

บทที่ 2

วรรณกรรมปริทัศน์

ทฤษฎีอุปสงค์ของเงินแบ่งออกได้หลายแนวคิดทฤษฎี โดยมีข้อแตกต่างที่สำคัญอยู่ที่การให้ข้อสมมติในการพิจารณาหน้าที่ (Function) ของเงินในระบบเศรษฐกิจ แนวคิดในการวิเคราะห์แรงจูงใจในการถือเงินของบุคคล และข้อกำหนดเกี่ยวกับตัวแปรทางเศรษฐกิจอื่นๆ ในปัจจุบันทฤษฎีอุปสงค์ของเงินที่ถูกนำมาใช้มากในการศึกษาเชิงประจักษ์สามารถแบ่งออกได้เป็น 3 กลุ่มใหญ่ๆ คือ ทฤษฎีอุปสงค์ของเงินที่มีแนวคิดมาจากทฤษฎีการเงินนิยม (The Monetarist Approach) แนวคิดของทฤษฎีการจัดการสินค้าคงคลัง (The Inventory Approach) และแนวคิดของทฤษฎีการจัดสรรสินทรัพย์ (The Portfolio Approach)

2.1 โครงร่างทางทฤษฎีอุปสงค์ของเงิน

2.1.1 ทฤษฎีการอุปสงค์ของเงินตามแนวคิดของนักการเงินนิยม

แนวคิดของนักการเงินนิยมจะวิเคราะห์อุปสงค์ของเงินบนพื้นฐานของทฤษฎีอุปสงค์ โดยจะพิจารณาเงินเป็นเสมือนสินค้าคงทน (durable) ชนิดหนึ่งซึ่งสะท้อนระดับความมั่งคั่ง และให้อรรถประโยชน์ในด้านการบริการแก่ผู้ถือ ขณะเดียวกันก็มีสภาพคล่องในตัวเองสูง โดยแนวคิดของทฤษฎีนี้ บุคคลจะจัดสรรการถือเงินของตนให้ได้รรถประโยชน์สูงสุด (maximize their money holding) เมื่อพิจารณาจากระดับความมั่งคั่ง และผลตอบแทนเปรียบเทียบของสินทรัพย์ทดแทน ซึ่งเป็นเสมือนต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือเงิน จุดเด่นของแนวคิดนี้ คือการนำทฤษฎีอุปสงค์มาใช้ในการอธิบายความต้องการถือเงิน ซึ่งเปิดโอกาสให้สามารถพิจารณาข้อจำกัดในการถือเงินได้ในขอบเขตที่กว้างขึ้น และช่วยให้การอธิบายอุปสงค์ของการถือเงินมีความสอดคล้องกับสภาพความเป็นจริงมากขึ้น

2.1.2 ทฤษฎีการอุปสงค์ของเงินตามแนวคิดของทฤษฎีการจัดการสินค้าคงคลัง

แนวคิดของพวกที่สองคือแนวคิดที่อยู่บนพื้นฐานของทฤษฎีการจัดการสินค้าคงคลัง (The Inventory Approach) ซึ่งแนวคิดนี้มุ่งเน้นที่จะวัดอุปสงค์ของเงินจากแรงจูงใจในการถือเงินเพื่อการซื้อขายแลกเปลี่ยน (transaction motive) โดยนัยของแนวคิดนี้ บุคคลจะถือเงินด้วยเหตุผลสองประการ คือเพื่อชดเชยความไม่สมดุลของรายรับและรายจ่ายที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาหนึ่งๆ และจากการมีค่าธรรมเนียมในการแลกเปลี่ยนระหว่างเงินกับสินทรัพย์อื่นๆ (transaction cost) บุคคลจะถือเงินไว้ในเป็นจำนวนเท่าใด จะขึ้นอยู่กับระดับความมั่งคั่ง และผลตอบแทนจากการถือเงิน ซึ่งได้แก่ อรรถประโยชน์ที่ได้จากการซื้อขายแลกเปลี่ยนเปรียบเทียบกับต้นทุนที่เกิดจากการถือเงิน (Inventory holding cost) ซึ่งได้แก่ค่าธรรมเนียมในการแลกเปลี่ยน (brokerage fee) และต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการถือสินทรัพย์อื่นๆ แทนเงิน โดยบุคคลจะพยายามจัดสรรการถือเงินในแต่ละช่วงเวลาให้ต้นทุนที่เกิดขึ้นต่ำที่สุด จุดเด่นของแนวคิดนี้คือการนำเอาค่าธรรมเนียมจากการเปลี่ยนแปลงการถือสินทรัพย์ มาพิจารณาเสมือนเป็นตัวกำหนดในฟังก์ชันอุปสงค์การถือเงินด้วย โดยจะแยกต้นทุนของการถือเงิน ออกเป็น 2 ชนิดอย่างชัดเจน และเชื่อมโยงต้นทุนดังกล่าวเข้ากับกระบวนการจัดสรรสินทรัพย์ของบุคคล อย่างไรก็ตามแนวคิดดังกล่าว ยังมีข้อจำกัดในการนำไปใช้ในงานวิจัยเชิงประจักษ์เนื่องจากข้อจำกัดในการเก็บรวบรวมข้อมูล โดยเฉพาะข้อมูลเกี่ยวกับค่าธรรมเนียมในการแลกเปลี่ยน ซึ่งวัดได้ยากในสภาพความเป็นจริง

2.1.3 ทฤษฎีการอุปสงค์ของเงินตามแนวคิดของทฤษฎีการจัดสรรสินทรัพย์

Tobin (1958) ได้นำเสนอแนวความคิดในการวัดอุปสงค์ในการถือเงินโดยแนวคิดของทฤษฎีการจัดสรรสินทรัพย์ (portfolio theory) โดยเน้นหน้าที่ของเงินในฐานะของการเป็นเครื่องรักษามูลค่า ซึ่งจะพิจารณาเงินเป็นเสมือนสินทรัพย์ทางการเงินชนิดหนึ่ง ที่ให้ผลตอบแทนและมีความเสี่ยงในการถือแตกต่างไปจากสินทรัพย์อื่นๆ Tobin วิเคราะห์พฤติกรรมการถือเงินของบุคคลจากลักษณะดังกล่าว โดยกำหนดสมมติฐานให้บุคคลต้องเผชิญกับความไม่แน่นอนจากผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ บุคคลจะพยายามจัดสรรการถือสินทรัพย์เพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่คาดหวังสูงที่สุด แนวคิดของทฤษฎีการจัดสรรสินทรัพย์ จะแตกต่างจากแนวคิดด้านการจัดการสินค้าคงคลัง ซึ่งมุ่งเน้นจะ

วิเคราะห์ทฤษฎีอุปสงค์ของเงินจากแรงจูงใจในถือเงินเพื่อการซื้อขายแลกเปลี่ยนเป็นหลัก ดังนั้นระดับความมั่งคั่งตามแนวคิดของการจัดสรรสินทรัพย์ จะสอดคล้องกับระดับรายได้ถาวร (Permanent Income) มากกว่าระดับค่าจ้าง (wage) หรือในอีกนัยหนึ่ง ระดับความมั่งคั่งจะถูกวัดจากระดับรายได้ทั้งหมด (Total Wealth) มากกว่าที่จะวัดจากระดับรายได้ในแต่ละช่วงเวลา ความแตกต่างอื่นๆ คือการพิจารณาต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือเงิน ซึ่งตามแนวคิดในการจัดสรรสินทรัพย์ จะรวมเอาสินทรัพย์ต่างๆ ที่ให้ผลตอบแทนแตกต่างกันมาเป็นตัวกำหนดต้นทุนค่าเสียโอกาสในการถือเงินด้วย ซึ่งความแตกต่างในข้อนี้ทำให้นักคิดด้านการจัดสรรสินทรัพย์สามารถอธิบายอุปสงค์ของเงินในความหมายกว้างได้ดีกว่าทฤษฎีอุปสงค์ของเงินตามแนวคิดของการจัดการสินค้าคงคลัง

อย่างไรก็ตามจากแนวคิดข้างต้น จะตั้งอยู่บนสมมติฐานที่สำคัญของการพัฒนาของตลาดการเงิน (financial markets) และตลาดทุน (capital markets) ความสมบูรณ์ของปริมาณสินทรัพย์ทดแทนต่างๆ รวมถึงสมมติฐานเกี่ยวกับข้อจำกัดของกลไกการเชื่อมโยงระหว่างการเปลี่ยนแปลงในตลาดการเงินและอัตราดอกเบี้ย ซึ่ง Mckinnon และ Shaw ได้โต้แย้งสมมติฐานข้างต้นว่าไม่เป็นจริงในระบบเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ และกฎระเบียบข้อบังคับในการทำธุรกรรมต่างๆ ไม่สอดคล้องกับเงื่อนไขทางทฤษฎีที่มีพื้นฐานมาจากระบบเศรษฐกิจของประเทศที่พัฒนาแล้ว แนวคิดทางทฤษฎีข้างต้นจึงไม่สามารถอธิบายพฤติกรรมทางการเงินของประชาชนในประเทศกำลังพัฒนาได้เสมอไป นอกจากนี้ในประเทศด้อยพัฒนาซึ่งตลาดเงิน และตลาดทุนยังไม่มีพัฒนาเท่าที่ควร จะก่อให้เกิดการพึ่งพาตลาดเงินนอกระบบ และการถือสินทรัพย์อื่นๆ ทดแทนเงิน โดยเฉพาะสินทรัพย์ถาวร (Real Assets) ส่งผลให้การกระจายทรัพยากรทางการเงินภายใต้สภาพแวดล้อมดังกล่าวไม่มีประสิทธิภาพ โดยอาศัยสมมติฐานดังกล่าว Mckinnon และ Shaw ได้ชี้ให้เห็นว่าการใช้ตราเงินเพื่อ หรืออัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์เป็นต้นทุนของการถือเงินในการศึกษาอุปสงค์ของเงิน จะสามารถอธิบายพฤติกรรมทางการเงินได้ดีกว่าการใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือเงิน นอกจากนี้ยังได้เสนอให้มีแนวทางในการแก้ไขปัญหาดังกล่าว โดยให้มีการแก้ไขโครงสร้างของระบบการเงิน และการกำหนดนโยบายการเงินที่ควบคุมปริมาณเงินให้สอดคล้องกับระดับความต้องการถือเงินในระบบเศรษฐกิจ การปล่อยเสรีทางการเงิน โดยยกเลิกกฎระเบียบข้อจำกัดในการควบคุมอัตราดอกเบี้ย และการควบคุมการดำเนินงานของสถาบันการเงิน

รวมถึงการลดบทบาทของภาครัฐในการแทรกแซงระบบการเงิน เพื่อให้กลไกราคาในตลาดเงินทำหน้าที่ได้อย่างเสรี ซึ่งจะก่อให้เกิดการจัดสรรทรัพยากร (Resource allocation) ในระบบเศรษฐกิจอย่างมีประสิทธิภาพ และก่อให้เกิดการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างแท้จริง

2.2 วรรณกรรมปริทัศน์

การศึกษาวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องจะแบ่งออกเป็นสองส่วน คือ ส่วนของการศึกษาผลกระทบของการปล่อยเสรีทางการเงินต่ออุปสงค์ของเงิน และส่วนของการศึกษาอุปสงค์ของเงินในประเทศไทยในอดีต การแบ่งออกเป็นสองส่วนดังกล่าวข้างต้น มีวัตถุประสงค์เพื่อแสดงแนวคิดในการวิเคราะห์ผลกระทบของการปล่อยเสรีทางการเงินที่มีต่อเสถียรภาพ และลักษณะความสัมพันธ์ของอุปสงค์ของเงิน จากการศึกษาต่างๆ และเพื่อแสดงผลของการศึกษาอุปสงค์ของเงินในประเทศไทยในอดีตที่ผ่านมา ซึ่งจะก่อให้เกิดความเข้าใจในการวิเคราะห์ผลกระทบของการปล่อยเสรีทางการเงินต่ออุปสงค์ของการถือเงินในประเทศไทยได้ถูกต้อง และสอดคล้องกับความเป็นจริง

2.2.1 ผลกระทบของการปล่อยเสรีทางการเงินต่ออุปสงค์ของเงิน

จากการศึกษาของ Judd และ Scadding (1982)¹ ได้ศึกษาถึงเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินในประเทศสหรัฐฯ ผลการศึกษาพบว่าสาเหตุของความไม่มีเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินเป็นผลมาจากนวัตกรรมทางการเงิน (Financial Innovation) ซึ่งเกิดจากการพัฒนาของตลาดการเงิน ทำให้พฤติกรรมทางการเงินของประชาชนเปลี่ยนแปลงไป โดยจากการพิจารณาอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ (Narrow money, M1) พบว่าอุปสงค์ของการถือเงินดังกล่าวลดลง เนื่องจากพฤติกรรมในการถือเงินของประชาชน ได้เปลี่ยนจากการถือสินทรัพย์เพื่อการซื้อขายแลกเปลี่ยนมาเป็นการถือสินทรัพย์เพื่อการออม (saving assets) หรือสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องใกล้เคียงเงินมากขึ้น (Near money) และพบว่าความสัมพันธ์ของอุปสงค์ของเงินต่อระดับรายได้และอัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงไปจากเดิม นอกจากนี้ฟังก์ชันอุปสงค์การถือเงินยังมีความน่าเชื่อถือในการพยากรณ์ลดลง เนื่องมาจากความไม่มี

¹ Judd, J. P. and Scadding, J. L. (1982) "The Search for a Stable Money Demand Function". *Journal of Economic Literature*, 20.

เสถียรภาพของความสัมพันธ์ดังกล่าว ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาของ Janson และ Rakin (1986) ซึ่งได้แสดงให้เห็นว่าผลของความสัมพันธ์ดังกล่าวนอกจากจะเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในระดับรายได้แล้ว สาเหตุที่สำคัญยังเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย จากระบบการเงินเดิมที่มีการควบคุมระดับอัตราดอกเบี้ย ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยไม่สามารถสะท้อนระดับดุลยภาพในตลาดเงินได้เสมอไป ทำให้เกิดอุปสงค์ส่วนเกินหรืออุปทานส่วนเกินในตลาดเงิน ซึ่งเมื่อมีการผ่อนคลายการควบคุมลงทำให้อัตราดอกเบี้ยสามารถเคลื่อนไหวได้มากขึ้น และลดความผันผวนดังกล่าวลง แต่การผ่อนคลายการควบคุมในอัตราดอกเบี้ย ทำให้ความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยและอุปสงค์ของเงินไม่มีเสถียรภาพ และสอดคล้องกับการศึกษาของ Swamy และ Tavlas (1989)² ซึ่งได้ศึกษาผลกระทบของการผ่อนคลายการควบคุมทางการเงิน (Financial Deregulation) ต่ออุปสงค์ของเงินในประเทศออสเตรเลีย ผลการศึกษาที่ได้พบว่าความสัมพันธ์ของอุปสงค์ของเงินและรายได้ที่เป็นตัวเงินเปลี่ยนแปลงไป ซึ่งมีสาเหตุมาจากสภาพแวดล้อมทางการเงินที่เปลี่ยนแปลงไป โดยเฉพาะการแก้ไขกฎระเบียบข้อบังคับต่างๆ และการผ่อนคลายการควบคุมการดำเนินงานของสถาบันการเงิน เป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้อุปสงค์ของเงินไม่มีเสถียรภาพ นอกจากนี้ผลของการปล่อยเสรีทางการเงินทำให้การแข่งขันระหว่างสถาบันการเงินเพิ่มสูงขึ้น จากการศึกษาที่ตัวกลางทางการเงินที่มีโชธนาคาร (Non-bank financial intermediate) ได้เคลื่อนย้ายเข้าสู่ธุรกิจธนาคารมากขึ้น และยังเป็นมาจากการเชื่อมโยงตลาดเงินและตลาดทุนในประเทศเข้ากับตลาดเงินและตลาดทุนต่างประเทศ ซึ่งส่งผลให้อุปสงค์ของเงินมีความยืดหยุ่นต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ การคาดการณ์ในอัตราแลกเปลี่ยนและดัชนีทางเศรษฐกิจอื่นๆ มากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ ผลของการเชื่อมโยงระบบการเงินภายในประเทศเข้ากับระบบการเงินต่างประเทศดังกล่าว ทำให้เกิดสินทรัพย์ทางการเงินใหม่ ๆ ซึ่งมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมการถือเงินของประชาชน ที่จากเดิมจำกัดอยู่แค่การถือสินทรัพย์ในประเทศให้สามารถเลือกถือสินทรัพย์ทางการเงินต่างประเทศได้มากขึ้น และพบว่าจากการประมาณการอุปสงค์ของเงินโดยรวมหาระดับราคาที่ใช้คาดการณ์ไว้ในแบบจำลอง ทำให้ระดับความน่าเชื่อถือสูงขึ้น ซึ่งชี้ให้เห็นว่าในระบบเศรษฐกิจที่มีการควบคุมอัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์สามารถเป็นตัวแทน (Proxy) ที่ดีของต้นทุนค่าเสียโอกาสในการถือเงินได้ดีกว่าอัตราดอกเบี้ย ซึ่งสะท้อนนัยของการทดแทนกันระหว่างเงินและสินทรัพย์ถาวร (Real assets) ดังนั้นในทางตรงกันข้ามหากเรา

² Swamy, P.A.V.B. and G.S.Tavlas (1989) "Financial Deregulation, the Demand for Money, and Monetary Policy in Australia", *IMF Staff Paper*, 36(1)

สามารถพิสูจน์ได้ว่าอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินสามารถเป็นตัวแทนของต้นทุนค่าเสียโอกาสในการถือเงินได้ดีกว่าตัวแปรอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ ก็จะต้องถึงผลกระทบของการปล่อยเสรีทางการเงินที่มีต่ออุปสงค์ของการถือเงินได้อย่างชัดเจน การศึกษาของ Swamy และ Tavlas ได้ข้อสรุปสอดคล้องกับ Jacob and Dick (1991)³ ซึ่งได้ทดสอบเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินจากการผ่อนคลายการควบคุมทางการเงิน (Financial Deregulation) ในประเทศออสเตรเลียในช่วงเวลาใกล้เคียงกัน โดยสรุปผลที่ได้จากการทดสอบเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินโดยเทคนิค Cointegration ที่ได้ว่า อุปสงค์ของเงินทั้งในความหมายแคบและความหมายกว้างไม่มีเสถียรภาพในระยะยาวกับรายได้และอัตราดอกเบี้ย โดยอ้างว่าเป็นผลมาจากการผ่อนคลายการควบคุมทางการเงิน

ในกรณีของประเทศไทยจากการศึกษาของ สิริ (2537) ซึ่งได้ศึกษาผลกระทบของการปล่อยเสรีทางการเงินในประเทศไทยต่ออุปสงค์ของการถือเงิน พบว่า การผ่อนคลายการควบคุมทางการเงินและการปฏิรูปการเงิน รวมถึงการเปลี่ยนแปลงไปใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นมากขึ้น ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมทางการเงินของประชาชน (Portfolio shift) ซึ่งส่งผลให้เสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินเปลี่ยนแปลงไป โดยอุปสงค์ของเงินในความหมายกว้างเพิ่มสูงขึ้น จากการที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากเพิ่มสูงขึ้นจากการปล่อยเสรีในอัตราดอกเบี้ย ในขณะที่อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบลดลง นอกจากนี้ผลของนวัตกรรมทางการเงินยังเป็นสาเหตุที่สำคัญอีกประการหนึ่งที่ทำให้พฤติกรรมทางการเงินของประชาชนเปลี่ยนแปลงไป โดยเฉพาะนวัตกรรมทางด้านเทคโนโลยีในระบบการเงิน เช่น ระบบการโอนเงินโดยอัตโนมัติ (ATM) และบัตรเครดิต ทำให้ความต้องการถือเงินลดลง ประกอบกับการเปลี่ยนแปลงการควบคุมสินเชื่อ และการส่งเสริมการแข่งขันระหว่างสถาบันการเงิน ทำให้อุปสงค์ของเงินตอบสนองต่ออัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเร็วขึ้น ซึ่งสามารถพิจารณาได้จากการเปลี่ยนแปลงของค่าความยืดหยุ่นของอัตราดอกเบี้ยในสมการอุปสงค์ของการถือเงิน จากผลดังกล่าวทำให้อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบมีเสถียรภาพในระดับต่ำ และอุปสงค์ของเงินในความหมายกว้างไม่มีเสถียรภาพ นอกจากนี้ในการศึกษาอุปสงค์ของเงินในความหมายกว้าง พบว่ามีค่าความยืดหยุ่นของรายได้มีค่ามากกว่า 1 ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงแนวโน้มที่ลดลงของอัตราเร็วในการหมุนเวียนของเงิน (Velocity)

³ Jacob D.H. and Dick Z. (1991) "Financial Deregulation and the Stability of the Demand for Money in Australia", *Kredit-und-Kapital*, 24(3).

2.2.2 การศึกษาอุปสงค์ของเงินในประเทศไทย

Raktabutr⁴ (1988) ได้ศึกษาเสถียรภาพ และลักษณะความสัมพันธ์ของอุปสงค์ของเงิน (Behavior of money holding) ในประเทศไทย โดยมีแนวคิดจากสมมติฐานของ Mckinnon และ Shaw และได้ทดสอบสมมติฐานของทฤษฎีดังกล่าวต่ออุปสงค์ของเงินในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2503-2528 ซึ่งอุปสงค์ของเงินตามแนวคิดดังกล่าว จะเป็นฟังก์ชันของระดับรายได้ที่แท้จริง อัตราส่วนของการระดมการลงทุนต่อรายได้ อัตราดอกเบี้ย และอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ และได้ทดสอบอุปสงค์ของเงินจากแบบจำลองอุปสงค์ของเงินแบบดั้งเดิม (Conventional Theory) ซึ่งอุปสงค์ของเงินเป็นฟังก์ชันของระดับรายได้ถาวร อัตราดอกเบี้ย และอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสตั้งแต่ปี พ.ศ. 2513.1-2528.4 ดังแสดงผลในตารางที่ 2.1 ผลการทดสอบพบว่าอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบจะสามารถอธิบายได้ดีกว่าจากทฤษฎีอุปสงค์แบบดั้งเดิม และพบว่าอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบซึ่งทดสอบโดยแบบจำลองดังกล่าวมีเสถียรภาพ ในขณะที่อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบซึ่งทดสอบโดยทฤษฎีของ Mckinnon และ Shaw ไม่มีเสถียรภาพ ส่วนอุปสงค์การถือเงินในความหมายกว้างจะสามารถอธิบายได้ดีกว่าจากแบบจำลองตามทฤษฎีของ Mckinnon และ Shaw โดยที่ผลการทดสอบอุปสงค์การถือเงินในความหมายกว้างจากทั้งสองแบบจำลองพบว่ามีเสถียรภาพทั้งสองแบบจำลอง แต่ค่าทางสถิติที่ได้จากแบบจำลองของ Mckinnon และ Shaw จะมีความน่าเชื่อถือดีกว่า ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับแนวคิดทางทฤษฎี เนื่องจากทฤษฎีอุปสงค์การถือเงินของ Keynes ที่นำมาทดสอบจะวัดอุปสงค์การถือเงินตามแนวคิดของการถือเงินเพื่อการจับจ่ายใช้สอย (transaction approach) ในขณะที่ทฤษฎีของ Mckinnon และ Shaw จะวัดอุปสงค์ของเงินตามแนวคิดของการจัดสรรสินทรัพย์ (portfolio approach) ดังนั้นทฤษฎีแรกจึงสามารถทดสอบ อุปสงค์การถือเงินในความหมายแคบได้ดีกว่า ในขณะที่ทฤษฎีหลังจะทดสอบอุปสงค์ของเงินในความหมายกว้างได้ดีกว่า นอกจากนี้ จากการศึกษาของ Raktabutr ยังมีข้อสังเกตที่สำคัญอีกประการหนึ่ง คือการที่อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์สามารถเป็นตัวแทนของต้นทุนค่าเสียโอกาสทั้งในแบบจำลองอุปสงค์การถือเงินในความหมายแคบและความหมายกว้าง และมีค่าสถิติที่ดีกว่าอัตราดอกเบี้ย ซึ่งสะท้อนให้เห็นการทดแทนกันระหว่างสินทรัพย์ถาวรและเงิน อันเนื่องมาจากการด้อยพัฒนาของตลาดเงินและตลาด

⁴ Raktabutr, S. (1988) "The Demand for Money in Thailand and Its Implication for Economic Growth", Master's Thesis, Faculty of Economics, Thammasat University

ทุนในขณะนั้น และการขาดแคลนสินทรัพย์ทางการเงินที่จะใช้ทดแทนกับเงิน อย่างไรก็ตามการศึกษาของ Raktabutr ดังกล่าวได้ศึกษาอุปสงค์ของเงินในช่วงปี พ.ศ. 2503-2528 ซึ่งสภาพแวดล้อมทางการเงินยังไม่มีเปลี่ยนแปลงมากนัก การทดสอบอุปสงค์ของเงินจึงแสดงให้เห็นถึงเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงิน นอกจากนี้การทดสอบความมีเสถียรภาพของเงินจากทั้งสองแบบจำลองที่ประมาณการจากข้อมูลที่มีระยะเวลาต่างกันไม่ควรที่จะนำมาเปรียบเทียบกันได้ เนื่องจากตลาดเงินในระยะสั้นและระยะยาวมีการปรับตัวที่แตกต่างกัน โดยในระยะยาวระดับการถือเงิน (money balance) จะสามารถปรับตัวได้มากกว่าระยะสั้น และโดยธรรมชาติแล้ว อัตราดอกเบี้ยในระยะยาว (long term interest rate) จะมีความผันผวนน้อยกว่าในระยะสั้นอยู่แล้ว

การทดสอบอุปสงค์ของเงินหลังในช่วงหลังการศึกษาของ Raktabutr ได้เน้นการทดสอบเสถียรภาพของเงินจากผลกระทบของการปล่อยเสรีทางการเงินเป็นหลัก โดยใช้เทคนิค Cointegration และแบบจำลอง Error Correction Mechanism (ECM) ดังจะเห็นได้จากการศึกษาของ Tseng และ Corger (1991)⁵ ซึ่งได้ศึกษาผลกระทบจากการปล่อยเสรีทางการเงินของประเทศต่างๆ ในเอเชีย 9 ประเทศ ซึ่งรวมถึงประเทศไทยด้วย โดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายไตรมาสในช่วงปี พ.ศ. 2520.1 - 2532.4 ดังแสดงได้ในตารางที่ 2.2 และได้ทำการประมาณการโดยใช้เทคนิค Two Stage ซึ่งพัฒนามาจาก Engle and Granger (1987)⁶ ผลการทดสอบที่ได้แตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ โดยในกรณีของประเทศไทยนั้น พบว่าอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบและในความหมายกว้างไม่มีเสถียรภาพในระยะยาว (Non-Cointegration) ดังแสดงในตารางที่ 2.3 ซึ่งทำให้การทดสอบเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินในระยะสั้นจากแบบจำลอง ECM มีความน่าเชื่อถือต่ำ ดังนั้นจึงไม่สามารถทดสอบอุปสงค์ของเงินในระยะสั้นของไทยได้ โดย Tseng and Corger ได้ให้เหตุผลของความไม่มีเสถียรภาพในระยะยาวว่าเป็นผลมาจากการมาตรการปล่อยเสรีในอัตราดอกเบี้ย

⁵ Tseng R and R Corger (1991) "Financial Liberalization, Money Demand, and Monetary Policy in Asian Countries.", IMF Occasional Paper, 84

⁶ Engle, R. F. and C. W. J. Granger (1987) "Cointegration and Error Correction Representation, Estimation, and Testing ", *Econometrica*, 55

ตารางที่ 2.1 ผลการศึกษาอุปสงค์ของเงินในประเทศไทย โดย Raktabutr (1988)

แบบจำลองที่ใช้	ข้อมูลที่ใช้	ผลการทดสอบ	ความมีเสถียรภาพ
แบบจำลองอุปสงค์การถือเงิน ของ Mckinnon และ Shaw	ข้อมูลรายปี ปี พ.ศ. 2503-2528	$\ln M_1 = 4.366 + 0.487 \dot{\ln y} - 0.141 \ln(I/Y)$ (1.934) (2.771) (-1.068) $+ 0.005 \dot{R}_3 - 0.001 P$ (2.304) (-0.538)	ไม่มี
		$\ln M_2 = -7.886 + 1.496 \dot{\ln y} - 0.234 \ln(I/Y)$ (-11.5571) (31.801) (-1.911) $+ 0.004 \dot{R}_3 - 0.005 P$ (1.829) (-2.525)	มี
		$\ln M_3 = -7.686 + 1.453 \dot{\ln y} - 0.461 \ln(I/Y)$ (11.239) (29.045) (-3.0971) $+ 0.006 \dot{R}_3 - 0.004 P$ (2.252) (-1.088)	มี
แบบจำลองอุปสงค์การถือเงิน แบบดั้งเดิม	ข้อมูลราย ไตรมาส ปี พ.ศ. 2513.1-2528.4	$M_1 = 44238.374 + 0.17 \dot{y}_p - 271.178 R_1$ (4.324) (2.817) (-0.840) $- 2103.87 P$ (1.951)	มี
		$M_2 = -70316.5 + 2.735 \dot{y}_p - 70.391 R_2$ (-0.221) (3.364) (-0.116) $- 22588.3 P$ (-7.042)	มี
		$M_3 = -540720.62 + 5.564 \dot{y}_p - 207.883 R_2$ (-23.7331) (46.258) (-0.28) $- 27794.6 P$ (-13.972)	ไม่มี

โดยที่ * แสดงถึงนัยสำคัญทางสถิติ (Statistically significant coefficient)

M_1 คือ ปริมาณเงินในความหมายแคบ

M_2 คือ ปริมาณเงินในความหมายกว้าง

M_3 คือ สินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง

Y_p คือ ระดับรายได้ถาวร

R_1 คือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก

R_2 คือ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์อื่นๆ

R_3 คือ อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงของการถือเงิน

P คือ อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์

อย่างไรก็ตามถึงแม้ว่า Tseng and Corger จะสรุปผลความไม่มีเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินในประเทศไทยได้สอดคล้องกับแนวคิดของการปล่อยเสรีทางการเงิน แต่การศึกษาดังกล่าวก็ยังมีข้อสังเกตในเรื่องของข้อมูล และเทคนิคที่ใช้ซึ่งมีความขัดแย้งกันเอง ทำให้การพิจารณาผลการศึกษาที่ได้ต้องทำอย่างรอบคอบ กล่าวคือข้อมูลระดับรายได้ที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูล GDP ที่ได้จากการประมาณการ โดยการนำข้อมูล GDP หัวยปีและท้ายปีมาทำการกระจาย (Breakdown) ออกเป็นข้อมูลรายไตรมาส ซึ่งการนำข้อมูลที่ได้มาทำการประมาณการในสมการถดถอยเพื่อหาความสัมพันธ์กับตัวแปรปริมาณเงิน อาจทำให้ผลที่ได้ไม่สามารถสะท้อนถึงความสัมพันธ์ที่แท้จริงได้ นอกจากนี้เมื่อพิจารณาตัวแปรอื่นๆ ที่ใช้ในแบบจำลองแล้ว พบว่าไม่สอดคล้องกับความเป็นจริงนัก เช่นการใช้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะสั้นระหว่างธนาคารพาณิชย์ (Interbank rate) เป็นต้นทุนค่าเสียโอกาสในการถือเงินในความหมายกว้าง ซึ่งข้อผิดพลาดดังกล่าวอาจเกิดจากการที่ Tseng and Corger ได้ทำการศึกษาในหลายประเทศ ทำให้เกิดข้อจำกัดในการกำหนดแบบจำลองให้สอดคล้องกับลักษณะการศึกษาในประเทศใดประเทศหนึ่งได้

ข้อสังเกตของการศึกษาของ Tseng and Corger ที่สำคัญอีกประการหนึ่งคือความขัดแย้งของเทคนิคที่ใช้ในการประมาณการกับโครงสร้างของข้อมูลที่ใช้ กล่าวคือในการนำเทคนิค Cointegration และแบบจำลอง ECM มาใช้จะอยู่บนเงื่อนไขที่กำหนดว่าข้อมูลที่ใช้นั้นจะต้องเป็นข้อมูลที่ไม่มีการปรับปรุง แต่ Tseng and Corger ได้ทำการปรับปรุงข้อมูลเพื่อขจัดผลของฤดูกาล (Seasonally adjusted) ก่อนที่จะนำมาทำการวิเคราะห์ โดยได้ให้เหตุผลของการปรับปรุงลักษณะของข้อมูลดังกล่าวว่า ถึงแม้ว่าจะทำให้ลักษณะของดุลยภาพในระยะยาวขาดหายไป แต่เนื่องจากขนาดของข้อมูลที่จำกัด (lack of data) และผลของตัวแปรในอดีต (time lag) ซึ่งจะลดระดับความเป็นอิสระของข้อมูล และส่งผลกระทบต่อวิเคราะห์ทางสถิติ จึงทำให้การปรับปรุงข้อมูลเพื่อขจัดผลของฤดูกาล มีน้ำหนักต่อการศึกษามากกว่าผลของดุลยภาพในระยะยาวที่ขาดหายไป นอกจากนี้เหตุผลที่สำคัญอีกประการหนึ่งคือข้อมูลระดับรายได้ที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลที่ได้จากการประมาณการ (Interpolated) จากข้อมูลรายปี ซึ่งแสดงให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงในลักษณะของข้อมูลที่ใช้นั้นจากเทคนิคดังกล่าวอยู่แล้ว ดังนั้นจึงทำการปรับปรุงข้อมูลเมื่อคำนึงถึงเหตุผลข้างต้น

ตารางที่ 2.2 ผลการศึกษาของอุปสงค์ของเงินในเอเชีย โดย Tseng and Corger (1991)

ประเทศที่ทำการทดสอบ	ความเป็น Cointegration		การทดสอบโดย แบบจำลอง ECM
	ระดับรายได้	อัตราดอกเบี้ย	
อินโดนีเซีย (พ.ศ. 2517.1 - 2532.4)			
อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ	มี	มี	มีเสถียรภาพ
อุปสงค์ของเงินในความหมายกว้าง	มี	มี	มีเสถียรภาพ
เกาหลี (พ.ศ. 2513.1 - 2532.4)			
อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ	ไม่มี	ไม่มี	ไม่ได้ทดสอบ
อุปสงค์ของเงินในความหมายกว้าง	มี	มี	มีเสถียรภาพ
มาเลเซีย (พ.ศ. 2513.1 - 2532.4)			
อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ	มี	ไม่มี	มีเสถียรภาพ
อุปสงค์ของเงินในความหมายกว้าง	มี	มี	มีเสถียรภาพ
พม่า (พ.ศ. 2513.1 - 2532.3)			
อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ	มี	ไม่ได้ทดสอบ	ไม่มีเสถียรภาพ
อุปสงค์ของเงินในความหมายกว้าง	ไม่มี	ไม่ได้ทดสอบ	ไม่มีเสถียรภาพ
เนปาล (พ.ศ. 2513.1 - 2532.4)			
อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ	มี	ไม่มี	ไม่มีเสถียรภาพ
อุปสงค์ของเงินในความหมายกว้าง	ไม่มี	ไม่มี	ไม่ได้ทดสอบ
ฟิลิปปินส์ (พ.ศ. 2516.1 - 2532.4)			
อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ	มี	มี	ไม่มีเสถียรภาพ
อุปสงค์ของเงินในความหมายกว้าง	มี	ไม่มี	ไม่มีเสถียรภาพ
สิงคโปร์ (พ.ศ. 2518.1 - 2532.4)			
อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ	มี	มี	ไม่มีนัยสำคัญ
อุปสงค์ของเงินในความหมายกว้าง	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มีนัยสำคัญ
ศรีลังกา (พ.ศ. 2521.1 - 2532.4)			
อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ	มี	มี	มีเสถียรภาพ
อุปสงค์ของเงินในความหมายกว้าง	มี	มี	มีเสถียรภาพ
ไทย (พ.ศ. 2520.1 - 2532.4)			
อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ	ไม่มี	ไม่มี	ไม่ได้ทดสอบ
อุปสงค์ของเงินในความหมายกว้าง	ไม่มี	ไม่มี	ไม่ได้ทดสอบ

ตารางที่ 2.3 ผลการศึกษาอุปสงค์ของเงินในประเทศไทย โดย Tseng and Corger (1991)

แบบจำลองที่ใช้	ข้อมูลที่ใช้	ผลการทดสอบ	ความมีเสถียรภาพ
แบบจำลองดั้งเดิม ประมาณการโดย เทคนิค Two stage	ข้อมูลราย ไตรมาส ปี พ . ศ . 2 5 2 0 . 1 - 2532.4	$\ln M_1 = 0.85 \ln y - 1.53 R_1$ (40.8) (6.1)	ไม่มี
		$\ln M_2 = 1.72 \ln y - 2.46 R_2$ (32.5) (6.1)	ไม่มี

การศึกษาของ Tseng and Corger มีจุดเด่นที่น่าสนใจอยู่ที่การวิเคราะห์สาเหตุของความไม่มีเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินได้สอดคล้องกับมาตรการในการปล่อยเสรีในด้านต่างๆ เมื่อพิจารณาจากโครงสร้างของระบบการเงินที่แตกต่างกันในแต่ละ โดยในกรณีของประเทศไทย Tseng and Corger ได้สรุปว่าความไม่มีเสถียรภาพของฟังก์ชันอุปสงค์ของเงิน มีสาเหตุสำคัญมาจากการปล่อยเสรีในอัตราดอกเบี้ย

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องซึ่งมีรูปแบบที่คล้ายคลึงกับการศึกษาดังข้างต้นได้แก่การศึกษาของ สิริ เสนาจักร (2537) ซึ่งทดสอบผลกระทบของการปล่อยเสรีทางการเงินต่อเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงิน ในช่วงปี พ.ศ. 2524.1 - 2534.4 โดยใช้แบบจำลองและเทคนิคเดียวกันกับการศึกษาของ Tseng and Corger โดยมีข้อแตกต่างอยู่ที่ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา โดยที่สิริได้ใช้ข้อมูลระดับรายไ้รายไตรมาสของธนาคารแห่งประเทศไทย และอัตราดอกเบี้ยเปรียบเทียบ ซึ่งเป็นส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ (ยูโรดอลลาร์ 1 เดือน) ที่คำนวณถึงผลของการคาดหมายของการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน (ใช้ forward rate เป็น proxy) กับอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศที่เป็นค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของ

เงินฝากออมทรัพย์และเงินฝากประจำ เป็น ต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือเงินในความหมายกว้าง ซึ่งผลการศึกษาที่ได้มีความแตกต่างจากการศึกษาของ Tseng and Corger เพียงเล็กน้อย กล่าวคือ จากผลการศึกษาพบว่า อุปสงค์ของเงินในความหมายแคบมีเสถียรภาพแต่มีความระดับความเชื่อมั่นที่ค่อนข้างต่ำ (10% significant level) ส่วนอุปสงค์ของเงินในความหมายกว้างไม่มีเสถียรภาพ ซึ่งผลดังกล่าวทำให้สมการ Error Correction ซึ่งแสดงการปรับตัวในระยะสั้นของอุปสงค์ของเงินในทั้งสองความหมายมีระดับความน่าเชื่อถือในการพยากรณ์ที่ต่ำด้วย

อาจกล่าวได้ว่าโดยสรุปแล้วการศึกษาของสิริ และ Tseng and Corger มีจุดด้อยอยู่ที่การพยายามกำหนดขอบเขตของการศึกษาให้แคบลง เพื่อสรุปสมมติฐานของความไม่มีเสถียรภาพในอุปสงค์ของเงินให้สอดคล้องกับการการปล่อยเสรีทางการเงิน โดยมุ่งเน้นที่จะวิเคราะห์สาเหตุของความไม่มีเสถียรภาพจากการปล่อยเสรีในอัตราดอกเบี้ย ซึ่งข้อสรุปดังกล่าวยังขาดการสนับสนุนจากการศึกษาอื่นๆ และเมื่อคำนึงถึงสภาพความเป็นจริงแล้ว เป็นการยากที่จะวัดผลของมาตรการหนึ่ง มาตรการใดแยกออกจากกันได้โดยวิธีการทางเศรษฐมิติอย่างง่าย เนื่องจากการปล่อยเสรีทางการเงินในประเทศไทยเป็นไปอย่างช้าๆ (gradual) และไม่ได้มุ่งเน้นที่นโยบายใดนโยบายหนึ่งหรือส่วนใด (sector) ส่วนหนึ่งของระบบการเงินเป็นสำคัญ

การศึกษาที่สอดคล้องกับการศึกษาดังกล่าวข้างต้นได้แก่การศึกษาของ Wilaipich (1994)⁷ ซึ่งพบว่าอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบมีเสถียรภาพ ในขณะที่อุปสงค์ของเงินในความหมายกว้างไม่มีเสถียรภาพ โดยในการศึกษาของ Wilaipich นั้นได้ศึกษาอุปสงค์ของเงินในประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ.2513-2534 โดยใช้เทคนิค single stage และ two stage ในการประมาณการ ซึ่งผลการทดสอบพบว่า จากการประมาณการโดยเทคนิค Two Stage พบว่าอุปสงค์ของเงินทั้งสองความหมายไม่มีเสถียรภาพในระยะยาว (Non-Cointegration) ทำให้การทดสอบเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินในระยะสั้นไม่สามรถทำได้ด้วย ซึ่งเป็นข้อจำกัดของเทคนิค Two Stage ดังแสดงผลการทดสอบได้ใน

⁷ Wilaipich U (1994) "The Demand for Money in Thailand Revisited" Master's Thesis, Faculty of Economics, Thammasat University.

* ข้อแตกต่างที่สำคัญของการประมาณการโดยเทคนิค Single Stage กับ Two Stage คือเทคนิคแรก จะกำหนดค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรกำหนดในสมการระยะยาวจากแนวคิดทางทฤษฎี ทำให้หลีกเลี่ยงขั้นตอนการประมาณการสมการระยะยาวได้ ในขณะที่เทคนิคหลังจะต้องทำการประมาณการค่าสัมประสิทธิ์จากข้อมูลจริง รายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับวิธีการประมาณการทั้งสองวิธีข้างต้น จะสามารถพิจารณาได้ในบทที่ 4

ตารางที่ 2.4 ซึ่งพบว่าค่า ADF ของสมการอุปสงค์ของเงินในระยะยาวมีค่าน้อยกว่าค่าสถิติของ Mckinnon ที่ 5% และ 10% และการทดสอบความมี Cointegration กับตัวแปรแต่ละตัว พบว่าอุปสงค์ของเงินไม่มี Cointegration กับตัวแปรกำหนดต่างๆ ด้วยเช่นกัน และเพื่อที่จะทดสอบอุปสงค์ของเงินในระยะสั้นโดยแบบจำลอง ECM จึงได้ทำการประมาณการโดยใช้เทคนิค Single Stage ดังแสดงผลการทดสอบในตารางที่ 2.5 ซึ่งพบว่า อุปสงค์ของเงินทั้งสองในความหมายมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับระดับรายได้ที่แท้จริง อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ และอัตราผลตอบแทนของการถือเงิน แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งแทนด้วยอัตราการเจริญเติบโตของดัชนีราคา (growth of set index) อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ยังพบว่า อัตราเร็วในการปรับตัว (speed of adjustment) ของการถือเงินในระยะสั้นเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาวของอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ มีค่าสูงกว่าอัตราเร็วของการปรับตัวของอุปสงค์ของเงินในความหมายกว้าง ซึ่งแสดงว่าการปรับตัวเข้าหาระดับการถือเงินที่แท้จริงของการถือเงินในความหมายแคบจะเร็วกว่าการปรับตัวของการถือเงินในความหมายกว้าง นอกจากนี้ ผลการทดสอบเสถียรภาพของฟังก์ชันอุปสงค์ของเงินโดยเทคนิค CUSUM test CUSUM Square และ Chow test ยืนยันว่าอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบมีเสถียรภาพและอุปสงค์ของเงินในความหมายกว้างไม่มีเสถียรภาพ

อย่างไรก็ตามการศึกษาของ Wilaipich ยังมีข้อสังเกตที่น่าสนใจในเรื่องของเทคนิคในการทดสอบความมี Cointegration ของอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ ซึ่งพบว่ามีความขัดแย้งกับเงื่อนไขในทางทฤษฎีของการทดสอบ และอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้ไม่พบ Cointegration ของความสัมพันธ์ กล่าวคือจากการทดสอบอันดับของการมี integration (integration order) พบว่าตัวแปรอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบมีคุณสมบัติเป็น $I(0)$ ในขณะที่ตัวแปรอื่นๆ มีคุณสมบัติเป็น $I(1)$ แต่ Wilaipich ได้อนุมัติให้ตัวแปรอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบมีคุณสมบัติเป็น $I(1)$ ด้วย ทั้งนี้เพื่อให้สอดคล้องกับเงื่อนไขในการทดสอบ Cointegration ซึ่งกำหนดว่าตัวแปรทุกตัวจะต้องมี integration ที่อันดับเดียวกัน ซึ่งผลของการประมาณการจากการนำเอาตัวแปรที่มีอันดับต่างกันมาประมาณการร่วมกันดังกล่าว จะทำให้เกิดความคลาดเคลื่อนในผลของการประมาณการที่ได้ ดังที่ Engle (1987) และ Marmol (1996)⁶ ได้แสดงให้เห็นถึงว่าปัญหาของการเกิด Spurious Regression นอกจากจะเกิด

⁶ Marmol F. (1996) "Nonsense Regressions between Integrated Process of Different Orders". *Oxford Bulletin of Economics and Statistic*, 58 (3)

ตารางที่ 2.4 ผลการทดสอบความมี Cointegration โดยเทคนิค Two Stage ของ Wilaipich (1994)

ตัวแปร	ตัวแปรกำหนดที่ทำการทดสอบ				ADF	lag	ค่าสถิติของ	ค่าสถิติของ
	$\ln y$	P^e	R_i	R_d	t-statistic		McKinnon 5%	McKinnon 10%
$\ln m_1$	-0.8716	-0.0220	0.0004	0.0396	-2.3339	1	-4.6368	-4.3003
$\ln m_1$	-0.5903	-	-	-	-1.8567	6	-3.4127	-3.0973
$\ln m_1$	-	-0.0290	-	-	-1.3509	13	-3.4261	-3.1064
$\ln m_1$	-	-	-0.0024	-	0.2676	1	-3.4331	-3.1112
$\ln m_1$	-	-	-	-0.0711	-0.9731	2	-3.4091	-3.0949
$\ln m_2$	-1.6523	0.0264	-0.0004	0.0097	-2.8470	7	-4.6600	-4.3177
$\ln m_2$	-1.5330	-	-	-	-2.2000	6	-3.4127	-3.0973
$\ln m_2$	-	0.1278	-	-	-0.1396	13	-3.4261	-3.1064
$\ln m_2$	-	-	-0.0054	-	-0.0444	5	-3.4396	-3.1156
$\ln m_2$	-	-	-	-0.2218	-1.2840	4	-3.1409	-3.0961

โดยที่ m_1 คือ ปริมาณเงินในความหมายแคบ

m_2 คือ ปริมาณเงินในความหมายกว้าง

y คือ ระดับรายได้ที่แท้จริง

P^e คือ อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์

R_i คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดทุน

R_d คือ อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินฝากออมทรัพย์และประจำ

ตารางที่ 2.5 ผลการทดสอบความมี Cointegration โดยเทคนิค Single Stage ของ Wilaipich (1994)

ผลการประมาณการโดยแบบจำลอง ECM	
$\begin{aligned} \Delta \ln m_{1t} = & -0.23667 \dot{\Delta} \ln m_{1t-1} + 0.06247 \dot{\Delta} \ln m_{1t-2} + 0.46468 \overset{***}{\Delta} \ln y_t \\ & + 0.24599 \overset{***}{\Delta} \ln y_{t-1} + 0.1495 \dot{\Delta} \ln y_{t-3} - 0.02715 \dot{\Delta} \ln y_{t-4} - 0.01052 \overset{***}{P}_{t-1}^e \\ & + 0.00708 \overset{*}{P}_{t-2}^e - 0.01942 \overset{***}{R}_{dt} + 0.01106 \dot{R}_{dt-1} + 0.00039 R_{dt-1} \\ & + 0.00039 R_{dt-1} + 0.00024 R_{dt-3} - 0.10325 \overset{**}{\ln} m_{1t-1} + 0.099 \overset{**}{\ln} y_{t-1} \end{aligned}$	
EC term = -0.10325 ($\ln m_{1t-1} - 0.9588 \ln y_{t-1}$)	
Adjust $R^2 = 0.5177$	SSE. = 0.0299
D.W. = 1.8244	number of observations = 63
$\begin{aligned} \Delta \ln m_{2t} = & -0.59666 \dot{\Delta} \ln m_{2t-1} - 0.33485 \overset{***}{\Delta} \ln m_{2t-1} + 0.10381 \dot{\Delta} \ln m_{2t-3} + 0.13591 \overset{**}{\Delta} \ln y_{t-1} \\ & - 0.0785 \overset{***}{\Delta} \ln y_{t-3} - 0.0094 \overset{***}{P}_{t-1}^e - 0.00481 \dot{P}_{t-2}^e + 0.00056 \overset{**}{R}_{dt-1} \\ & + 0.00957 \dot{R}_{dt} + 0.00938 \dot{R}_{dt-1} - 0.08634 \overset{**}{\ln} m_{2t-1} + 0.14701 \overset{**}{\ln} y_{t-1} \end{aligned}$	
EC term = -0.08634 ($\ln m_{2t-1} - 1.7027 \ln y_{t-1}$)	
Adjust $R^2 = 0.4868$	SSE. = 0.0237
D.W. = 1.7852	number of observations = 65

- โดยที่ * แสดงถึงระดับการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%
 ** แสดงถึงระดับการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 5%
 *** แสดงถึงระดับการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 1%

จากการประมาณการข้อมูลที่มีลักษณะเป็น Non-Stationary Process แล้วยังอาจเกิดจากการประมาณการตัวแปรตามที่มีอันดับต่างจากตัวแปรอิสระในแบบจำลองอีกด้วย และสอดคล้องกับ Banerjee (1993)⁹ ซึ่งพบว่า การประมาณการในลักษณะดังกล่าวจะทำให้แนวโน้มของการปฏิเสธสมมติฐานของการไม่มีความสัมพันธ์กันของตัวแปรเพิ่มสูงขึ้น

จากผลการศึกษาดังกล่าวข้างต้น พบว่าอุปสงค์ของเงินในประเทศไทยไม่มี Cointegration ของความสัมพันธ์ และไม่มีเสถียรภาพจากการทดสอบด้วยเทคนิค Chow Test CUSUMQ Test และ CUSUMQ Test ซึ่งข้อสรุปจากดังกล่าวมีความแตกต่างกับผลการศึกษาอื่นๆ ซึ่งได้ทำการทดสอบความมี Cointegration และมีความมีเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินในช่วงระยะเวลาใกล้เคียงกัน ซึ่งพบว่าอุปสงค์ของเงินมี Cointegration และมีเสถียรภาพของความสัมพันธ์ เมื่อทดสอบด้วยตัวสถิติดังกล่าวข้างต้น เช่นการศึกษาของ Arize , Spalding และ Umezulike (1991)¹⁰ ซึ่งได้ศึกษาผลกระทบของการพัฒนาทางการเงินของภาคต่างประเทศ (Impact of Foreign Monetary Developments) ต่ออุปสงค์ของเงินในความหมายแคบของไทย โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสในช่วงปี พ.ศ. 2516-2528 และใช้แบบจำลอง PAM ในการศึกษา และรวมเอาอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ซึ่งแทนด้วยตัวแปรล่าช้าของอัตราผลตอบแทนของการถือพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ เป็นตัวแปรต้นทุนค่าเสียโอกาสในการถือเงินในแบบจำลองอุปสงค์ของเงินด้วย และเช่นเดียวกับการศึกษาอื่นๆ ที่ทำการศึกษาในช่วงเวลาใกล้เคียงกัน การศึกษาครั้งนี้ได้รวมเอาอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ไว้ในแบบจำลองด้วย โดยถือเสมือนว่าอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์จะแทนต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือสินทรัพย์ถาวร และอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ แทนต้นทุนของการถือเงิน ผลการศึกษาซึ่งแสดงได้ดังตารางที่ 2.6 ในสมการ (b) พบว่าอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบมีความสัมพันธ์ทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญกับระดับรายได้ อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ และตัวแปรล่าช้าของปริมาณการถือเงิน และพบว่า การรวม

⁹ Banerjee, A., Doiako, J., Galbraith, J. W. and Hendry, D. F. (1993) "Cointegration, Error-Correction and the Econometrics Analysis of Non-Stationary Data", Oxford University Press.

¹⁰ Arize, A. C., Spalding J. and Umezulike B. "Impact of Foreign Monetary Developments on Demand for Money: Regression Estimates and Forecast Results", *Journal of Economics Studies*, 18(2).

* โบรณีย์ได้ว่าตัวแปรที่ทำการทดสอบมี Integration ที่อันดับต่าง กัน จะสามารถทำการทดสอบความเป็น Cointegration ได้โดยใช้เทคนิคของ Small and Porter (1989) ในการประมาณการ ดังจะพิจารณารายละเอียดเพิ่มเติมได้จากภาคผนวกที่ ๓

เอาอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศไว้ในแบบจำลองอุปสงค์ของเงินจะทำให้ค่าสถิติดีกว่าเมื่อมีได้รวมเอาตัวแปรดังกล่าวไว้ในแบบจำลอง นอกจากนี้ยังพบว่าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมีบทบาทในการอธิบายต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือเงินได้ดีกว่าอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ ดังแสดงได้จากสมการ (c) ซึ่งพบว่าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมีความสัมพันธ์ทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญกับอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบที่ระดับ 5% ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศซึ่งแทนด้วย discount rate ไม่มีความสัมพันธ์ทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ ผลการทดสอบความมีเสถียรภาพของโดยเทคนิค Chow Test CUSUMQ Test และ Fairley Hinich Test พบว่าอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบมีเสถียรภาพของความสัมพันธ์กับตัวแปรกำหนดต่างๆ ในช่วงระยะเวลาดังกล่าว

การศึกษาครั้งนี้มีข้อสังเกตที่น่าสนใจซึ่งแสดงให้เห็นถึงโครงสร้างทางการเงินในช่วงเวลาดังกล่าว และปัจจัยจากการพัฒนาทางการเงินภายนอกประเทศ ซึ่งมีผลกระทบต่อระดับการถือเงินของประชาชน 2 ประการ กล่าวคือ ประการแรก คือการที่อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ มีผลต่อระดับการถือเงินของประชาชนน้อยมาก คือมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.00512 ซึ่ง Arize ได้ให้เหตุผลว่าเนื่องจากภาวะเงินเฟ้อในช่วงเวลาที่ทำการศึกษามีค่าอยู่ในระดับปานกลาง (moderate) และมีการเปลี่ยนแปลงน้อย ทำให้ประชาชนตัดสินใจถือเงินโดยคำนึงถึงผลกระทบจากอัตราเงินเฟ้อน้อยมาก แต่อย่างไรก็ตามอัตราเงินเฟ้อยังคงเป็นปัจจัยภายในที่สำคัญที่มีบทบาทในการกำหนดระดับการถือเงินของประชาชนในประเทศอยู่ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศไม่มีบทบาทในการกำหนดระดับการถือเงินเลย ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาอื่นๆ ข้างต้น

ประการที่สอง คือการที่อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมีบทบาทในการกำหนดพฤติกรรมการถือเงินของประชาชนในประเทศในระดับที่สูงพอสมควร โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.091 ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศไม่มีบทบาทในการกำหนดความต้องการถือเงินของประชาชนเลย ซึ่งแสดงให้เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศในช่วงเวลาดังกล่าว ไม่สามารถสะท้อนให้เห็นถึงระดับดุลยภาพในตลาดเงินได้จริง ซึ่งอาจเป็นผลมาจากการควบคุมโดยตรงจากทางการ ทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศไม่สามารถเปลี่ยนแปลงไปตามระดับของอุปสงค์และอุปทานได้ ส่วนการที่อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมีผลต่อการตัดสินใจถือเงินของประชาชน แสดงให้เห็นว่าระบบการเงินของไทยและต่างประเทศมีความใกล้ชิดกันพอสมควร

ตารางที่ 2.6 ผลการศึกษาอุปสงค์ของเงินในประเทศไทย โดย Arize (1991)

$(a) \ln(M/P)_t = -0.222 + 0.047 \ln Y_t - 0.00651 \pi_{t-1}^{e**} + 0.826 \ln(M/P)_{t-1}^{**}$ <p style="text-align: center;">(1.07) (1.25) (2.56) (9.81)</p> $R^2 = 0.9206 \quad SSE = 0.0311 \quad DW = 2.01$
$(b) \ln(M/P)_t = -0.655 + 0.174 \ln Y_t - 0.00512 \pi_{t-1}^{e**} - 0.091 \ln r_{t-1}^{f**} + 0.701 \ln(M/P)_{t-1}^{**}$ <p style="text-align: center;">(2.25) (2.42) (2.01) (2.04) (6.91)</p> $R^2 = 0.9261 \quad SSE = 0.030 \quad DW = 1.81$
$(c) \ln(M/P)_t = -0.516 + 0.171 \ln Y_t - 0.00493 \pi_{t-1}^{e**} - 0.001 \ln R_t - 0.091 \ln r_{t-1}^{f**} + 0.701 \ln(M/P)_{t-1}^{**}$ <p style="text-align: center;">(1.93) (2.47) (1.73) (0.13) (1.97) (7.13)</p> $R^2 = 0.9204 \quad SSE = 0.0301 \quad DW = 1.93$

โดยที่ $(M/P)_t$ แทนอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ
 Y_t แทนระดับรายได้
 π_{t-1}^{e**} แทนอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์
 r_{t-1}^{f**} แทนอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ

นอกจากการทดสอบผลกระทบของการพัฒนาทางการเงินของภาคต่างประเทศต่ออุปสงค์ของเงินในประเทศไทยแล้ว Arize (1992)¹¹ ยังได้ทำการทดสอบสมมติฐานของการทดแทนกันระหว่างเงินตราต่างประเทศ (currency substitute hypothesis) โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาส ในช่วงปี พ.ศ. 2516-2528 ผลการทดสอบพบว่าอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับระดับรายได้ อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ และตัวแปรการคาดการณ์ในอัตราแลกเปลี่ยน และไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน ดังแสดงได้ในตารางที่ 2.7 ซึ่งผลการทดสอบจากการศึกษานี้สนับสนุนผลการทดสอบที่ได้จากการศึกษาข้างต้น ถึงผลกระทบของปัจจัยทางการเงินภายนอกประเทศต่ออุปสงค์ของเงินในประเทศ ซึ่งสะท้อนผ่านอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศและการคาดการณ์

¹¹ Arize, A. C. (1992) "An Econometric Analysis of Money Demand in Thailand." *Saving and Development* 15(1)

ในอัตราแลกเปลี่ยน และนอกจากการทดสอบผลกระทบดังกล่าวแล้ว การศึกษาชิ้นนี้ยังได้ทำการศึกษาถึงรูปแบบจำลองที่เหมาะสมในการทดสอบพลวัตของอุปสงค์ของเงินในระยะสั้น (Dynamic money demand model) โดยการเปรียบเทียบผลการทดสอบที่ได้จากแบบจำลอง Partial adjustment (PAM) และแบบจำลอง Error Correction Mechanism (ECM) ผลการทดสอบที่ได้พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากแบบจำลองทั้งสองมีค่าใกล้เคียงกัน

และเมื่อทำการทดสอบเสถียรภาพของฟังก์ชันอุปสงค์โดยเทคนิค CUSUM Square และ Chow Test ผลการทดสอบที่ได้ยืนยันความมีเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบที่ได้จากแบบจำลองทั้งสอง แต่เมื่อทดสอบความสามารถในการทำนาย (predictive failure test) แล้ว พบว่าแบบจำลอง ECM สามารถแสดงพลวัตของการปรับตัวของอุปสงค์ของเงินในระยะสั้นได้ดีกว่า เนื่องจากมีโครงสร้างของตัวแปรในอดีต (time lag structure) ที่ยืดหยุ่นกว่า ดังนั้นจึงสรุปว่าแบบจำลอง ECM เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมในการทดสอบอุปสงค์ของเงินในระยะสั้นได้ดีกว่าแบบจำลองอื่นๆ

จากผลการศึกษาของ Arize (1991), Arize(1992) แม้ว่าจะมีความสอดคล้องกับการศึกษาอื่นๆ ข้างต้นในประเด็นของอัตราดอกเบี้ยในประเทศ ซึ่งพบว่าไม่มีเสถียรภาพของความสัมพันธ์กับอุปสงค์ของเงิน แต่ก็มี ความขัดแย้งที่สำคัญในประเด็นของเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงิน โดยพบว่าอุปสงค์ของเงินของไทยมี Cointegration และมีเสถียรภาพของความสัมพันธ์เมื่อทดสอบด้วยตัวสถิติต่างๆ

ผลการศึกษาอื่นๆ ซึ่งสนับสนุนการศึกษารอง Arize ได้แก่การศึกษารอง สุชาติ สักการโกศล (2526)¹² Hataiseree (1994) และ Masih (1996) โดยสุชาติได้ทำการศึกษาวุฒิศาสตร์การปรับตัวของดุลการชำระเงินของไทย และผลกระทบต่อระดับทุนสำรองระหว่างประเทศ โดยใช้แนวคิดของ Monetary Approach ในการวิเคราะห์ และได้ทำการประมาณการอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสในช่วงปี พ.ศ. 2506-2524 และใช้แบบจำลองดั้งเดิม (Conventional Model) ในการศึกษา โดยอุปสงค์ของเงินเป็นฟังก์ชันของระดับรายได้ (GDP) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์ และอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ ผลการศึกษพบว่า ระดับรายได้ และ

¹² สุชาติ สักการโกศล (2526) "ผลของการดำเนินนโยบายการเงินที่มีต่อดุลการชำระเงินของประเทศไทย" รายงานภาวะเศรษฐกิจ : ธนาคารแห่งประเทศไทย

ตารางที่ 2.7 ผลการศึกษาอุปสงค์ของเงินในประเทศไทย โดย Arize (1992)

แบบจำลองที่ใช้	ข้อมูลที่ใช้	ผลการทดสอบ	ความมี เสถียรภาพ
แบบจำลองระยะยาว	ข้อมูลราย ไตรมาส ปี พ.ศ. 2516.1- 2528.4	$\ln m_t = 0.51 \ln y - 0.049 P - 0.023 S_{t-1}$	มี เสถียรภาพ
แบบจำลอง ECM ประมาณการโดย เทคนิค Single stage		$\Delta \ln m_t = -0.003 + 0.092 \ln y_{t-1} - 0.009 \pi_{t-1}$ (0.032) (1.61) (4.21) $- 0.757 S_{t-1} - 0.183 \ln m_{t-1} - 0.621 \Delta \ln y_{t-2}$ (4.65) (1.82) (2.00) $- 0.665 \Delta \ln y_{t-3} - 0.429 \Delta S_{t-2}$ (2.33) (3.02) $R^2 = .913 \quad DW = 1.7 \quad SSE = 0.22$	
แบบจำลองระยะยาว	ข้อมูลราย ไตรมาส ปี พ.ศ. 2516.1- 2528.4	$\ln m_t = 0.53 \ln y - 0.045 P - 0.094 R_3$ $- 0.011 * S_{t-1}$	
แบบจำลอง PAM		$\ln m_{1t} = -0.15 + 0.1361 \ln y_t - 0.007 \pi_t^*$ (0.15) (1.92) (1.55) $- 0.024 R_1 - .445 S_{t-1} + 0.744 \ln m_{t-1}$ (0.68) (2.76) (6.78) $R^2 = .946 \quad DW = 1.81 \quad SSE = 0.249$	มี เสถียรภาพ

โดยที่ * แสดงถึงนัยสำคัญทางสถิติ (Statistically significant coefficient)

m_t แทนปริมาณเงินในความหมายแคบ

R_1 แทนอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินฝากประจำและออมทรัพย์

R_2 แทนต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือเงิน

R_3 แทนอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์อื่นๆ

S_{t-1} แทนการคาดการณ์ค่าของเงิน

อัตราดอกเบี้ย เป็นปัจจัยที่สำคัญในการกำหนดพฤติกรรมการถือเงินของบุคคล ดังแสดงในตารางที่ 2.8 นอกจากนี้ยังพบว่าอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ และอัตราดอกเบี้ย สามารถเป็นตัวแปรอธิบายต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือเงินได้ดีทั้งสองตัว โดยสุชาติได้ให้เหตุผลถึงการที่อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์มีผลกระทบต่อระดับการถือเงินของบุคคลร่วมกับอัตราดอกเบี้ยว่า เนื่องจากระบบเศรษฐกิจไทยในช่วงเวลาดังกล่าวอยู่ในภาวะถดถอย (Recession) อัตราเงินเฟ้อในระบบเศรษฐกิจอยู่ในระดับที่สูง ส่งผลให้ระดับความต้องการถือเงินของบุคคลอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากประชาชนจะพยายามเร่งการใช้จ่ายให้เร็วขึ้นเพื่อรักษาค่าที่แท้จริงของเงินไว้ ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์มีความสัมพันธ์กับอุปสงค์ของเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการทดสอบความมีเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินโดยเทคนิค Chow Test พบว่า แบบจำลองที่รวมเอาอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์เป็นตัวแปรค่าเสียโอกาสของการถือเงิน จะไม่มีเสถียรภาพของความสัมพันธ์ แต่เฉพาะแบบจำลองที่มีตัวแปรระดับรายได้และอัตราดอกเบี้ยเป็นตัวแปรอธิบาย จะมีเสถียรภาพ โดยสุชาติได้ให้ข้อคิดเห็นเกี่ยวกับผลการทดสอบดังกล่าวว่า การที่แบบจำลองอุปสงค์ของเงินที่มีตัวแปรอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์เป็นตัวแปรอธิบายไม่มีเสถียรภาพ เนื่องจากผลของการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมการถือเงินของประชาชน (Portfolio Shift) โดยได้รับผลกระทบมาจากผลของวิกฤติการณ์น้ำมัน (Oil Shock) โดยที่ก่อนเกิดวิกฤติการณ์น้ำมัน อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับที่ต่ำ การเปลี่ยนแปลงในระดับราคาจึงมีผลต่อการตัดสินใจถือเงินของประชาชนไม่มากนัก แต่หลังจากเกิดวิกฤติการณ์น้ำมัน อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับที่สูงมาก ส่งผลให้ประชาชนเริ่มปรับพฤติกรรมการถือเงินของตนให้สอดคล้องกับภาวะเงินเฟ้อในขณะนั้นมากขึ้น ดังนั้นการรวมเอาตัวแปรอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ไว้ในแบบจำลองอุปสงค์ของเงิน จะเป็นการนำเอาผลกระทบของ real shock ในภาคเศรษฐกิจจริงเข้ามากำหนดพฤติกรรมการถือเงินของบุคคล ซึ่งอาจส่งผลให้อุปสงค์ของเงินมีแนวโน้มที่จะไม่มีเสถียรภาพของความสัมพันธ์

การศึกษาของสุชาติมีข้อสังเกตที่สำคัญคือ การที่อัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และอุปสงค์ของเงินมีเสถียรภาพแม้ว่าจะทำการทดสอบโดยใช้แบบจำลองดั้งเดิม ซึ่งแตกต่างจากผลการศึกษานี้ๆ ข้างต้น ซึ่งพบว่าอัตราดอกเบี้ยก่อนหน้านี้จะมีการเปิดเสรีทางการเงินไม่มีบทบาทในการกำหนดระดับการถือเงินของบุคคล และไม่มีเสถียรภาพ ซึ่งผลการศึกษาที่แตกต่างกันนี้อาจเกิดจากความถี่ของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา กล่าวคือ สุชาติได้ทำการประมาณการอุปสงค์

ตารางที่ 2.8 ผลการประมาณการอุปสงค์ของเงินของสุชาติ สักการโกศล (2526)

แบบจำลองที่ใช้	ผลการประมาณการ	ความมี เสถียรภาพ
แบบจำลองดั้งเดิม	$\ln m_1 = -0.613 + 0.896 \ln y - 0.220 \ln RSDCR - 0.049 \ln P^e$ (2.0) (34.9) (4.2) (n.a.) $R^2 = .997$ $SSE = 0.027$ $DW = 2.501$	มี

โดยที่ * แสดงถึงนัยสำคัญทางสถิติ (Statistically significant coefficient)

m_1 แทนปริมาณเงินในความหมายแคบ

RSDCR แทนอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินฝากประจำและออมทรัพย์

y แทนต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือเงิน

P^e แทนอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์

โดยใช้ข้อมูลรายปี ซึ่งต่างจากการศึกษาอื่น ๆ ที่ใช้ข้อมูลรายไตรมาส ซึ่งผลของช่วงเวลาของข้อมูลที่ต่างกัน จะส่งผลถึงกระบวนการปรับตัวที่ต่างกันด้วย

การศึกษาอื่น ๆ ที่ได้ผลการศึกษาสอดคล้องกันได้แก่การศึกษาของ Hataiseree (1994)¹³ ซึ่งได้ศึกษาอุปสงค์ของเงินในประเทศไทย โดยมุ่งเน้นที่จะทดสอบผลของนวัตกรรมทางการเงินในต่อเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินทั้งสองความหมาย โดยในการศึกษาได้ทำการประมาณการข้อมูลรายไตรมาสในช่วงปี พ.ศ. 2523.1-2533.4 โดยใช้แบบจำลองทั่วไป (General Model) และทำการทดสอบความมี Cointegration โดยใช้เทคนิค Two Stage ของ Engle and Granger และ Johansen ผลการทดสอบพบว่าอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบมีความสัมพันธ์กับระดับรายได้ อัตราดอกเบี้ย 12 เดือนของธนาคารพาณิชย์ และตัวแปรนวัตกรรมทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่อุปสงค์ของเงินในความหมายกว้างมีความสัมพันธ์กับระดับรายได้ และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย

¹³ Hataiseree R (1994) "The Demand for Money in Thailand: Cointegration and Error-Correction Approaches", *The Singapore Economic Reviews*, 38(2)

ตัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของธนาคารพาณิชย์กับอัตราเงินกู้ 12 เดือนของสถาบันการเงิน ผลการทดสอบความมี Cointegration โดยเทคนิคทั้งสองมีความสอดคล้องกัน โดยพบว่าอุปสงค์ของเงินทั้งในความหมายแคบและความหมายกว้างมี Cointegration ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 5% ซึ่งทำให้สามารถประมาณการอุปสงค์ของเงินในระยะสั้นโดยใช้แบบจำลอง ECM ได้ด้วย ดังแสดงผลการประมาณการในตารางที่ 2.9 2.10 2.11 และตารางที่ 2.12 นอกจากนี้ผลการทดสอบโดยเทคนิค Chow test และ CUSUM Square test ยังให้ผลยืนยันความมีเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินจากการทดสอบในช่วงเวลาดังกล่าวข้างต้น

ข้อสังเกตที่สำคัญในการศึกษาของ Hataiseree คือการนำตัวแปรที่สะท้อนถึงนวัตกรรมทางการเงินมาใช้ในการทดสอบผลกระทบของการปล่อยเสรีต่ออุปสงค์ของเงิน ซึ่งช่วยให้การศึกษามีความสมบูรณ์และสอดคล้องกับความเป็นจริงมากขึ้น กล่าวคือจากการทดสอบอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบ ซึ่งได้รวมตัวแปรที่สะท้อนถึงนวัตกรรมทางการเงินเข้าไว้ในแบบจำลองด้วย ทำให้อุปสงค์ของเงินมีค่าสถิติที่ดีขึ้น และมีเสถียรภาพของความสัมพันธ์กับตัวแปรกำหนดในระยะยาว (Cointegration exist) ซึ่งแตกต่างจากผลการทดสอบที่มีตัวแปรดังกล่าวเข้าไว้ในแบบจำลองด้วย ดังจะพิจารณาได้จากสมการ (a) และ (b) โดย Hataiseree ได้สรุปผลที่เกิดขึ้นดังกล่าวว่าการศึกษาที่ผ่านมา โดยเฉพาะการศึกษาของ Tseng and Corger ผลการทดสอบไม่มี Cointegration เนื่องจากการละเลยตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการทดสอบ (Omission the variable) นอกจากนี้ผลการทดสอบของ Hataiseree ยังได้แสดงนัยที่สำคัญเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ย และอัตราเงินเฟ้อ กล่าวคือจากการทดสอบในอดีตจะพบว่าอัตราเงินเฟ้อเป็นตัวแปรกำหนดที่สามารถสะท้อนต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือเงินได้ดี โดยเฉพาะในช่วงปี พ.ศ. 2503-2513 ซึ่งตลาดเงินและตลาดทุนของไทยยังไม่พัฒนามากนัก และยังมี การควบคุมอัตราดอกเบี้ยอยู่ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยไม่สามารถสะท้อนผลของต้นทุนในการถือเงินดังกล่าวได้ แต่ผลที่ได้มีความแตกต่างกันออกไปในช่วงปี พ.ศ. 2523-2533 โดยพบว่าแต่แปรอัตราเงินเฟ้อไม่สามารถแสดงต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือเงินได้ดังเช่นในอดีต ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยมีบทบาทสำคัญในการเป็นตัวแทนของต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือเงินได้เป็นอย่างดี โดยการพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ซึ่งมีค่าสูง และมีนัยสำคัญทางสถิติอยู่ในระดับที่น่าพอใจ (5% significant) ซึ่งแสดงให้เห็นถึงผลกระทบที่เกิดจากนโยบายการปล่อยเสรีในอัตราดอกเบี้ยได้อย่างชัดเจน

ตารางที่ 2.9 แสดงผลการทดสอบความมี Cointegration โดยเทคนิคของ Engle โดย Hataiseree (1994)

ตัวแปรอิสระ	$\ln m_1$ (A)	$\ln m_1$ (B)	$\ln m_2$
ค่าคงที่	-4.97 (5.50)	-9.61 (14.42)	-12.73 (-22.34)
yr	0.94 (13.37)	1.40 (23.57)	1.73 (38.25)
it	-0.002 (-0.24)	-0.01 (-2.70)	
id	-		-0.06 (6.13)
fi	-	-0.57 (-9.97)	
R^2	0.85	0.96	0.98
DW	0.17	0.56	0.90
F-test	44.32	149.11	908.17
t value of residual(-1)	-3.92	-5.35	-4.54
DF 5%	-4.11	-4.35	-4.11
Cointegration test	No	Yes	Yes

โดยที่ แบบจำลอง (A) แสดงผลการทดสอบอุปสงค์ของเงินเมื่อไม่ได้รวมตัวแปรนวัตกรรมทางการเงิน

แบบจำลอง (B) หมายถึงการทดสอบอุปสงค์ของเงินเมื่อรวมตัวแปรนวัตกรรมทางการเงิน

yr = ระดับรายได้ที่แท้จริง

it = อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือนของธนาคารพาณิชย์

id = แทนส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของสถาบันการเงิน

fi = นวัตกรรมทางการเงิน

ตารางที่ 2.10 แสดงผลการทดสอบความมี Cointegration ของ M_1 โดยเทคนิคของ Johansen โดย Hataiseree (1994)

Johansen 's Test for Multiple Cointegration Vectors for m_1				
A. Cointegrating LR test Based on Maximum Eigenvalue of the Stochastic Matrix				
Vector:		Statistic	95% Cr. Value	90% Cr. Value
$H_0:$	$H_a:$			
$r = 0$	$r = 1$	46.7837	28.1380	25.5590
$r \leq 1$	$r = 2$	32.2613	22.0020	19.7660
$r \leq 2$	$r = 3$	28.0606	15.6720	13.7520
$r \leq 3$	$r = 4$	8.0663	9.2430	7.5250
B. Cointegrating LR test Based on Trace of the Stochastic Matrix				
Vector:		Statistic	95% Cr. Value	90% Cr. Value
$H_0:$	$H_a:$			
$r = 0$	$r \geq 1$	115.1719	53.1160	49.6480
$r \leq 1$	$r \geq 2$	68.3882	68.3882	34.9100
$r \leq 2$	$r \geq 3$	36.1269	36.1269	19.9640
$r \leq 3$	$r \geq 4$	8.0663	8.0663	9.2430
C. Estimated Cointegrating Vectors, Coefficients Normalized in parentheses				
lnm_1	lny	it	fi	
-0.88	1.30	-0.13	-0.33	
(-1.00)	(1.48)	(-0.15)	(-0.38)	

โดยที่ yr แทนระดับรายได้ที่แท้จริง

it แทนอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 12 เดือนของธนาคารพาณิชย์

id แทนส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของสถาบันการเงิน

ตารางที่ 2.11 แสดงผลการทดสอบความมี Cointegration ของ M_2 โดยเทคนิคของ Johansen
โดย Hataiseree (1994)

Johansen 's Test for Multiple Cointegration Vectors for m_2				
A. Cointegrating LR test Based on Maximum Eigenvalue of the Stochastic Matrix				
Vector:		Statistic	95% Cr. Value	90% Cr. Value
$H_0:$	$H_a:$			
$r = 0$	$r = 1$	36.0456	22.0020	19.7660
$r \leq 1$	$r = 2$	7.4974	15.6720	13.7520
$r \leq 2$	$r = 3$	2.5049	9.2430	7.5252
B. Cointegrating LR test Based on Trace of the Stochastic Matrix				
Vector:		Statistic	95% Cr. Value	90% Cr. Value
$H_0:$	$H_a:$			
$r = 0$	$r \geq 1$	46.0479	34.9100	32.0030
$r \leq 1$	$r \geq 2$	10.0023	19.9640	17.8520
$r \leq 2$	$r \geq 3$	2.5049	9.2430	7.5250
C. Estimated Cointegrating Vectors, Coefficients Normalized in parentheses				
$\ln m_2$	$\ln y$	id		
3.27	-6.35	0.23		
(-1.00)	(1.94)	(-0.07)		

โดยที่ yr แทนระดับรายได้ที่แท้จริง

id แทนส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของสถาบันการเงิน

ตารางที่ 2.12 แสดงผลการประมาณการแบบจำลอง ECM โดย Hataiseree (1994)

ตัวแปรกำหนด	Δm_{1t}		Δm_{2t}	
	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่าสถิติ t	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่าสถิติ t
Δm_{1t-3}	0.34	3.73	-	-
Δm_{1t-4}	0.21	2.02	-	-
Δm_{2t-1}	-	-	-0.17	-1.00
Δm_{2t-3}	-	-	0.40	2.88
Δyr_t	0.37	2.02	0.46	2.21
Δyr_{t-1}	-0.35	-1.87	-	-
Δyr_{t-3}	-	-	0.23	1.06
Δyr_{t-4}	-	-	-0.30	1.40
Δit_t	-0.02	-2.71	-	-
Δid_{t-2}	-	-	-0.02	-1.90
Δfi_t	-0.46	-4.70	-	-
EC _{t-1} for m1	-0.27	-2.45	-	-
EC _{t-1} for m2	-	-	-0.19	-2.03
R-Squared	0.94		0.44	
DW	2.00		2.13	
F _{9,29} , F _{8,30}	54.06		2.98	

Masih และ Masih (1996)¹⁴ ได้แสดงหลักฐานสนับสนุนความมีเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินของไทย จากการทดสอบโดยเทคนิคทางเศรษฐมิติขั้นสูง โดยได้ทำการทดสอบ Cointegration ของอุปสงค์ของเงินในความหมายแคบและความหมายกว้าง โดยใช้ข้อมูลรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2498 - 2534 และใช้เทคนิคของ Johansen ในการทดสอบ และประมาณการแบบจำลองอุปสงค์ของเงินระยะสั้น โดยใช้แบบจำลอง Vector Error-Correcting model (VECM) นอกจากนี้ ยังได้ทำการทดสอบ Variance Decomposition Impulse Response Function (IRF) และ Granger-Causality เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ในเชิงนโยบายระหว่างปริมาณเงินและตัวแปรเศรษฐกิจที่สำคัญต่างๆ ผลการศึกษาพบว่าปริมาณเงินทั้งสองความหมายมี Cointegration ของความสัมพันธ์กับระดับรายได้ อัตราดอกเบี้ย ระดับราคา (CPI) และอัตราแลกเปลี่ยน ดังแสดงในตารางที่ 2.13 ผลการทดสอบ Variance Decomposition IRF และ Granger-Causality พบว่าปริมาณเงิน โดยเฉพาะปริมาณเงินในความหมายแคบ เป็นเครื่องมือทางการเงิน (Policy Instrument) ที่สำคัญซึ่งมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงระดับผลผลิตที่เป็นตัวเงิน (Output) แม้แต่ในระยะสั้น กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงระดับปริมาณเงิน (Money Shock) ไม่เพียงแต่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรที่เป็นตัวเงิน (Nominal Variables) ต่างๆ แต่ยังมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับรายได้ที่แท้จริง และอัตราการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจอีกด้วย

จากการศึกษาต่างๆ ดังกล่าวข้างต้น พบว่าผลการศึกษาที่ได้มีความแตกต่างกันอย่างชัดเจน ความแตกต่างของผลการทดสอบ Cointegration และการทดสอบเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินดังกล่าว อาจพิจารณาได้ว่าเกิดจากสาเหตุที่สำคัญ 2 ประการคือ ประการแรก เกิดจากความแตกต่างของสมมติฐานในการวิเคราะห์ผลกระทบของการปล่อยเสรีทางการเงินที่มีต่ออุปสงค์ของเงิน หรืออีกนัยหนึ่งจะสะท้อนให้เห็นถึงแนวคิดในการทดสอบเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินจากข้อสมมติที่แตกต่างกัน ซึ่งจะส่งผลถึงการกำหนดรูปแบบของแบบจำลองและตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ ดังจะเห็นได้ชัดเจนจากการศึกษาของ Raktabutr Tseng and Corger และ Hataiseree กล่าวคือ ในกรณีของ Raktabutr นั้นได้ทำการทดสอบเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงิน เพื่อดู Implication ของอุปสงค์ของเงินต่อการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจ ดังนั้นการเลือกใช้ระดับรายได้ถาวร (permanent income) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ และอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ เป็นตัวแปร

¹⁴ Masih M. A. and Masih R. (1996) "Empirical Tests to Discern the Dynamic Causal Chain in Macroeconomics Activity: New Evidence From Thailand and Malaysia Based on a Multivariate Cointegration/Vector Error-Correction Modeling Approach", *Journal of Policy Modeling*, 18(5)

ตารางที่ 2.13 แสดงผลการทดสอบความมี Cointegration ของ Masih and Masih (1996)

Johansen's Test for Multiple Cointegrating Vectors							
Vector:		[Y, M ₁ , R, CP, ER]		[Y, M ₂ , R, CP, ER]		Critical Values (95%)	
H ₀ :	H _a :	Λ	Trace	Λ	Trace	Λ	Trace
r=0	r>0	41.441 ^{**}		40.728 ^{**}	99.219 ^{**}	33.461	
		86.734 ^{**}				68.524	
r≤1	r>1	26.794	45.293	34.574	58.491 ^{**}	27.067	
						47.210	
r≤2	r>2	11.542	17.498	15.773	23.918	20.967	
						29.680	
r≤3	r>3	5.372	5.957	7.263	8.145	14.069	
						15.410	
r≤4	r=5	0.585	0.585	0.882	0.883	3.762	3.762

โดยที่ ** แทนระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5%

Y แทนระดับรายได้ซึ่งแทนด้วย GDP

M₁ แทนปริมาณเงินในความหมายแคบ

M₂ แทนปริมาณเงินในความหมายกว้าง

IR แทนอัตราดอกเบี้ย Discount Rate

CP แทนระดับราคาซึ่งแทนด้วย CPI

ER แทนอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งแทนด้วย Spot Rate

กำหนดในแบบจำลอง จึงมีความสมเหตุสมผลกับกรอบของการศึกษาที่วางไว้ แม้ว่าผลการศึกษามีความแตกต่างจากการศึกษาอื่นๆ ที่ทำการทดสอบในช่วงเวลาเดียวกันก็ตาม แต่ในการศึกษาของ Tseng and Corger และ Hataiseree ซึ่งได้ทดสอบเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินจากผลกระทบของการปล่อยเสรีทางการเงินเหมือนกัน และใช้เทคนิคเดียวกันในการทดสอบ ผลการศึกษาที่แตกต่างกันดังกล่าว จึงอาจพิจารณาได้ว่าเกิดจากการเลือกใช้ proxy ที่แตกต่างกันในการศึกษา โดย Tseng and Corger ได้ให้สมมติฐานของความไม่มีเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินว่าเป็นผลมาจากการปล่อยเสรีในอัตราดอกเบี้ย และมุ่งเน้นที่จะศึกษาลักษณะของนโยบายทางการเงินที่เปลี่ยนแปลงไปจากผลกระทบดังกล่าว จึงใช้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นระหว่างธนาคารพาณิชย์ (Interbank Rate) เป็นต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือเงิน ซึ่งต่างจากการศึกษาของ Hataiseree และการศึกษาอื่นๆ ที่ใช้อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ในการศึกษา นอกจากนี้ Hataiseree ได้ให้สมมติฐานในการทดสอบเสถียรภาพของอุปสงค์ของเงินจากผลของนวัตกรรมทางการเงินในระบบเศรษฐกิจ และได้นำตัวแปรซึ่งสะท้อนถึงผลของนวัตกรรมทางการเงินดังกล่าวเข้ามาอธิบายพฤติกรรมการถือเงินของบุคคลด้วย ซึ่งพบว่าตัวแปรดังกล่าวได้ทำให้ผลการประมาณการมีค่าสถิติที่ดีขึ้น (robustness) แสดงให้เห็นว่าตัวแปรดังกล่าวมีบทบาทในการเป็นตัวแปรกำหนดที่สำคัญ และควรจะได้เป็นตัวแปรดังกล่าวมาประมาณการในแบบจำลองอุปสงค์ของเงินด้วย

ประการที่สอง เกิดจากช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ซึ่งเป็นปัจจัยที่สำคัญที่มีผลต่อการทดสอบเสถียรภาพ และ Cointegration ของอุปสงค์ของเงิน โดยจะมีผลต่อพฤติกรรมการปรับตัวของการถือเงินของบุคคลต่อมาตรการต่างๆ ในการปล่อยเสรีทางการเงิน ดังจะพิจารณาได้ว่าการศึกษาต่างๆ ข้างต้น จะมีช่วงระยะเวลาของการศึกษาอยู่ในช่วงเวลาสั้นๆ คือทำการทดสอบหลังจากที่มีการดำเนินการปล่อยเสรีทางการเงินได้ไม่นาน ซึ่งอาจทำให้ไม่สามารถวัดผลกระทบและพฤติกรรมในการปรับตัวของหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ ต่อการปล่อยเสรีทางการเงินได้อย่างชัดเจน นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงกระบวนการในการปล่อยเสรีทางการเงินในประเทศไทย จึงเป็นไปอย่างช้าๆ (gradual) และไม่ได้มุ่งเน้นที่ด้านใดด้านหนึ่งเป็นพิเศษ ช่วงเวลาที่ทำการศึกษาจึงมีผลต่อความแตกต่างของผลการศึกษาดังกล่าว

จากความไม่สอดคล้องกันของผลการศึกษาข้างต้น ทำให้ไม่สามารถชี้ชัดได้ว่าอุปสงค์ของเงินของไทยมีเสถียรภาพของความสัมพันธ์ต่อตัวแปรกำหนดต่างๆ หรือไม่ และพฤติกรรมทางการเงินของประชาชน จะได้รับผลกระทบจากนโยบายปล่อยเสรีทางการเงินอย่างเช่นที่เกิดขึ้นกับประเทศอื่นๆ หรือไม่ โดยเหตุนี้ การศึกษาในครั้งนี้จึงมุ่งเน้นที่จะทดสอบผลกระทบของการปล่อยเสรีทางการเงินต่อเสถียรภาพของอุปสงค์การถือเงิน เพื่อหาข้อสรุปที่ชัดเจนโดยอาศัยแนวคิดจากจุดเด่น และจุดด้อยของการศึกษาข้างต้น กล่าวคือ การศึกษาในครั้งนี้จะได้นำเทคนิค Cointegration และแบบจำลอง ECM มาทดสอบร่วมกับแบบจำลองอุปสงค์การถือเงินในระยะสั้นอื่นๆ ทั้งนี้เพื่อหลีกเลี่ยงความคลาดเคลื่อนจากการทดสอบโดยเทคนิคดังกล่าว นอกจากนี้จะได้นำตัวแปรต่างๆ ที่คาดว่าจะสะท้อนผลกระทบของการปล่อยเสรีทางการเงินต่ออุปสงค์ของเงิน มาทดสอบหาความสัมพันธ์ต่ออุปสงค์ของเงิน โดยจะเน้นไปใน 2 แนวทางหลักๆ คือ ผลของการปล่อยเสรีในอัตราดอกเบี้ย และผลของนวัตกรรมทางการเงินในด้านต่างๆ อนึ่ง การศึกษาในครั้งนี้จะทำการทดสอบโดยใช้ข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2523-2539 ซึ่งเป็นช่วงที่ครอบคลุมถึงการดำเนินมาตรการปล่อยเสรีทางการเงินเต็มรูปแบบตามแผนพัฒนาระบบการเงินขั้นที่หนึ่งและสอง ซึ่งคาดว่าหากผลกระทบของมาตรการต่างๆ ดังกล่าว จะมีผลกระทบต่อพฤติกรรมทางการเงินของประชาชน ก็ควรที่จะทดสอบได้จากการศึกษาในช่วงเวลาดังกล่าว