

บทที่ 3

ปริทัศน์ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเกี่ยวกับความต้องการถือเงิน มีความแตกต่างกันตามความสนใจของผู้ทำการศึกษาและสภาพแวดล้อมของแต่ละประเทศ ซึ่งการศึกษาความต้องการถือเงินในประเทศไทย ภายใต้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ได้นำผลงานที่เกี่ยวข้องมาประกอบการศึกษา ดังนี้

3.1 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาทางด้านความต้องการถือเงิน

เนื่องจากความต้องการถือเงินมีบทบาทสำคัญในการวิเคราะห์เศรษฐกิจมหภาค โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการเลือกวิธีปฏิบัติทางนโยบายการเงินที่เหมาะสม ทำให้มีการศึกษาเกี่ยวกับทฤษฎีและการศึกษาเชิงประจักษ์ทางด้านความต้องการถือเงินอย่างมากมาในช่วงหลายสิบปีที่ผ่านมา ซึ่ง Sriram (2001) ได้สรุปไว้ว่า การศึกษาโดยทั่วไปเน้นใน 2 ประเด็นหลัก คือ การสร้างแบบจำลองและการประมาณค่าความต้องการถือเงิน นั่นคือ การเลือกตัวแปรและตัวแทนที่เหมาะสมในการสร้างแบบจำลอง จากการศึกษาที่ผ่านมาพบว่าการเลือกตัวแทนของตัวแปรต้นทุนค่าเสียโอกาสที่เหมาะสมจะเป็นองค์ประกอบสำคัญที่จะทำให้ได้ผลการศึกษามีนัยสำคัญ ส่วนอีกประเด็นที่เน้นในการศึกษา คือ การเลือกวิธีประมาณค่าแบบจำลองที่เหมาะสม เนื่องจากความผิดพลาดในการเลือกวิธีในการประมาณค่าจะทำให้ได้ผลการทดสอบที่ไม่น่าเชื่อถือซึ่งการเลือกวิธีประมาณค่านี้ ควรจะมีความสอดคล้องตามทฤษฎีปราศจากปัญหาทางด้านเศรษฐมิติต่างๆ เช่น ปัญหา Spurious regression และให้ผลการทดสอบเชิงประจักษ์ที่น่าเชื่อถือได้

จากการศึกษาที่ผ่านมาสามารถสรุปได้ว่าการใช้ Error correction model (ECM) มีความเหมาะสมในการประมาณค่าแบบจำลองความต้องการถือเงินมากกว่าการใช้วิธีอื่นๆ เช่น Partial adjustment model หรือ Buffer-stock model (BSMs) เนื่องจาก ECM สามารถแสดงการปรับตัวในระยะสั้นในลักษณะทั่วไปและเป็นพลวัต (Dynamic) ได้มากกว่าการปรับตัวในระยะสั้นตามรูปแบบของ Partial adjustment หรือ Buffer-stock model (BSMs)

ซึ่งจะทำให้การอธิบายถึงปรับตัวในระยะสั้นของแบบจำลองได้ดีกว่า ดังนั้นในการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับความต้องการถือเงินในที่นี้จะเน้นการศึกษาที่ใช้ ECM ในการศึกษาเป็นหลัก สำหรับแนวคิดทางทฤษฎีเกี่ยวกับความต้องการถือเงินนั้น จะแตกต่างกันในการเน้นบทบาทของเงินในด้านการเป็นสื่อกลางในการแลกเปลี่ยน การถือไว้เพื่อการเก็งกำไร การถือไว้ใช้จ่ายฉุกเฉิน หรือการถือไว้เพื่อวัตถุประสงค์อื่น ๆ โดยที่ทฤษฎีต่างๆ จะมีลักษณะสำคัญประการหนึ่งคือ จะมีตัวแปรพื้นฐานที่สำคัญๆ เหมือนกัน โดยทั่วไปแล้วทฤษฎีเหล่านี้จะแสดงความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินที่ต้องการถือไว้กับตัวแปรทางเศรษฐกิจที่สำคัญ 2-3 ตัว เช่น อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ รายได้ประชาชาติ เป็นต้น เพื่อเชื่อมโยงภาคการเงินกับภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง แต่สิ่งที่ทำให้การศึกษาต่างๆ มีความแตกต่างกันแม้ว่าจะใช้ตัวแปรที่คล้ายคลึงกันในการสร้างแบบจำลอง คือการกำหนดบทบาทของตัวแปรต่างๆ ที่มีผลต่อความต้องการถือเงิน ผลที่สุดคือมีความสอดคล้องกันเกิดขึ้นจากการศึกษาต่างๆ นั่นคือ ในการศึกษาเชิงประจักษ์จะเกิดการผสมผสานกันของทฤษฎีในแนวคิดต่างๆ

โดยทั่วไปการระบุฟังก์ชันความสัมพันธ์ของความต้องการถือเงินระยะยาว จะได้เป็น $M/P = f(S, OC)$ โดยที่ M/P คือความต้องการถือเงินที่แท้จริง ซึ่งเป็นฟังก์ชันของ Scale variable (S) เพื่อวัดขนาดของการจับจ่ายใช้สอยในระบบเศรษฐกิจ โดยส่วนใหญ่จะใช้ตัวแปรทางด้านรายได้ รายจ่าย หรือความมั่งคั่ง และต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity cost : OC) ซึ่งจะมีส่วนประกอบที่สำคัญ 2 ส่วนใหญ่ๆ คือ อัตราดอกเบี้ยที่ได้จากการถือเงิน และอัตราผลตอบแทนอื่นๆ ที่ควรจะได้จากเงินที่มีอยู่ M เป็นปริมาณเงินตามความหมายต่าง ๆ ในรูปที่เป็น ตัวเงิน (Nominal) และ P เป็นระดับราคา

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาเชิงประจักษ์โดยทั่วไป จะระบุความต้องการถือเงินในรูปของฟังก์ชันความต้องการถือเงินที่แท้จริงเช่นเดียวกับแบบจำลองตามทฤษฎี เช่นการศึกษาของ Bahmani-Oskooee และ Bohl (1999) ได้ศึกษาถึงความมีเสถียรภาพของฟังก์ชันความต้องการถือเงิน $M3$ ของประเทศเยอรมัน เพื่อศึกษาผลกระทบของการรวมประเทศเยอรมันที่มีต่อความต้องการถือเงิน โดยได้กำหนดให้รายได้ประชาชาติเป็นตัวแทนของ Scale variable และอัตราดอกเบี้ยระยะยาวภายในประเทศเป็นตัวแทนของต้นทุนค่าเสียโอกาส ซึ่งจะเป็นตัวแปรสำคัญในการกำหนดความต้องการถือเงิน จากการวิเคราะห์โดยใช้เทคนิค Johansen and Juselius cointegration analysis ในการหาฟังก์ชันความต้องการถือเงินในระยะยาว และใช้แบบจำลอง ECM เพื่อศึกษากระบวนการปรับตัวในระยะสั้นกับตัวแปรต่างๆ เพื่อปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาว ผลการศึกษาที่ได้มีความสอดคล้องตามทฤษฎีคือรายได้มีความสัมพันธ์กับความต้องการ

ถือเงินระยะยาวในทางบวก ส่วนอัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์กับความต้องการถือเงินระยะยาวในทางลบ และพบว่าฟังก์ชันความต้องการถือเงินของเยอรมันในช่วงที่ศึกษาไม่มีเสถียรภาพ

การศึกษาของ Bahmani-Oskooee และ Bohl นี้ ไม่ได้คำนึงถึงผลกระทบจากตัวแปรทางด้านต่างประเทศที่จะมีผลต่อความต้องการถือเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจแบบเปิด ซึ่ง Hueng (2000) ได้ศึกษาถึงผลกระทบของตัวแปรทางด้านต่างประเทศที่มีต่อความต้องการถือเงินในประเทศของสหราชอาณาจักรแย้งว่า การศึกษาเกี่ยวกับความต้องการถือเงินแบบดั้งเดิมไม่ได้คำนึงถึงอิทธิพลของการพัฒนาทางการเงินของต่างประเทศที่มีผลต่อความต้องการถือเงินของประชาชนในประเทศ Hueng มีความเห็นว่าการเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจและการเงินระหว่างประเทศต่างๆ เพิ่มขึ้น จึงควรที่จะเพิ่มตัวแปรทางด้านต่างประเทศ คือ อัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ยของต่างประเทศ เข้ามาในแบบจำลองความต้องการถือเงิน

ผลที่ได้จากการศึกษาพบว่า ตัวแปรเหล่านี้มีนัยสำคัญต่อความต้องการถือเงินภายในประเทศ สอดคล้องกับการศึกษาของ Bahmani-Oskooee และ Barry (2000) ได้นำอัตราแลกเปลี่ยนรวมอยู่ในฟังก์ชันความต้องการถือเงินในประเทศรัสเซีย โดยศึกษาถึงเสถียรภาพของความต้องการถือเงินในประเทศที่ไม่มีความมั่นคง ซึ่ง Bahmani-Oskooee และ Barry มีแนวคิดที่ว่า ในประเทศที่การเมืองและเศรษฐกิจไม่มีความมั่นคงนั้น การลดลงของค่าเงินภายในประเทศจะทำให้เกิดการคาดการณ์ว่าจะมีการลดค่าเงินอย่างเป็นทางการในอนาคต ทำให้ประชาชนภายในประเทศลดการถือเงินสกุลของตนเองหากเงินตราสกุลอื่นสามารถทดแทนการถือเงินตราในประเทศได้ การทดแทนกันได้ของการถือเงินสกุลอื่นๆ นี้ อาจทำให้ความต้องการถือเงินภายในประเทศไม่มีเสถียรภาพ นำไปสู่ความไม่มีประสิทธิภาพของนโยบายการเงิน นอกจากนี้ Bahmani-Oskooee และ Barry ยังมีความเห็นว่า แม้ว่าตัวแปรต่างๆ ในแบบจำลองจะมีลักษณะ Cointegrated กัน แต่ไม่ได้หมายความว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรต่างๆ เหล่านี้จะมีเสถียรภาพในระยะยาว

ในฟังก์ชันความต้องการถือเงินของ Bahmani-Oskooee และ Barry ได้ใช้ตัวแปรอัตราเงินเพื่อเป็นตัวแปรวัดต้นทุนค่าเสียโอกาส เนื่องจากมีความเห็นว่าในประเทศที่มีอัตราเงินเพื่อโดยเปรียบเทียบอยู่ในระดับสูง อัตราเงินเพื่อนี้จะมีความเหมาะสมในการวัดต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการถือเงินมากกว่าอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ เพราะในประเทศกำลังพัฒนาตลาดการเงินยังไม่มีการพัฒนาเท่าที่ควร ดังนั้นประชาชนในประเทศจะนิยมถือสินทรัพย์แท้จริงมากกว่าสินทรัพย์ทางการเงิน การที่ตลาดหลักทรัพย์ยังไม่มีการพัฒนาเท่าที่ควรทำให้ประชาชนเก็งกำไรในที่ดิน ที่อยู่อาศัยและสินทรัพย์ถาวรอื่น ๆ มากกว่า จากการศึกษาพบว่าอัตราเงินเพื่อมีความ

สัมพันธ์กับความต้องการถือเงินในระยะยาวในทางลบอย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับ การศึกษาของ Eken et al.(1995), Choudhry (1995), และ Bahmani-Oskooee (1996) และการทดแทนกันของเงินตราสกุลอื่น ๆ มีผลต่อความต้องการถือเงินภายในประเทศในทางลบอย่าง มีนัยสำคัญเช่นกัน

3.2 การศึกษาความต้องการถือเงินภายใต้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว

จากการศึกษาของ Goldfeld (1976) เกี่ยวกับความต้องการถือเงินของสหรัฐอเมริกา พบว่า ความต้องการถือเงินที่เกิดขึ้นจริงสูงกว่าความต้องการถือเงินที่ได้จากการพยากรณ์ แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงไปของฟังก์ชันความต้องการถือเงิน ผลที่ตามมาคือเกิดการทดสอบเกี่ยวกับความมีเสถียรภาพของฟังก์ชันความต้องการถือเงินในประเทศต่างๆ เพิ่มขึ้น เพื่อที่จะระบุตัวแปรสำคัญที่ทำให้ฟังก์ชันความต้องการถือเงินเกิดความไม่มีเสถียรภาพ ซึ่งสาเหตุของความไม่มีเสถียรภาพนี้เกิดจากการเกิดนวัตกรรมทางการเงิน การเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันอย่างฉับพลัน การผ่อนคลายความเข้มงวดในตลาดเงิน และการเปลี่ยนแปลงนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน ในที่นี้จะเน้นเฉพาะผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัวที่มีต่อความต้องการถือเงิน เช่นการศึกษาของ Kannapiran (2001) ได้ทำการศึกษาความมีเสถียรภาพของความต้องการถือเงินและนโยบายการเงินในปาปัวนิวกินี ซึ่งเป็นประเทศกำลังพัฒนาที่มีระบบเศรษฐกิจแบบเปิดขนาดเล็กที่มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัวในปี 1994 เพื่อลดแรงกดดันที่มีต่อค่าเงินของประเทศ ประกอบกับการใช้นโยบายการเงินอย่างเข้มงวด อาจมีผลกระทบต่อความต้องการถือเงินในประเทศ Kannapiran ได้รวมเอาค่า Lag ของปริมาณเงินเป็นตัวแปรอธิบายตัวแปรหนึ่งในฟังก์ชันความต้องการถือเงิน เพื่อที่จะศึกษาถึงผลกระทบจากพลวัตของ Time lag ระหว่างปริมาณเงินในช่วงเวลาก่อนหน้าที่มีต่อปริมาณเงินในช่วงเวลาปัจจุบัน

Kannapiran ได้อ้างถึงการศึกษาของ Modigliani ในการเลือกตัวแปรทางด้านต้นทุนค่าเสียโอกาสที่เหมาะสม โดยให้ใช้ตัวแปรที่มีค่ามากกว่าระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับอัตราเงินเฟ้อ เมื่อตัวแปรทั้ง 2 มีการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน แต่หากว่าตัวแปรทั้ง 2 เคลื่อนไหวไปในทิศทางและสัดส่วนที่ไม่สามารถคาดการณ์ได้ดังเช่นในปาปัวนิวกินีนั้น ควรจะรวมเอาตัวแปรทั้ง 2 เข้าในฟังก์ชันความต้องการถือเงินด้วย ผลจากการศึกษาของ Kannapiran พบว่าฟังก์ชันความต้องการถือเงินที่มีความเหมาะสมกับประเทศกำลังพัฒนาที่มีระบบเศรษฐกิจแบบ

เปิดขนาดเล็ก เช่น ปาปัวนิวกินีนั้น รายได้ประชาชาติ ปริมาณเงินในช่วงเวลาก่อน และอัตราเงินเฟ้อ มีอิทธิพลในการกำหนดความต้องการถือเงินอย่างมีนัยสำคัญ

จากการศึกษาของ Kannapiran สรุปประเด็นที่น่าสนใจได้ว่าอัตราเงินเฟ้อสามารถสะท้อนต้นทุนค่าเสียโอกาส สำหรับการถือเงินในปาปัวนิวกินีได้ดีกว่าอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ และการเปลี่ยนแปลงนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัว ไม่มีผลกระทบต่อความมีเสถียรภาพของฟังก์ชันความต้องการถือเงิน สอดคล้องกับการศึกษาของ Khamis และ Leone (2001) ที่ศึกษากระบวนการกำหนดความต้องการถือเงินในประเทศเม็กซิโกจะเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร เมื่อเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในเม็กซิโกและมีการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัวและจากการศึกษาพบว่าภายใต้สถานการณ์เช่นนี้ ความสัมพันธ์ที่ทำให้เกิดความต้องการถือเงินอาจมีการเปลี่ยนแปลงไปจากหลายสาเหตุ เช่น ในสถานการณ์ที่การถือเงินฝากมีความเสี่ยงเพิ่มสูงขึ้น โดยการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารสะท้อนมาจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น อาจทำให้ความต้องการถือเงินไม่ตอบสนองต่อการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในกรณีเช่นนี้นั้นคือ ความยืดหยุ่นของความต้องการถือเงินต่ออัตราดอกเบี้ยมีค่าลดลงหรือในสถานการณ์ที่อัตราดอกเบี้ยของสินทรัพย์ทางการเงินภายในประเทศมีความน่าสนใจลดลง เนื่องจากมีความเสี่ยงในด้านการถือสินทรัพย์ทางการเงินเหล่านั้นสูงขึ้น สินทรัพย์ทางการเงินของต่างประเทศจึงน่าสนใจในการถือได้มากกว่า ทำให้การใช้อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้จากสินทรัพย์ทางการเงินของต่างประเทศ ซึ่งสามารถพิจารณาได้จากการลดค่าอัตราแลกเปลี่ยนที่คาดหวังมีความเหมาะสมในการใช้วัดต้นทุนค่าเสียโอกาสในการถือเงินภายในประเทศ

ผลการศึกษาของ Khamis และ Leone พบว่าความต้องการถือเงินในประเทศเม็กซิโก มีความสัมพันธ์กับรายจ่ายเพื่อการบริโภคและอัตราเงินเฟ้อ ส่วนอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศไม่มีนัยสำคัญในการอธิบายความต้องการถือเงิน และฟังก์ชันความต้องการถือเงินของเม็กซิโกยังคงมีเสถียรภาพในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา อย่างไรก็ตาม แม้ว่า Khamis และ Leone จะมีความเห็นว่า สินทรัพย์ทางการเงินของต่างประเทศอาจมีผลกระทบต่อความต้องการถือเงินภายในประเทศ แต่ Khamis และ Leone ไม่ได้รวมเอาตัวแปรทางด้านต่างประเทศใด ๆ ไว้ในแบบจำลองที่ทำการศึกษา

3.3 การศึกษาความต้องการถือเงินในประเทศไทย

การศึกษาความต้องการถือเงินในประเทศไทย แบ่งออกเป็น 3 ระยะด้วยกัน คือ

3.3.1 ระยะแรก

เป็นการศึกษาเพื่อทดสอบความเหมาะสมของทฤษฎีความต้องการถือเงินที่ใช้ในการอธิบายความต้องการถือเงินในประเทศไทย เช่น การศึกษาของ Kris Tengprutip (1978) ที่ศึกษาแนวคิดทฤษฎีความต้องการถือเงินของสำนักคลาสสิก, สำนักเคนส์และสำนักเศรษฐศาสตร์การเงิน โดยใช้ข้อมูลรายปีมาทำการสร้างแบบจำลอง และได้ปรับปรุงตัวแปรให้มีความเหมาะสมกับประเทศไทยมากขึ้น คือ การวัดระดับความเป็นเงิน ผลการศึกษาพบว่าความต้องการถือเงินตามแนวคิดของสำนักคลาสสิก ความต้องการถือเงินในความหมายแคบจะมีความเหมาะสมในการอธิบายความต้องการถือเงินมากที่สุด เนื่องจากประเทศไทยใช้ปริมาณเงินในความหมายแคบเป็นเครื่องมือในการแลกเปลี่ยนและการชำระหนี้ ส่วนการทดสอบความต้องการถือเงินของสำนักเคนส์พบว่าความต้องการถือเงินในความหมายแคบสามารถอธิบายความต้องการถือเงินได้ดีที่สุด ส่วนความต้องการถือเงินในความหมายกว้างพบว่า ความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยไม่เป็นไปตามทฤษฎีและความต้องการถือเงินในแบบจำลองของ Friedman ได้ทำการทดสอบในรูปของความต้องการถือเงินที่แท้จริง ความต้องการถือเงินเมื่อคิดเป็นสัดส่วนต่อรายได้ และเพิ่มตัวแปรหุ่น (Dummy variable) เข้าไปในแบบจำลองด้วย ผลจากการทดสอบพบว่า อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล ดอกเบี้ยตัวเงินคลัง อัตราเงินเฟ้อ และรายได้ที่แท้จริง มีผลต่อการกำหนดความต้องการถือเงินมาก ในขณะที่ปัจจัยทางด้านความมั่งคั่งและระดับของความเป็นเงินมีผลน้อยมาก นอกจากนี้ยังพบว่า Liquidity preference theory ของเคนส์จะใช้กับเงินในความหมายกว้างของประเทศไทยไม่ได้

เมื่อระบบเศรษฐกิจของไทยมีการพัฒนาขึ้น Suthida Raktabutr (1988) จึงนำแนวคิดของ McKinnon-Shaw ที่สามารถอธิบายลักษณะการพัฒนาคาดการณ์ของประเทศไทยกำลังพัฒนามาทำการศึกษาว่าสามารถอธิบายพฤติกรรมการถือเงินในประเทศไทยได้หรือไม่ โดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายปีในช่วง 1960-1985 ของระดับรายได้ที่แท้จริง สัดส่วนของระดับการลงทุนต่อรายได้ อัตราดอกเบี้ย และอัตราเงินเฟ้อคาดหวังมาทดสอบความต้องการถือเงินทั้งปริมาณเงินในความหมายแคบ และปริมาณเงินในความหมายกว้าง ผลจากการศึกษาให้หลักฐานที่แสดงว่าตลาดทุนในประเทศไทยได้มีการพัฒนาขึ้น สามารถดูได้จากมีการเกื้อกูลกัน (Complementarity)

ระหว่างเงินและทุน ตามแนวคิดของ McKinnon ซึ่งขัดแย้งกับแนวคิดของ Shaw ที่เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างเงินกับทุนเป็นการทดแทนกัน นอกจากนี้ยังได้ทำการศึกษาทฤษฎีความต้องการถือเงินตามแนวคิดแบบดั้งเดิม (Conventional theory) เพื่อใช้เปรียบเทียบความเหมาะสมของทฤษฎีที่ใช้อธิบายความต้องการถือเงินในประเทศไทยกับแนวคิดของ McKinnon-Shaw โดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายไตรมาส ตั้งแต่ปี 1970-1985 ของระดับรายได้ถาวร อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ และอัตราดอกเบี้ย ผลจากการทดสอบพบว่าทั้ง 2 แนวความคิดสามารถนำมาใช้อธิบายความต้องการถือเงินในประเทศไทยได้ โดยที่ระดับรายได้ถาวรและระดับอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์เป็นตัวกำหนดความต้องการถือเงินทั้งในความหมายแคบและความหมายกว้าง ตามแนวคิดแบบดั้งเดิม และยังได้ข้อสรุปเพิ่มเติมว่าการถือเงินตาม ความหมายแคบมีวัตถุประสงค์เพื่อการใช้จ่ายให้สอย และการถือเงินตามความหมายกว้างจะถือไว้เพื่อการสะสมความมั่งคั่ง ส่วนความต้องการถือเงินตามแนวคิดของ McKinnon-Shaw นั้น ความต้องการถือเงินในความหมายแคบจะได้รับอิทธิพลจากรายได้ที่แท้จริงและผลตอบแทนที่แท้จริงจากการถือเงิน ขณะที่ความต้องการถือเงินในความหมายกว้างจะถูกกำหนดโดยรายได้ที่แท้จริงและผลตอบแทนที่แท้จริงจากการถือเงินเช่นกัน รวมทั้งอิทธิพลจากสัดส่วนของการลงทุนต่อรายได้และอัตราเงินเฟ้อ

ส่วนการทดสอบความมีเสถียรภาพของฟังก์ชันความต้องการถือเงินตามแนวคิดแบบดั้งเดิมพบว่า ฟังก์ชันความต้องการถือเงินทั้งในความหมายแคบและความหมายกว้างมีเสถียรภาพในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา โดยที่ฟังก์ชันความต้องการถือเงินในความหมายแคบจะมีเสถียรภาพมากกว่า ส่วนการทดสอบความมีเสถียรภาพของฟังก์ชันความต้องการถือเงินตามแนวคิดของ McKinnon-Shaw นั้น พบว่าฟังก์ชันความต้องการถือเงินในความหมายแคบไม่มีเสถียรภาพ ในขณะที่ฟังก์ชันความต้องการถือเงินในความหมายกว้างมีเสถียรภาพ ดังนั้นสามารถสรุปได้ว่าแนวคิดความต้องการถือเงินแบบดั้งเดิมเหมาะสมที่จะอธิบายกับความต้องการถือเงินในความหมายแคบ ในขณะที่แนวคิดความต้องการถือเงินของ McKinnon-Shaw เหมาะสมที่จะใช้อธิบายความต้องการถือเงินในความหมายกว้างในประเทศไทย นอกจากนี้ยังพบว่าอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์สามารถเป็นตัวแทนต้นทุนค่าเสียโอกาสได้ดีกว่าอัตราดอกเบี้ย ในขณะที่ตลาดเงินและตลาดทุนยังไม่มีพัฒนาเต็มที่

3.3.2 ระยะเวลาที่สอง

ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของการเปิดเสรีทางการเงินที่มีต่อเสถียรภาพความต้องการถือเงินในประเทศไทย โดย Usara Wilaipich (1994) ทำการศึกษผลกระทบของการเปิดเสรีทาง

การเงินต่อเสถียรภาพของความต้องการถือเงินในประเทศไทย โดยใช้ Error correction model (ECM) ในการกำหนดฟังก์ชันความต้องการถือเงินของข้อมูลอนุกรมเวลารายไตรมาส ตั้งแต่ปี 1970 -1991 ทั้งความต้องการถือเงินในความหมายแคบ (M1) และความหมายกว้าง (M2) ซึ่งถูกกำหนดให้ขึ้นอยู่กับรายได้ที่แท้จริง อัตราเงินเฟ้อที่คาดหวัง อัตราผลตอบแทนของเงินในความหมายกว้างและอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

จากการประมาณค่าโดยวิธี Single stage estimation ทั้งปริมาณเงินในความหมายแคบและความหมายกว้างจะถูกกำหนดโดยตัวแปรทั้งหมด ยกเว้นอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยทุกตัวแปรมีความสัมพันธ์กับความต้องการถือเงินสอดคล้องตามทฤษฎีอย่างมีนัยสำคัญและจากการทดสอบความเหมาะสมของฟังก์ชันพบว่า ไม่เกิดปัญหา Autocorrelation, Multicollinearity, Heteroskedasticity และ Misspecification ข้อสรุปจากการหาฟังก์ชันความต้องการถือเงิน คือความต้องการถือเงินในความหมายแคบจะปรับตัวจากการเบี่ยงเบนออกจากดุลยภาพได้เร็วกว่า และมีความยืดหยุ่นมากกว่าความต้องการถือเงินในความหมายกว้าง ผลการทดสอบเสถียรภาพของความต้องการถือเงิน โดยใช้ Cumulative sum of squared test (CUSUMSQ-test), Chow test และ Farley-Hinich test พบว่าความต้องการถือเงินในความหมายกว้างมีเสถียรภาพน้อยกว่าความต้องการถือเงินในความหมายแคบในช่วงการเปิดเสรีทางการเงิน

เช่นเดียวกับการศึกษาของ สุธชาย ศรีบูรณศร (2539) ที่ได้ศึกษาถึงปัจจัยกำหนดความต้องการถือเงินและผลของการเปิดเสรีทางการเงินต่อความต้องการถือเงิน โดยอาศัยทฤษฎีความต้องการถือเงินพื้นฐานตาม แนวคิดของ Keynes และ Friedman เป็นหลัก และนอกจากนั้นยังได้ทดสอบความต้องการถือเงินตามแนวคิดของ McKinnon รวมทั้งการรวมเอาปัจจัยที่เป็นตัวแทนการพัฒนาการทางด้านการชำระเงิน (Payment system) เข้าไปในแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา ผลจากการทดสอบเสถียรภาพของความต้องการถือเงินพบว่า ทั้งก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงินไม่มีผลกระทบต่อเสถียรภาพความต้องการถือเงินในความหมายแคบ สำหรับความต้องการถือเงินตามความหมายกว้างได้ผลกระทบจากการเปิดเสรีทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนการศึกษาปัจจัยในการกำหนดความต้องการถือเงิน ผลจากการประมาณค่าตามวิธี Partial adjustment model พบว่า ความต้องการถือเงินของไทยในความหมายแคบ จะขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านรายได้ที่แท้จริงและต้นทุนค่าเสียโอกาสในการถือสินทรัพย์ ซึ่งหมายถึงผลต่างของผลตอบแทนระหว่างสินทรัพย์ที่ทดแทนเงิน (Alternative asset) กับสินทรัพย์ที่เป็นเงิน (Money asset) โดยความต้องการถือเงินในความหมายแคบจะมีความสัมพันธ์กับปัจจัยกำหนดในแบบจำลอง

สอดคล้องตามทฤษฎีความต้องการถือเงิน และเนื่องจากตัวแปรที่เป็นตัวแทนระดับการพัฒนาทางการเงินนั้น จากผลการประมาณค่าแบบจำลองพบว่ามีค่าสหสัมพันธ์ที่สูงกับระดับรายได้ ดังนั้น เพื่อเป็นการหลีกเลี่ยงปัญหา Multicollinearity จึงได้ตัดตัวแปรดังกล่าวออกจากสมการ ซึ่งทำให้ การศึกษาของสุดชาย ศรีบูรณศร ไม่สามารถอธิบายผลของระดับการพัฒนาทางการเงินได้อย่าง ชัดเจน

อย่างไรก็ตามผลจากการทดสอบเสถียรภาพความต้องการถือเงินของ Usara Wilaipich และ สุดชาย ศรีบูรณศร มีความขัดแย้งกับผลการทดสอบของ นฤชิต วิมิตตะนันท์กุล (2540) ที่ได้สร้างแบบจำลอง Error correction model (ECM) เพื่อศึกษาถึงกระบวนการปรับตัว ในระยะสั้นเพื่อกลับสู่ดุลยภาพของความต้องการถือเงิน โดยใช้เทคนิคของ Enger and Granger ในการทดสอบหาความเป็น Cointegration โดยเน้นไปใน 2 แนวทางหลักๆ คือ ผลของการเปิดเสรี ในอัตราดอกเบี้ย และผลของนวัตกรรมทางการเงินในด้านต่างๆ ในช่วงปี พ.ศ. 2523-2539 ภาย หลังจากการทดสอบในเบื้องต้นพบว่า ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับ ความต้องการถือเงิน คือ ผลิตภัณฑ์ภายในประเทศเบื้องต้นรายไตรมาส อัตราดอกเบี้ยภายใน ประเทศ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ตัวแปรนวัตกรรมทางการเงิน อัตรา ดอกเบี้ยต่างประเทศ สำหรับตัวแปรนวัตกรรมทางการเงินจะใช้อัตราส่วนของสินทรัพย์ที่มีสภาพ ใกล้เคียงเงินต่อประมาณเงินในความหมายแคบ (Quasi money/M1) เป็นตัวแทน ซึ่งสะท้อนถึง ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงสภาพแวดล้อมในตลาดเงินจากมาตรการต่างๆ ในการพัฒนา ระบบการเงินจากการเปิดเสรีทางการเงิน และเนื่องจากระบบเศรษฐกิจแบบเปิดขนาดเล็ก (Small open economy) ต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือเงินจากภายนอกประเทศ จะสะท้อนผ่านอัตรา ดอกเบี้ยต่างประเทศ จึงใช้ตัวแปรอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศเป็นตัวแทนในการสะท้อนถึง ผลกระทบของปัจจัยทางการเงินภายนอกประเทศต่อระดับของการถือเงินในประเทศ

ผลที่ได้จากการศึกษาพบว่า ความต้องการถือเงินในความหมายแคบในช่วงก่อนและ หลังการเปิดเสรีทางการเงิน มีการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมการถือเงินทั้งในระยะสั้นและระยะยาว อย่างชัดเจน โดยก่อนที่จะมีการเปิดเสรีทางการเงินความต้องการถือเงินในความหมายแคบมี ความสัมพันธ์กับระดับรายได้และนวัตกรรมทางการเงิน แต่ไม่มีการตอบสนองต่อผลตอบแทนของ การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งแทนด้วยอัตราส่วนของราคาปิดต่อกำไรสุทธิกับอัตราดอกเบี้ยเงิน ฝากออมทรัพย์และอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศซึ่งเป็นต้นทุนในการถือเงิน แต่พฤติกรรมการถือเงิน ภายหลังจากที่ได้มีการเปิดเสรีทางการเงินแล้วพบว่า ความต้องการถือเงินในความหมายแคบมี การตอบสนองต่ออัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงในระยะสั้นของปัจจัยกำหนดดังกล่าวข้างต้นทุกตัว ยกเว้น

อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ และมีความอ่อนไหวต่อวัฏกรรมทางการเงินและอัตราดอกเบี้ยในระดับสูง แต่มีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับรายได้ลดลง นอกจากนี้บุคคลยังมีการตัดสินใจจัดสรรการถือเงิน โดยนำเอาอัตราผลตอบแทนในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มาพิจารณาร่วมกับปัจจัยอื่นๆ ในการกำหนดระดับการถือเงิน ซึ่งแสดงถึงการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมกรรมการถือเงินเพื่อการจับจ่ายใช้สอยมาเป็นการถือเงินเพื่อการเก็งกำไรเพิ่มขึ้น สำหรับเสถียรภาพของความต้องการถือเงินนั้น หลังจากการเปิดเสรีทางการเงินพบว่าความต้องการถือเงินเกิดความไม่เสถียรภาพและส่งผลให้พฤติกรรมกรรมการถือเงินในระยะสั้นอ่อนไหวต่อความแปรปรวนต่าง ๆ ในระบบการเงินเพิ่มขึ้น

สำหรับความต้องการถือเงินในความหมายกว้างนั้นพบว่า ความสัมพันธ์ของพฤติกรรมกรรมการถือเงินในช่วงก่อนและหลังการเปิดเสรีมีความแตกต่างกันไม่มากนัก โดยก่อนการเปิดเสรีทางการเงินความต้องการถือเงินถูกกำหนดโดยระดับรายได้และวัฏกรรมทางการเงิน ในขณะที่หลังจากมีการเปิดเสรีทางการเงิน มีเพียงระดับรายได้เท่านั้นที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดระดับการถือเงินในระยะยาวของเงินในความหมายกว้าง และความต้องการถือเงินในความหมายกว้างมีเสถียรภาพทั้งก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงิน

เมื่อเปรียบเทียบระหว่างความต้องการถือเงินในความหมายแคบและความหมายกว้าง พบว่าความต้องการถือเงินในความหมายกว้างได้รับผลกระทบจากการเปิดเสรีทางการเงินน้อยกว่าความต้องการถือเงินในความหมายแคบ โดยผลของมาตรการต่างๆ ในการเปิดเสรีทางการเงินจะทำให้พฤติกรรมกรรมการถือเงินในความหมายแคบของบุคคลมีการเปลี่ยนแปลงไปจากเดิมทันที โดยมีลักษณะของการถือเงินเพื่อการเก็งกำไรมากขึ้น เห็นได้จากการมีความอ่อนไหวต่อการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยและอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้นนำไปสู่การขาดเสถียรภาพ ในระยะสั้น

3.3.3 ระยะที่สาม

การศึกษาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัวภายใต้การจัดการที่มีต่อความต้องการถือเงินในประเทศไทย ซึ่งที่ผ่านมาได้มีการศึกษาไม่มากนัก โดยการศึกษาของภูมิฐาน รั้งคุณวุฒินันท์ (2544) ที่ศึกษาพฤติกรรมความต้องการถือเงินในประเทศไทย ช่วงก่อน (มกราคม 2538-มิถุนายน 2540) และหลังการปล่อยค่าเงินบาทลอยตัว (กรกฎาคม 2540-ตุลาคม 2543) โดยใช้ปริมาณเงินในความหมายกว้างที่แท้จริงเป็นตัวแทนในการศึกษาความต้องการถือเงิน ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมที่แท้จริง เป็นตัวแทนทางด้านรายได้ และ

ใช้อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคาร อัตราดอกเบี้ย LIBOR และการคาดการณ์การอ่อนค่าของเงินบาทเป็น ตัวแทนต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการถือเงิน ซึ่งจะใช้ข้อมูลเป็นรายเดือนในการกำหนดฟังก์ชันความต้องการถือเงินโดยใช้วิธี Augmented Dickey-Fuller tests และ Phillips-Perron tests ในการทดสอบ Unit root และประมาณค่าความต้องการถือเงินโดยเทคนิค Cointegration ของ Johansen-Juselius และ Error correction model (ECM) ศึกษากระบวนการปรับตัวในระยะสั้นเพื่อกลับเข้าสู่ดุลยภาพ

ผลจากการศึกษาพบว่า มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวทั้งในช่วงก่อนและหลังการปล่อยค่าเงินบาทลอยตัว โดยที่แบบจำลองความต้องการถือเงินก่อนการปล่อยค่าเงินบาทลอยตัวจะไม่รวมเอาตัวแปรการคาดการณ์การอ่อนค่าของเงินบาทในแบบจำลองความต้องการถือเงิน เพราะจากผลการทดสอบ Unit root ตัวแปรการคาดการณ์การอ่อนค่าของเงินบาทมีลักษณะเป็น $I(0)$ ในขณะที่ตัวแปรอื่นๆ มีลักษณะเป็น $I(1)$ ทั้งนี้อาจเป็นเพราะในช่วงก่อนการปล่อยค่าเงินบาทลอยตัวอัตราแลกเปลี่ยนของไทยเป็นแบบตะกร้าเงิน ดังนั้นอัตราแลกเปลี่ยนจึงค่อนข้างมีเสถียรภาพ

จากการประมาณค่า ECM พบว่าความเร็วในการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาวของความต้องการถือเงินมีค่าร้อยละ 13 และตัวแปรที่มีผลต่อการปรับตัวในระยะสั้นของความต้องการถือเงินอย่างมีนัยสำคัญคือ อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคาร และอัตราดอกเบี้ย LIBOR สำหรับในช่วงหลังการปล่อยค่าเงินบาทลอยตัว พบว่าความเร็วของการปรับตัวของความต้องการถือเงินมีค่าร้อยละ 28 โดยที่ตัวแปรที่มีผลต่อการปรับตัวในระยะสั้นของความต้องการถือเงิน คือดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมที่แท้จริง อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคาร และการคาดการณ์การอ่อนค่าของเงินบาท อย่างไรก็ตามการศึกษาของภูมิฐาน รั้งคุณกุลวุฒินันท์ ไม่ได้มีการทดสอบเสถียรภาพของฟังก์ชันความต้องการถือเงินที่ประมาณค่าได้ ซึ่งถ้าหากฟังก์ชันดังกล่าวไม่มีเสถียรภาพในระยะยาวแล้ว การพยากรณ์และการวางแผนนโยบายใดๆ โดยอิงข้อมูลที่ได้จากฟังก์ชันนี้อาจบิดเบือนไปจากข้อเท็จจริงได้