี้ จะนำเสนอผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับนโยบายการเปิดเสรีทางการเงินในประเทศไทย โดยได้แบ่งการนำเสนอออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ผลการศึกษาบทบาทของการเปิดเสรีทางการเงินที่มีต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และผลการศึกษาบทบาทของการเปิดเสรีทางการเงินที่มีต่อวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

#### ผลการวิเคราะห์

- บทบาทของการเปิดเสรีทางการเงินต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

##### 5.1 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ทางตรงระหว่างการเปิดเสรีทางการเงินและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

การทดสอบทางเศรษฐมิติด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ในตารางที่ 4 แสดงผลการศึกษาความสัมพันธ์ทางตรงระหว่างการเปิดเสรีทางการเงิน และการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยมีการควบคุมตัวแปรด้านจำนวนผู้มีงานทำ บัญญัติ และการศึกษาของประชากรในประเทศ พบว่า แม้การเปิดเสรีทางการเงินจะมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกก็ตาม แต่ก็ไม่มีความสัมพันธ์โดยตรงกับอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นใดๆเลย

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกทั้ง 3 ตัวแปร ซึ่งแสดงให้เห็นว่า จำนวนผู้มีงานทำ และระดับการศึกษาที่เพิ่มขึ้นของประชากรไทย รวมถึงการที่ระบบเศรษฐกิจมีการสะสมบัญชีทุนเพิ่มสูงขึ้น ล้วนมีส่วนสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศอย่างยิ่ง แต่อย่างไรก็ตาม จากผลการศึกษาตารางที่ 4 พบว่า มีเพียงแค่ตัวแปรบัญชีทุนและการศึกษาของประชากรที่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% ขณะที่ตัวแปรผู้มีงานทำนั้น ไม่พบว่ามีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นใดๆ กับอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศไทย

นอกจากนี้ จะเห็นได้ว่าผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น งานวิจัยของ Bekeart, Harvey และ Lundblad (2001) ที่ทำการศึกษานโยบายการเปิดเสรีทางการเงินในประเทศต่างๆทั่วโลก พบว่า การเปิดเสรีทางการเงินมีส่วนช่วยให้เศรษฐกิจของประเทศต่างๆ มี

อัตราการเจริญเติบโตเพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ย 1.13% อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้มีความแตกต่างจากงานวิจัยของ Bekeart, Harvey และ Lundblad (2001) ทั้งในด้านการเลือกตัวแทนของนโยบายการเงินเสรีและการกำหนดตัวแปรควบคุม รวมถึงวิธีการประมวลผลอีกด้วย

#### ตารางที่ 4

##### ผลการทดสอบความสัมพันธ์ทางตรงระหว่างการเปิดเสรีทางการเงินและ การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

แสดงผลการทดสอบสมการถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ของการเปิดเสรีทางการเงินที่มีต่ออัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจตั้งแต่ปี พ.ศ. 2523-2544 ตามสมการ  $Y_{i+k,t} = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{LABOR}_t) + \beta_2 \log(\text{CAPITAL}_t) + \beta_3 \log(\text{EDUCATE}_t) + \beta_4 \text{LIB}_t + \varepsilon_t$  โดยมีตัวแปรตาม คือ  $Y$  ซึ่งเป็นอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ส่วนตัวแปรอิสระ ได้แก่ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรการเปิดเสรีทางการเงิน ตัวแปรควบคุม คือ LABOR = จำนวนผู้มีงานทำ CAPITAL = ปัจจัยทุน และ EDUCATE = จำนวนผู้จบการศึกษาระดับมัธยมศึกษา ตัวแปรอิสระที่สนใจ คือ LIB = การเปิดเสรีทางการเงิน

ตัวแปรตาม: อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ			
ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์	t-stat	prob.
ค่าคงที่	0.0325	3.2342	0.0034***
จำนวนผู้มีงานทำ	0.0011	0.5282	0.6020
มูลค่าทุนสะสม	0.0600	3.2600	0.0032***
ผู้มีการศึกษา	0.0148	2.9450	0.0069***
<b>การเปิดเสรีทางการเงิน</b>	<b>0.0093</b>	<b>1.1123</b>	<b>0.2766</b>
R-squared	0.9972		

\*\*\* แสดงความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

5.2 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ทางอ้อมระหว่างการเปิดเสรีทางการเงินและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศไทย โดยผ่านตัวกลางทางการเงิน

5.2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ตัวกลางทางการเงิน และการเปิดเสรีทางการเงิน

ตารางที่ 5 นำเสนอผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ตัวแปรที่เป็นตัวแทนบทบาทของตัวกลางทางการเงิน 2 ประเภท ได้แก่ อัตราส่วนปริมาณสินเชื่อในระบบเศรษฐกิจไทยต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ซึ่งเป็นตัวแทนสถาบันการเงิน และอัตราการหมุนเวียนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตัวแทนตลาดทุน และการเปิดเสรีทางการเงิน โดยควบคุมตัวแปรด้านแรงงาน บัณฑิตจบใหม่ และการศึกษาของประชากรไทย เช่นเดียวกับการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเสรีทางการเงินและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจทางตรง

ผลการทดสอบทางเศรษฐมิติด้วยวิธี SUR พบว่า ตัวกลางทางการเงินทั้งสองประเภทมีความสัมพันธ์กับอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% โดยค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราส่วนปริมาณสินเชื่อต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศมีค่าเป็นลบ แสดงให้เห็นว่า การที่สถาบันการเงินปล่อยสินเชื่อเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น กลับส่งผลให้เศรษฐกิจไทยมีอัตราการเจริญเติบโตลดลง ทั้งนี้เป็นเพราะสินเชื่อเหล่านั้นเป็นสินเชื่อที่ไม่มีคุณภาพนั่นเอง ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ซึ่งเป็นช่วงที่เศรษฐกิจไทยมีการเจริญเติบโตอย่างก้าวกระโดด สถาบันการเงินไทยเร่งการปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคธุรกิจ แต่ไม่มีการกระจายความเสี่ยงใน portfolio สินเชื่อของสถาบันการเงิน คือ เน้นให้สินเชื่อแก่บางอุตสาหกรรมมากเกินไป โดยเฉพาะอย่างยิ่งภาคอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งไม่ก่อให้เกิดผลผลิตทางเศรษฐกิจกิจอย่างแท้จริง ดังจะเห็นได้จากแผนภาพที่ 3 ซึ่งแสดงปริมาณสินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์ออกให้แก่ภาคอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง

นอกจากนี้ มาตรการที่เกี่ยวข้องกับนโยบายสินเชื่อของสถาบันการเงินไทย ก็ยังไม่มีประสิทธิภาพเพียงพออีกด้วย การดำเนินนโยบายการให้สินเชื่อขาดความระมัดระวัง ไม่มีการประเมินความสามารถในการจ่ายคืนหนี้ของลูกหนี้อย่างละเอียดรอบคอบ และการขาดประสิทธิภาพในการติดตามสินเชื่ออีกด้วย ส่งผลให้ในระยะเวลาต่อมา อัตราการเจริญเติบโตของประเทศจึงไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกับปริมาณสินเชื่อที่เพิ่มขึ้นนั่นเอง

สำหรับอัตราการหมุนเวียนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก็พบว่า มีความสัมพันธ์กับอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% เช่น

เดียวกัน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก คือ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ แสดงว่า หากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอัตราการหมุนเวียนสูงขึ้น ย่อมมีส่วนทำให้เศรษฐกิจเติบโตได้ เนื่องจากอัตราการหมุนเวียนที่สูงขึ้น แสดงถึงการที่ตลาดหลักทรัพย์มีสภาพคล่องที่สูงขึ้นนั่นเอง ซึ่งหมายถึงว่านักลงทุนสามารถซื้อขายหลักทรัพย์กันได้ภายในระยะเวลาอันสมควร ในราคาใกล้เคียงกับราคาซื้อขายกันในขณะที่นั้น ถ้าหากตลาดหลักทรัพย์ขาดสภาพคล่อง จะทำให้นักลงทุนไม่กล้าซื้อหลักทรัพย์ ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์ไม่สามารถทำหน้าที่ในการเป็นแหล่งระดมทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ธุรกิจขาดช่องทางที่เป็นแหล่งระดมทุนอีกแหล่งหนึ่งไป ทำให้ไม่สามารถดำเนินโครงการหรือการลงทุนที่ก่อให้เกิดผลผลิตที่แท้จริงต่อระบบเศรษฐกิจได้

เป็นที่น่าสังเกตว่าในแบบจำลองนี้ซึ่งมีการเติมตัวแปรตัวกลางทางการเงิน 2 ตัวแปรเพิ่มเข้าไปในแบบจำลองแรกนั้น กลับพบว่า การเปิดเสรีทางการเงินสามารถอธิบายอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจได้อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ จึงอาจกล่าวได้ว่าการเปิดเสรีทางการเงินมีความสัมพันธ์กับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยผ่านตัวกลางทางการเงิน โดยลักษณะของความสัมพันธ์ดังกล่าวจะถูกชี้ชัดให้เห็นในผลการศึกษาที่ 5.2.2 และ 5.2.3

สำหรับตัวแปรควบคุม ก็พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกทั้งสามตัวแปรเช่นเดียวกับผลการศึกษาที่ 5.1 แต่ในแบบจำลองนี้ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างจำนวนผู้มีการศึกษาระดับมัธยมปลายกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ขณะที่ตัวแปรควบคุมอีก 2 ตัวแปรคือ จำนวนผู้มีงานทำ และ ตัวแปรปัจจัยทุน พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% และ 95% ตามลำดับ

## ตารางที่ 5

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ทางอ้อมระหว่างการเปิดเสรีทางการเงินและ  
การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

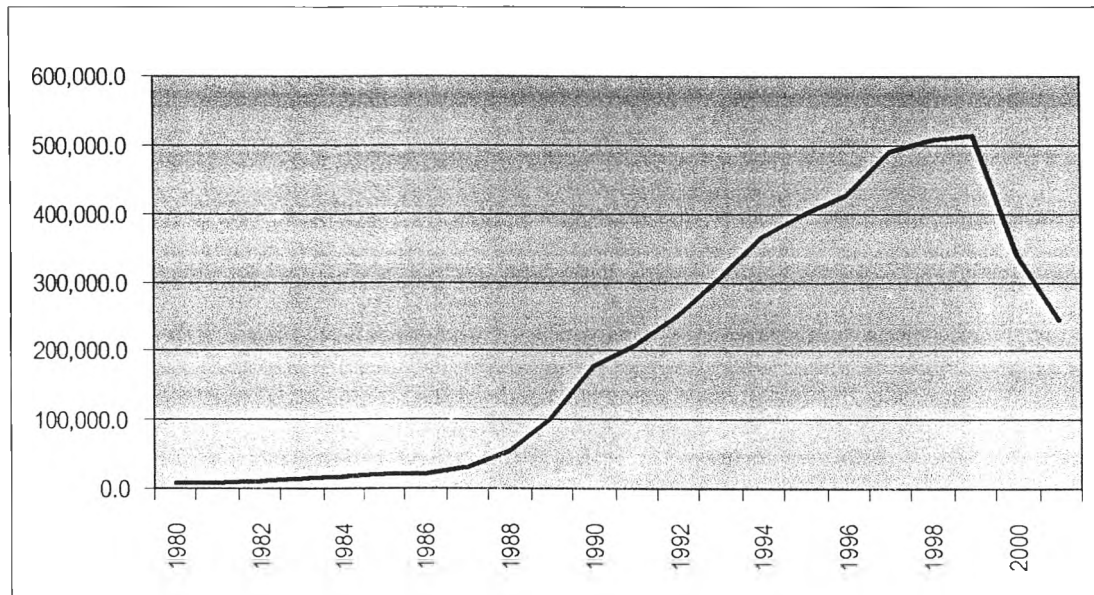
แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเสรีทางการเงินและอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2523-2544 ด้วยวิธี SURM ตามสมการ  $Y_{i+k} = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{LABOR}_i) + \beta_2 \log(\text{CAPITAL}_i) + \beta_3 \log(\text{EDUCATE}_i) + \beta_4 \text{CRE}_i + \beta_5 \text{TO}_i + \beta_6 \text{LIB}_i + \varepsilon_i$  โดยมีตัวแปรตาม คือ  $Y$  ซึ่งเป็นอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ส่วนตัวแปรอิสระ ได้แก่ ตัวแปรควบคุม ตัวแปรปริมาณสินเชื่อสถาบันการเงิน และอัตราการหมุนเวียนของตลาดหลักทรัพย์ และการเปิดเสรีทางการเงิน ตัวแปรควบคุม คือ  $\text{LABOR}$  = จำนวนผู้มีงานทำ  $\text{CAPITAL}$  = บัญชีทุน และ  $\text{EDUCATE}$  = จำนวนผู้จบการศึกษาระดับมัธยมปลาย ตัวแปรอิสระที่สนใจ คือ  $\text{CRE}$  = สัดส่วนปริมาณสินเชื่อต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และ  $\text{TO}$  = อัตราการหมุนเวียนของตลาดหลักทรัพย์  $\text{LIB}$  = การเปิดเสรีทางการเงิน

ตัวแปรตาม: อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ			
ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์	t-stat	prob.
ค่าคงที่	0.0390	2.7626	0.0063***
จำนวนผู้มีงานทำ	0.0247	5.2398	0.0002***
มูลค่าทุนสะสม	0.0006	2.5211	0.0125**
ผู้มีการศึกษา	0.0082	1.3897	0.1661
ปริมาณสินเชื่อ	-0.0326	-3.5438	0.0005***
อัตราการหมุนเวียนของ SET	0.0055	3.1265	0.0040***
การเปิดเสรีทางการเงิน	-0.0100	-2.7231	0.0070***
R-squared	0.8315		

\*\*, \*\*\* แสดงความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% และ 99% ตามลำดับ

## แผนภาพที่ 3

แสดงสินเชื่อดังกล่าวที่ออกโดยธนาคารพาณิชย์ (หน่วย: ล้านบาท)



## 5.2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเสรีทางการเงินและปริมาณสินเชื่อ

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการเงินเสรีและปริมาณสินเชื่อของสถาบันการเงินไทยสามารถแสดงได้ดังตารางที่ 6 โดยมีการควบคุมตัวแปรอัตราดอกเบี้ยและตัวแปรหุ้นจำลองของเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง

จากผลการศึกษา พบว่า การเปิดเสรีทางการเงินสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงปริมาณสินเชื่อในระบบเศรษฐกิจได้อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก หมายความว่า การดำเนินนโยบายการเงินเสรีในประเทศไทยนั้น ส่งผลให้สถาบันการเงินสามารถปล่อยสินเชื่อเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจได้เพิ่มขึ้น ทั้งนี้เนื่องจากสถาบันการเงินสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนต่างประเทศได้อย่างสะดวกและมีต้นทุนต่ำ อันเป็นผลมาจากการเปิดเสรีทางการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากกิจการวิเทศธนกิจ (BIBF) ซึ่งจากตารางที่ 2 และ 3 จะเห็นได้ว่าสถาบันการเงินมีการกู้เงินจากกิจการวิเทศธนกิจเพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก สถาบันการเงินต่างๆ สามารถระดมทุนโดยผ่านกิจการวิเทศธนกิจด้วยต้นทุนต่ำกว่าการระดมทุนภายในประเทศ แล้วนำมาปล่อยกู้ภายในประเทศในอัตราดอกเบี้ยสูง ทำให้สถาบันการเงินเหล่านี้ได้กำไรในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น จึงอาจกล่าวได้ว่านโยบายการเงินเสรีเป็นแรงจูงใจสำคัญต่อสถาบันการเงินในการเร่งปล่อยสินเชื่อเพื่อทำกำไรจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย แต่ทั้งนี้ทั้งนั้น หากพิจารณาตัวเลขเงินกู้ของสถาบันการเงินผ่านกิจการวิเทศธนกิจให้ชัดเจนจากตารางที่ 3 จะพบว่า เงินกู้ส่วนใหญ่เป็นเงินกู้ระยะสั้น ซึ่งส่งผลให้สถาบันการเงินมีความเสี่ยงจากการที่เจ้าหนี้ต่างชาติอาจปฏิเสธการต่ออายุหนี้และเคลื่อนย้ายเงินลงทุนออกจากประเทศ นอกจากนี้ สถาบันการเงินยังมีภาระต้องจ่ายคืนเงินต้นและดอกเบี้ยในรูปแบบเงินตราต่างประเทศอีกด้วย

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่าตัวแปรอัตราดอกเบี้ยมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ แสดงถึงการที่อัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้น ย่อมส่งผลให้สถาบันการเงินปล่อยสินเชื่อได้น้อยลง เนื่องจากประชาชนและองค์กรธุรกิจทั่วไปจะมีความสามารถกู้ยืมเงินลดลง ส่วนตัวแปรเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง ก็พบว่ามีความสัมพันธ์เป็นลบเช่นเดียวกัน แสดงให้เห็นว่าการดำเนินมาตรการเงินกองทุนตามมาตรฐาน BIS นั้นมิได้ทำให้สินเชื่อในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น<sup>11</sup> แม้ว่าสถาบันการเงินจะสามารถปล่อยสินเชื่อเพิ่มขึ้นได้โดยออกตราสารหนี้ด้วยสิทธิแทนการเพิ่มทุน แต่ตามมาตรฐาน BIS สถาบันการเงินจะต้องนำสินทรัพย์นอกสมดุลมาคำนวณเป็นสินทรัพย์เสี่ยง ซึ่งแต่เดิมนั้นไม่ต้องนำมาคิด ส่งผลให้สถาบันการเงินมีภาระสินทรัพย์เสี่ยงเพิ่มขึ้นอีกด้วย อย่างไรก็ตาม ตัวแปร

<sup>11</sup> ดูรายละเอียดในภาคผนวก

ควบคุมทั้งสอง ก็ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับปริมาณสินเชื่ออย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นใดๆ

### ตารางที่ 6

#### ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเสรีทางการเงินและปริมาณสินเชื่อ

แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเสรีทางการเงินและปริมาณสินเชื่อที่ออกโดยสถาบันการเงิน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2523-2544 ด้วยวิธี SURM ตามสมการ  $CRE_t = \beta_0 + \beta_1 INT_{t-1} + \beta_2 BIS_{t-1} + \beta_3 LIB_{t-1} + \varepsilon_t$  โดยที่ตัวแปรตาม คือ CRE ซึ่งเป็นอัตราส่วนปริมาณสินเชื่อต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ส่วนตัวแปรอิสระ ได้แก่ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรการเปิดเสรีทางการเงิน ตัวแปรควบคุม คือ INT = อัตราดอกเบี้ย MLR และ BIS = ตัวแปรทุนการดำเนินงานกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงตามมาตราฐาน BIS ตัวแปรอิสระที่สนใจ คือ LIB = การเปิดเสรีทางการเงิน

ตัวแปรตาม: ปริมาณสินเชื่อ			
ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์	t-stat	prob.
ค่าคงที่	0.8416	7.7814	0.0001***
อัตราดอกเบี้ย	-0.1767	-0.2431	0.8082
BIS	-0.2184	-1.2564	0.1585
<b>การเปิดเสรีทางการเงิน</b>	<b>0.6810</b>	<b>14.9084</b>	<b>0.0000***</b>
R-squared	0.7999		

\*\*\* แสดงความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%



### 5.2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเสรีทางการเงินและอัตราการหมุนเวียนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 7 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ทางสถิติระหว่างนโยบายการเงินเสรีและอัตราการหมุนเวียนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วยวิธี SURM โดยควบคุมตัวแปรที่คาดว่าจะมีผลกระทบต่ออัตราการหมุนเวียนของตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ จำนวนบริษัทจดทะเบียน มูลค่าตลาดรวม และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

จากการศึกษา พบว่า การเปิดเสรีทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการหมุนเวียนของตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นใดๆเลย ทั้งนี้เป็นเพราะเงินทุนต่างประเทศที่ผ่านกิจการวิเทศธนกิจเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจไทย ไหลเข้าสู่สถาบันการเงินเป็นหลัก เนื่องจากสถาบันการเงินสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้สะดวกรวดเร็ว แม้จะมีเงินทุนบางส่วนไหลเข้าสู่ตลาดทุนไทยบ้าง แต่ก็ยังเป็นเพียงเงินทุนระยะสั้นที่อยู่ในรูปของเงินลงทุนซื้อหลักทรัพย์และมีบทบาทน้อยกว่าเงินทุนในสถาบันการเงิน โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์ที่ใช้จ่ายเงินทุนต่างประเทศเป็นแหล่งระดมทุนหลักดังที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น

ดังจะเห็นได้จากตารางที่ 1 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเงินทุนต่างประเทศที่ไหลเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจไทยนั้น สัดส่วนที่มากที่สุดของเงินทุนเหล่านั้นอยู่ในรูปเงินกู้ของสถาบันการเงินต่าง ๆ นั้นเอง ในขณะที่เงินลงทุนซื้อหลักทรัพย์ (portfolio investment) มีสัดส่วนต่ำกว่ามากอย่างเห็นได้ชัด แต่การที่ตลาดหลักทรัพย์มีการเติบโตและมีมูลค่ารวมเพิ่มสูงขึ้นมากในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนั้น เป็นผลมาจากการปล่อยสินเชื่ออย่างขาดความระมัดระวังของสถาบันการเงินที่นำไปสู่การเก็งกำไรหลักทรัพย์ รวมไปถึงอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งมีความสัมพันธ์กับราคาสินทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อย่างใกล้ชิด<sup>12</sup> ดังนั้น จึงอาจกล่าวได้ว่าการเปิดเสรีทางการเงินไม่มีผลกระทบต่อการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ไทยเลย

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า มีเพียงแค่ตัวแปรจำนวนบริษัทจดทะเบียน และ ตัวแปรอัตราผลตอบแทน ที่สามารถอธิบายอัตราการหมุนเวียนในตลาดหลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% และมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก ในขณะที่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างมูลค่าตลาดรวมและอัตราการหมุนเวียนในตลาดหลักทรัพย์

<sup>12</sup> รังสรรค์ ธนะพรพันธุ์ ได้อธิบายเรื่องนี้อย่างละเอียดในหนังสือ “วิกฤตการณ์การเงินและเศรษฐกิจการเงินไทย” ปี พ.ศ. 2543

## ตารางที่ 7

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเสรีทางการเงินและ  
อัตราการหมุนเวียนของตลาดหลักทรัพย์

แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเสรีทางการเงินและอัตราการหมุนเวียนของตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2523-2544 ด้วยวิธี SURM ตามสมการ  $TO_t = \beta_0 + \beta_1 \log(COM_{t-1}) + \beta_2$   
 $MCAP_{t-1} + \beta_3 ROR_{t-1} + \beta_4 LIB_{t-1} + \varepsilon_t$  โดยมีตัวแปรตาม คือ TO ซึ่งเป็นอัตราการหมุนเวียนของตลาดหลัก  
ทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนตัวแปรอิสระ ได้แก่ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรการเปิดเสรีทางการเงิน ตัวแปรควบ  
คุม คือ COM = จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MCAP = อัตราส่วนมูลค่ารวมของตลาดหลัก  
ทรัพย์ต่อ GDP และ ROR = อัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ ตัวแปรอิสระที่สนใจ คือ LIB = การเปิด  
เสรีทางการเงิน

ตัวแปรตาม: อัตราการหมุนเวียนของตลาดหลักทรัพย์			
ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์	t-stat	prob.
ค่าคงที่	0.9179	4.7836	0.0000***
จำนวนบริษัทจดทะเบียน	0.2287	5.5572	0.0000***
มูลค่าตลาดรวม	0.0720	0.9740	0.3312
อัตราผลตอบแทน	0.2639	3.8896	0.0001***
การเปิดเสรีทางการเงิน	0.2038	1.2082	0.1400
R-squared	0.3241		

\*\*\* แสดงความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

- บทบาทของการเปิดเสรีทางการเงินต่อวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในประเทศไทย

ผลการศึกษาความน่าจะเป็น (probability) ด้วยแบบจำลองลอจิต (logit model) ที่นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินจะก่อให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ โดยมีการควบคุมตัวแปรดุลบัญชีเดินสะพัด อัตราเงินเฟ้อ เงินทุนระหว่างประเทศ และอัตราดอกเบี้ย สามารถแสดงได้ดังตารางที่ 8

จากตารางที่ 8 สามารถสรุปได้ว่าการเปิดเสรีทางการเงินมีแนวโน้มที่จะก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจได้อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก 5.9877 ซึ่งเมื่อนำค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประมาณการดังกล่าวไปคำนวณเป็นค่าความน่าจะเป็นจากสูตรของแบบจำลองลอจิต จะได้ค่าความน่าจะเป็นที่การเปิดเสรีทางการเงินจะก่อให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจสูงถึง 0.9131 ทั้งนี้เนื่องมาจากการดำเนินนโยบายการเปิดเสรีทางการเงินด้านต่าง ๆ นั้น มีส่วนทำให้ความเสี่ยงทางการเงินของระบบเศรษฐกิจเพิ่มสูงขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ โดยเฉพาะนโยบายการเคลื่อนย้ายเงินทุนเสรี ที่ทำให้ประเทศมีความเสี่ยงต่อการไหลออกของเงินทุน หากประเทศมีการพึ่งพาเงินทุนต่างประเทศเป็นหลัก และถ้ามีปัจจัยบางประการที่ลดความเชื่อมั่นของนักลงทุนเกิดขึ้น เช่น ความไม่มีเสถียรภาพทางการเมือง เป็นต้น หรือหากนักลงทุนสังเกตเห็นช่องทางการลงทุนในตลาดการเงินอื่นที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่า ย่อมพากันเคลื่อนย้ายเงินทุนเหล่านั้นออกจากประเทศไทย ซึ่งนักลงทุนสามารถทำได้ง่ายดายเนื่องจากเงินทุนเหล่านั้น ส่วนใหญ่เป็นเงินทุนระยะสั้น มิใช่เงินลงทุนระยะยาวหรือเป็นการลงทุนโดยตรง (foreign direct investment) นอกจากนี้ การที่ต่างชาติถอนเงินลงทุนออกจากประเทศไทยนั้น ย่อมนำมาซึ่งความเสียหายให้แก่สถาบันการเงินโดยตรงอีกด้วย เพราะเงินทุนต่างชาติที่เข้ามาสู่ประเทศไทยอยู่ในรูปของสินเชื่อระยะสั้นที่ให้แก่สถาบันการเงินไทยในสัดส่วนที่สูงมาก ในขณะที่สถาบันการเงินกลับนำเงินกู้ระยะสั้นเหล่านั้นไปปล่อยเป็นสินเชื่อระยะยาวให้แก่ภาคธุรกิจในประเทศ ดังนั้น เมื่อมีการถอนเงินลงทุนออกจากประเทศไทย จึงนำไปสู่ปัญหาทางเศรษฐกิจที่ยากต่อการแก้ไข ทั้งในภาคสถาบันการเงินและภาคธุรกิจในประเทศไทย

สำหรับตัวแปรควบคุมต่างๆ พบว่ามีเพียงดุลบัญชีเดินสะพัด และ เงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่สามารถอธิบายแนวโน้มที่จะเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยดุลบัญชีเดินสะพัด สามารถอธิบายวิกฤตเศรษฐกิจได้ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% ในขณะที่อัตราส่วน M3 ต่อเงินทุนสำรองระหว่างประเทศมีความสัมพันธ์กับการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% สำหรับอัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ย ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ

ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตหลายชิ้นที่สรุปว่า ประเทศที่ดำเนินนโยบายการเงินเสรี จะมีความเสี่ยงที่จะเกิดปัญหาความไม่มีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ อันจะนำไปสู่วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจได้ อีกทั้ง ยังเป็นการสนับสนุนงานวิจัยที่เป็นการศึกษาเชิงคุณภาพจำนวนมากด้วยที่กล่าวว่า การเปิดเสรีทางการเงินเป็นสาเหตุประการหนึ่งที่น่าไปสู่วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ

### ตารางที่ 8

#### ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเสรีทางการเงินและวิกฤตเศรษฐกิจ

แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเสรีทางการเงินและวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2523-2544 ด้วยแบบจำลองลอจิสต์ ตามสมการ  $CRISIS_t = \beta_0 + \beta_1 CURACC_{t-1} + \beta_2 INF_{t-1} + \beta_3 RESERVE_{t-1} + \beta_4 INT_{t-1} + \beta_5 LIB_{t-1} + \varepsilon_{t-1}$  โดยมีตัวแปรตาม คือ CRISIS ซึ่งเป็นตัวแปรหุ่นการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ส่วนตัวแปรอิสระ ได้แก่ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรการเปิดเสรีทางการเงิน ตัวแปรควบคุม คือ CURACC = ดุลบัญชีเดินสะพัด INF = อัตราเงินเฟ้อ RESERVE = อัตราส่วน M3 ต่อเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ และ INT = อัตราดอกเบี้ย MLR ตัวแปรอิสระที่สนใจ คือ LIB = การเปิดเสรีทางการเงิน และแสดงค่าความน่าจะเป็นที่คำนวณได้จากฟังก์ชันความน่าจะเป็นของแบบจำลองลอจิสต์

ตัวแปรตาม: วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ			
ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์	t-stat	prob.
ค่าคงที่	-17.6911	-2.5489	0.0128**
ดุลบัญชีเดินสะพัด	0.0000	2.8312	0.0059***
อัตราเงินเฟ้อ	131.5249	1.4784	0.1433
เงินทุนสำรอง	1.6098	1.7426	0.0853*
อัตราดอกเบี้ย	3.6518	0.1243	0.9014
<b>การเปิดเสรีทางการเงิน</b>	<b>5.9877</b>	<b>1.9632</b>	<b>0.0532*</b>
ค่าความน่าจะเป็น	0.9131		

\*, \*\*, \*\*\* แสดงความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ