

การโยกย้ายทุนออกจากประเทศภูมิภาคเอเชีย และผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2540

ดร.พรชัย ชุนจินดา[★]

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ทำการศึกษาการโยกย้ายทุนออกจาก 5 ประเทศในภูมิภาคเอเชียคือ ประเทศไทย ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย มาเลเซีย และเกาหลีใต้ ซึ่งเป็นประเทศที่ได้รับผลกระทบอย่างหนักจากวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 โดยระยะเวลาของการศึกษารอบคลุมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2534 ถึง 2543 และได้พบหลักฐานสนับสนุนว่ามีการโยกย้ายทุนออกจากประเทศทั้ง 5 ในช่วงระยะเวลาดังกล่าว เป็นสัดส่วนค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ไม่ว่าจะใช้วิธีการวัดการโยกย้ายทุนทั้งแบบโดยตรงหรือโดยอ้อม นอกจากนี้ วิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ยังได้ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญ สำหรับการทดสอบสมการถดถอยเพื่อหาปัจจัยที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศพบว่า การเพิ่มขึ้นของระดับอัตราเงินเฟ้อในประเทศ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยสกุลเงินดอลลาร์ สรอ. กับสกุลเงินท้องถิ่น มูลค่าของเงินตราสกุลท้องถิ่นที่สูงเกินจริง การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ การขาดดุลงบประมาณของรัฐบาล และการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดสามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศภูมิภาคเอเชียได้อย่างมีนัยสำคัญ

[★] รองศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ และเลขาธิการโครงการปริญญาเอกร่วมสาขาบริหารธุรกิจ (The Joint Doctoral Program in Business Administration : JDBA)

1. บทนำ

สำหรับประเทศที่ใช้ระบบเศรษฐกิจแบบเปิดนั้น ถือเป็นเรื่องปกติที่ประชาชนในประเทศ จะมีการทำธุรกรรมทางเศรษฐกิจและการเงินกับประชาชนของประเทศอื่นๆ โดยส่วนหนึ่งของธุรกรรมดังกล่าว จะเป็นเรื่องของการได้มาซึ่งทรัพย์สินทางการเงินจากต่างประเทศ (External Financial Claims) ทั้งนี้ มูลเหตุจูงใจของการที่ประชาชนในประเทศต้องการถือครองทรัพย์สินต่างประเทศนั้น อาจเกิดขึ้นจากความต้องการรักษาอำนาจซื้อ (Purchasing Power) ของตนไว้ เมื่อเงินตราสกุลท้องถิ่นมีแนวโน้มที่จะเสื่อมค่าลง หรือเมื่อระดับอัตราเงินเฟ้อในประเทศเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว จนทำให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงจากการลงทุนในท้องถิ่น ต่ำกว่าการลงทุนในต่างประเทศมาก นอกจากนี้ ความผันผวนทางการเมืองภายในประเทศ ยังอาจเป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่ทำให้ประชาชนในประเทศ โยกย้ายทรัพย์สินของตนไปเก็บรักษาไว้ในต่างประเทศ ซึ่งมีความปลอดภัยสูงกว่า อย่างไรก็ตาม การได้มาซึ่งทรัพย์สินต่างประเทศของประชาชนภายในประเทศนั้น ได้เกิดเป็นประเด็นคำถามว่า จะถือเป็นการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ (Capital Flight) หรือเป็นการไหลออกของทุนตามปกติ (Normal Capital Outflows)

Cumby and Levich (1987) ได้เสนอให้ใช้เกณฑ์เรื่องความถูกต้องตามกฎหมายของรายการ ในการแยกแยะความแตกต่างระหว่างการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ และการไหลออกของทุนตามปกติ กล่าวคือ รายการเคลื่อนย้ายทุนใดที่เป็นรายการที่ผิดกฎหมาย จะเข้าข่ายเป็นการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ ส่วนรายการเคลื่อนย้ายทุนใดที่เป็นรายการที่ถูกกฎหมาย จะถือเป็นการไหลออกของทุนตามปกติ นอกจากนี้ แนวความคิดเรื่องการวัดอรรถประโยชน์ของสังคม (Social Utility) ตามหลักความเป็นชาตินิยมมองว่า การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ เป็นต้นตออย่างหนึ่งของการสูญเสียอรรถประโยชน์ (Disutility) เนื่องจากทำให้เกิดการลดลงของสวัสดิการสังคมท้องถิ่น (Domestic Social Welfare) แม้ว่าจะทำให้เกิดการเพิ่มขึ้นของสวัสดิการเอกชน (Private Welfare) แก่ผู้ที่ทำการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศนั้นก็ตาม โดย Cuddington (1986) ได้ให้เหตุผลสนับสนุนแนวคิดเรื่องการสูญเสียอรรถประโยชน์ของสังคม เนื่องจากการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศไว้ว่า

- ก. การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศโดยเฉพาะอย่างยิ่งของเงินทุนระยะสั้น หรือที่เรียกว่า เงินร้อน (Hot Money) นั้น จะทำให้ตลาดการเงินในประเทศเกิดความไม่มีเสถียรภาพ
- ข. ในบางครั้งโครงการลงทุนในท้องถิ่นได้ให้ผลตอบแทนแก่สังคม (Social Returns) แม้ว่าอาจจะไม่ได้อยู่ในรูปของตัวเงิน สูงกว่าผลตอบแทนที่ภาคเอกชนที่เป็นเจ้าของเงินทุนนั้นจะได้รับ ดังนั้น ภาคเอกชนควรจะคำนึงถึงความสูญเสียของสังคมด้วย ถ้าทำการโยกย้ายทุนออกจากประเทศไป
- ค. การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศจะทำให้ประเทศนั้นๆ มีความต้องการกู้ยืมเงินจากภายนอกมากขึ้น เนื่องจากภายในประเทศจะเกิดการขาดแคลนเงินทุน และจะส่งผลให้ต้นทุนของการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศสูงขึ้นอีกด้วย
- ง. เมื่อเกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศแล้ว ทุนนั้นมักจะไม่มีมีการย้อนกลับเข้ามา จึงส่งผลให้ระดับการลงทุนภายในประเทศลดลง รวมทั้งฐานในการคำนวณภาษีของประเทศจะลดลง และทำให้ประเทศสูญเสียรายได้จากการจัดเก็บภาษีไปจำนวนหนึ่ง

จากเหตุผลข้างต้นจะเห็นได้ว่า การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศเป็นเหตุการณ์ที่สามารถส่งผลกระทบต่ออย่างรุนแรงต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศนั้นๆ ได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีของประเทศในภูมิภาคเอเชียที่ต้องการเผชิญกับวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ทั้งนี้จนถึงปัจจุบันยังไม่ปรากฏว่ามีงานวิจัยใดที่ทำการการศึกษาเรื่องการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศภูมิภาคเอเชียที่ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากวิกฤตการณ์ดังกล่าว ดังนั้น การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศจึงเป็นหัวข้อสำคัญที่น่าจะศึกษาเพิ่มเติมเพื่อให้เกิดความเข้าใจอย่างลึกซึ้งยิ่งขึ้น สำหรับวัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้มี 2 ประการคือ ประการที่หนึ่ง ต้องการรวบรวมตัวเลขการโยกย้ายทุนออกจากประเทศต่างๆ ในภูมิภาคเอเชีย ที่ได้รับผลกระทบอย่างหนักจากวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 อันประกอบด้วยประเทศไทย ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย มาเลเซีย และเกาหลีใต้ โดยใช้วิธีการโยกย้ายทุนตามแนวทางที่เป็นที่ยอมรับกันอย่างแพร่หลาย และวัตถุประสงค์ประการที่สองคือ ต้องการศึกษาดังปัจจัยต่างๆ ที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุน (Determinants of Capital Flight) ออกจากประเทศดังกล่าวด้วย โดยผลที่ได้จากการศึกษานี้ จะสามารถนำไปใช้ประโยชน์ในการกำหนดนโยบายและวางมาตรการป้องกัน เพื่อไม่ให้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศได้

สำหรับการวางโครงสร้างของบทความนี้ ในส่วนที่ 2 จะได้อธิบายถึงมูลเหตุจูงใจของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ ส่วนที่ 3 จะได้อธิบายถึงวิธีการต่าง ๆ ที่นิยมใช้ในการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ และส่วนที่ 4 จะได้อธิบายถึงคำจำกัดความโดยละเอียดของวิธีการวัดการโยกย้ายทุนทั้งแบบโดยตรง (Direct Measure) โดยอ้อม (Indirect Measure) และแบบผสม (Hybrid Measure) สำหรับส่วนที่ 5 จะกล่าวถึงแหล่งของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ ตลอดจนผลการวัดการโยกย้ายทุนออกจากประเทศในภูมิภาคเอเชีย และผลการวิเคราะห์ข้อมูลในเบื้องต้น ส่วนที่ 6 เป็นการศึกษาปัจจัยต่างๆ ที่จะสามารถอธิบายการเกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ โดยใช้ตัวแบบจำลองที่เสนอ โดยเฉพาะสำหรับประเทศกลุ่มตัวอย่าง รวมถึงผลการวิจัยในเชิงประจักษ์ที่จะสามารถนำไปประยุกต์ใช้ในเชิงนโยบายได้ ทั้งนี้ ในส่วนสุดท้ายจะเป็นบทสรุปของงานวิจัยนี้

2. มูลเหตุจูงใจ (Motivation) ของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ

การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศตามความหมายอย่างกว้าง หมายถึง การที่ประชากรของประเทศใดประเทศหนึ่ง ทำการโยกย้ายทรัพย์สินที่ตนเคยถือครองไว้ในประเทศ ไปเก็บรักษาไว้ในต่างประเทศ ซึ่งโดยทั่วไป การถือครองทรัพย์สินในประเทศมักจะอยู่ในรูปของเงินสด เงินฝากในธนาคาร หรือทรัพย์สินอื่นที่ผลตอบแทนที่น่าสนใจ และเมื่อใดที่ผลตอบแทนจากการถือครองทรัพย์สินในประเทศ เริ่มไม่คุ้มค่าเมื่อเทียบกับระดับความเสี่ยง การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศก็จะเกิดขึ้น ดังนั้น บรรยากาศการลงทุน (Investment Climate) ที่สะท้อนถึงระดับความเสี่ยง จึงเป็นปัจจัยสำคัญที่เป็นตัวกระตุ้นให้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศขึ้น ซึ่ง Paster (1990) ได้แยกแยะเป็นสถานการณ์ต่างๆ ดังต่อไปนี้คือ

ก. การเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อในประเทศ

ถ้าอัตราเงินเฟ้อในประเทศใดเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว จนทำให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงจากการถือครองทรัพย์สินในประเทศ ต่ำกว่าการถือครองทรัพย์สินต่างประเทศแล้ว ประชากรของประเทศนั้นก็จะมีแรงจูงใจที่จะทำการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ เพื่อไปถือครองทรัพย์สินต่างประเทศเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ เพื่อเป็นการรักษากำลังซื้อ (Purchasing Power) ของตนไว้ โดยทั่วไป การถือครองทรัพย์สินต่างประเทศมักอยู่ในรูปของเงินตราสกุลหลัก เช่น ดอลลาร์ สรอ. ยูโร ปอนด์ หรือสวิสฟรังก์ ซึ่งจะมีอัตราเงินเฟ้อค่อนข้างต่ำ

นอกจากนี้ ประเทศที่เป็นเจ้าของเงินสกุลหลักดังกล่าว มักจะมีความมั่นคงทางการเมืองสูง จึงสามารถเสนอความปลอดภัยให้แก่เจ้าของเงินได้

ข. การลดค่าเงินตราสกุลท้องถิ่น

ในกรณีที่เงินตราสกุลท้องถิ่นมีมูลค่าสูงเกินจริง (Overvalue) เนื่องจากการใช้ระบบปริวรรตเงินตราที่ไม่สอดคล้องกับสถานะเศรษฐกิจของประเทศ นักลงทุนมักจะคาดคะเนว่า เงินตราสกุลท้องถิ่นจะต้องถูกลดค่าลงในอนาคต ซึ่งถ้าเหตุการณ์ดังกล่าวเกิดขึ้นจริง จะส่งผลให้ทรัพย์สินท้องถิ่นเสื่อมมูลค่าลงเมื่อแปลงเป็นเงินตราสกุลต่างประเทศ ดังนั้น การโยกย้ายทุนเพื่อไปถือครองทรัพย์สินในต่างประเทศก็จะเกิดขึ้น โดยเจ้าของทุนจะเร่งทำการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ ให้เสร็จสิ้นก่อนที่ค่าเงินตราสกุลท้องถิ่นจะลดลง

ค. การเพิ่มขึ้นของระดับความเสี่ยงของการลงทุน

การเพิ่มขึ้นของระดับความเสี่ยงของการลงทุนภายในประเทศ ซึ่งมักจะเกิดขึ้นกับประเทศที่กำลังพัฒนาหรือด้อยพัฒนานั้น อาจมาจากหลายสาเหตุ เช่น การเกิดความไม่สงบภายในประเทศจนนำไปสู่เหตุการณ์นองเลือด การเปลี่ยนแปลงรัฐบาลของประเทศบ่อยครั้ง การเปลี่ยนแปลงไปในทางที่ไม่ดีของสัญญาณบ่งชี้ทางเศรษฐกิจ หรือการเปลี่ยนแปลงนโยบายระดับประเทศ ที่มีผลกระทบโดยตรงต่อกลุ่มคนที่มีฐานะทางการเงินของประเทศ เป็นต้น ทั้งนี้ การเพิ่มขึ้นของระดับความเสี่ยงจะเป็นแรงกระตุ้นให้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ เพื่อไปถือครองทรัพย์สินในประเทศอื่นที่มีความมั่นคงสูงกว่า หรือมีระดับความเสี่ยงของการลงทุนต่ำกว่า

ง. การเพิ่มขึ้นของภาษีท้องถิ่น

ในบางครั้งการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ เกิดขึ้นจากความต้องการหลีกเลี่ยงการจ่ายภาษี เนื่องจากรัฐบาลทำการปรับเปลี่ยนโครงสร้างภาษีของประเทศ จนทำให้คนที่มีฐานะทางการเงินดี มีภาระต้องจ่ายภาษีมากขึ้นอย่างรวดเร็ว ซึ่งถ้าภาษีท้องถิ่นแพงกว่าภาษีที่ต่างประเทศมาก ๆ การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศจะทำให้เจ้าของเงิน สามารถนำทรัพย์สินของตนไปเก็บซ่อนไว้ที่อื่น เพื่อหลีกเลี่ยงการจ่ายภาษีท้องถิ่นได้ ดังนั้น บางประเทศที่มีนโยบายไม่เรียกเก็บภาษีจากนักลงทุนไม่จะเป็นคนท้องถิ่นหรือชาวต่างชาติก็ตาม จึงกลายเป็นสวรรค์ทางภาษี (Tax Heaven) ที่นักลงทุนจะทำการโยกย้ายทุนของตนไปหลบซ่อนไว้ในประเทศเหล่านั้น

3. วิธีการโยกย้ายทุน

การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมักทำเป็นขบวนการ และสามารถทำได้หลายรูปแบบ [Kindleberger (1987) และ Walter (1989)] ขึ้นอยู่กับสถานการณ์ที่จะอำนวยความสะดวกให้แก่ผู้ร่วมขบวนการ โดยแต่ละวิธีจะมีความยากง่ายและต้นทุนที่แตกต่างกัน ซึ่งพอสรุปได้ดังนี้คือ

3.1 การโยกย้ายทุนผ่านระบบการชำระเงินระหว่างประเทศ

การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ สามารถทำผ่านช่องทางปกติของระบบการชำระเงินระหว่างประเทศ ที่ธนาคารพาณิชย์ท้องถิ่นหรือสาขาของธนาคารต่างประเทศที่อยู่ในประเทศนั้น โดยเจ้าของเงินจะเปิดบัญชีไว้กับธนาคารในต่างประเทศ ที่มีกฎหมายคุ้มครองความลับของลูกค้า (Secrecy Law) อย่างเข้มงวด เช่น ในประเทศสวิต

เซอร์แลนด์ และอีกหลายประเทศที่ทำธุรกิจธนาคารนอกชายฝั่ง (Offshore Banking) ตามที่แสดงไว้ในตารางที่ 1 ทั้งนี้ ลูกค้าของธนาคารจะได้รับการเก็บรักษาความลับอย่างเข้มงวด ในรูปของการเปิดบัญชีโดยใช้รหัสแทนการระบุชื่อเจ้าของบัญชี และพนักงานของธนาคารระดับล่างจะใช้รหัสบัญชีในการทำธุรกรรม โดยจะมีผู้บริหารระดับสูงเพียง 1 หรือ 2 คน ที่สามารถเข้าถึงแฟ้มข้อมูลรายละเอียดของเจ้าของบัญชีได้ แม้ว่าบางประเทศจะมีการใช้นโยบายควบคุมการส่งเงินเข้าออกประเทศ (Exchange Control) อย่างเข้มงวด การโยกย้ายทุนผ่านระบบธนาคารพาณิชย์ก็ยังสามารถทำได้ แต่ผู้ส่งเงินอาจได้รับอัตราแลกเปลี่ยนที่เสียเปรียบลูกค้าปกติของธนาคารที่มีรายการค้าระหว่างประเทศรองรับ ทั้งนี้ เนื่องจากธนาคารพาณิชย์จะมีความเสี่ยงมาก ที่เข้าเกี่ยวข้องกับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ จึงย่อมจะคิดค่าใช้จ่ายหรือเอากำไรที่สูงกว่าการทำธุรกรรมปกติ

ตารางที่ 1 ประเทศต่าง ๆ ที่เป็นแหล่งรองรับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ (Capital Flight Destination)

แคริบเบียน และ แอตแลนติกใต้	(Caribbean and South Atlantic)	ยุโรป ตะวันออกกลาง และแอฟริกา	(Europe, Middle East, and Africa)
แอนติกัว	(Antigua)	ออสเตรีย	(Austria)
บาฮามาส	(Bahamas)	บาห์เรน	(Bahrain)
บาเบโดส	(Barbados)	หมู่เกาะแซนแนล	(Cannel Islands)
เบลิซ	(Belize)	ยิบรอลตาร์	(Gibraltar)
เบอร์มิวด้า	(Bermuda)	ไอเชิลออฟแมน	(Isle of Man)
หมู่เกาะบริติชเวอร์จิน	(British Virgin Islands)	ไลบีเรีย	(Liberia)
หมู่เกาะเคย์แมน	(Cayman Islands)	ลิกเตนสไตน์	(Lechtenstein)
คอสตา ริกา	(Costa Rica)	ลักเซมเบิร์ก	(Luxembourg)
หมู่เกาะฟอล์กแลนด์	(Falkland Islands)	โมนาโก	(Monaco)
เกรนาด้า	(Grenada)	เนเธอร์แลนด์	(Netherlands)
มอนต์เซอร์รัต	(Montserrat)	สวิตเซอร์แลนด์	(Switzerland)
แองกิวลา	(Anguilla)		
เนเธอร์แลนด์ แอนติเลส	(Netherlands Antilles)	เอเชีย-แปซิฟิก	(Asia-Pacific)
เนวิส	(Nevis)	หมู่เกาะคุก	(Cook Islands)
ปานามา	(Panama)	กวม	(Guam)
เซนต์ คิตส์	(St. Kitts)	ฮ่องกง	(Hong Kong)
เซนต์ ลูเซีย	(St. Lucia)	มัลดีฟส์	(Maldives)
เซนต์ วินเซนต์	(St. Vincent)	นัรู	(Nauru)
หมู่เกาะเติกส์ และไคโคส	(Turks and Caicos Islands)	วานูอาตู	(Vanuatu)
		สิงคโปร์	(Singapore)

ที่มา : เรียบเรียงจาก Ingo Walter (1989)

3.2 การโยกย้ายทุนในรูปเงินสด

ในกรณีที่การโยกย้ายทุนผ่านระบบธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถทำได้ เนื่องจากมีการควบคุมอย่างเข้มงวด และมีความเสี่ยงสูงที่จะถูกตรวจสอบโดยรัฐบาล การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศอีกรูปแบบหนึ่ง ที่เป็นการหลีกเลี่ยงช่องทางปกติของระบบธนาคารคือ การเคลื่อนย้ายเงินสด ทั้งในรูปของเงินตราสกุลท้องถิ่นและสกุลต่างประเทศ หรือเคลื่อนย้ายเงินกระดาษ (Paper Money) ในรูปของเช็คเดินทาง แคชเชียร์เช็ค หรือพันธบัตรที่ไม่ระบุชื่อผู้ถือ (Bearer Securities) ที่ได้รับความนิยมมากคือ ตราสารหนี้ยูโร (Eurobonds) ทั้งนี้ การโยกย้ายทุนในรูปเงินสดจะทำให้ผู้โยกย้ายทุนสามารถเก็บรักษาความลับได้ดีกว่า เมื่อเทียบกับวิธีโอนเงินผ่านธนาคารพาณิชย์ซึ่งอาจถูกตรวจสอบได้ในภายหลัง ดังนั้น การโยกย้ายทุนในรูปเงินสดหรือเงินกระดาษนี้ จำเป็นต้องอาศัยผู้นำส่งซึ่งจะต้องแฝงตัวไปในรูปของนักท่องเที่ยว ที่สามารถเดินทางเข้าออกประเทศต่างๆ ได้หลายช่องทาง นอกจากนี้ ขบวนการฟอกเงินที่ได้รับมาจากการทำอาชญากรรมหรือการหลบเลี่ยงภาษีนั้น มักนิยมโยกย้ายทุนด้วยวิธีการเคลื่อนย้ายเงินสดเช่นเดียวกัน เนื่องจากทำได้สะดวกกว่าวิธีอื่น โดยส่วนใหญ่จะเป็นการเคลื่อนย้ายเงินในรูปสกุลดอลลาร์ สรอ. รวมทั้งสกุลยูโรด้วย อย่างไรก็ตาม การเคลื่อนย้ายเงินสดมีข้อเสียที่สำคัญคือ การถูกตรวจค้นจากเจ้าหน้าที่ของรัฐ การสูญหายเนื่องจากอุบัติเหตุและการถูกโจรกรรมระหว่างการขนย้ายอีกด้วย

3.3 การโยกย้ายทุนในรูปโลหะมีค่าและของสะสมต่างๆ

ในกรณีที่ต้องการหลีกเลี่ยงการเคลื่อนย้ายเงินสดนั้น การโยกย้ายทุนสามารถทำได้อีกรูปแบบหนึ่งคือ การแปลงเงินตราสกุลท้องถิ่นให้เป็นทองคำ เงิน โลหะมีค่าอื่นๆ อัญมณี เครื่องประดับ งานศิลปะ หรือทรัพย์สินอื่นที่สามารถเคลื่อนย้ายไปต่างประเทศได้สะดวก และสามารถดำรงมูลค่าไว้ได้แม้ว่าค่าเงินตราสกุลท้องถิ่นจะเสื่อมค่าลงซึ่งเมื่อจำเป็นต้องเคลื่อนย้ายออกนอกประเทศ ทรัพย์สินดังกล่าวยังสามารถขายในตลาดต่างประเทศได้อย่างคล่องตัวและได้ราคาดี โดยทั่วไป รัฐบาลของประเทศมักมีกฎระเบียบค่อนข้างเข้มงวด สำหรับการนำเข้าและส่งออกทรัพย์สินบางประเภทที่มีสภาพคล่องสูงใกล้เคียงกับเงินสด ทั้งนี้ ความเข้มงวดของทางการมักทำให้เกิดการลักลอบซื้อขายโลหะมีค่าและอัญมณีกัน และทำให้ต้นทุนและความเสี่ยงของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศในรูปโลหะมีค่าและของสะสมต่างๆ มีระดับสูงใกล้เคียงกับการโยกย้ายทุนในรูปของเงินสด

3.4 การโยกย้ายทุนโดยการออกใบกำกับสินค้าที่เป็นเท็จ (False Invoicing)

วิธีการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศอีกรูปแบบหนึ่ง ที่นิยมใช้ในกรณีที่ประเทศนั้นๆ มีการควบคุมการส่งเงินเข้าออกประเทศ (Exchange Controls) อย่างเข้มงวดคือ การออกใบกำกับสินค้าสำหรับการนำเข้าและการส่งออกสินค้านานาชาติ ให้มีมูลค่าที่ผิดไปจากมูลค่าที่แท้จริงของสินค้าที่ทำการซื้อขายกัน

สำหรับทางด้านการนำเข้าสินค้านั้น ผู้นำเข้าจะได้รับความร่วมมือจากผู้ขายสินค้าที่เป็นบริษัทต่างชาติ ในการออกใบกำกับสินค้าที่มีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงของสินค้า (Overinvoicing of Imports) เมื่อผู้นำเข้าได้รับใบกำกับสินค้าดังกล่าวแล้ว จะสามารถนำไปเป็นหลักฐานในการขอซื้อเงินตราสกุลต่างประเทศจากธนาคารพาณิชย์ เพื่อส่งไปชำระให้แก่บริษัทผู้ขายสินค้าในต่างประเทศ เมื่อบริษัทผู้ขายสินค้าได้รับชำระเงินเต็มจำนวนที่ระบุไว้ในใบกำกับสินค้าแล้ว ก็จะหักเงินส่วนหนึ่งเท่ากับมูลค่าที่แท้จริงของสินค้าเพื่อการชำระหนี้ และอาจจะหักอีกส่วนหนึ่งไว้เป็นค่าดำเนินการ สำหรับจำนวนเงินที่เหลือสุทธิจะนำเข้าฝากไว้ในบัญชีส่วนตัว ที่ผู้นำเข้าสินค้าเปิดไว้กับธนาคารในต่างประเทศนั้น ดังนั้น จะเห็นได้ว่าการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศสามารถทำได้อย่างแนบเนียน ควบคู่ไปกับการทำธุรกรรมการค้าระหว่างประเทศ

สำหรับทางด้านการส่งออกสินค้านั้น ก็สามารถนำไปใช้เป็นเครื่องมือในการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศได้ เช่นเดียวกัน กล่าวคือ ผู้ส่งออกสินค้าจะออกไปกำกับสินค้าที่มีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของสินค้า (Underinvoicing of Exports) โดยจำนวนเงินส่วนต่างนั้น บริษัทผู้นำเข้าในต่างประเทศจะให้ความร่วมมือในการนำไปเข้าฝากไว้ในบัญชีส่วนตัว ที่บริษัทผู้ส่งออกได้เปิดไว้กับธนาคารในต่างประเทศนั้น

ดังนั้น การออกไปกำกับสินค้าที่เป็นเท็จ ไม่ว่าจะเป็นจำนวนที่สูงหรือต่ำกว่าความเป็นจริงนั้น สามารถนำไปใช้เป็นเครื่องมือประกอบการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศได้อย่างแนบเนียนนอกจากนี้ การตรวจสอบมักทำได้ลำบาก เนื่องจากสินค้าบางประเภทจะมีช่วงห่างระหว่างราคาต่ำสุดและสูงสุดที่ค่อนข้างกว้าง ซึ่งเป็นไปตามคุณลักษณะเฉพาะตัวของสินค้านั้นๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีของการให้บริการ ซึ่งไม่มีตัวสินค้าที่จับต้องได้ เช่น การโฆษณา บริการทางด้านกฎหมาย การจ่ายค่านายหน้า ค่าลิขสิทธิ์ต่างๆ นั้น การหาราคากลางที่เหมาะสมเป็นเรื่องที่ทำได้ยาก จึงกลายเป็นโอกาสที่บริษัทท้องถิ่นจะร่วมมือกับบริษัทต่างชาติ ในการออกไปกำกับสินค้าที่เป็นเท็จได้ง่าย ทั้งนี้ การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศโดยการออกไปกำกับสินค้าที่เป็นเท็จ จะมีผลต่อตัวเลขการนำเข้าและส่งออกสินค้าและบริการของประเทศ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ จะมีผลทำให้ตัวเลขในบัญชีเดินสะพัดและบัญชีดุลการชำระเงินของประเทศบิดเบือนไปจากความเป็นจริง นอกจากนี้ ยังทำให้อุปสงค์และอุปทานของเงินตราสกุลต่างประเทศเกิดการบิดเบือน และจะมีผลทำให้เงินตราสกุลท้องถิ่นอ่อนค่าลงในที่สุด

การโยกย้ายทุนโดยการออกไปกำกับสินค้าที่เป็นเท็จ เป็นช่องทางที่เอื้ออำนวยให้เฉพาะกับบริษัทท้องถิ่นที่ทำธุรกิจระหว่างประเทศ บริษัทลูกของบริษัทข้ามชาติ และผู้ลงทุนในกิจการร่วมค้ากับต่างชาติ ที่มีวัตถุประสงค์ตรงกันคือ ต้องการให้กิจการในท้องถิ่นแสดงผลกำไรที่น้อยกว่าความเป็นจริง เพื่อจะได้ประหยัดภาษีที่จะต้องจ่ายให้แก่รัฐบาลท้องถิ่น และจะได้เคลื่อนย้ายกำไรอีกส่วนหนึ่งไปเก็บไว้ในรูปของทรัพย์สินในต่างประเทศ นอกจากนี้ บริษัทข้ามชาติยังสามารถโยกย้ายทุนในรูปแบบของการถ่ายโอนกำไร (Transfer Pricing) ระหว่างสาขาบริษัทลูกในประเทศต่างๆ ทั้งนี้ การถ่ายโอนกำไรจะมีความแนบเนียนกว่าการโยกย้ายทุนในรูปแบบอื่นๆ ที่กล่าวมาแล้ว เนื่องจากการถ่ายโอนกำไรจะเกิดขึ้นในรูปของการค้าขายระหว่างบริษัทในเครือเดียวกันที่อยู่ในประเทศต่างๆ ซึ่งทั้งราคาขายและราคาต้นทุนสินค้าได้ถูกกำหนดไว้ล่วงหน้าโดยบริษัทแม่ ทำให้กำไรสุทธิของบริษัทลูกแต่ละแห่งได้ถูกกำหนดไว้ล่วงหน้า เช่นเดียวกัน ดังนั้น การถ่ายโอนกำไรถือเป็นอีกรูปแบบหนึ่งของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ ซึ่งมีความแนบเนียนมากกว่าการโยกย้ายทุนในรูปแบบอื่น ๆ

4. วิธีวัดการโยกย้ายทุน (Capital Flight Measurement)

จากการที่ได้มีผู้ให้คำจำกัดความของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ (Capital Flight) ไว้หลายแนวทาง ซึ่งแต่ละแนวทางอาจทำให้ตัวเลขของการโยกย้ายทุนที่คำนวณออกมามีความแตกต่างกัน ดังนั้น การศึกษาวิจัยในเรื่องการโยกย้ายทุนระหว่างประเทศจึงยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ในการนำผลการศึกษานั้นๆ ไปประยุกต์ใช้ อย่างไรก็ตาม วิธีวัดการโยกย้ายทุนสามารถจัดได้เป็นสามแนวทางหลัก ตามความเห็นของ Kant (1996) คือ แนวทางที่หนึ่งเรียกว่า การวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยตรง (Direct Measure) ซึ่งได้ให้คำจำกัดความไว้อย่างชัดเจนว่า การโยกย้ายทุนประกอบด้วยรายการหรือตัวแปรใดบ้าง จากนั้นจึงใช้ข้อมูลทางตรงจากรายการหรือตัวแปรดังกล่าว เพื่อดำเนินการวัดของการโยกย้ายทุนขึ้น สำหรับแนวทางที่สองเรียกว่า การวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยอ้อม (Indirect Measure) ซึ่งจะให้คำจำกัดความของการโยกย้ายทุนแบบอ้อม เช่น เป็นยอดความแตกต่างของรายการบางรายการ หรือตัวแปรบางตัว โดยทั่วไป คำจำกัดความของการโยกย้ายทุนแบบโดยอ้อมนี้ มักจะมีความหมายค่อนข้างกว้างกว่าการโยกย้ายทุนแบบโดยตรง สำหรับแนวทางที่สามนั้นจะเป็นการวัดการโยกย้ายทุนแบบผสม (Hybrid

Measure) ระหว่างทางตรงและทางอ้อม ทั้งนี้ ทั้งสามแนวทางของการวัดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมีรายละเอียดดังต่อไปนี้คือ

4.1 วิธีวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยตรง (Direct Measures)

การวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยตรง จะใช้ข้อมูลตรงจากบัญชีดุลการชำระเงินของประเทศ โดยมุ่งความสนใจไปที่การไหลออกของเงินทุนระยะสั้น (Short-term Capital Outflows) หรือที่เรียกอีกชื่อหนึ่งว่า เงินร้อน (Hot Money) ซึ่งจะตอบสนองอย่างรวดเร็วต่อการเปลี่ยนแปลงในระดับความเสี่ยงของการลงทุน (Investment Risk)¹ อย่างไรก็ตาม เงินร้อนนี้มีแนวโน้มว่าจะถูกส่งกลับคืนเข้าประเทศได้อย่างรวดเร็วเช่นเดียวกัน เมื่อสถานการณ์ความเสี่ยงมีการเปลี่ยนแปลงไปในทางที่ดีขึ้น ทั้งนี้ Cuddington (1986) ได้เป็นผู้ให้คำจำกัดความของการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยตรงว่า การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ (Capital Flight: CF_{CU}) หมายถึง การได้มาซึ่งทรัพย์สินต่างประเทศระยะสั้น โดยภาคเอกชนที่ไม่ใช่ธนาคาร

ดังนั้น การวัดระดับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ สามารถทำได้โดยการนำรายการสถิติคลาดเคลื่อน (Errors and Omissions: EO) ในบัญชีดุลการชำระเงิน ซึ่งถือว่าเป็นรายการที่สะท้อนถึงเงินทุนระยะสั้น ที่เคลื่อนไหวโดยไม่ได้ถูกบันทึกอย่างเป็นทางการ (Unrecorded Short-term Capital Flows) บวกด้วยรายการเงินทุนระยะสั้นอื่นๆ ของภาคเอกชน (Other Short-term Capital, Other Sector: OSC) ซึ่งจะเป็นรายการใดบ้างนั้น ขึ้นอยู่กับการศึกษาเป็นรายประเทศไป

$$CF_{CU} = EO + OSC \quad (1)$$

อย่างไรก็ตาม การคำนวณตัวเลขการโยกย้ายทุนแบบโดยตรงตามข้อเสนอของ Cuddington (1986) ได้รับการโต้แย้งหลายประการ ตามที่ Kant (1996) ได้ตั้งข้อสังเกตไว้คือ

- ก. นักลงทุนอาจถือครองทรัพย์สินต่างประเทศได้ทั้งระยะสั้นและระยะยาว โดยที่แรงจูงใจและผลกระทบที่มีต่อประเทศมิได้แตกต่างกัน ดังนั้น การวัดการโยกย้ายทุนที่ให้ความสำคัญเฉพาะรายการทรัพย์สินระยะสั้นเพียงอย่างเดียวจึงอาจไม่เหมาะสมและไม่ครบถ้วน
- ข. การพิจารณาเฉพาะการเคลื่อนไหวในเงินทุนระยะสั้น ด้วยเหตุผลว่าเป็นทรัพย์สินที่มีสภาพคล่องสูงนั้นอาจไม่เหมาะสมนัก เพราะในปัจจุบันทรัพย์สินระยะยาวบางประเภท เช่น พันธบัตรรัฐบาลก็มีสภาพคล่องไม่แพ้ทรัพย์สินระยะสั้น เนื่องจากสามารถทำการซื้อขายได้อย่างสะดวกในตลาดรอง
- ค. โดยทั่วไปรายการสถิติคลาดเคลื่อน (Errors and Omissions) อาจเกิดขึ้นจากรายการหลากหลายประเภท ที่ไม่ได้ถูกบันทึกไว้ในบัญชีดุลการชำระเงิน จึงมิได้หมายถึงเฉพาะรายการเคลื่อนไหวของเงินทุนระยะสั้นเท่านั้น ดังนั้น การตีความหมายของรายการสถิติคลาดเคลื่อนตามแนวทางของ Cuddington (1986) อาจมีข้อจำกัดเกินไป

¹ ระดับความเสี่ยงของการลงทุน (Investment Risk) ที่เปลี่ยนแปลงไป อาจเกิดขึ้นจากวิกฤตการณ์ทางการเงินหรือการเมือง การคาดการณ์ว่าจะมีการควบคุมการส่งเงินเข้าออกประเทศหรือการลดค่าเงินสกุลท้องถิ่น หรือการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างภาษีเงิน่อัตรามาลดตอบแทนที่แท้จริงจากการลงทุนลดลง

4.2 วิธีวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยอ้อม (Indirect Measures)

วิธีวัดการโยกย้ายทุนทางอ้อมนี้ จะพยายามวัดมูลค่าทรัพย์สินต่างประเทศสุทธิ (Net Foreign Claims) ที่ถือครองโดยภาคเอกชน (Private Sector) เป็นหลัก กล่าวคือ การโยกย้ายทุนจะคำนวณภายใต้ข้อสมมุติฐานที่ว่า เงินทุนที่เคลื่อนย้ายเข้าประเทศ (Inflow) จะถูกนำไปใช้เป็นเงินทุนสำหรับการเคลื่อนย้ายออกนอกประเทศ (Outflow) ดังนั้น ยอดส่วนต่าง (Residual) ของการเคลื่อนย้ายทุนทั้งสองประเภท จะถือเป็นตัวเลขการโยกย้ายทุนออกจากของประเทศนั้น ๆ ทั้งนี้ จะเห็นได้ว่าการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยอ้อม จะไม่ได้เน้นเรื่องผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในระดับนโยบายที่มีต่อการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศ และไม่ได้เน้นที่จะแยกแยะว่ารายการเคลื่อนย้ายทุนใดเป็นรายการที่ปกติ (Normal Flows) และรายการใดไม่ปกติ (Abnormal Flows)

ทั้งนี้ World Bank (1985) ได้เป็นผู้เสนอให้วัดการโยกย้ายทุนโดยวิธีดังกล่าว ซึ่งนับการเพิ่มขึ้นของหนี้สินต่างประเทศ (Increase in External Debt: IED) และการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศสุทธิ (Net Foreign Direct Investment: NFDI) เป็นรายการที่แสดงถึงเงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าประเทศ และนับการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (The Current Account Deficit: CAD) และการเพิ่มขึ้นของทุนสำรองระหว่างประเทศ (Increase in Official Reserves: IOR) เป็นรายการที่แสดงถึงเงินทุนซึ่งได้เคลื่อนย้ายออกนอกประเทศ ดังนั้น ความแตกต่างระหว่างการได้มาของเงินทุน (Sources of Funds) และการใช้ไปของเงินทุน (Uses of Funds) จะหมายถึง การเพิ่มขึ้นของทรัพย์สินต่างประเทศสุทธิ (Increase in Net Foreign Claims) ที่ถือครองโดยภาคเอกชน และถือเป็นการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ (Capital Flight : CF_{WB}) ดังนั้น

$$CF_{WB} = IED + NFDI - CAD - IOR \quad (2)$$

สำหรับการเพิ่มขึ้นของหนี้สินต่างประเทศ (IED) นั้น World Bank มิได้ใช้ข้อมูลจากบัญชีดุลการชำระเงิน เช่นเดียวกับรายการอื่นๆ แต่ได้ใช้ตัวเลขจากอีกแหล่งหนึ่งคือ World Debt Tables ซึ่งก่อให้เกิดข้อโต้แย้งขึ้นเนื่องจากรายการหนี้สินต่างประเทศจากแหล่งข้อมูลดังกล่าว อาจคลาดเคลื่อนจากที่ได้อ้างงานไว้ในบัญชีดุลการชำระเงินของประเทศ ทั้งนี้ ความคลาดเคลื่อนที่เกิดขึ้นอาจเป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange-Rate Revaluation) และการจัดกลุ่มประเภทหนี้ใหม่ (Debt Reclassification) ตามรายงานของ World Bank

Morgan Guaranty Trust (1986) ได้ปรับวิธีการคำนวณการโยกย้ายทุนตามแนวทางของ World Bank โดยการตัดรายการทรัพย์สินต่างประเทศระยะสั้นที่ถือครองโดยภาคธนาคาร (Short-term Foreign Assets of the Banking System: SFABS) ออกไป ให้เหลือเพียงทรัพย์สินต่างประเทศที่ถือครองโดยภาคเอกชนที่ไม่ใช่ธนาคารเท่านั้น ที่ถือว่าการโยกย้ายทุน (Capital Flight: CF_{MG}) ดังนั้น

$$CF_{MG} = CF_{WB} - SFABS \quad (3)$$

อย่างไรก็ตาม Morgan Guaranty Trust (1986) มิได้แสดงให้เห็นว่า มูลเหตุจูงใจของการถือครองทรัพย์สินต่างประเทศโดยองค์กรธุรกิจ (Firms) หรือบุคคลธรรมดา (Individuals) มีความแตกต่างจากการถือครองทรัพย์สินต่างประเทศโดยภาคธนาคารอย่างไร ทั้งที่ประเด็นดังกล่าวเป็นเหตุผลหลักในการปรับคำจำกัดความของการโยกย้ายทุนที่ได้อ้างโดย World Bank

Cline (1987) ได้ทำการปรับปรุงวิธีวัดการโยกย้ายทุนของ Morgan Guaranty Trust โดยตัดรายการรายได้ที่เกิดขึ้นจากการนำรายได้จากการลงทุนมาลงทุนต่อ (Reinvested Investment Income: RII) และรายการรายได้จากการท่องเที่ยวและธุรกรรมที่ชายแดน (Income from Tourism and Border Transaction: ITBT) ออกไปจากดุลบัญชีเดินสะพัด ก่อนที่จะนำมาใช้คำนวณตัวเลขการโยกย้ายทุน โดยให้เหตุผลว่ารายได้ที่เกิดขึ้นจากทรัพย์สินต่างประเทศ ซึ่งไม่ได้ถูกส่งกลับเข้าประเทศนั้น ไม่ควรนำมารวมคำนวณเป็นการโยกย้ายทุนอีก ส่วนรายการประเภทที่สองนั้น เป็นธุรกรรมที่เกิดขึ้นในตลาดเสรีและอยู่นอกเหนือการควบคุมของทางการ ดังนั้น การโยกย้ายทุน (Capital Flight: CF_{Cl}) ตามคำจำกัดความของ Cline (1987) จึงคำนวณได้จาก

$$CF_{Cl} = CF_{MG} - RII - ITBT \quad (4)$$

แม้ว่าวิธีการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยอ้อมจะเป็นวิธีที่ง่าย แต่มีข้อด้อยที่สำคัญบางประการคือ

- ก. อาจไม่สามารถนำไปใช้ได้กับประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Countries) หรือประเทศอุตสาหกรรมใหม่ (Newly Industrialised Countries) ที่มีระดับของการกักขังหนี้สินจากต่างประเทศต่ำมาก เนื่องจากตัวเลขการโยกย้ายทุนอาจผิดเพี้ยนไป
- ข. อาจให้ตัวเลขของการโยกย้ายทุนที่สูงเกินจริง ในกรณีของบางประเทศที่แม้ว่าจะมีการกักขังหนี้สินจากต่างประเทศสูง แต่ประเทศดังกล่าวมิได้ประสบกับปัญหาการขาดแคลนเงินออมภายในประเทศ

4.3 วิธีวัดการโยกย้ายทุนแบบผสม

การวัดการโยกย้ายทุนแบบผสมทั้งทางตรงและทางอ้อมนั้น เสนอโดย Dooley (1986) ซึ่งได้ให้คำจำกัดความของการโยกย้ายทุนไว้อย่างชัดเจน แต่การได้มาซึ่งตัวเลขของการโยกย้ายทุนนั้นจะต้องทำการคำนวณแบบอ้อมเนื่องจากไม่มีรายการดังกล่าวแสดงไว้ในบัญชีดุลการชำระเงิน ทั้งนี้ การโยกย้ายทุนตามแนวทางของ Dooley (1986) หมายถึง จำนวนทรัพย์สินต่างประเทศ (External Asset) ที่ถือครองโดยภาคเอกชน (Private Sector) โดยรายได้ที่เกิดขึ้นจากทรัพย์สินจำนวนดังกล่าว มิได้มีการบันทึกไว้ในบัญชีดุลการชำระเงินของประเทศ กล่าวคือ ดอกเบี้ยและรายได้ที่ได้รับจากทรัพย์สินต่างประเทศที่เป็นการลงทุนตามปกติและถูกกฎหมายนั้น จะมีการบันทึกไว้ในบัญชีดุลการชำระเงินอย่างถูกต้อง ขณะที่การไหลออกของเงินทุนแบบไม่ปกติเพื่อหลีกเลี่ยงภาษีหรือเพื่อต้องการปกปิดนั้น จะไม่ได้มีการบันทึกไว้อย่างเป็นทางการ ทำให้รายได้ที่ได้รับจากรายการดังกล่าวตกหล่นไปจากการบันทึกของทางการด้วย ดังนั้น ตัวเลขของการโยกย้ายทุนจะสามารถคำนวณได้จากส่วนต่างระหว่างยอดทรัพย์สินต่างประเทศทั้งหมด กับยอดทรัพย์สินต่างประเทศที่คำนวณขึ้นมาได้ จากยอดรายได้จากการลงทุนที่มีการรายงานไว้อย่างเป็นทางการ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ตัวเลขการโยกย้ายทุน จะเท่ากับยอดทรัพย์สินต่างประเทศที่ไม่ได้มีการรายงานไว้ในบัญชีดุลการชำระเงินนั่นเอง ดังนั้น การวัดระดับการโยกย้ายทุนตามวิธีการของ Dooley (1986) สามารถทำได้โดย

1) คำนวณหายอดทรัพย์สินต่างประเทศทั้งหมด (Total Stock of External Claims: TSEC) ซึ่งเท่ากับ

- ก. ผลรวมของรายการทุนเคลื่อนย้ายที่ไม่ใช่การลงทุนโดยตรง (Cumulative Non-FDI: CNFDI) ในบัญชีดุลการชำระเงิน บวก
- ข. รายการสถิติคลาดเคลื่อน (Errors and Omissions: EO) บวก
- ค. ส่วนต่างระหว่างยอดการเปลี่ยนแปลงในหนี้สินต่างประเทศ (The Change in the Stock of External Debt: CSED) ของประเทศนั้นๆ ตามรายงานของ World Bank กับยอดการกู้ยืมใหม่สุทธิ (The Net Flows of New Borrowing: NFNBS) ตามที่บันทึกไว้ในบัญชีดุลการชำระเงินของ

ประเทศนั้น ๆ ซึ่งถ้าบัญชีดุลการชำระเงินของประเทศมีการบันทึกรายการอย่างครบถ้วนแล้ว ยอดเงินกู้จากแหล่งข้อมูลทั้งสองควรจะเท่ากัน และส่วนต่างจะต้องเท่ากับศูนย์

ทั้งนี้ รายการ ข. และ ค. นั้น ถือเป็นส่วนของทรัพย์สินต่างประเทศที่ไม่ได้ถูกบันทึกไว้ในบัญชีดุลการชำระเงิน เมื่อนำมารวมกับรายการ ก. ซึ่งเป็นทรัพย์สินที่ได้มีการบันทึกไว้ในบัญชีดุลการชำระเงิน จะทำให้ได้ยอดทรัพย์สินต่างประเทศทั้งหมด (Total Stock of External Claims) ของประเทศนั้น ๆ ดังนั้น

$$TSEC = CNFDI + EO + (CSED - NFNB) \quad (5)$$

2) คำนวณหายอดทรัพย์สินต่างประเทศทั้งหมด ที่ได้มีการบันทึกไว้ในบัญชีดุลการชำระเงิน (Capitalized Total Stock of External Claims: CTSEC) จากรายการรายได้รับจากเงินลงทุนที่ไม่ใช่การลงทุนโดยตรง (Non - FDI Income: NFDII) ซึ่งสามารถทำได้โดยการนำยอดรายได้รับจากการลงทุนที่ได้มีการบันทึกไว้ในบัญชีดุลการชำระเงิน หาดด้วยอัตราผลตอบแทนตัวเงินคลังสหรัฐอเมริกา (US Treasury Bill Rate: USTB) สำหรับรอบระยะเวลา นั้น ๆ ก็จะได้ผลลัพธ์ที่ดีความได้ว่าเป็นยอดทรัพย์สินต่างประเทศทั้งหมด ที่ได้มีการรายงานไว้อย่างเป็นทางการในบัญชีดุลการชำระเงินของประเทศ ดังนั้น

$$CTSEC = NFDII \div USTB \quad (6)$$

โดยผลต่างระหว่างรายการ 1) ทรัพย์สินต่างประเทศทั้งหมดที่ถือครองโดยผู้มีถิ่นฐานของประเทศ (TSEC) และรายการ 2) ทรัพย์สินต่างประเทศทั้งหมดที่ได้มีการบันทึกไว้ในบัญชีดุลการชำระเงินของประเทศ (CTSEC) จะถือเป็นมูลค่าของการโยกย้ายทุน (Capital Flight: CF_{Do}) ที่เกิดขึ้นกับประเทศนั้น ๆ ตามคำจำกัดความที่เสนอโดย Dooley (1986)

$$CF_{Do} = TSEC - CTSEC \quad (7)$$

จากที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นได้ว่า การใช้คำจำกัดความ วิธีการวัด และแหล่งข้อมูลที่แตกต่างกัน อาจทำให้ได้ตัวเลขการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศที่แตกต่างกัน ดังนั้น ในการเลือกใช้วิธีการโยกย้ายทุนของประเทศใด จำเป็นต้องพิจารณาควบคู่ไปกับลักษณะปัญหาทางเศรษฐกิจของประเทศนั้น ๆ ด้วย ทั้งนี้ เพื่อให้ได้ตัวเลขประมาณการของการโยกย้ายทุนที่เหมาะสม

อย่างไรก็ตาม ไม่ว่าจะเลือกพิจารณาโดยวิธีการใด การวัดการโยกย้ายทุนให้ถูกต้องแม่นยำยังเป็นเรื่องค่อนข้างยาก เนื่องจากธุรกรรมทางการเงินต่าง ๆ มักถูกรายงานหรือบันทึกไว้อย่างไม่ถูกต้องในบัญชีดุลการชำระเงินของประเทศ และความยากลำบากจะมากยิ่งขึ้น เมื่อพิจารณาในกรณีของประเทศที่ใช้มาตรการควบคุมการส่งเงินเข้าออกประเทศ (Capital Control) เนื่องจากเงินทุนที่ไหลออกจริงจะถูกปกปิด (Concealed) ไว้ จึงอาจไปปรากฏในรายการสถิติคลาดเคลื่อน (Errors and Omissions) ของบัญชีดุลการชำระเงินเท่านั้น

นอกจากนี้ ความคลาดเคลื่อนในการวัดการโยกย้ายทุน ยังอาจเกิดขึ้นจากการพิจารณามูลค่าของหนี้สินต่างประเทศ (External Debt) เฉพาะในรูปเงินสกุลดอลลาร์ สรอ. เนื่องจากบางประเทศอาจมีการกู้ยืมเงินเป็นเงินตรา

สกุลอื่น ๆ นอกเหนือจากเงินสกุลดอลลาร์ สรอ. ซึ่งถ้ามีเป็นจำนวนมากแล้ว จะทำให้มูลค่าของหนี้สินนั้น ๆ ในรูปเงินสกุลดอลลาร์ สรอ. มีการเปลี่ยนแปลงไปตามอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างเงินสกุลดอลลาร์ สรอ. กับเงินสกุลอื่นได้ตลอดเวลา

5. การวัดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศภูมิภาคเอเชีย

ในส่วนนี้ของบทความ จะได้ทำการวิจัยในเชิงประจักษ์เพื่อวัดระดับการโยกย้ายทุน ออกนอกประเทศตามวิธีการแบบโดยตรง (Direct Measure) และแบบโดยอ้อม (Indirect Measure) ที่ได้อธิบายคำจำกัดความไว้แล้วอย่างละเอียดในส่วนที่ 4 ของบทความ ส่วนวิธีการวัดแบบผสม (Hybrid Measure) นั้น เนื่องด้วยข้อจำกัดของข้อมูลที่มีทำให้การวัดแบบผสมสำหรับการศึกษาคครั้งนี้ไม่สามารถทำได้เหมาะสม สำหรับประเทศในภูมิภาคเอเชียที่เลือกมาทำการศึกษาควิจัยนั้น ประกอบด้วยประเทศไทย ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย มาเลเซีย และเกาหลีใต้ โดยกลุ่มประเทศตัวอย่างทั้ง 5 ประเทศนี้ เป็นกลุ่มที่ได้รับผลกระทบอย่างหนักจากวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ที่มีจุดเริ่มต้นจากการที่เงินสกุลบาทของไทย ได้ถูกโจมตีอย่างหนักจากนักเก็งกำไรค่าเงิน จนท้ายที่สุดต้องการมีการประกาศลอยตัวค่าเงินสกุลบาท ทั้งนี้ เป็นที่ทราบกันดีจากการศึกษาในอดีตว่า การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมักเกิดขึ้นกับประเทศที่ต้องเผชิญกับวิกฤตการณ์ทางการเงินหรือค่าเงินอย่างรุนแรง ดังนั้น จึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจศึกษาเพื่อหาหลักฐานสนับสนุนว่า กลุ่มประเทศตัวอย่างทั้ง 5 ประเทศดังกล่าวข้างต้น ได้ประสบกับปัญหาการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ ทั้งในช่วงก่อนและหลังการเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียหรือไม่

5.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

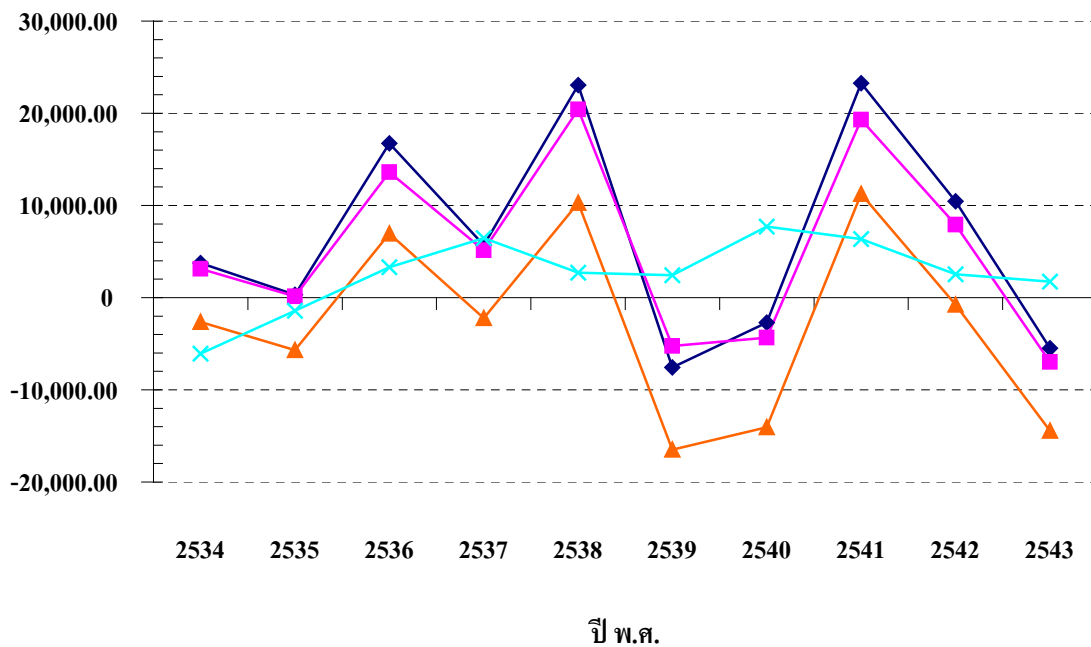
สำหรับระยะเวลาของการศึกษานี้ จะครอบคลุมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2534 ถึง 2543 รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 10 ปี โดยสามารถแยกระยะเวลาย่อยได้เป็น 2 ช่วงคือ ช่วงที่หนึ่งก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2534 ถึง 2539 รวมระยะเวลา 6 ปี และช่วงที่สองเมื่อเกิดวิกฤตการณ์จนถึงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2540 ถึง 2543 เป็นระยะเวลา 4 ปี ทั้งนี้ เพื่อให้สามารถเห็นความเคลื่อนไหวของการโยกย้ายทุนที่เกิดขึ้นในประเทศต่าง ๆ ทั้งก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 งานวิจัยนี้ จะอาศัยข้อมูลรายไตรมาสจากบัญชีดุลการชำระเงินของประเทศต่าง ๆ ในกลุ่มตัวอย่าง ที่รายงานไว้ใน International Financial Statistics (IFS) ฉบับปีต่างๆ ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund: IMF) นอกจากนี้ ยังจำเป็นต้องใช้ข้อมูลเพิ่มเติมจากรายงานของธนาคารโลก (World Bank) เช่น World Debt Tables เพื่อคำนวณตัวเลขการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศตามคำจำกัดความที่กล่าวมาแล้ว สำหรับข้อมูลเศรษฐกิจอื่นๆ เช่น อัตราแลกเปลี่ยนอัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย ดุลบัญชีเดินสะพัด และการขาดดุลงบประมาณของประเทศต่าง ๆ นั้น สามารถจัดเก็บได้จากรายงานของ IMF เช่นเดียวกัน

5.2 ตัวเลขการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศและยอดสะสมในรูปสกุลดอลลาร์ สรอ.

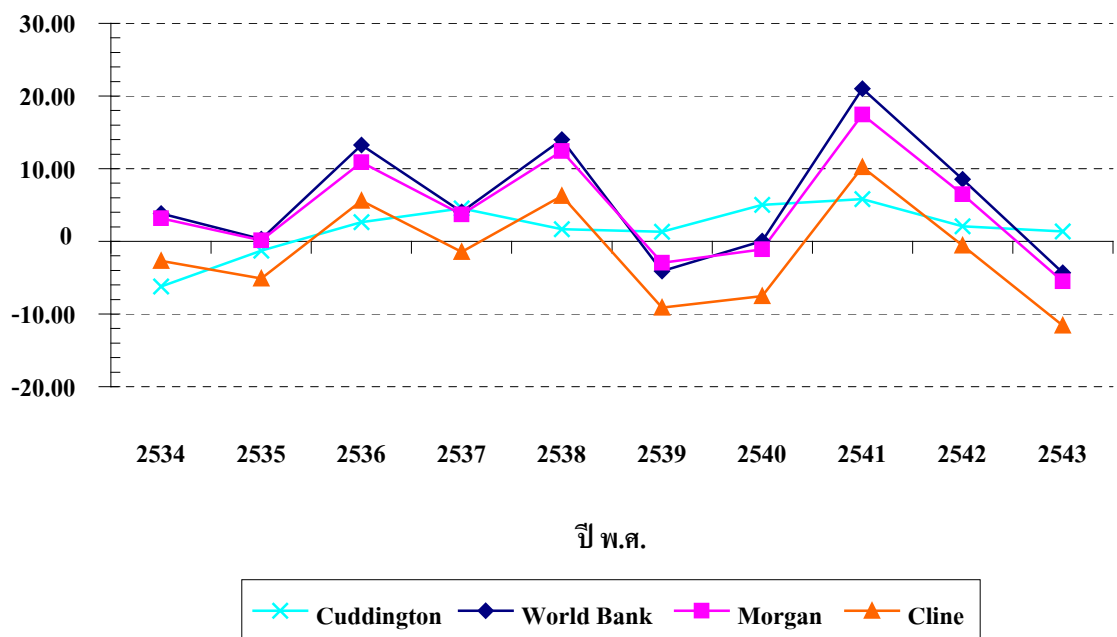
แผนภาพที่ 1 ถึง 5 แสดงตัวเลขของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศตามแนวทางการวัดวิธีต่างๆ ระหว่างปี พ.ศ. 2534 ถึง 2543 ของกลุ่มตัวอย่างทั้ง 5 ประเทศคือ ไทย ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย มาเลเซีย และเกาหลีใต้ ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาแผนภาพที่ 1 (ก) ซึ่งเป็นกรณีของประเทศไทยนั้น มีหลักฐานสนับสนุนว่าให้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศในปี พ.ศ. 2536 และ 2538 เมื่อใช้วิธีการวัดแบบโดยอ้อมของ World Bank และของ Morgan Guaranty Trust ต่อมามีการโยกย้ายทุนอีกครั้งหนึ่งในปี พ.ศ. 2541 ซึ่งเป็นช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 แล้ว อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาด้วยวิธีการวัดของ Cline พบว่า ในปี พ.ศ. 2539 และ 2540 ได้มีการไหลย้อนกลับของเงินที่ถูกโยกย้ายออกนอกประเทศจำนวนหนึ่ง

แผนภาพที่1 ตัวเลขการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2534-2543

ก.แสดงเป็นสกุลเงินดอลลาร์ สรอ. (หน่วย: ล้านดอลลาร์ สรอ.)

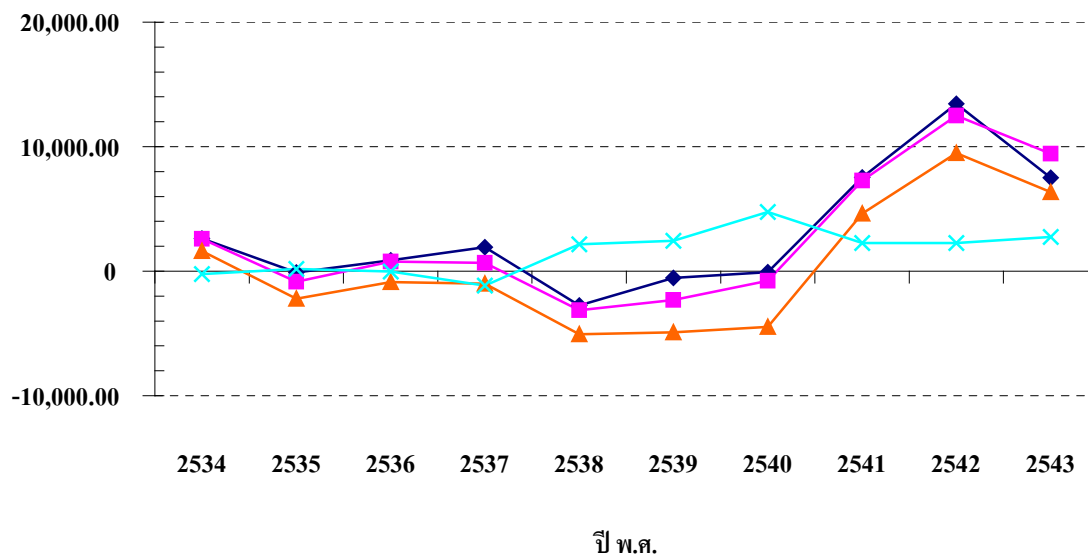


ข. แสดงเป็นเปอร์เซ็นต์ต่อมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (หน่วย : %/GDP)

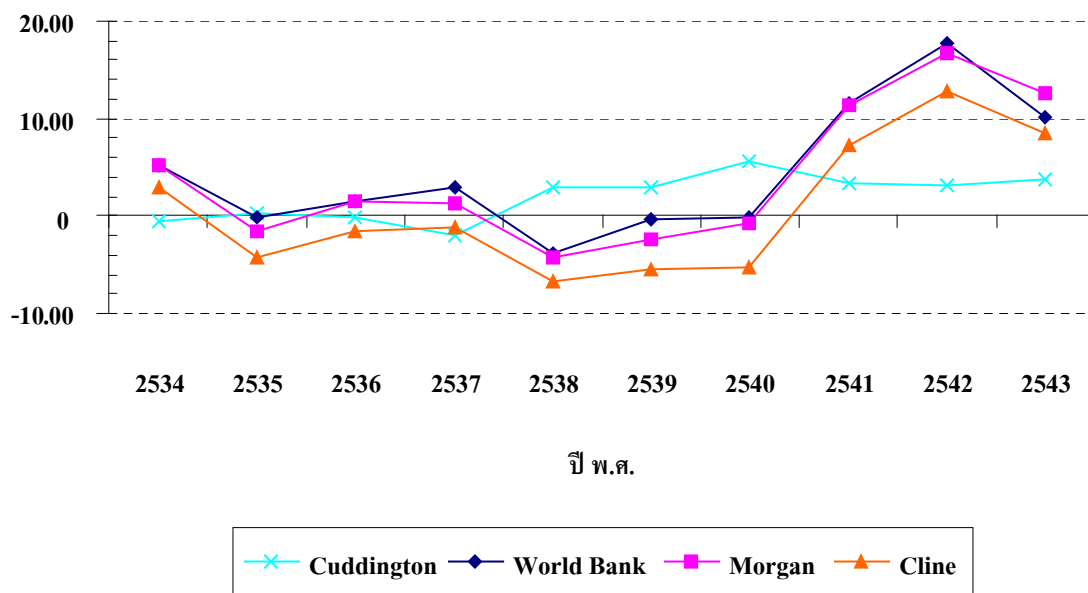


แผนภาพที่ 2 ตัวเลขการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศฟิลิปปินส์ ระหว่างปี พ.ศ. 2534-2543

ก.แสดงเป็นสกุลเงินดอลลาร์ สรอ. (หน่วย: ล้านดอลลาร์ สรอ.)



ข. แสดงเป็นเปอร์เซ็นต์ต่อมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (หน่วย : %/GDP)



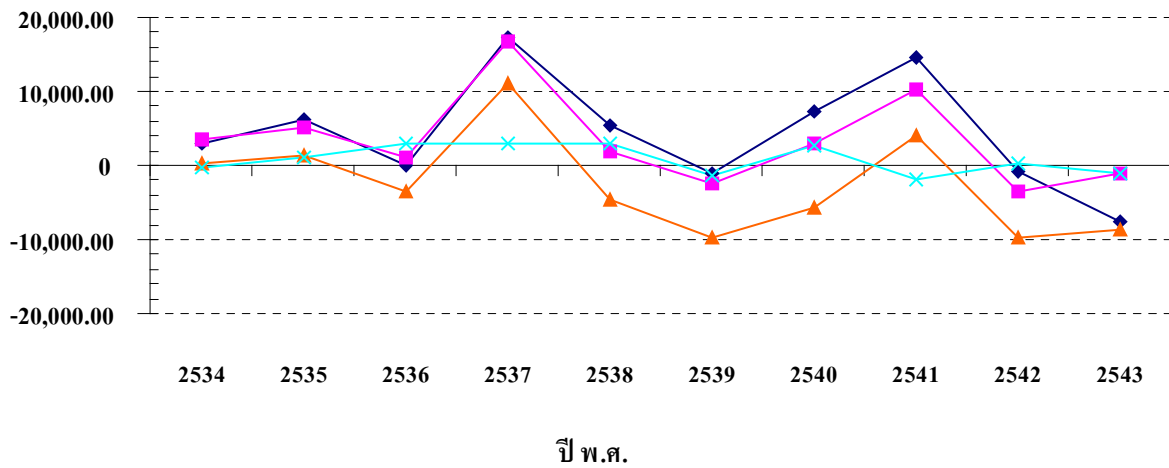
นอกจากการพิจารณาตัวเลขการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศต่างๆ ในรูปตัวเงินที่เป็นสกุลดอลลาร์ สรอ. แล้ว ยังสามารถพิจารณาตัวเลขการโยกย้ายทุนที่เป็นสัดส่วนต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ได้อีกด้วย ทั้งนี้ เพื่อให้ทราบถึงระดับความรุนแรงของปัญหาการโยกย้ายทุนเมื่อเทียบกับขนาดของเศรษฐกิจประเทศนั้นๆ สำหรับกรณีของประเทศไทยเมื่อใช้ค่าจำกัดความของ World Bank นั้น จะเห็นได้ว่าในช่วงปี พ.ศ. 2536 และ 2538 การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศไทย มีสัดส่วนเกิน 10 เปอร์เซ็นต์ของ GDP ซึ่งสอดคล้องกับข้อมูลทั่วไกระยะที่ใช้ ตัวเลขเป็นมูลค่าดอลลาร์ สรอ. นอกจากนี้ ในช่วงหลังปี พ.ศ. 2540 ตัวเลขการโยกย้ายทุนที่เป็นสัดส่วนต่อ GDP ได้ปรับตัวสูงขึ้นเกิน 10 เปอร์เซ็นต์อีกครั้งหนึ่ง และต่อเนื่องจนถึงปี พ.ศ. 2542 โดยในปี พ.ศ. 2541 เป็นปีที่มี สัดส่วนสูงที่สุดเป็นประวัติการณ์คือ เกินกว่า 20 เปอร์เซ็นต์ของ GDP ของประเทศ

สำหรับในกรณีของประเทศไทยฟิลิปปินส์นั้น ข้อมูลในแผนภาพที่ 2 (ก) แสดงให้เห็นว่า ในช่วงก่อนเกิดวิกฤต เศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียในปี พ.ศ. 2540 ประเทศไทยไม่ได้ประสบกับปัญหาการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ ที่รุนแรงแต่อย่างใด ไม่ว่าจะใช้วิธีการวัดการโยกย้ายทุนทั้งแบบโดยตรงและแบบโดยอ้อม จวบจนภายหลังปี พ.ศ. 2540 ตัวเลขการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศฟิลิปปินส์จึงได้เพิ่มระดับขึ้น นับจากปี พ.ศ. 2541 จนถึงจุดสูงสุดใน ปี พ.ศ. 2542 และปรับตัวลดลงเล็กน้อยในปี พ.ศ. 2543 ทั้งนี้ โดยภาพรวมสามารถกล่าวได้ว่า ประเทศไทยฟิลิปปินส์ เป็นประเทศที่มีระดับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศค่อนข้างต่ำ และเป็นภาพที่สอดคล้องกันไม่ว่าจะเป็นการวัดการ โยกย้ายทุนด้วยวิธีโดยตรงหรือโดยอ้อม นอกจากนี้ ข้อมูลในแผนภาพที่ 2 (ข) แสดงว่า สัดส่วนการโยกย้ายทุนต่อ GDP ของประเทศไทยฟิลิปปินส์ ได้ปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็วในปี พ.ศ. 2541 โดยมีตัวเลขเฉลี่ยที่ 11 เปอร์เซ็นต์ของ GDP และเพิ่มขึ้นสูงสุดในปี พ.ศ. 2542 ที่ระดับเกือบ 20 เปอร์เซ็นต์ของ GDP แล้วจึงปรับลดลงในปี พ.ศ. 2543 เหลือประมาณ 10 เปอร์เซ็นต์ของ GDP โดยข้อมูลนี้มีความสอดคล้องกับตัวเลขการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ ฟิลิปปินส์ในรูปสกุลดอลลาร์ สรอ. ด้วย

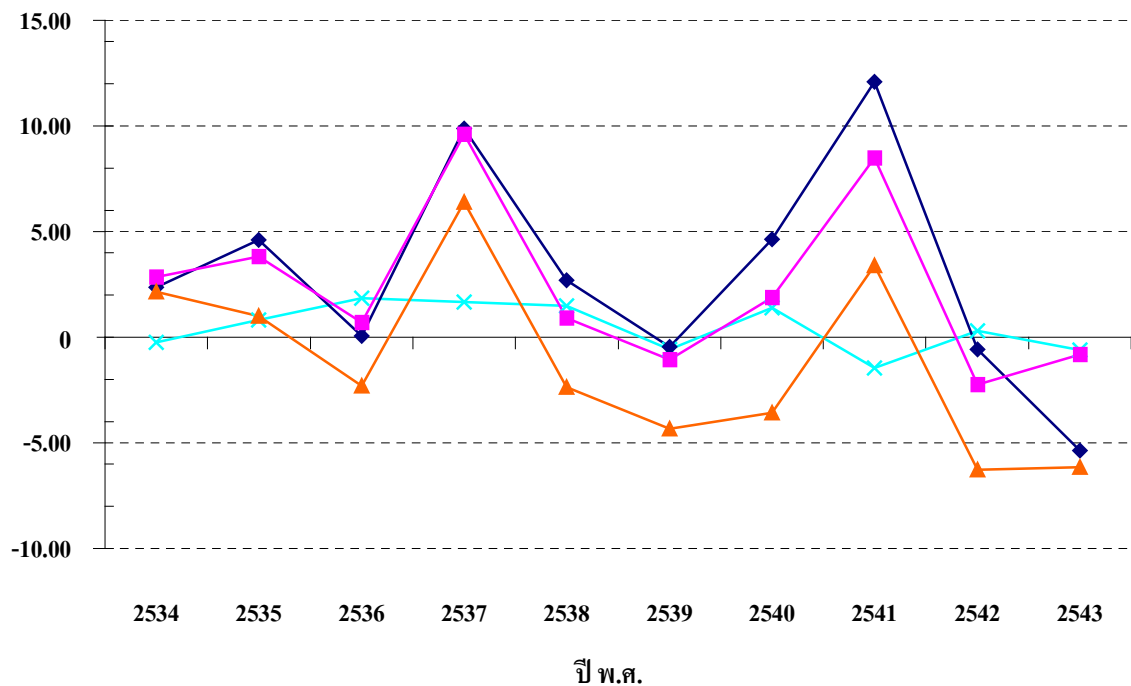
สำหรับในกรณีของประเทศไทยอินโดนีเซียนั้น ข้อมูลในแผนภาพที่ 3 (ก) แสดงให้เห็นว่า ประเทศไทยอินโดนีเซีย มีระดับของการโยกย้ายทุนค่อนข้างสูงในปี พ.ศ. 2537 และได้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศอีกครั้งหนึ่งในปี พ.ศ. 2541 ซึ่งเป็นช่วงหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียในปี พ.ศ. 2540 แล้ว อย่างไรก็ตาม เป็นที่น่า สงเกตว่าในช่วงปี พ.ศ. 2542 และ 2543 นั้น มีการไหลย้อนกลับของเงินทุนเข้าประเทศไทยอินโดนีเซียอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นทิศทางที่สอดคล้องกันไม่ว่าจะใช้วิธีการวัดการโยกย้ายทุนทั้งแบบโดยตรงและโดยอ้อม นอกจากนี้ ข้อมูลใน แผนภาพที่ 3 (ข) แสดงผลที่สอดคล้องว่า มีการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศอินโดนีเซียค่อนข้างสูงในปี พ.ศ. 2537 โดยมีสัดส่วนประมาณ 10 เปอร์เซ็นต์ของ GDP หลังจากนั้นได้เกิดการโยกย้ายทุนขึ้นอีกครั้งหนึ่งในปี พ.ศ. 2541 โดยมีสัดส่วนสูงถึง 12 เปอร์เซ็นต์ของ GDP แล้วจึงเริ่มมีการไหลย้อนกลับของเงินทุนในปี พ.ศ. 2542 และเมื่อถึงปี พ.ศ. 2543 การไหลย้อนกลับของเงินทุนได้มีสัดส่วนประมาณ 5 เปอร์เซ็นต์ของ GDP

แผนภาพที่ 3 ตัวเลขการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศอินโดนีเซีย ระหว่างปี พ.ศ. 2534 - 2543

ก. แสดงเป็นสกุลเงินดอลลาร์ สรอ. (หน่วย: ล้านดอลลาร์สรอ.)



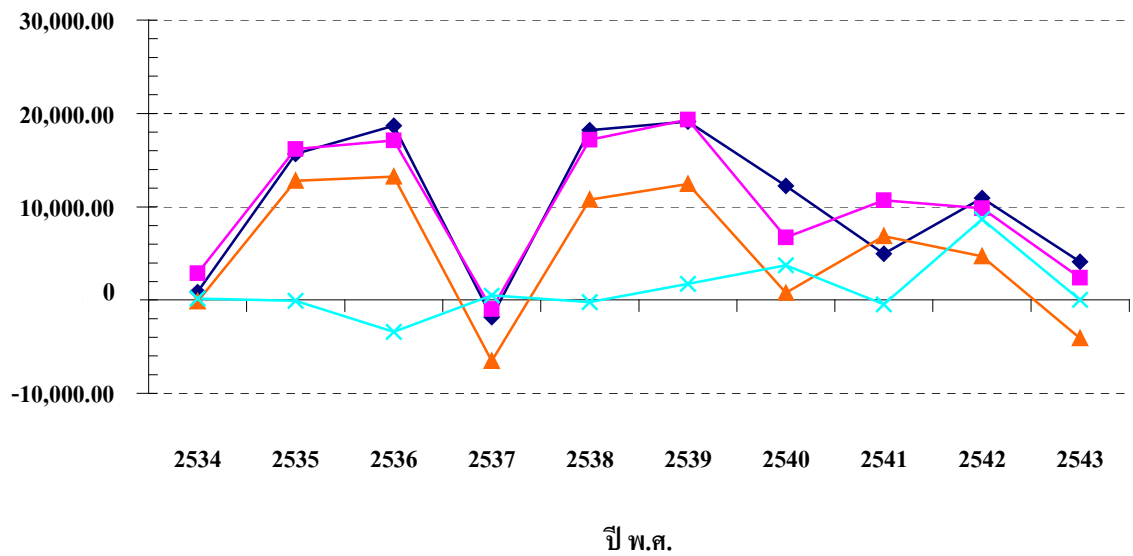
ข. แสดงเป็นเปอร์เซ็นต์ต่อมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (หน่วย : %/GDP)



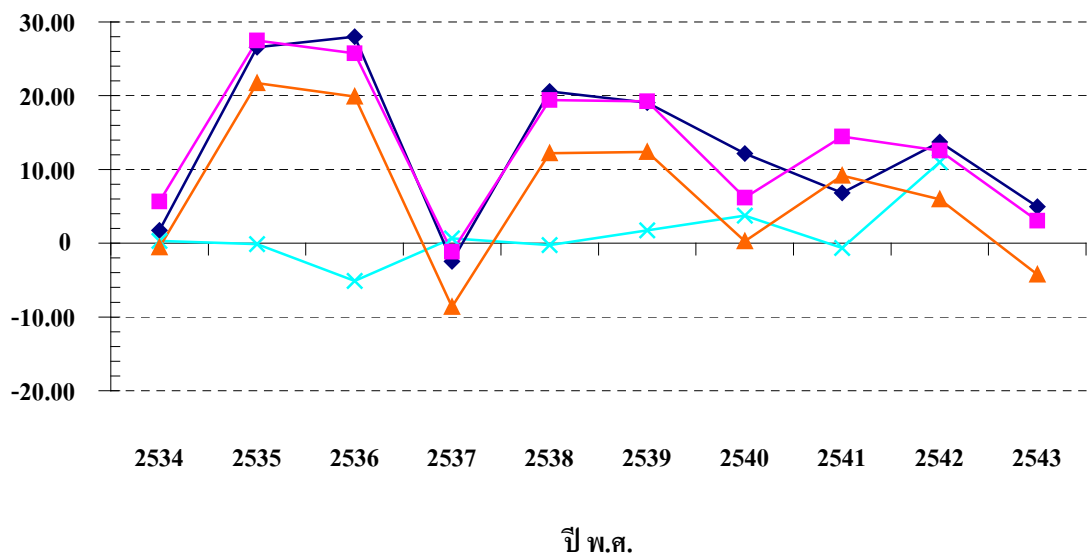
—x— Cuddington —◆— World Bank —■— Morgan —▲— Cline

แผนภาพที่ 4 ตัวเลขการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมาเลเซีย ระหว่างปี พ.ศ. 2534-2543

ก. แสดงเป็นสกุลเงินดอลลาร์ สรอ. (หน่วย: ล้านดอลลาร์ สรอ.)



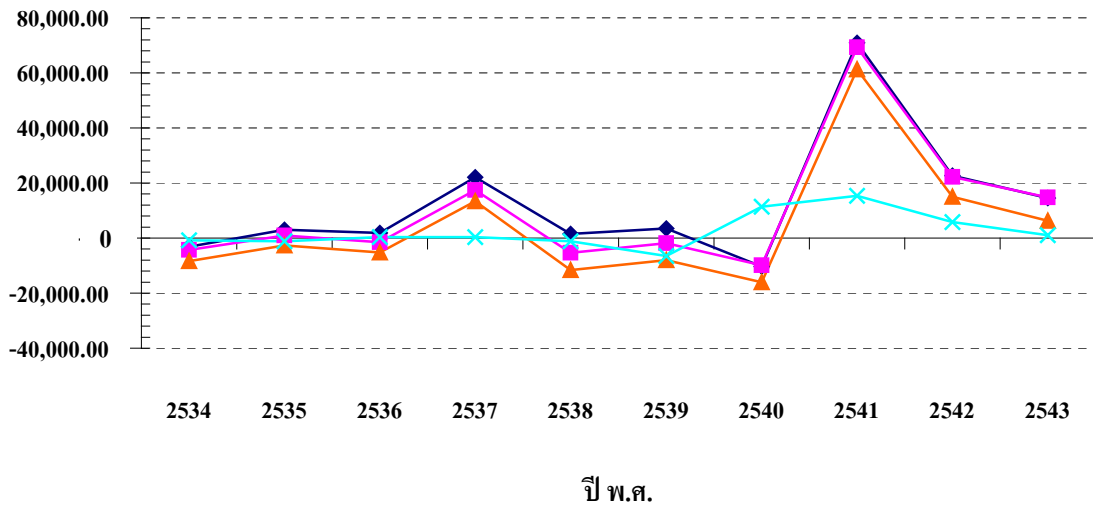
ข. แสดงเป็นเปอร์เซ็นต์ต่อมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (หน่วย : %/GDP)



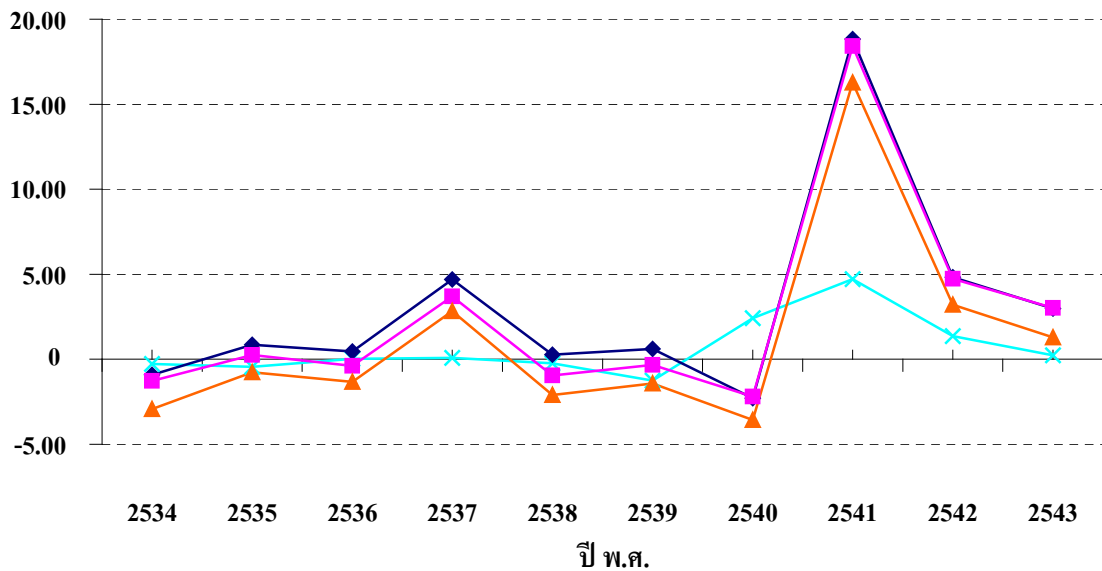
—x— Cuddington —◆— World Bank —■— Morgan —▲— Cline

แผนภาพที่ 5 ตัวเลขการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศเกาหลีใต้ ระหว่างปี พ.ศ. 2534-2543

ก. แสดงเป็นสกุลเงินดอลลาร์ สรอ. (หน่วย: ล้านดอลลาร์ สรอ.)



ข. แสดงเป็นเปอร์เซ็นต์ต่อมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (หน่วย : %/GDP)



—x— Cuddington —◆— World Bank —■— Morgan —▲— Cline

สำหรับประเทศมาเลเซียนั้น ข้อมูลในแผนภาพที่ 4 (ก) แสดงให้เห็นว่า ได้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศอย่างต่อเนื่องระหว่างปี พ.ศ. 2535 และ 2536 และอีกช่วงหนึ่งคือ ระหว่างปี พ.ศ. 2538 และ 2539 อย่างไรก็ตาม เป็นที่น่าสังเกตว่าหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ตัวเลขการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมาเลเซียกลับมีระดับที่ไม่สูงมากและค่อนข้างคงที่ ทั้งนี้ ปรากฏการณ์ดังกล่าวน่าจะเป็นผลจากนโยบายควบคุมการส่งเงินเข้าออกประเทศ (Exchange Control) ที่รัฐบาลมาเลเซียประกาศใช้ภายหลังการลุกลามของวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชีย ซึ่งพอสะท้อนให้เห็นได้ว่า นโยบายดังกล่าวสามารถใช้ได้ดีกับกรณีของประเทศมาเลเซีย นอกจากนี้ ข้อมูลในแผนภาพที่ 4 (ข) แสดงให้เห็นว่า ประเทศมาเลเซียประสบกับปัญหาการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศค่อนข้างรุนแรงในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2535 ถึง 2536 โดยคิดเป็นสัดส่วนเกือบ 30 เปอร์เซ็นต์ของ GDP และปัญหาดังกล่าวเกิดขึ้นอีกครั้งหนึ่งในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2538 ถึง 2539 เมื่อตัวเลขการโยกย้ายทุนคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 20 เปอร์เซ็นต์ของ GDP สำหรับในปี พ.ศ. 2540 ซึ่งเป็นปีที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้น ประเทศมาเลเซียกลับมีการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศประมาณ 12 เปอร์เซ็นต์ของ GDP และในปีต่อมา สัดส่วนการโยกย้ายทุนต่อ GDP มีการปรับตัวลดลงและค่อนข้างคงที่ ซึ่งเป็นสถานการณ์ที่มีความสอดคล้องกับการวิเคราะห์ข้อมูลในรูปสกุลดอลลาร์ สรอ. ด้วย

สำหรับในกรณีของประเทศเกาหลีใต้ นั้น ข้อมูลในแผนภาพที่ 5 (ก) แสดงให้เห็นว่า ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ประเทศเกาหลีใต้ไม่ได้ประสบกับปัญหาการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ เนื่องจากตัวเลขการโยกย้ายทุนอยู่ในระดับที่ต่ำมาก ไม่ว่าจะเป็นการวัดด้วยวิธีโดยตรงหรือโดยอ้อม ยกเว้นเพียงปี พ.ศ. 2537 ที่ตัวเลขการโยกย้ายทุนสูงถึงเกือบ 20,000 ล้านดอลลาร์ สรอ. อย่างไรก็ตาม ภายหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ตัวเลขการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศเกาหลีใต้ ได้พุ่งสูงขึ้นเป็นประมาณ 70,000 ล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี พ.ศ. 2541 แล้วจึงลดลงอย่างรวดเร็วในปี พ.ศ. 2542 และ 2543 ทั้งนี้ แผนภาพที่ 5 (ข) แสดงสัดส่วนการโยกย้ายทุนต่อ GDP ของประเทศเกาหลีใต้ ซึ่งพบว่า ประเทศเกาหลีใต้มีสัดส่วนการโยกย้ายทุนต่อ GDP ที่ต่ำมากมาโดยตลอดจนกระทั่งในปี พ.ศ. 2541 ซึ่งเป็นช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ที่ประเทศเกาหลีใต้ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงมากอีกประเทศหนึ่ง ทั้งนี้ ตัวเลขการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศได้พุ่งสูงขึ้นถึงประมาณ 20 เปอร์เซ็นต์ของ GDP ซึ่งนับเป็นตัวเลขที่สูงที่สุดเป็นประวัติการณ์ จากนั้นจึงค่อยปรับตัวลดลงในปีต่อมา

ตารางที่ 2 แสดงยอดสะสมของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศต่างๆ ระหว่างปี พ.ศ. 2534 ถึง 2543 ทั้งวิธีการวัดแบบโดยตรงของ Cuddington (1986) และแบบโดยอ้อมเฉพาะของ World Bank (1985) โดยเมื่อพิจารณาในส่วนของการวัดแบบโดยตรง จะเห็นได้ว่า ประเทศไทยและเกาหลีใต้ มียอดสะสมของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศที่สูงมากคือ 25.71 และ 24.67 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ตามลำดับ ขณะที่ประเทศอินโดนีเซียมียอดสะสมของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศต่ำที่สุดคือ 8.49 พันล้านดอลลาร์ สรอ. และเมื่อแยกพิจารณาเป็นช่วงระยะก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 จะเห็นได้ว่า หลังจากเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ทุกประเทศในกลุ่มตัวอย่างยกเว้นเพียงอินโดนีเซีย มีการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศจำนวนสูงมาก โดยประเทศเกาหลีใต้และไทย มีการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมากที่สุดเท่ากับ 33.51 และ 18.31 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ตามลำดับ ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาในช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้น จะเห็นได้ว่า ประเทศอินโดนีเซียกลับเป็นประเทศที่ต้องประสบกับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมากที่สุดในกลุ่มตัวอย่าง 5 ประเทศ ขณะที่ประเทศเกาหลีใต้และประเทศมาเลเซีย มียอดสะสมของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศติดลบ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ มีข้อสนับสนุนว่าเกิดการโยกย้ายทุนเข้าประเทศทั้ง 2 ในช่วงระยะเวลาก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540

ตารางที่ 2 แสดงยอดสะสมของการโยกย้ายทุน (Accumulated Capital Flight)
ออกนอกประเทศต่างๆ ระหว่างปี พ.ศ. 2534 - 2543

หน่วย : ล้านดอลลาร์ สรอ.

ปี พ.ศ.	วิธีโดยตรง (Cuddington 1986)					วิธีโดยอ้อม (World Bank 1985)				
	ไทย	ฟิลิปปินส์	อินโดนีเซีย	มาเลเซีย	เกาหลีใต้	ไทย	ฟิลิปปินส์	อินโดนีเซีย	มาเลเซีย	เกาหลีใต้
2534-2539	7,396.76 (2.7) ¹	3,358.71 (3.56)	8,358.11 (5.05)	-1,346.00 (-2.82)	-8,831.17 (-2.08)	42,010.78 (31.37)	2,030.24 (5.24)	31,032.10 (19.18)	70,735.90 (93.47)	28,895.49 (5.99)
2540-2543	18,312.21 (14.23) ¹	12,042.42 (15.9)	132.26 (-0.36)	11,956.50 (14.07)	33,505.64 (8.73)	25,532.00 (25.25)	28,403.18 (39.38)	13,498.40 (10.76)	32,271.43 (37.68)	97,844.15 (24.38)
รวม 2534-2543	25,708.97 (16.92) ¹	15,401.13 (19.46)	8,490.37 (4.69)	10,610.50 (11.25)	24,674.47 (6.64)	67,542.78 (56.62)	30,433.42 (44.63)	44,530.50 (29.93)	103,007.33 (131.15)	126,739.64 (30.37)

¹ ตัวเลขในวงเล็บแสดงเป็น % ต่อ GDP ในช่วงระยะเวลานั้น ๆ ของแต่ละประเทศ

เมื่อพิจารณายอดสะสมของการโยกย้ายทุนที่คำนวณแบบโดยอ้อม ตามแนวทางของ World Bank (1985) แล้วพบว่า ประเทศเกาหลีใต้และมาเลเซียมียอดสะสมของการโยกย้ายทุนมูลค่าสูงสุดเท่ากับ 126.74 และ 103.01 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ตามลำดับ ขณะที่ประเทศไทยมียอดสะสมเท่ากับ 67.54 พันล้านดอลลาร์ สรอ. และประเทศฟิลิปปินส์มียอดสะสมของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศต่ำที่สุดคือ 30.43 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ทั้งนี้ เมื่อแยกพิจารณาเป็นช่วงก่อนและหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 แล้ว จะเห็นได้ว่าในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ประเทศเกาหลีใต้และมาเลเซียยังคงเป็นประเทศที่มียอดสะสมของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมากที่สุด เท่ากับ 97.84 และ 32.27 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ตามลำดับ ขณะที่ประเทศอินโดนีเซียมียอดสะสมของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศต่ำที่สุด เท่ากับ 13.50 พันล้านดอลลาร์ สรอ. สำหรับในช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้น ประเทศมาเลเซียประสบกับปัญหาการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมากที่สุดเท่ากับ 70.74 พันล้านดอลลาร์ สรอ. โดยประเทศไทยมียอดสะสมในระดับที่รองลงมา เท่ากับ 42.01 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ขณะที่ประเทศฟิลิปปินส์มียอดสะสมของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศต่ำที่สุด เท่ากับ 2.03 พันล้านดอลลาร์ สรอ.

5.3 ทดสอบการเปลี่ยนแปลงโครงสร้าง (Structural Change) และค่าสหสัมพันธ์ (Correlation)

จากผลการวัดขนาดของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ ทั้งในรูปมูลค่าที่เป็นเงินสกุลดอลลาร์ สรอ. และเปอร์เซ็นต์ต่อ GDP ของประเทศต่างๆ ที่กล่าวไปแล้วในส่วนที่ 5.2 นั้น จะเห็นได้ว่า บางประเทศมีขนาดของการโยกย้ายทุนที่เปลี่ยนแปลงไป ภายหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ดังนั้น จึงเกิดเป็นประเด็นคำถามที่น่าสนใจว่า วิกฤตการณ์ครั้งนั้นได้ส่งผลกระทบต่อในเชิงโครงสร้างต่อการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศนั้นๆ อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ เพื่อตอบคำถามข้างต้น จึงได้ทำการทดสอบการเปลี่ยนแปลงในเชิงโครงสร้าง (Structural Change) ของการโยกย้ายทุนออกจากประเทศต่างๆ โดยใช้วิธี Chow Breakpoint Test โดยกำหนดให้ไตรมาส 3 ของปี พ.ศ. 2540 เป็นจุดทดสอบการเปลี่ยนแปลง เนื่องจากในไตรมาสดังกล่าว วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจได้ลุกลามจากประเทศไทยไปยังหลายประเทศในภูมิภาคเอเชียแล้ว ทั้งนี้ Chow Test จะรายงานตัวเลข Log likelihood ratio และค่าความน่าจะเป็น (Probability) ประกอบการทดสอบสมมติฐานการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของแต่ละประเทศ โดยจะทำการทดสอบกับวิธีการวัดการโยกย้ายทุนทั้งแบบโดยตรงและโดยอ้อม

ตารางที่ 3 รายงานผลการทดสอบการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของการโยกย้ายทุนในประเทศต่าง ๆ ทั้งนี้ ในกรณีของประเทศไทยนั้น ตัวเลข Log likelihood ratio และค่าความน่าจะเป็นแสดงว่า การโยกย้ายทุนออกนอก ประเทศไทยในช่วงก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยเมื่อพิจารณา จากวิธีการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยตรงของ Cuddington (1986) จะมีนัยสำคัญที่ระดับ 1% ขณะที่วิธีการวัดแบบ โดยอ้อมของ World Bank (1985) มีนัยสำคัญที่ระดับ 1% เช่นเดียวกัน โดยที่วิธีการวัดของ Morgan Guaranty Trust (1986) และ Cline (1987) มีนัยสำคัญที่ระดับ 5%

ตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบการเปลี่ยนแปลงโครงสร้าง (Structural Change)
ของการโยกย้ายทุนในประเทศต่าง ๆ ระหว่างปี พ.ศ. 2534 – 2543

ประเทศ	Cuddington (1986)	World Bank (1985)	Morgan (1986)	Cline (1987)
ไทย	33.8222 ¹ (0.0000) ^{2*}	19.9962 (0.0056)*	17.4187 (0.0149)**	16.2801 (0.0227)**
ฟิลิปปินส์	8.2453 (0.3115)	10.0267 (0.1871)	15.1777 (0.0338)**	14.7984 (0.0387)**
อินโดนีเซีย	28.2338 (0.0002)*	13.8924 (0.0531)**	12.0010 (0.1005)***	9.9169 (0.1933)****
มาเลเซีย	15.2634 (0.0328)**	27.8603 (0.0002)*	35.2625 (0.0000)*	37.3332 (0.0000)*
เกาหลีใต้	23.9941 (0.0011)*	34.6024 (0.0000)*	34.2282 (0.0000)*	32.5335 (0.0000)*

1. แสดงค่า Log likelihood ratio ของ Chow Breakpoint Test ที่ใช้ทดสอบการเปลี่ยนแปลงโครงสร้าง (Structural Change) ของการโยกย้ายทุนในประเทศต่าง ๆ โดยกำหนดให้ไตรมาสที่ 3 ของ ปี พ.ศ. 2540 เป็นจุดทดสอบการเปลี่ยนแปลง
2. แสดงค่าความน่าจะเป็น (Probability) ของ Log likelihood ratio ของ Chow Breakpoint Test ที่ใช้ทดสอบการเปลี่ยนแปลงโครงสร้าง (Structural Change)

* Significant at the 1% level
 ** Significant at the 5% level
 *** Significant at the 10% level
 **** Significant at the 20% level

สำหรับกรณีของประเทศฟิลิปปินส์นั้น ตัวเลข Log likelihood ratio และค่าความน่าจะเป็นแสดงว่าโครงสร้างของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศฟิลิปปินส์ ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยที่ระดับ 5% เฉพาะวิธีการวัดการโยกย้ายแบบโดยอ้อมของ Margan Guaranty Trust (1986) และ Cline (1987)

ในส่วนของประเทศอินโดนีเซียนั้น เมื่อพิจารณาจากวิธีการวัดแบบโดยตรงของ Cuddington (1986) พบว่าได้เกิดการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างของการโยกย้ายทุน ระหว่างช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 1% และเมื่อพิจารณาจากวิธีการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยอ้อมทั้งของ World Bank (1985), Morgan Guaranty Trust (1986) และของ Cline (1987) นั้น ตัวเลข Log likelihood ratio และค่าความน่าจะเป็นแสดงผลว่าโครงสร้างการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศอินโดนีเซีย มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 5% 10% และ 20% ตามลำดับ เมื่อเปรียบเทียบระหว่างช่วงก่อนและหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540

สำหรับกรณีประเทศมาเลเซีย นั้น ผลการทดสอบที่แสดงตัวเลขของ Log likelihood ratio และค่าความน่าจะเป็นชี้ให้เห็นว่า ได้เกิดการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมาเลเซียอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 5% สำหรับวิธีวัดแบบโดยตรง และ 1% สำหรับวิธีวัดแบบโดยอ้อม เมื่อเปรียบเทียบระหว่างช่วงก่อนและหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ทั้งนี้ เมื่อย้อนกลับไปพิจารณาข้อมูลในแผนภาพที่ 4 จะพบหลักฐานสนับสนุนผลการทดสอบนี้ เนื่องจากประเทศมาเลเซียได้ประกาศใช้นโยบายควบคุมการส่งเงินเข้าออกประเทศ (Exchange Control) จึงทำให้ตัวเลขการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมาเลเซียในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 มีระดับค่อนข้างต่ำ เมื่อเทียบกับช่วงก่อนหน้าที่มีระดับการโยกย้ายทุนค่อนข้างสูง จึงเป็นผลให้มีหลักฐานสนับสนุนว่า ได้เกิดการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างที่สำคัญ

สำหรับในกรณีของประเทศเกาหลีได้นั้น ตัวเลข Log likelihood ratio และค่าความน่าจะเป็นในตารางที่ 3 แสดงให้เห็นว่า โครงสร้างการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศเกาหลีใต้ ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 1% เมื่อพิจารณาทั้งกรณีของการวัดแบบโดยตรงและแบบโดยอ้อม

กล่าวโดยสรุปคือ จากกลุ่มตัวอย่างทั้ง 5 ประเทศ ยกเว้นเพียงประเทศฟิลิปปินส์และเฉพาะกรณีการวัดการโยกย้ายทุนของ Cuddington (1986) และ World Bank (1985) ผลการทดสอบโดยใช้ Chow Breakpoint Test มีหลักฐานสนับสนุนว่า วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ได้ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในเชิงโครงสร้างของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศในภูมิภาคเอเชีย ที่ได้รับผลกระทบค่อนข้างรุนแรงจากวิกฤตการณ์ในครั้งนั้น ข้อสรุปนี้สอดคล้องกับที่ Paster (1990) ได้กล่าวไว้ว่า โดยทั่วไป วิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้นจากการลดลงของค่าเงินสกุลท้องถิ่น และการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วของระดับความเสี่ยงของการลงทุน จะนำไปสู่การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศนั้นๆ อย่างมีนัยสำคัญ

สำหรับข้อมูลในตารางที่ 4 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวเลขการโยกย้ายทุน ตามแนวทางการวัดแบบโดยตรงของ Cuddington (1986) และแบบโดยอ้อมของ World Bank (1985), Morgan Guaranty Trust (1986) และ Cline (1987) ทั้งนี้ จะเห็นได้จากกรณีของประเทศไทย ในตารางที่ 4(ก) ว่า วิธีการวัดแบบโดยตรงมีความสัมพันธ์กับแบบโดยอ้อมในทางบวก แต่มีระดับต่ำมาก ขณะที่ความสัมพันธ์ในกลุ่มวิธีการวัดแบบโดยอ้อมด้วยกันมีค่าสหสัมพันธ์สูงกว่า 0.9

สำหรับกรณีของประเทศฟิลิปปินส์ ในตารางที่ 4(ข) นั้น มีรูปแบบของค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์ที่ใกล้เคียงกับของประเทศไทย กล่าวคือ วิธีการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยตรงของ Cuddington (1986) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับวิธีวัดแบบโดยอ้อม แต่มีระดับที่ต่ำมากจนไม่นับสำคัญทางสถิติ ขณะที่ค่าสหสัมพันธ์ของวิธีวัดในกลุ่มโดยอ้อมทั้ง 3 วิธี มีค่าสูงกว่า 0.9

ตารางที่ 4 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation)
ของการโยกย้ายทุนที่วัดทั้งแบบโดยตรง และโดยอ้อมของประเทศต่างๆ

ก) ประเทศไทย	Cuddington	World Bank	Morgan	Cline
Cuddington	1	0.1287	0.1169	0.0524
World Bank		1	0.9626	0.9567
Morgan			1	0.9903
Cline				1
ข) ประเทศฟิลิปปินส์	Cuddington	World Bank	Morgan	Cline
Cuddington	1	0.0385	0.1158	0.0528
World Bank		1	0.9337	0.9211
Morgan			1	0.9930
Cline				1
ค) ประเทศอินโดนีเซีย	Cuddington	World Bank	Morgan	Cline
Cuddington	1	0.2863	0.1213	0.1110
World Bank		1	0.8530	0.8084
Morgan			1	0.9824
Cline				1
ง) ประเทศมาเลเซีย	Cuddington	World Bank	Morgan	Cline
Cuddington	1	0.0243	-0.0864	-0.1391
World Bank		1	0.8002	0.7605
Morgan			1	0.9888
Cline				1
จ) ประเทศเกาหลีใต้	Cuddington	World Bank	Morgan	Cline
Cuddington	1	0.3613	0.4677	0.4528
World Bank		1	0.9777	0.9779
Morgan			1	0.9991
Cline				1

จากข้อมูลในตารางที่ 4(ค) สำหรับกรณีของประเทศอินโดนีเซียนั้น ตัวเลขการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศแบบโดยตรงของ Cuddington (1986) มีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กับการโยกย้ายทุนที่วัดแบบโดยอ้อมในระดับที่ต่ำ ยกเว้นกับวิธีการวัดของ World Bank (1985) ที่มีค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ 0.2863 ขณะที่ความสัมพันธ์ในกลุ่มวิธีการวัดแบบโดยอ้อมด้วยกัน มีค่าสหสัมพันธ์สูง ตั้งแต่ 0.8084 ถึง 0.9824

สำหรับกรณีของประเทศมาเลเซีย นั้น ข้อมูลในตารางที่ 4(ง) แสดงว่า ตัวเลขการโยกย้ายทุนแบบโดยตรงของ Cuddington (1986) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับวิธีการวัดของ Cline (1987) และ Morgan Guaranty Trust (1986) และมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับวิธีการวัดของ World Bank (1985) อย่างไรก็ตาม ทั้งความสัมพันธ์ในเชิงลบและเชิงบวกนั้น ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ ความสัมพันธ์ในกลุ่มวิธีวัดแบบโดยอ้อมด้วยกัน มีค่าสหสัมพันธ์สูงตั้งแต่ 0.7605 ถึง 0.9888

สำหรับกรณีของประเทศเกาหลีใต้ นั้น จะมีผลที่แตกต่างจากของประเทศอื่นๆ ที่กล่าวมาแล้วคือ ข้อมูลในตารางที่ 4(จ) แสดงว่า ตัวเลขการโยกย้ายทุนที่วัดตามแบบโดยตรงของ Cuddington (1986) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับวิธีการวัดแบบโดยอ้อมของ World Bank (1985), Morgan Guaranty Trust (1986) และ Cline (1987) โดยมีค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ 0.3613 0.4528 และ 0.4677 ตามลำดับ ซึ่งทั้ง 3 กรณีมีระดับนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ ในกลุ่มของวิธีการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยอ้อมด้วยกัน มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก สูงมาก กล่าวคือ มีค่าสหสัมพันธ์สหสัมพันธ์ ตั้งแต่ 0.9777 ถึง 0.9991 ซึ่งเป็นระดับที่สูงที่สุดในกลุ่ม ตัวอย่างทั้ง 5 ประเทศ

ดังนั้น จึงสามารถกล่าวโดยสรุปได้ว่า ตัวเลขการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยตรงของ Cuddington (1986) มีความสัมพันธ์กับตัวเลขการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยอ้อมในระดับที่ต่ำมาก จนไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ยกเว้นเพียงกรณีเดียวคือ ของประเทศเกาหลีใต้ ขณะที่ตัวเลขการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยอ้อมทั้ง 3 แนวทางของ World Bank (1985), Morgan Guaranty Trust (1986) และ Cline (1987) มีความสัมพันธ์กันในเชิงบวกที่สูงมากในทุกกรณีของทั้ง 5 ประเทศที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง

6. ปัจจัยอธิบาย (Determinant Factor) การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ

จากผลการวิเคราะห์ในส่วนที่ 5 ที่มีหลักฐานสนับสนุนว่า ประเทศกลุ่มตัวอย่างทั้ง 5 ประเทศในภูมิภาคเอเชีย ได้ประสบกับปัญหาการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ โดยมีระดับความรุนแรงของปัญหามากน้อยต่างกันไปนั้น จึงเกิดเป็นประเด็นคำถามที่น่าสนใจตามมาว่า มีปัจจัยทางเศรษฐกิจใดบ้างที่เป็นตัวกำหนดให้เกิดการโยกย้ายทุนออกจากประเทศเหล่านั้น ในการหาคำตอบสำหรับคำถามดังกล่าวข้างต้น ในส่วนที่ 6 นี้ จะเริ่มต้นด้วยการทบทวนวรรณกรรมที่ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัย ที่มีผลกระทบต่อโยกย้ายทุนออกนอกประเทศในภูมิภาคอื่นๆ ที่เคยประสบกับปัญหาดังกล่าวมาแล้ว จากนั้นจะได้เสนอตัวแบบจำลองที่เหมาะสม สำหรับใช้ในการทดสอบกับกลุ่มประเทศตัวอย่างในภูมิภาคเอเชีย ซึ่งเป็นจุดสนใจของงานวิจัยนี้ แล้วจึงทำการรายงานผลการวิจัยเชิงประจักษ์ในส่วนสุดท้าย

6.1 ทบทวนวรรณกรรมเรื่องการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ

การศึกษาเรื่องการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ เริ่มได้รับความสนใจอย่างจริงจังจากนักเศรษฐศาสตร์การเงินระหว่างประเทศ ภายหลังการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในภูมิภาคละตินอเมริกาในทศวรรษที่ 1980s จากนั้น การศึกษาเรื่องการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมักจะได้รับความสนใจเรื่อยมา เมื่อมีวิกฤตการณ์ทางการเงินหรือค่าเงินสกุลท้องถิ่นครั้งสำคัญเกิดขึ้นในประเทศหรือภูมิภาคต่างๆ ของโลก

ทั้งนี้ Cuddington (1987) ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่สามารถอธิบายการเกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศลาตินอเมริกา 4 ประเทศคือ เม็กซิโก อาร์เจนตินา อุรุกวัย และเวเนซุเอลา ซึ่งเป็นกลุ่มประเทศที่ประสบปัญหาการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศรุนแรงที่สุด ในช่วงของการเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในภูมิภาคลาตินอเมริกา โดยใช้ข้อมูลรายปีจากบัญชีดุลการชำระเงินที่รายงานโดยกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ซึ่งครอบคลุมระยะเวลาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1974 ถึง 1984 สำหรับข้อมูลรายปีที่ Cuddington (1987) ใช้นั้น ได้รับการทักท้วงว่ามีจำนวนน้อยเกินไป จนอาจทำให้ผลการทดสอบมีความน่าเชื่อถือน้อยลง ทั้งนี้ ประเด็นเรื่องข้อมูลรายปีเป็นข้อจำกัดของการศึกษาในยุคนั้น ที่ข้อมูลรายไตรมาสยังไม่สามารถจัดเก็บได้อย่างน่าเชื่อถือ

อย่างไรก็ตาม ผลการทดสอบของ Cuddington (1987) โดยใช้สมการถดถอยทดสอบตัวแบบจำลองที่กำหนดขึ้น พบว่ามี 3 ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศตัวอย่างทั้ง 4 ประเทศ แม้ว่าบางปัจจัยอาจจะมิระดับนัยสำคัญที่แตกต่างกันคือ ปัจจัยเรื่องค่าเงินสกุลท้องถิ่นที่สูงเกินจริง (Exchange Rate Overvaluation) สามารถอธิบายการเกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศกลุ่มตัวอย่างทั้ง 4 ประเทศ โดยมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก ดังนั้น ผลการทดสอบข้างต้นตีความได้ว่า ประเทศต่างๆ ควรดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่จะไม่ทำให้ค่าเงินสกุลท้องถิ่นของตนมีค่าสูงเกินจริง เนื่องจากสถานการณ์ดังกล่าว จะเป็นมูลเหตุจูงใจให้คนในประเทศโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ เพื่อไปจัดเก็บไว้ในรูปสกุลเงินที่มีความมั่นคงมากกว่า ปัจจัยถัดมาคือเรื่องอัตราดอกเบี้ยสูงในประเทศสหรัฐอเมริกา สามารถอธิบายการเกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศเม็กซิโกและเวเนซุเอลาได้ โดยมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก ดังนั้น การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่เหมาะสมของประเทศอุตสาหกรรม โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศสหรัฐอเมริกา จะสามารถบรรเทาปัญหาการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศที่กำลังพัฒนาได้ และปัจจัยสุดท้ายคือ เรื่องเงินทุนไหลเข้าในรูปของเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ สามารถอธิบายการเกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศเม็กซิโกและอุรุกวัยได้ในทางบวก ซึ่งตีความได้ว่า เงินทุนไหลเข้าประเทศจะกลายเป็นเม็ดเงินสำหรับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศในอนาคตต่อมา ดังนั้น รัฐบาลของประเทศจึงควรให้ความสนใจว่า เมื่อมีการกู้ยืมเงินจากแหล่งภายนอกแล้ว ได้มีการจัดสรรเงินทุนเหล่านั้นไปใช้ประโยชน์ในภาคเศรษฐกิจใดของประเทศบ้าง ทั้งนี้ เพื่อเป็นการควบคุมไม่ให้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ

Paster (1990) ศึกษาการโยกย้ายทุนออกจากประเทศในแถบลาตินอเมริกา 8 ประเทศ อันประกอบด้วย อาร์เจนตินา บราซิล ชิลี โคลัมเบีย เม็กซิโก เปรู อุรุกวัย เวเนซุเอลา โดยครอบคลุมระยะเวลาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1973 ถึง 1985 และในเบื้องต้นพบว่า มีการโยกย้ายทุนออกจากภูมิภาคลาตินอเมริกาในช่วงระยะเวลาดังกล่าวรวมกันสูงถึง 151 พันล้านดอลลาร์ สรอ. นอกจากนี้ Paster (1990) ยังได้ศึกษาถึงปัจจัยที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศลาตินอเมริกา โดยพบว่ามี 5 ปัจจัยที่มีนัยสำคัญทางสถิติคือ ปัจจัยที่หนึ่งส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยสกุลดอลลาร์ สรอ. กับสกุลท้องถิ่น ปัจจัยที่สองการเปลี่ยนแปลงของระดับอัตราเงินเฟ้อในประเทศ ปัจจัยที่สามกระแสเงินไหลเข้าประเทศสุทธิระยะยาว ปัจจัยที่สี่ส่วนต่างระหว่างอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกา กับประเทศท้องถิ่น และปัจจัยสุดท้ายคือ อัตราภาษีที่จัดเก็บเพิ่มขึ้นต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ทั้งนี้ มีหลักฐานสนับสนุนเพิ่มเติมว่า มาตรการควบคุมการไหลเข้าออกของเงิน (Exchange Control) ที่บางประเทศได้ประกาศใช้ ส่งผลให้การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศเหล่านั้นลดลง อย่างไรก็ตาม การเข้าโปรแกรมรับความช่วยเหลือจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ในรูป Stand-by Credit ของบางประเทศนั้น กลับไม่ได้มีผลต่อการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศเหล่านั้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ มาตรการต่างๆ ที่ IMF ใช้กับประเทศลาตินอเมริกาที่ขอรับความช่วยเหลือทางการเงิน ไม่ได้มีผลให้การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศเหล่านั้นลดลง

Gibson and Tsakalotos (1993) ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการเกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศในภูมิภาคยุโรป 5 ประเทศคือ ฝรั่งเศส อิตาลี สเปน โปรตุเกส และกรีซ โดยเหตุที่เลือกศึกษาประเทศฝรั่งเศสและอิตาลีนั้น เนื่องจากทั้ง 2 ประเทศเคยมีประวัติของการเกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมาแล้วในอดีต ส่วนประเทศสเปน โปรตุเกส และกรีกนั้น เป็นกลุ่มประเทศที่ยังมีพัฒนาการทางเศรษฐกิจไม่ทัดเทียมกับประเทศยุโรปตะวันตกอื่นๆ และยังมีการใช้นโยบายควบคุมการส่งเงินเข้าออกประเทศ (Exchange Control) อีกด้วย อย่างไรก็ตาม นโยบายนี้จะต้องถูกยกเลิกไปเมื่อประเทศทั้ง 3 เข้าร่วมเป็นสมาชิกของสหภาพการเงินยุโรป (European Monetary System) จึงทำให้กลุ่มประเทศทั้ง 3 มีความน่าสนใจที่จะทำการศึกษา ทั้งนี้ Gibson and Tsakalotos (1993) ได้ตั้งข้อสมมุติฐานว่า การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศจะได้รับผลกระทบจากปัจจัยต่างๆ ดังนี้ คือ ปัจจัยที่หนึ่ง ความคาดหวังที่จะเกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน (Expected exchange rate changes) โดยเฉพาะในทิศทางที่ทำให้ค่าเงินสกุลท้องถิ่นเสื่อมค่าลง ปัจจัยที่สอง ความไม่มั่นคงทางการเมือง (Political Uncertainty) โดยมองในส่วนของการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาลที่มีผลกระทบต่อประชาชนส่วนใหญ่ และปัจจัยที่สาม การขาดดุลงบประมาณของรัฐบาล (Government budget deficits) โดยมองว่าการขาดดุลงบประมาณที่เพิ่มสูงขึ้น จะนำไปสู่ความยุ่งยากทางการเงินและการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศในที่สุด นอกจากนี้ทั้ง 3 ปัจจัยที่กล่าวข้างต้นแล้ว ตัวแบบจำลองยังได้รวมปัจจัยดอกเบี้ยภายในประเทศและต่างประเทศเอาไว้อีกด้วย

สำหรับข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานั้น จะเป็นข้อมูลรายไตรมาสครอบคลุมระยะเวลาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1976 ถึง 1987 โดยประมาณ เนื่องจากบางประเทศจะมีจุดเริ่มต้นและสิ้นสุดของข้อมูลที่เหลื่อมล้ำกันบ้าง ทั้งนี้ Gibson and Tsakalotos (1993) ได้ทดสอบตัวแบบจำลองกับข้อมูลดังกล่าวข้างต้นของ 5 ประเทศในภูมิภาคยุโรป และได้ข้อสรุปดังต่อไปนี้คือ ปัจจัยเรื่องความคาดหวังว่าเงินสกุลท้องถิ่นจะอ่อนค่าลง และปัจจัยเรื่องความไม่มั่นคงทางการเมือง มีผลกระทบในเชิงบวกต่อการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศยกเว้นกรณีของประเทศอิตาลี ส่วนปัจจัยเรื่องการขาดดุลงบประมาณ มีผลกระทบในเชิงบวกเฉพาะต่อการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศฝรั่งเศส นอกจากนี้ การลดลงของอัตราดอกเบี้ยในประเทศสเปนและโปรตุเกส ส่งผลให้มีการโยกย้ายทุนออกจากประเทศทั้งสองมากขึ้น

Kant (1996) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment : FDI) กับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ โดยได้ตั้งประเด็นคำถามที่สำคัญ 3 ประเด็นคือ ประเด็นที่หนึ่ง เงินลงทุนโดยตรงที่ไหลเข้าประเทศกำลังพัฒนา จะมีส่วนสนับสนุนให้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศเหล่านั้นหรือไม่ ประเด็นที่สอง ความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศกับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ ขึ้นอยู่กับวิธีการโยกย้ายทุนหรือไม่ และประเด็นที่สาม สาเหตุของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมาจากการบริหารเศรษฐกิจที่ผิดพลาดของรัฐบาล (Investment Climate Perspective) หรือจากนโยบายเลือกปฏิบัติต่อนักลงทุนท้องถิ่นจนทำให้เกิดความเสียเปรียบนักลงทุนต่างชาติ (Discriminatory - Treatment Perspective)

Kant (1996) ใช้ข้อมูลการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศที่กำลังพัฒนา ระหว่าง ปี ค.ศ. 1974 ถึง 1992 ที่คำนวณโดย World Bank อย่างไรก็ตาม ด้วยข้อจำกัดของข้อมูลที่มี ทำให้ศึกษาได้เพียง 3 ภูมิภาคย่อยจากทั้งหมด 6 ภูมิภาคคือ เอเชียตะวันออกและแปซิฟิก ลาตินอเมริกาและแคริบเบียน และยุโรปและเมดิเตอร์เรเนียน จากนั้นจึงใช้วิธีทดสอบ Contemporaneous-Correlation และวิธี Principal-Component Analysis โดยผลการทดสอบสามารถสรุปได้ดังนี้คือ การไหลเข้าของเงินลงทุนโดยตรง จะเกิดขึ้นพร้อมๆ กับการลดลงของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ ไม่ว่าจะใช้วิธีการวัดการโยกย้ายทุนทั้งแบบโดยตรง โดยอ้อมหรือแบบผสม นอกจากนี้ สาเหตุหลักของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ เกิดขึ้นจากการบริหารเศรษฐกิจที่ผิดพลาดและไม่มีประสิทธิภาพของรัฐบาลมากกว่าที่จะเป็นเรื่องของ การให้สิทธิพิเศษแก่นักลงทุนจากต่างประเทศ

Loungani and Mauro (2000) ศึกษาในเชิงวิเคราะห์ถึงปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดให้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศรัสเซีย โดยได้ตั้งข้อสมมุติฐานว่า การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศน่าจะเกิดขึ้นจากหลายสาเหตุดังต่อไปนี้คือ ความไม่มีเสถียรภาพของเศรษฐกิจมหภาค การจัดเก็บภาษีที่สูงเกินไปและไม่เป็นธรรม การขาดความเชื่อมั่นในระบบสถาบันการเงิน การคอร์รัปชันที่ขยายวงกว้าง และความอ่อนแอในเรื่องการปกป้องทรัพย์สินทางปัญญา ตลอดจนโอกาสที่เอื้ออำนวยให้ผู้บริหารบริษัทยกเอาทรัพย์สินของบริษัทไปเป็นของตน อย่างไรก็ตามสำหรับการทำวิจัยในเชิงประจักษ์ เพื่อหาหลักฐานสนับสนุนข้อสมมุติฐานดังกล่าวข้างต้นโดยใช้สมการถดถอยนั้น Loungani and Mauro (2000) มิได้ใช้ข้อมูลของประเทศรัสเซียเพียงประเทศเดียว แต่ได้ใช้ฐานข้อมูลของกลุ่มประเทศที่อยู่ในระหว่างการปรับเปลี่ยนระบบเศรษฐกิจ (Transition Economies) โดยเฉพาะจากระบบคอมมิวนิสต์ไปเป็นทุนนิยมใน 3 ภูมิภาคคือ ยุโรปกลาง คาบสมุทรบอลติก และลาตินอเมริกา โดยครอบคลุมระยะเวลาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1994 ถึง 1998 ทั้งนี้ ผลการทดสอบมีหลักฐานสนับสนุนว่า ระดับอัตราเงินเฟ้อที่สูงมีส่วนส่งเสริมให้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ รวมทั้งการขาดดุลงบประมาณที่สูงและระดับการปฏิรูปเศรษฐกิจที่สูง จะเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศเช่นเดียวกัน ไม่ว่าจะเป็นวัดการโยกย้ายทุนด้วยวิธีใดก็ตาม นอกจากนี้ ยังพบว่านโยบายควบคุมการไหลเข้าออกของทุน (Capital Controls) ไม่มีผลกระทบต่อการศึกษาการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา

Antzoulatos and Sampaniotis (2002) ทำการศึกษาปัจจัยต่างๆ ที่เป็นสาเหตุของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศภูมิภาคยุโรปตะวันออก 17 ประเทศ โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสครอบคลุมระยะเวลาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1993 ถึง 1999 เพื่อคำนวณตัวเลขการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศตามคำจำกัดความที่ต่างกันถึง 5 แนวทาง และในแบบจำลองที่ใช้ทดสอบสมมุติฐานได้บรรจุตัวแปรหลักไว้จำนวน 7 ตัวแปร ทั้งนี้ ผลการทดสอบสนับสนุนว่ามี 3 ตัวแปรที่สามารถอธิบายการเกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศได้ กล่าวคือ การแข่งขันของเงินสกุลท้องถิ่นมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ การเพิ่มขึ้นของระดับอัตราเงินเฟ้อมีส่วนทำให้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมากขึ้น และการเพิ่มขึ้นของการขาดดุลงบประมาณต่อ GDP จะนำไปสู่การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมากขึ้นเช่นเดียวกัน สำหรับผลกระทบจากการขาดดุลงบประมาณนั้น เกิดขึ้นเนื่องจากประชาชนเกรงว่ารัฐบาลอาจมีการปรับเพิ่มภาษี เพื่อนำไปชดเชยการขาดดุลงบประมาณดังกล่าว

จันทวรรณ (2543) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่อธิบายการเกิดการโยกย้ายทุนออกจากประเทศไทย โดยอาศัยแนวคิดของทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio Theory) ที่พิจารณาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนของสินทรัพย์ในประเทศกับสินทรัพย์ต่างประเทศ สำหรับอัตราผลตอบแทนนั้น ได้ใช้อัตราการเสื่อมค่าของเงินบาทที่คาดไว้เป็นตัวแทน ส่วนความเสี่ยงของการลงทุนนั้น ได้ใช้ส่วนต่าง (Spread) ระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยกับพันธบัตรสหรัฐอเมริกาเป็นตัวแทน จันทวรรณ (2543) ได้ใช้วิธีวัดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศถึง 7 แนวทางที่แตกต่างกัน เพื่อทดสอบกับแบบจำลองที่ประกอบด้วยสองตัวแปรอิสระดังกล่าวข้างต้น โดยระยะเวลาของการศึกษาครอบคลุมตั้งแต่ไตรมาส 3 ปี พ.ศ. 2540 ถึงไตรมาส 4 ปี พ.ศ. 2542 ทั้งนี้ ผลการวิจัยเชิงประจักษ์แสดงว่า ตัวแปรอัตราการเสื่อมค่าของเงินบาทสามารถอธิบายการเกิดการโยกย้ายทุนได้กับวิธีการวัด 3 แนวทาง และไม่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศไทยได้สำหรับการวัดอีก 4 แนวทาง สำหรับตัวแปรส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยนั้น ไม่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศไทยได้ ไม่ว่าจะเป็นวัดการโยกย้ายทุนด้วยแนวทางใดก็ตาม สาเหตุที่ผลการทดสอบออกมาในแนวทางนี้ อาจเนื่องมาจากเหตุผล 2 ประการคือ ประการที่หนึ่งจำนวนข้อมูลรายไตรมาสที่ใช้ในการทดสอบสมการถดถอยมีน้อยเกินไป และประการที่สอง ตัวแปรส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยอาจไม่ใช่ตัวทำนายค่าที่ถูกต้องของความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจริงในระบบเศรษฐกิจไทย

6.2 ตัวแบบจำลองสำหรับการทดสอบสมการถดถอย

จากการทบทวนวรรณกรรมในส่วนที่ 6.1 ทำให้ทราบว่า การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศที่เกิดขึ้นในภูมิภาคต่าง ๆ นั้น มีปัจจัยทางเศรษฐกิจใดบ้างที่เป็นสาเหตุของการเกิดปรากฏการณ์ดังกล่าว ดังนั้น ในงานวิจัยนี้จึงอาศัยหลักฐานจากการศึกษาในอดีตเพื่อเสนอตัวแบบจำลอง ที่จะใช้ทดสอบสมมุติฐานการเกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศในภูมิภาคเอเชียทั้ง 5 ประเทศ ดังนี้คือ

$$CF_{CUit} = a + b_1 (CHINF)_{it} + b_2 (FINC)_{it} + b_3 (OVAL)_{it} + b_4 (FDI)_{it} + b_5 (GBUD)_{it} + b_6 (CAD)_{it} + b_7 (DUM)_{it} + \epsilon_{it} \quad (8)$$

$$CF_{WBt} = a + b_1 (CHINF)_{it} + b_2 (FINC)_{it} + b_3 (OVAL)_{it} + b_4 (FDI)_{it} + b_5 (GBUD)_{it} + b_6 (CAD)_{it} + b_7 (DUM)_{it} + \epsilon_{it} \quad (9)$$

$$CF_{MGt} = a + b_1 (CHINF)_{it} + b_2 (FINC)_{it} + b_3 (OVAL)_{it} + b_4 (FDI)_{it} + b_5 (GBUD)_{it} + b_6 (CAD)_{it} + b_7 (DUM)_{it} + \epsilon_{it} \quad (10)$$

$$CF_{CLt} = a + b_1 (CHINF)_{it} + b_2 (FINC)_{it} + b_3 (OVAL)_{it} + b_4 (FDI)_{it} + b_5 (GBUD)_{it} + b_6 (CAD)_{it} + b_7 (DUM)_{it} + \epsilon_{it} \quad (11)$$

โดยที่

- CF_{CU} = ตัวเลขการโยกย้ายทุนตามแนวทางของ Cuddington (1986)
 CF_{WB} = ตัวเลขการโยกย้ายทุนตามแนวทางของ World Bank (1985)
 CF_{MG} = ตัวเลขการโยกย้ายทุนตามแนวทางของ Morgan Guaranty Trust (1986)
 CF_{CL} = ตัวเลขการโยกย้ายทุนตามแนวทางของ Cline (1987)

- i = 5 ประเทศ คือ ไทย ฟิlipปินส์ อินโดนีเซีย มาเลเซีย และเกาหลีใต้
 t = 40 ไตรมาส เริ่มจากไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2534 ถึงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2543

สำหรับความหมายของตัวแปรอิสระทั้ง 7 ตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ และข้อสมมุติฐานในเรื่องทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศกับตัวแปรอิสระแต่ละตัวนั้น จะได้กล่าวไว้อย่างละเอียดในตารางที่ 5 ทั้งนี้ ในการทดสอบตัวแบบจำลองทั้ง 4 สมการนั้น จะได้ใช้วิธีสมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด (OLS Regression) โดยในเบื้องต้นได้ทำการตรวจสอบแล้วว่า ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาไม่มีปัญหาเรื่อง Heteroskedasticity² จนกระทบต่อความน่าเชื่อถือของผลการศึกษาในเชิงประจักษ์อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น วิธี OLS Regression จึงเพียงพอและเหมาะสมที่จะใช้ในการทดสอบสำหรับงานวิจัยนี้

ตารางที่ 5 ปัจจัยที่อธิบายการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศและทิศทางของความสัมพันธ์

ตัวแปรอิสระ	ความสัมพันธ์กับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ
1. CHINF (Change in inflation)	มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อภายในประเทศ จะทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่แท้จริงลดลง และเพื่อหลีกเลี่ยงภาวะดังกล่าว ผู้ลงทุนภายในประเทศจะโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ เพื่อไปถือครองสินทรัพย์ต่างประเทศแทน นอกจากนี้ เงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูงทำให้มีการคาดการณ์ว่า ค่าเงินสกุลท้องถิ่นจะมีการเสื่อมลงในอนาคตด้วย ทั้งนี้ Change in inflation หาได้จาก $CHINF = \ln \pi(t) - \ln \pi(t-1)$ เมื่อ π คือ ระดับอัตราเงินเฟ้อในประเทศ
2. FINC (Financial Incentive)	มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ เนื่องจากยังมีส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยสกุลดอลลาร์ สรอ. กับสกุลท้องถิ่นมากเท่าใด ก็จะเป็นแรงจูงใจให้มีการโยกย้ายทุนออกจากประเทศ เพื่อไปถือครองทรัพย์สินในรูปสกุลดอลลาร์ สรอ. ทั้งนี้ Financial incentive หาได้จาก $FINC = \ln(1+i^{us}) - \ln(1+i) + \ln(e) - \ln(e^{-1})$ เมื่อ i^{us} คือ อัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลังของสหรัฐอเมริกา i คือ อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ e คือ อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างสกุลท้องถิ่นกับสกุลดอลลาร์ สรอ.
3. OVAL (Degree of Currency Overvaluation)	มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ เนื่องจากค่าเงินสกุลท้องถิ่นที่สูงเกินจริงมีโอกาที่จะเสื่อมค่าลงในอนาคต จึงเป็นปัจจัยผลักดันให้นักลงทุนท้องถิ่นโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ เพื่อไปเก็บรักษาไว้ในรูปสกุลเงินที่มั่นคง ทั้งนี้ Degree of Currency Overvaluation หาได้จาก $OVAL = P / (e \cdot P^{us})$ เมื่อ P คือ ระดับราคาสินค้าภายในประเทศ P^{us} คือ ระดับราคาสินค้าในประเทศสหรัฐอเมริกา e คือ อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างสกุลท้องถิ่นกับสกุลดอลลาร์ สรอ.

² ในการตรวจสอบปัญหาเรื่อง Heteroskedasticity นั้นได้ใช้เครื่องมือ White Test ทำการทดสอบกับข้อมูลของทั้ง 5 ประเทศที่ใช้ในการศึกษา พบว่าค่าสถิติที่ได้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงนำไปสู่ข้อสรุปว่าข้อมูลดังกล่าวไม่ได้มีปัญหา Heteroskedasticity ที่รุนแรง จนทำให้ผลการทดสอบสมการถดถอยบิดเบือนไป

ตารางที่ 5 ปัจจัยที่อธิบายการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศและทิศทางของความสัมพันธ์ (ต่อ)

ตัวแปรอิสระ	ความสัมพันธ์กับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ
4. FDI (Foreign Direct Investment)	มีความสัมพันธ์กับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ ในสองลักษณะคือ 1. มีความสัมพันธ์ทางลบหากมองว่าการมี FDI สูง แสดงว่าบรรยากาศการลงทุนภายในประเทศดีมาก โดยเฉพาะเมื่อพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนของการลงทุนเทียบกับความเสี่ยง (Investment- Climate Perspective) ดังนั้น หาก FDI สูง จะเป็นตัวบ่งชี้ว่าการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศจะต่ำ 2. มีความสัมพันธ์ทางบวก โดยมองว่าการที่ FDI เพิ่มขึ้น เกิดจากการที่รัฐบาลใช้นโยบายเลือกปฏิบัติ ที่ให้สิทธิพิเศษแก่นักลงทุนชาวต่างชาติมากกว่านักลงทุนภายในประเทศ (The Discriminatory – Treatment Perspective) จึงทำให้นักลงทุนในประเทศทำการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมากขึ้น เพื่อไปหาแหล่งลงทุนที่ให้ผลตอบแทนคุ้มค่ากว่า
5. GBUD (Government Budget Deficit)	มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ เนื่องจากหากรัฐบาลมีการตั้งงบประมาณขาดดุล จะเป็นสัญญาณที่ไม่ดีทำให้มีการคาดการณ์ว่า จะมีการจัดเก็บภาษีเพิ่มขึ้นในอนาคต จึงอาจเป็นปัจจัยกระตุ้นให้มีการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศได้
6. CAD (Current Account Deficit)	มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ กล่าวคือ ถ้าบัญชีเดินสะพัดขาดดุล มีแนวโน้มว่าเศรษฐกิจของประเทศจะหดตัว จึงอาจเป็นปัจจัยกระตุ้นให้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศได้
7. DUM (Dummy Variable)	เป็นตัวแปรที่ใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างของแบบจำลองเพื่อดูผลกระทบของวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 โดยกำหนดให้มีค่าเท่ากับ 0 สำหรับข้อมูลก่อนไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2540 และมีค่าเท่ากับ 1 สำหรับข้อมูลตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2540 ถ้าตัวแปร DUM มีนัยสำคัญทางสถิติหมายความว่า วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 มีผลกระทบต่อการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศอย่างมีนัยสำคัญ

ในการทดสอบสมการถดถอยของตัวแบบจำลองทั้ง 4 สมการคือ (8) ถึง (11) นั้น จะแบ่งการทดสอบออกเป็น 2 ขั้นตอนคือ ขั้นตอนที่หนึ่งจะทำการทดสอบสมการเต็มรูปโดยใช้ตัวแปรอิสระทั้ง 7 ตัวแปร เมื่อได้ผลลัพธ์ออกมาว่า มีตัวแปรอิสระใดบ้างที่มีนัยสำคัญทางสถิติแล้ว จากนั้นจึงทำการทดสอบในขั้นตอนที่สองแบบไม่เต็มรูป กล่าวคือ ใช้เฉพาะตัวแปรอิสระที่มีนัยสำคัญทางสถิติจากการทดสอบในขั้นตอนที่หนึ่ง มาเป็นตัวแปรอิสระอยู่ทางด้านขวามือของการทดสอบสมการถดถอยในครั้งที่สอง ทั้งนี้ เพื่อเป็นการยืนยันผลของการทดสอบในขั้นตอนที่หนึ่งว่า ตัวแปรอิสระที่มีนัยสำคัญทางสถิติยังคงดำรงความมีนัยสำคัญทางสถิติอยู่ แม้ว่าจะเป็นการทดสอบครั้งที่สอง โดยใช้ตัวแบบจำลองที่ไม่เต็มรูปแบบ สุดท้ายจึงรายงานผลของการทดสอบสมการถดถอยจากขั้นตอนที่สอง เฉพาะตัวแปรอิสระที่มีนัยสำคัญทางสถิติเท่านั้น ซึ่งจะได้อธิบายอย่างละเอียดต่อไปในส่วนที่ 6.3 ของบทความนี้

6.3 ผลการวิจัยในเชิงประจักษ์

การทดสอบตัวแบบจำลองทั้ง 4 สมการของกลุ่มประเทศตัวอย่าง 5 ประเทศ เพื่อหาปัจจัยที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ ได้ผลการทดสอบดังนี้คือ

ก. ประเทศไทย

ตารางที่ 6 แสดงผลการทดสอบสมการถดถอยสำหรับกรณีของประเทศไทย โดยในส่วนของผลการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยตรงของ Cuddington (1986) นั้น มีตัวแปร 2 ตัวที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศไทยได้ กล่าวคือ ตัวแปรที่หนึ่งการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อในประเทศ (CHINF) มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 10% แต่มีทิศทางของความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับสมมุติฐานคือ อัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นกลับทำให้การโยกย้ายทุนออกจากประเทศไทยน้อยลง นอกจากนี้ ตัวแปรที่สองการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (CAD) มีระดับนัยสำคัญที่ 5% และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกตรงกับสมมุติฐานคือ การเพิ่มขึ้นของการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดทำให้มีการโยกย้ายทุนออกจากประเทศไทยมากขึ้น

ตารางที่ 6 สมการถดถอย (OLS Regression) แสดงปัจจัยที่อธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศไทย

ตัวแปรอิสระ	วิธีวัดการโยกย้ายทุน			
	Cuddington	World Bank	Morgan	Cline
1. CHINF	-0.0721 (-1.8781) ^{1**}			
2. FINC		-103.8000 (2.1486)*	-93.8595 (1.9743)**	-93.6533 (-2.0661)*
3. OVAL		5.1945 (1.9289)**	4.4642 (1.7304)**	4.3946 (1.7950)**
4. FDI		2.9842 (2.6621)*	2.9736 (2.4187)*	2.8435 (2.3693)*
5. GBUD				
6. CAD	0.3564 (3.3392)*	0.7812 (1.7138)**		
7. DUM		24.6558 (1.3554)****		
R ²	0.7518	0.5097	0.4024	0.3941
Durbin – Watson stat	2.1578	2.0315	1.8812	1.8904
Prob (F-statistic)	0.0000	0.0030	0.0313	0.0366

¹ ตัวเลขในวงเล็บแสดงถึงค่า t-statistic ของตัวแปรอิสระที่ได้จากสมการถดถอย

* Significant at the 5 % level (two-tail)

** Significant at the 10 % level (two-tail)

*** Significant at the 15 % level (two-tail)

**** Significant at the 20 % level (two-tail)

ในส่วนของการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยอ้อมนั้น ตัวแปรส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยสกุลดอลลาร์ สรอ. กับสกุลบาท (FINC) สามารถอธิบายการเกิดการโยกย้ายทุนออกจากประเทศไทยได้ โดยมีระดับนัยสำคัญทางสถิติตั้งแต่ 5% ถึง 10% แต่มีทิศทางของความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับสมมุติฐานคือ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นนำไปสู่การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศไทยน้อยลง สำหรับตัวแปรที่สองที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนตามแนวทางการวัดแบบโดยอ้อมทั้งสามแนวทางคือ ค่าเงินสกุลท้องถิ่นที่สูงเกินจริง (OVAL) โดยมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 10% และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกสอดคล้องกับสมมุติฐานคือ เงินสกุลบาทที่มีค่าสูงเกินจริงมากเท่าใดจะนำไปสู่การโยกย้ายทุนออกจากประเทศไทยมากขึ้นเท่านั้น

นอกจากนี้ ตัวแปรเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศไทยได้ โดยมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 5% และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกตรงตามแนวคิด Discriminatory – Treatment Perspective ซึ่งตีความได้ว่า รัฐบาลไทยได้ให้สิทธิพิเศษทางการลงทุนแก่นักลงทุนชาวต่างชาติ มากกว่าที่ให้แก่นักลงทุนชาวไทย จนถึงขั้นเป็นการเลือกปฏิบัติ ดังนั้นการลงทุนโดยตรงจากต่างชาติที่มากขึ้น จะเกิดขึ้นพร้อม ๆ กับการโยกย้ายทุนออกจากประเทศไทยโดยนักลงทุนคนไทย สำหรับตัวแปรการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (CAD) นั้น สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศไทยได้ เฉพาะวิธีวัดตามแนวทางของ World Bank (1985) โดยมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 10% และมีเครื่องหมายเป็นบวกสอดคล้องกับสมมุติฐาน นอกจากนี้ ตัวแปร DUM มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 20% เฉพาะวิธีวัดการโยกย้ายทุนตามแนวทางของ World Bank (1985) และมีเครื่องหมายเป็นบวก ซึ่งหมายความว่า วิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในปี พ.ศ. 2540 ส่งผลให้มีการโยกย้ายทุนออกจากประเทศไทยมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ เฉพาะกับวิธีวัดแบบ World Bank (1985) โดยเป็นที่น่าสังเกตว่า สำหรับวิธีวัดการโยกย้ายทุนตามแนวทางอื่น ๆ นั้น ตัวแปร DUM กลับไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ข. ประเทศฟิลิปปินส์

ตารางที่ 7 แสดงผลการทดสอบสมการถดถอยสำหรับกรณีของประเทศฟิลิปปินส์ โดยในส่วนของการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยตรงของ Cuddington (1986) นั้น มีตัวแปร 2 ตัวที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศฟิลิปปินส์ได้ กล่าวคือ ตัวแปรที่หนึ่งส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยสกุลดอลลาร์ สรอ. กับสกุลเปโซ (FINC) สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศฟิลิปปินส์ได้ โดยมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 10% และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกตรงตามสมมุติฐานคือ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น จะนำไปสู่การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศฟิลิปปินส์มากขึ้น สำหรับตัวแปรที่สองคือ ค่าเงินสกุลท้องถิ่นที่สูงเกินจริง (OVAL) มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 5% แต่มีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นลบซึ่งตรงกันข้ามกับสมมุติฐาน

ตารางที่ 7 สมการถดถอย (OLS Regression) แสดงปัจจัยที่อธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศฟิลิปปินส์

ตัวแปรอิสระ	วิธีวัดการโยกย้ายทุน			
	Cuddington	World Bank	Morgan	Cline
1. CHINF				
2. FINC	5.9228 (1.9807) ^{1**}			
3. OVAL	-0.7962 (-2.6045)*			
4. FDI		1.7480 (1.7846)**	1.5119 (1.5614)***	1.6135 (1.6425)***
5. GBUD		3.3956 (1.7151)**	3.1492 (1.6813)***	3.0627 (1.5978)***
6. CAD				
7. DUM			11.2121 (1.5763)***	10.5536 (1.4520)****
R ²	0.2866	0.5366	0.6142	0.5886
Durbin – Watson stat	1.9305	2.1293	2.0505	2.0338
Prob (F-statistic)	0.1272	0.0006	0.0001	0.0003

¹ ตัวเลขในวงเล็บแสดงถึงค่า t-statistic ของตัวแปรอิสระที่ได้จากสมการถดถอย

* Significant at the 5 % level (two-tail)

** Significant at the 10 % level (two-tail)

*** Significant at the 15 % level (two-tail)

**** Significant at the 20 % level (two-tail)

ในส่วนของการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยอ้อมนั้น ตัวแปรเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศฟิลิปปินส์ได้ โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% และ 15% และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวก สอดคล้องกับแนวคิด Discriminatory – Treatment Perspective ซึ่งมีความหมายโดยนัยว่า รัฐบาลฟิลิปปินส์ได้ให้สิทธิพิเศษแก่นักลงทุนชาวต่างชาติมาก จนนักลงทุนชาวฟิลิปปินส์เกิดความรู้สึกที่ไม่ได้รับความเป็นธรรม และหาทางโยกย้ายเงินออกนอกประเทศ เพื่อไปลงทุนในที่ที่ให้ผลตอบแทนต่อความเสี่ยงคุ้มค่ากว่าในประเทศของตนเอง สำหรับตัวแปรที่สองที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศฟิลิปปินส์ได้ เฉพาะกรณีการวัดแบบโดยอ้อมคือ การขาดดุลงบประมาณของรัฐบาล (GBUD) โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกสอดคล้องกับสมมติฐาน กล่าวคือ การขาดดุลงบประมาณของรัฐบาลเป็นปัจจัยที่สร้างความกังวลให้กับนักลงทุนว่า รัฐบาลฟิลิปปินส์อาจปรับเปลี่ยนภาษีเพื่อชดเชยกับการขาดดุลดังกล่าว จึงโยกย้ายเงินลงทุนออกนอกประเทศ เพื่อหลีกเลี่ยงการถูกเก็บภาษีที่อาจเพิ่มขึ้นในอนาคต นอกจากนี้ ตัวแปร DUM มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% แต่เฉพาะกรณีการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยอ้อมของ Morgan Guaranty Trurt (1986) และ Cline (1987) และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวก ซึ่งหมายความว่า วิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ได้ทำให้มีการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศฟิลิปปินส์มากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

ค. ประเทศอินโดนีเซีย

ตารางที่ 8 แสดงผลการทดสอบสมการถดถอยสำหรับกรณีของประเทศอินโดนีเซีย โดยในส่วนของการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยตรงของ Cuddington (1986) นั้น มีตัวแปรถึง 6 ตัวที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศอินโดนีเซียได้ กล่าวคือ ตัวแปรที่หนึ่งส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยสกุลเงินดอลลาร์ สรอ. กับสกุลรูเปียห์ (FINC) เป็นตัวแปรที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% แต่มีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นลบซึ่งตรงข้ามกับสมมติฐาน ตัวแปรที่สองค่าเงินสกุลท้องถิ่นที่สูงเกินจริง (OVAL) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกตรงตามสมมติฐานคือ ค่าเงินสกุลรูเปียห์ที่สูงเกินจริง จะนำไปสู่การโยกย้ายทุนออกจากประเทศอินโดนีเซียมากขึ้น ตัวแปรที่สามเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 15% และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกสอดคล้องกับแนวคิด Discriminatory–Treatment Perspective กล่าวคือ รัฐบาลอินโดนีเซียมีการเลือกปฏิบัติต่อนักลงทุน โดยให้สิทธิพิเศษแก่นักลงทุนต่างชาติมากกว่านักลงทุนท้องถิ่น ดังนั้น การเพิ่มขึ้นของเงินลงทุนโดยตรงจึงเกิดขึ้นพร้อม ๆ กับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศโดยชาวอินโดนีเซีย

ตารางที่ 8 สมการถดถอย (OLS Regression) แสดงปัจจัยที่อธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศอินโดนีเซีย

ตัวแปรอิสระ	วิธีวัดการโยกย้ายทุน			
	Cuddington	World Bank	Morgan	Cline
1. CHINF				
2. FINC	-4.6162 (-4.2257) ^{1*}	-8.0937 (-1.6712) ^{***}	-6.2776 (-2.4682)*	-6.5021 (-2.9742)*
3. OVAL	0.0009 (2.1896)*	0.0035 (1.8906)**	0.0031 (2.2993)*	0.0030 (2.5179)*
4. FDI	0.4748 (1.6694)**			
5. GBUD	-1.2296 (-3.7651)*	2.0131 (1.5921) ^{***}	1.5794 (1.3418) ^{****}	
6. CAD	0.9835 (4.3318)*	1.2631 (1.8893)**		
7. DUM	6.7180 (3.3947)*			
R ²	0.5427	0.4941	0.3422	0.2983
Durbin – Watson stat	1.9950	1.9816	1.9309	1.9011
Prob (F-statistic)	0.0041	0.0120	0.0913	0.1670

¹ ตัวเลขในวงเล็บแสดงถึงค่า t-statistic ของตัวแปรอิสระที่ได้จากสมการถดถอย

* Significant at the 5 % level (two-tail)

** Significant at the 10 % level (two-tail)

*** Significant at the 15 % level (two-tail)

**** Significant at the 20 % level (two-tail)

สำหรับอีก 3 ตัวแปรที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศอินโดนีเซียได้คือ ตัวแปรที่สี่การขาดดุลงบประมาณของรัฐบาล (GBUD) โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% แต่มีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นลบซึ่งตรงข้ามกับสมมติฐาน ตัวแปรที่ห้าคือ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (CAD) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกตรงตามสมมติฐานคือ ดุลบัญชีเดินสะพัดที่ติดลบจะเป็นสัญญาณที่ไม่ดีของภาวะเศรษฐกิจ จึงนำไปสู่การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมากขึ้น สุดท้ายคือ ตัวแปร DUM มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกซึ่งหมายความว่า วิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ส่งผลให้มีการโยกย้ายทุนออกจากประเทศอินโดนีเซียมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

ในส่วนของการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยอ้อมนั้น ตัวแปรส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยสกุลดอลลาร์ สรอ. กับสกุลรูเปียห์ (FINC) สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศอินโดนีเซียได้ โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% และ 15% และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นลบซึ่งตรงข้ามกับสมมติฐาน แต่สอดคล้องกับผลการทดสอบด้วยวิธีการวัดแบบโดยตรงของ Cuddington (1986) สำหรับตัวแปรที่สองคือ มูลค่าที่สูงเกินจริงของเงินสกุลรูเปียห์ (OVAL) สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศอินโดนีเซียได้ โดยมีระดับนัยสำคัญที่ 5% และ 10% และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกสอดคล้องกับสมมติฐานคือ ค่าเงินสกุลรูเปียห์ที่สูงเกินจริง จะนำไปสู่การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศอินโดนีเซียมากขึ้น ตัวแปรที่สามคือ การขาดดุลงบประมาณ (GBUD) สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศอินโดนีเซีย เฉพาะวิธีการวัดของ World Bank (1985) และ Morgan Guaranty Trust (1986) โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 15% และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกสอดคล้องกับสมมติฐานคือ การขาดดุลงบประมาณที่สูงขึ้น จะนำไปสู่การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมากขึ้น ทั้งนี้ เนื่องจากเกิดความเกรงกลัวว่ารัฐบาลจะจัดเก็บภาษีเพิ่มขึ้น เพื่อนำไปชดเชยกับการขาดดุลดังกล่าว สุดท้ายคือ ตัวแปรการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (CAD) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกตามสมมติฐานคือ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดสูงขึ้น เป็นสัญญาณที่ไม่ดีต่อภาวะเศรษฐกิจของประเทศ จึงเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ เพื่อนำไปลงทุนไว้ในที่ที่มีความมั่นคง และให้ผลตอบแทนที่คุ้มค่ากว่า

ง. ประเทศมาเลเซีย

ตารางที่ 9 แสดงผลการทดสอบสมการถดถอยสำหรับกรณีของประเทศมาเลเซียโดยในส่วนของการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยตรงของ Cuddington (1986) นั้น มี 3 ตัวแปรที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศมาเลเซียได้ กล่าวคือ ตัวแปรที่หนึ่งส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยสกุลเงินดอลลาร์ สรอ. กับสกุลริงกิต (FINC) เป็นตัวแปรที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% และทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกตรงตามสมมติฐาน ตัวแปรที่สองค่าเงินสกุลท้องถิ่นที่สูงเกินจริง (OVAL) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% แต่มีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นลบซึ่งตรงข้ามกับสมมติฐาน และตัวแปรที่สามคือ เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกสอดคล้องกับแนวคิด Discriminatory-Treatment Perspective กล่าวคือ รัฐบาลมาเลเซียมีการเลือกปฏิบัติต่อนักลงทุน โดยให้สิทธิพิเศษแก่นักลงทุนชาวต่างชาติมากกว่านักลงทุนท้องถิ่น จนทำให้นักลงทุนท้องถิ่นเกิดความรู้สึกว่าไม่ได้รับความเป็นธรรม ดังนั้น การเพิ่มขึ้นของเงินลงทุนโดยตรงจึงเกิดขึ้นพร้อมๆ กับการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศโดยชาวมาเลเซีย

ตารางที่ 9 สมการถดถอย (OLS Regression) แสดงปัจจัยที่อธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศไทย

ตัวแปรอิสระ	วิธีวัดการโยกย้ายทุน			
	Cuddington	World Bank	Morgan	Cline
1. CHINF		-1.2009 (-2.3474)*	-1.3876 (-1.3381)****	-1.5882 (-1.5124)***
2. FINC	56.7460 (2.0959) ^{1*}			
3. OVAL	-30.3411 (-1.8843)**			
4. FDI	0.8897 (2.1805)*	6.7820 (6.0553)*		3.1651 (1.8580)**
5. GBUD			0.5476 (1.7512)**	0.5966 (1.9121)**
6. CAD			0.9599 (2.2429)*	1.1034 (2.7183)*
7. DUM			35.3675 (2.0360)**	40.7254 (2.4456)*
R ²	0.7229	0.6789	0.4488	0.4777
Durbin – Watson stat	1.5782	2.1818	1.9900	1.9419
Prob (F-statistic)	0.0000	0.0001	0.0288	0.0167

¹ ตัวเลขในวงเล็บแสดงถึงค่า t-statistic ของตัวแปรอิสระที่ได้จากสมการถดถอย

- * Significant at the 5 % level (two-tail)
- ** Significant at the 10 % level (two-tail)
- *** Significant at the 15 % level (two-tail)
- **** Significant at the 20 % level (two-tail)

ในส่วนของการโยกย้ายทุนแบบโดยอ้อมนั้น ตัวแปรการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อ (CHINF) สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศมาเลเซียได้ โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% 15% และ 20% แต่มีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นลบซึ่งตรงข้ามกับสมมติฐาน สำหรับตัวแปรที่สองคือ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ มีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะวิธีการวัดของ World Bank (1985) และของ Cline (1987) ที่ระดับ 5% และ 15% ตามลำดับ โดยมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกสอดคล้องกับแนวคิด Discriminatory-Treatment Perspective ตัวแปรที่สามคือ การขาดดุลงบประมาณของรัฐบาล (GBUD) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% เฉพาะวิธีการวัดของ Morgan Guaranty Trust (1986) และของ Cline (1987) และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกสอดคล้องกับสมมติฐานคือ การขาดดุลงบประมาณที่สูงขึ้น จะนำไปสู่การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมากขึ้น ตัวแปรที่สี่คือ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (CAD) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% เฉพาะวิธีการวัดของ Morgan Guaranty Trust (1986) และของ Cline (1987) และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกสอดคล้องกับสมมติฐานคือ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่สูงขึ้น เป็นสัญญาณที่ไม่ดีต่อภาวะเศรษฐกิจของประเทศ จึงเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ สุดท้ายคือ ตัวแปร DUM มีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะวิธีการวัดของ Cline (1987) และของ Morgan Guaranty Trust (1986) ที่ระดับ 5% และ 10% ตามลำดับ และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวก ซึ่งหมายความว่า วิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ได้ทำให้มีการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมาเลเซียมากขึ้น

จ. ประเทศเกาหลีใต้

ตารางที่ 10 แสดงผลการทดสอบสมการถดถอยในกรณีของประเทศเกาหลีใต้ โดยในส่วนของการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยตรงของ Cuddington (1986) นั้น มีตัวแปร 3 ตัวที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศเกาหลีใต้ได้คือ ตัวแปรที่หนึ่งการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 15% และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นลบสอดคล้องกับแนวคิด Investment-Climate Perspective กล่าวคือถ้าบรรยากาศของการลงทุนในประเทศดี โดยสะท้อนออกมาในรูปของระดับความเสี่ยงที่ต่ำเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน จะเป็นปัจจัยกระตุ้นให้การมีลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศมากขึ้น ขณะเดียวกันนักลงทุนในประเทศจะมีการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศน้อยลง เพราะการลงทุนในประเทศน่าดึงดูดใจกว่าการลงทุนในต่างประเทศ สำหรับตัวแปรที่สองคือ การขาดดุลงบประมาณของรัฐบาล (GBUD) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกสอดคล้องกับสมมติฐาน สุดท้ายคือ ตัวแปรการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (CAD) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5%

ตารางที่ 10 สมการถดถอย (OLS Regression) แสดงปัจจัยที่อธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศเกาหลีใต้

ตัวแปรอิสระ	วิธีวัดการโยกย้ายทุน			
	Cuddington	World Bank	Morgan	Cline
1. CHINF				
2. FINC			16.7282 (1.3875)****	
3. OVAL		-0.0621 (-2.2093)*	-0.0514 (-2.4576)*	-0.0467 (-2.3462)*
4. FDI	-0.5881 (-1.6008) ¹ ***			
5. GBUD	0.0724 (2.2080)*	-0.5286 (-3.1433)*	-0.3109 (-2.3655)*	-0.2907 (-2.1974)*
6. CAD	0.1366 (2.3602)*	3.3368 (9.4496)*	2.7588 (10.3647)*	2.6752 (10.3611)*
7. DUM		-11.0358 (-1.8170)**	-9.3420 (-1.9869)**	-8.9326 (-1.9323)**
R ²	0.7729	0.8157	0.8630	0.8556
Durbin – Watson stat	1.9601	2.1625	2.2717	2.2289
Prob(F-statistic)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

¹ ตัวเลขในวงเล็บแสดงถึงค่า t-statistic ของตัวแปรอิสระที่ได้จากสมการถดถอย

* Significant at the 5 % level (two-tail)

** Significant at the 10 % level (two-tail)

*** Significant at the 15 % level (two-tail)

**** Significant at the 20 % level (two-tail)

สำหรับการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยอ้อมนั้น มีตัวแปร 5 ตัวที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกจากประเทศเกาหลีใต้ได้คือ ตัวแปรที่หนึ่งส่วนต่างระหว่างประเทศอัตราดอกเบี้ยสกุลเงินดอลลาร์ สรอ. กับสกุลเงินวอน (FINC) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 15% เฉพาะวิธีการวัดของ Morgan Guaranty Trust (1986) และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกตรงตามสมมติฐาน ตัวแปรที่สองคือ ค่าเงินสกุลท้องถิ่นที่สูงเกินจริง (OVAL) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% เหมือนกันทั้งสามวิธีการวัดการโยกย้ายทุน แต่มีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นลบซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐาน กล่าวคือ มูลค่าเงินสกุลวอนที่สูงเกินจริงกลับนำไปสู่การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศเกาหลีใต้น้อยลง สำหรับตัวแปรที่สามคือ การขาดดุลงบประมาณของรัฐบาล (GBUD) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ทุกกรณี และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นลบซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐาน กล่าวคือ การขาดดุลงบประมาณของรัฐบาล กลับทำให้มีการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศเกาหลีใต้น้อยลง ตัวแปรที่สี่คือ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (CAD) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ทุกกรณี และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกสอดคล้องกับสมมติฐาน กล่าวคือ การที่ประเทศมีดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุล ถือเป็นสัญญาณที่ไม่ดีที่อาจนำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย จึงเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมากขึ้น สุดท้ายคือ ตัวแปร DUM มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% ทุกกรณี และมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นลบซึ่งหมายความว่า วิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 กลับทำให้มีการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศเกาหลีใต้ลดลง ทั้งนี้ เป็นที่น่าสังเกตว่าข้อค้นพบนี้เกิดขึ้นกับประเทศเกาหลีใต้เพียงประเทศเดียว ขณะที่กลุ่มตัวอย่างอีก 4 ประเทศมีผลในทิศทางตรงกันข้าม

6.4 การประยุกต์ใช้ผลการวิจัยในเชิงนโยบาย

จากผลการวิจัยในเชิงประจักษ์ที่พบว่า ปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจมหภาคของประเทศซึ่งสะท้อนออกมาในเรื่องของระดับอัตราเงินเฟ้อภายในประเทศ มูลค่าที่แท้จริงของเงินตราสกุลท้องถิ่น รวมทั้งระดับอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ ล้วนเป็นปัจจัยที่กระตุ้นให้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศภูมิภาคเอเชีย ดังนั้น รัฐบาลของประเทศต่าง ๆ ควรให้ความสนใจกับการเลือกดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ ที่จะสามารถรักษาความสมดุลและความมีเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ เช่น การรักษาระดับอัตราเงินเฟ้อภายในประเทศให้อยู่ในระดับที่พอเหมาะและไม่ให้มีการเปลี่ยนแปลงรวดเร็วเกินไป รวมทั้งการเลือกใช้ระบบปรัรวรรตเงินตราต่างประเทศที่เหมาะสมกับโครงสร้างทางเศรษฐกิจของประเทศ เพื่อที่จะทำให้เงินสกุลท้องถิ่นมีการสะท้อนค่าที่ใกล้เคียงกับความเป็นจริงมากที่สุด

ทั้งนี้ ที่ผ่านมามีพบว่ารัฐบาลของประเทศที่กำลังพัฒนาหลายประเทศ มักหลีกเลี่ยงที่จะทำการปรับเปลี่ยนนโยบายเศรษฐกิจที่จะมีผลกระทบต่อค่าเงินสกุลท้องถิ่นของตน ด้วยเหตุผลของความมั่นคงทางการเมืองของรัฐบาลเป็นหลัก จึงทำให้เมื่อเวลาผ่านไปค่าเงินสกุลท้องถิ่นของหลายประเทศ มีมูลค่าที่บิดเบือนไปจากความเป็นจริงมาก โดยที่รัฐบาลไม่ได้ตระหนักว่าสถานการณ์ดังกล่าว สามารถนำไปสู่ปัญหาต่างๆ ที่รุนแรง และสร้างความเสียหายอย่างใหญ่หลวงให้แก่ประเทศชาติได้ เช่น การถูกโจมตีค่าเงินโดยนักเก็งกำไร หรือการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศจำนวนมาก เป็นต้น นอกจากนี้ การเลือกใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสม และสอดคล้องกับทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยสกุลหลักของโลกคือ สกุลเงินดอลลาร์ สรอ. นั้น จะสามารถลดระดับความรุนแรงของปัญหาการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศได้ เนื่องจากยิ่งตลาดการเงินของประเทศต่างๆ มีความเชื่อมโยงกับตลาดการเงินระหว่างประเทศมากขึ้นเท่าใด การเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดต่างๆ ก็จะมีมากขึ้นเท่านั้น ดังนั้น การมีระดับอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศที่เหมาะสม จะเป็นการลดความเหลื่อมล้ำของผลตอบแทนจากการลงทุนระหว่างนักลงทุนท้องถิ่นกับนักลงทุนต่างชาติได้

สำหรับผลการวิจัยที่สามารถนำมาประยุกต์ใช้ในเชิงนโยบายได้อีกแง่มุมหนึ่งคือ ข้อค้นพบที่ว่าเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศสามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศได้ โดยผลการวิจัยส่วนใหญ่สนับสนุนแนวคิด Discriminatory – Treatment Perspective ทั้งนี้ เป็นที่ทราบกันดีว่ากลุ่มประเทศที่รวมอยู่ในการศึกษานี้ล้วนเป็นประเทศที่ได้ดำเนินนโยบายอย่างต่อเนื่อง ในการปรับโครงสร้างเศรษฐกิจของตนไปสู่การเป็นประเทศอุตสาหกรรมหรือกึ่งอุตสาหกรรม โดยมุ่งเน้นให้มีการขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็ว และเมื่อเงินออมภายในประเทศมีไม่เพียงพอกับขยายตัวทางเศรษฐกิจ ทุกประเทศจำเป็นต้องพึ่งพาเงินลงทุนจากต่างประเทศจำนวนมาก จึงทำให้เกิดการแข่งขันกันอย่างหนักเพื่อที่จะช่วงชิงเงินลงทุนจากต่างชาติ โดยที่รัฐบาลของประเทศต่างๆ ได้พยายามที่จะให้สิทธิพิเศษแก่นักลงทุนต่างชาติที่เข้ามาลงทุนโดยตรงในประเทศ ทั้งที่บางประเภทธุรกิจนั้นได้มีผู้ประกอบการท้องถิ่นดำเนินการอยู่แล้วในขณะนั้น อย่างไรก็ตาม การให้สิทธิพิเศษด้านการลงทุนอาจมิได้ครอบคลุมถึงกิจการท้องถิ่นด้วย จึงทำให้เกิดความเหลื่อมล้ำของโอกาสทางการลงทุน โดยผู้ประกอบการท้องถิ่นตกเป็นฝ่ายเสียเปรียบ นักลงทุนจากต่างชาติ เมื่อสถานการณ์ความเหลื่อมล้ำดังกล่าวดำเนินต่อไป นักลงทุนท้องถิ่นจึงทำการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ เพื่อไปแสวงหาโอกาสทางการลงทุนที่ดีกว่า ดังนั้น รัฐบาลของประเทศต่างๆ ควรตระหนักถึงปัญหาดังกล่าวข้างต้น และทำการทบทวนมาตรการส่งเสริมการลงทุนของประเทศ ว่าจะจะเป็นสาเหตุที่นำไปสู่ปัญหาการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศหรือไม่ พร้อมทั้งหาแนวทางปรับปรุงแก้ไขอย่างเหมาะสม

นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังแสดงว่า ปัจจัยความเสี่ยงที่สะท้อนออกมาในรูปของการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและการขาดดุลงบประมาณของรัฐบาล จะนำไปสู่การโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมากขึ้น ทั้งนี้ เนื่องจากปัจจัยดังกล่าวเป็นสัญญาณบ่งชี้ถึงโอกาสที่จะเกิดสภาวะเศรษฐกิจถดถอยขึ้นได้กับประเทศนั้นๆ ดังนั้น รัฐบาลควรให้ความสนใจกับการลดปัจจัยความเสี่ยงของการลงทุน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ส่งเสริมบรรยากาศการลงทุน (Investment Climate) ที่ดีให้เกิดขึ้นภายในประเทศ เมื่อบรรยากาศของการลงทุนดีขึ้นหรือปัจจัยความเสี่ยงของการลงทุนลดลง ความต้องการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศก็จะลดลงไปด้วย

7. บทสรุป

งานวิจัยนี้ทำการศึกษากการโยกย้ายทุนออกจากประเทศในภูมิภาคเอเชีย 5 ประเทศ อันประกอบด้วยไทย ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย มาเลเซีย และเกาหลีใต้ ซึ่งเป็นกลุ่มประเทศที่ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 โดยการศึกษาได้ใช้ข้อมูลรายไตรมาสของแต่ละประเทศที่ครอบคลุมระยะเวลาดังตั้งปี พ.ศ. 2534 ถึง 2543 ทั้งนี้ ในเบื้องต้นได้พบหลักฐานสนับสนุนว่า ได้เกิดการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศกลุ่มตัวอย่างทั้ง 5 ประเทศอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ มูลค่าสะสมของการโยกย้ายทุนในรอบระยะเวลา 10 ปี มีตัวเลขต่ำสุดตั้งแต่ 8.49 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในกรณีของประเทศอินโดนีเซีย ถึงสูงสุดเท่ากับ 25.71 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในกรณีของประเทศไทย และตัวเลขการโยกย้ายทุนที่เป็นเปอร์เซ็นต์ต่อ GDP ต่ำสุดเท่ากับ 4.69 ในกรณีของประเทศอินโดนีเซีย ถึงสูงสุดเท่ากับ 19.46 ในกรณีของประเทศฟิลิปปินส์ [เมื่อพิจารณาจากวิธีการวัดการโยกย้ายทุนแบบโดยตรงของ Cuddington (1986)] นอกจากนี้ ในการทดสอบการเปลี่ยนแปลงโครงสร้าง (Structural Change) ของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศ พบว่าวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ได้ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างของการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศต่างๆ อย่างมีนัยสำคัญ ทั้งวิธีการวัดแบบโดยตรงและแบบโดยอ้อม ผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับการศึกษาในอดีตที่พบว่า วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินที่เกิดขึ้นกับประเทศต่างๆ มักเป็นต้นเหตุให้มีการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

ในการทดสอบสมการถดถอยเพื่อหาปัจจัยที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศต่างๆ นั้น พบว่าในกรณีของประเทศไทยมี 5 ปัจจัยที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศไทยได้คือ การเพิ่มขึ้นของ อัตราเงินเฟ้อในประเทศ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยสกุลเงินดอลลาร์ สรอ. กับสกุลบาท มูลค่าที่สูงเกินจริงของ เงินสกุลบาท การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ และสุดท้ายคือ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด สำหรับในกรณีของ ประเทศฟิลิปปินส์นั้น มี 4 ปัจจัยที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศฟิลิปปินส์คือ ส่วนต่างระหว่าง อัตราดอกเบี้ยสกุลดอลลาร์ สรอ. กับสกุลเปโซ มูลค่าที่สูงเกินจริงของเงินสกุลเปโซ เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ และสุดท้ายคือ การขาดดุลงบประมาณของรัฐบาล

ในกรณีของประเทศอินโดนีเซียมี 5 ปัจจัยที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศอินโดนีเซียคือ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยสกุลดอลลาร์ สรอ. กับสกุลรูเปียห์ มูลค่าที่สูงเกินจริงของสกุลรูเปียห์ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ การขาดดุลงบประมาณของรัฐบาล และสุดท้ายคือ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด สำหรับในกรณี ของประเทศมาเลเซียมี 6 ปัจจัยที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศมาเลเซียคือ การเพิ่มขึ้นของ อัตราเงินเฟ้อในประเทศ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยสกุลดอลลาร์ สรอ. กับสกุลริงกิต มูลค่าที่สูงเกินจริงของเงิน สกุลริงกิต การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ การขาดดุลงบประมาณของรัฐบาล และสุดท้ายคือ การขาดดุลบัญชีเดิน สะพัด ส่วนกรณีของประเทศเกาหลีใต้ มี 5 ปัจจัยที่สามารถอธิบายการโยกย้ายทุนออกนอกประเทศเกาหลีใต้คือ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยสกุลดอลลาร์ สรอ. กับสกุลวอน มูลค่าเงินสกุลวอนที่สูงเกินจริง การลงทุนโดยตรงจาก ต่างประเทศ การขาดดุลงบประมาณของรัฐบาล และสุดท้ายคือ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด



บรรณานุกรม

- Antzoulatos, Angelos A. and Theodosios Sampaniotis (2002), "Capital Flight in the 1990s – Lessons from Eastern Europe," Working Paper presented at the 51st International Atlantic Economic Conference in Athens, Greece.
- Cuddington, John T. (1986), "Capital Flight, Issues, and Explanations," *Studies in International Finance*, no. 58, Princeton, N.J., Princeton University, International Finance Section.
- Cuddington, John T. (1987), "Macroeconomic Determinants of Capital Flight: An Econometric Investigation," in Donald R. Lessard and John Williamson, eds., *Capital Flight and Third World Debt*, Washington D.C., Institute for International Finance Section.
- Cumby, R., and R. Levich (1987), "On the Definition and Magnitude of Recent Capital Flight," in Donald R. Lessard and John Williamson, eds., *Capital Flight and Third World Debt*, Washington D.C., Institute for International Finance Section.
- Cline, William R. (1987), "Discussion" (of Chapter 3), in Donald R. Lessard and John Williamson, eds., *Capital Flight and Third World Debt*, Washington D.C., Institute for International Economics.

- Dooley, Michael P. (1987), "Capital Flight, A Response to Differences in Financial Risks," *International Monetary Fund Staff Papers*, no. 34, pp. 422-436.
- Gibson, Heather D., and Euclid Tsakalotos (1993), "Testing a Flow Model of Capital Flight in Five European Countries," *The Manchester School*, Vol. LXI, no.2, pp. 144-166.
- International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, Washington D.C., International Monetary Fund, various issues.
- Kant, Chander (1996), "Foreign Direct Investment and Capital Flight," *Studies in International Finance*, no. 80, Princeton, N.J., Princeton University, International Finance Section.
- Khan, Moshin S., and Nadeem Ul Haque (1985), "Foreign Borrowing and Capital Flight," *International Monetary Fund Staff Papers*, no. 32, pp. 2-15.
- Kindleberger, C. P. (1987), "A Historical Perspective," in Donald R. Lessard and John Williamson, eds., *Capital Flight and Third World Debt*, Washington D.C., Institute for International Economics.
- Loungani, Prakash and Paolo Mauro (2000), "Capital Flight from Russia," *IMF Policy Discussion Paper*, International Monetary Fund.
- Morgan Guaranty Trust Company, (1986), "LDC Capital Flight," *World Financial Markets*, March, pp. 13-15.
- Pastor, Manuel Jr. (1990), "Capital Flight from Latin America," *World Development*, Vol. 18, no. 1, pp. 1-18.
- Walter, Ingo (1989), *Secret Money*, London, Urwin Hyman.
- World Bank, *World Debt Tables*, Washington D.C., World Bank, various issues.
- World Bank, *World Development Report 1985*, Washington D.C., World Bank, 1985.
- กชกร จันทนวรรณ, "กรณีศึกษา:เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศของประเทศไทย," *วิทยานิพนธ์หลักสูตรมหาบัณฑิต คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*, 2543.