



รายงานวิจัยฉบับสมบูรณ์

เรื่อง

ผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายภายในกลุ่มประเทศอาเซียน+3 ต่อระบบเศรษฐกิจไทยและประเทศสมาชิก (Impact of Intra-regional Capital Flows on the ASEAN +3 economies)

รายชื่อคณะผู้วิจัย

พิสิทธิ์ พัวพันธ์
วิภารัตน์ ปั่นเปี่ยมรัชฎ์
ปิยศักดิ์ มานะสันต์
สุชีรา ศรีทอง
ชฎิล โรจนานนท์
สิริกมล อุดมผล
ศศิณ พริ้งพงษ์
พิมพ์นารา หิรัญกสิ
ยุทธภูมิ จารุเสรี
คงขวัญ ตีลา
จงกล คำไ้

มีนาคม 2553

รายชื่อที่ปรึกษาและคณะผู้วิจัย

รายชื่อ	ตำแหน่ง	หน่วยงาน
นายศิระ หงษ์นภา	ที่ปรึกษาโครงการ	สถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง
นายพิสิทธิ์ พัวพันธ์	หัวหน้าโครงการ	สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง
นางวิภารัตน์ ปิ่นเปี่ยมรัชฎ์	นักวิจัย	สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง
นางสาวสุธีรา ศรีทอง	นักวิจัยภายนอก	สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง
นายปิยศักดิ์ มานะสันต์	นักวิจัยภายนอก	สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง
นายชฎิล โรจนานนท์	นักวิจัย	สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง
นางสาวสิริกมล อุดมผล	นักวิจัย	สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง
นางสาวพิมพ์นารา หิรัญกสิ	นักวิจัย	สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง
นายจกกล คำไ้	นักวิจัย	สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง
นายศสิน พริ้งพงษ์	นักวิจัย	สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง
นายยุทธภูมิ จารุเสรี	นักวิจัย	สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง
นางสาวคงขวัญ ศิลา	นักวิจัย	สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

สารบัญ

สารบัญ.....	5
(Executive Summary).....	1
บทที่ 1.....	9
ความเป็นมาและเป้าหมายของโครงการวิจัย.....	9
1.1. วัตถุประสงค์ของโครงการวิจัย.....	10
1.2. ขอบเขตของโครงการวิจัย.....	10
1.3. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	11
บทที่ 2.....	13
แนวคิดทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Theoretical and Empirical Reviews).....	13
2.1. ทฤษฎีของเงินทุนเคลื่อนย้าย (Theory of Capital Flows).....	13
2.1.1. ทฤษฎีการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจจากภายใน (Endogenous Growth Theory).....	13
2.1.2. ทดสอบทฤษฎีโดยใช้แบบจำลองเปรียบเทียบรายประเทศ (Cross-country analysis).....	15
2.1.3. ทฤษฎีประสิทธิผลของนโยบายเศรษฐกิจและการจัดการตลาดการเงิน (Contingent effects and sequencing).....	16
2.2. ผลการศึกษาวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	18
2.2.1. กลไกการส่งผ่านของทุนเคลื่อนย้ายสู่ระบบเศรษฐกิจมหภาค.....	18
(Transition Mechanism of Capital Flow).....	18
2.2.2. รูปแบบเงินทุนเคลื่อนย้ายและผลกระทบต่อเศรษฐกิจ.....	20
บทที่ 3.....	25
กลไกการกำกับดูแลการเงินทุนเคลื่อนย้ายภายในกลุ่มประเทศอาเซียน +3.....	25
3.1. ประเทศไทย.....	25
3.1.1. การลงทุนโดยตรงของต่างชาติ (Foreign direct investment).....	26
3.1.2. การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment).....	27
3.1.3. ดุลบัญชีเดินสะพัด (Current account: Trade of goods and services).....	27
3.1.4. การกู้ยืมและการชำระคืน (Loan inflows and repayment).....	28
3.2. ประเทศญี่ปุ่น.....	28
3.2.1. การลงทุนโดยตรงของต่างชาติ (Foreign direct investment).....	29
3.2.2. การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment).....	29
3.2.3. การลงทุนในพันธบัตร (Bond investment).....	29
3.2.4. ดุลบัญชีเดินสะพัด (Current account: Trade of goods and services).....	30
3.2.5. การกู้ยืมและการชำระคืน (Loan inflows and repayment).....	30
3.3. ประเทศเกาหลีใต้.....	30
3.3.1. การลงทุนโดยตรงของต่างชาติ (Foreign direct investment).....	31
3.3.2. การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment).....	32
3.3.3. การลงทุนในพันธบัตร (Bond investment).....	32
3.3.4. ดุลบัญชีเดินสะพัด (Current account: Trade of goods and services).....	32
3.3.5. การกู้ยืมและการชำระคืน (Loan inflows and repayment).....	33
3.4. ประเทศสิงคโปร์.....	34
3.4.1. การลงทุนโดยตรงของต่างชาติ (Foreign direct investment).....	34
3.4.2. การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment).....	35
3.4.3. ดุลบัญชีเดินสะพัด (Current account: Trade of goods and services).....	35
3.4.4. การกู้ยืมและการชำระคืน (Loan inflows and repayment).....	35

3.5. ประเทศมาเลเซีย.....	36
3.5.1 การลงทุนโดยตรงจากต่างชาติ (Foreign direct investment)	36
3.5.2 การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment).....	37
3.5.3 ดุลบัญชีเดินสะพัด (Current account)	37
3.5.4 การกู้ยืมและการชำระคืน (Loan inflows and repayment).....	38
บทที่ 4	39
แบบจำลองและข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Methodology)	39
4.1. แบบจำลองแยกรายประเทศของกลุ่มสมาชิกอาเซียน+3.....	39
4.2. แบบจำลองโดยรวมกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และยุโรป	44
บทที่ 5	49
การศึกษาวเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นและผลการศึกษา (Analysis of Data and results)	49
5.1. ประเทศไทย.....	52
5.1.1. โครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศไทย.....	52
5.1.2. ความเป็นมาของเงินทุนเคลื่อนย้ายในประเทศไทย.....	54
5.1.3. นโยบายการเงิน ตลาดการเงิน และเงินทุนเคลื่อนย้าย.....	56
5.2. ประเทศญี่ปุ่น.....	58
5.2.1 โครงสร้างเศรษฐกิจประเทศญี่ปุ่น	58
5.2.2 ความเป็นมาของเงินทุนเคลื่อนย้ายประเทศญี่ปุ่น.....	61
5.2.3 นโยบายการเงิน ตลาดการเงิน และเงินทุนเคลื่อนย้าย.....	64
5.3. ประเทศเกาหลีใต้	65
5.3.1 โครงสร้างเศรษฐกิจประเทศเกาหลีใต้.....	65
5.3.2 ความเป็นมาของเงินทุนเคลื่อนย้ายในประเทศเกาหลีใต้	68
5.3.3 นโยบายการเงิน ตลาดการเงิน และเงินทุนเคลื่อนย้าย.....	72
5.4. ประเทศสิงคโปร์	74
5.4.1 โครงสร้างเศรษฐกิจประเทศสิงคโปร์.....	74
5.4.2 ความเป็นมาของเงินทุนเคลื่อนย้ายในประเทศสิงคโปร์	76
5.4.3 นโยบายการเงิน ตลาดการเงิน และเงินทุนเคลื่อนย้าย.....	78
5.5. ประเทศมาเลเซีย.....	79
5.5.1 โครงสร้างเศรษฐกิจประเทศมาเลเซีย	79
5.5.2 ความเป็นมาของเงินทุนเคลื่อนย้ายในประเทศมาเลเซีย.....	82
5.5.3 นโยบายการเงิน ตลาดการเงิน และเงินทุนเคลื่อนย้าย.....	85
บทที่ 6	89
ผลการศึกษาจากแบบจำลอง (Estimated results)	89
6.1. ผลการศึกษาจากแบบจำลองแยกรายประเทศ	89
6.1.1 ประเทศไทย	89
6.1.2 ประเทศญี่ปุ่น	107
6.1.3 ประเทศมาเลเซีย.....	124
6.2. การศึกษาโดยแบบจำลองของกลุ่มประเทศ.....	139
6.2.1 อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ	139
6.2.2 การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่.....	141
6.2.3 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้.....	143
6.2.4 ดัชนีค่าเงินภูมิภาคที่แท้จริง	144
6.2.5 อัตราการว่างงาน.....	146

สรุปผลการศึกษารายประเทศและรวมกลุ่มประเทศ	148
ข้อเสนอเชิงนโยบาย	151
7.1. ข้อเสนอเชิงนโยบายเพื่อสนับสนุนการลงทุนโดยตรง (Foreign Direct Investment) และการลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment) ระหว่างประเทศในภูมิภาคเอเชีย	152
7.1.1. ข้อเสนอเชิงนโยบายในระดับประเทศสมาชิกเพื่อสนับสนุนการลงทุนโดยตรง (Foreign Direct Investment) และการลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment)	152
7.1.2. ข้อเสนอเชิงนโยบายในระดับภูมิภาค (อาเซียน+3) เพื่อสนับสนุนการลงทุนโดยตรง (Foreign Direct Investment) และการลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment)	153
7.2. ข้อเสนอเชิงนโยบายเพื่อการบริหารจัดการเงินกู้จากต่างประเทศ (External Debt) ของภูมิภาคเอเชีย	155
7.2.1. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายในระดับประเทศ (Country-level)	156
7.2.2. ข้อเสนอแนะในระดับภูมิภาคและระหว่างประเทศ (Regional and International Level)	157
ภาคผนวก ก	160
ตารางที่ 5 สรุปแบบจำลอง	168
ภาคผนวก ข	169
เอกสารอ้างอิง	185

บทสรุปผู้บริหาร (Executive Summary)

เศรษฐกิจของภูมิภาคเอเชียถือเป็นเศรษฐกิจแบบเปิด (Open Economy) ที่พึ่งพาการค้าระหว่างประเทศ และเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ (International Capital Flows) ที่ส่งผลกระทบต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของภูมิภาคและเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ในภูมิภาค ซึ่งการเคลื่อนย้ายเงินทุนนั้นมีทั้งข้อดีและข้อเสียที่ประเทศต่างๆ พึ่งต้องระมัดระวัง โดยการเคลื่อนย้ายของเงินทุนเสรีและเป็นจำนวนมาก ทำให้มีผลกระทบในด้านความผันผวนทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น สะท้อนได้จากความเชื่อมโยงของตลาดเงินและตลาดทุนไทยที่มีมากขึ้น ซึ่งเมื่อประเทศใดประเทศหนึ่งเกิดปัญหาทางเศรษฐกิจก็จะส่งผลกระทบต่อเนื่องภายในภูมิภาค (Contagion Effect) ดังจะเห็นได้จากปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจโลก (Global Financial Crisis) ที่เกิดขึ้นในช่วงปลายปี 2551

ดังนั้น โครงการวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อพัฒนาแบบจำลองศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายภายในกลุ่มประเทศอาเซียน+3 และกลุ่มประเทศยุโรป ต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศสมาชิก และการเปรียบเทียบผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายภายในกลุ่มประเทศอาเซียน+3 และกลุ่มประเทศยุโรปที่มีการรวมตัวทางการเงินมาก่อนหน้า อันจะสามารถทำให้มีข้อเสนอแนะเชิงนโยบายที่จะสามารถใช้รองรับความผันผวนของสถานการณ์ทางเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจภูมิภาคในอนาคต และพิจารณาแนวทางการร่วมมือทางการเงินระหว่างประเทศ และนโยบายการเปิดเสรีทางการเงินและการลงทุนระหว่างกันของประเทศสมาชิกอาเซียน โดยโครงการวิจัยได้พัฒนาแบบจำลองเพื่อการศึกษาและเปรียบเทียบผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายภายในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 โดยการศึกษาจะมุ่งเน้นการพัฒนาแบบจำลองเพื่อใช้ประโยชน์ในการวิเคราะห์ผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายภายในกลุ่มประเทศ (Intraregional Capital Flow) ต่อตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค (Macroeconomic Variables) ที่สำคัญ 7 ตัวแปรหลัก คือ (1) อัตราการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Growth in Gross Domestic Product) (2) อัตราเงินเฟ้อ (Inflation) (3) อัตราดอกเบี้ย (Interest Rate) (4) อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate) (5) ดัชนีการลงทุนภายในประเทศ (Domestic Investment Index) (6) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ (Stock Exchange Index) (7) อัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) สำหรับตัวแปรเงินทุนเคลื่อนย้ายภายในกลุ่มประเทศนั้น ได้แก่ เงินลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศ (Foreign Direct Investment: FDI) และเงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Foreign Portfolio Investment) ทั้งนี้ จำนวนประเทศที่ได้ศึกษาจะจัดอยู่ในกลุ่มประเทศในภูมิภาคเอเชียที่มีขนาดเศรษฐกิจที่ใหญ่และมีบทบาทสำคัญในภูมิภาคทั้งในด้านเศรษฐกิจ สังคมและการเมือง อันประกอบด้วย 5 ประเทศ ได้แก่ ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ ไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย โดยทำการศึกษาเชิงเปรียบเทียบกับกลุ่มประเทศยุโรป

จากผลการศึกษาฯ สามารถสรุปได้ว่า ในกรณีของประเทศไทย การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ในช่วง 2-3 ไตรมาส หลังจากที่มีการไหลเข้าของการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 กล่าวคือ หากการไหลเข้าของเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในช่วง 2 และ 3 ไตรมาสก่อนหน้าปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้ผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ในไตรมาสปัจจุบันปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.08 และ 0.052 ต่อไตรมาส ตามลำดับ (จัดผลทางฤดูกาลแล้ว) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนั้น การเข้ามาลงทุนของต่างชาติจะช่วยส่งเสริมให้มีการจ้างงานเพิ่มขึ้น และมีการลงทุนในอุตสาหกรรมต้นน้ำและปลายน้ำ รวมถึงมีการผลิตเพื่อการส่งออกมากขึ้น จึงอาจกล่าวได้ว่าการนำเงินลงทุนของต่างชาตินั้น นอกจากจะเป็นการสนับสนุนผลิตภัณฑ์มวลรวมโดยตรงของประเทศไทยแล้วยังเป็นการสนับสนุนการบริโภคภาคเอกชน และการส่งออกซึ่งเป็นองค์ประกอบของผลิตภัณฑ์มวลรวมในระยะ 2-3 ไตรมาสหลังจากที่มีเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เข้ามายังประเทศไทย

ในขณะที่เมื่อพิจารณาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจทั้งในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และในกลุ่มประเทศยุโรป พบว่า ในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Intra-regional FDI) มีผลเชิงบวกต่ออัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของภูมิภาค ในขณะที่พบว่า เงินลงทุนในหลักทรัพ์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ ไม่มีผลอย่างนัยสำคัญต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ โดยกล่าวได้ว่า การเพิ่มขึ้นของเงินลงทุนโดยตรง ที่ร้อยละ 1.0 ต่อ GDP ส่งผลให้ GDP ขยายตัวเพิ่มขึ้นที่ร้อยละ 0.083 ต่อปี ผลการศึกษานี้สนับสนุนข้อสรุปของผลงานวิจัยส่วนใหญ่ที่กล่าวว่า เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศมีผลต่อการลงทุน และการสร้างประสิทธิภาพการทำงานด้วย (Domestic productivity) เพื่อนำไปสู่การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจทั้งในระยะสั้นและระยะยาว ในกรณีของกลุ่มประเทศยุโรป การศึกษาพบว่า ทั้งเงินลงทุนโดยตรงและเงินลงทุนในหลักทรัพ์จากกลุ่มประเทศยุโรป (Intra-regional capital flows) ไม่มีผลอย่างนัยสำคัญต่อ GDP อย่างไรก็ดีตาม เป็นที่น่าสังเกตว่าเงินลงทุนโดยตรงที่มาจากนอกภูมิภาคยุโรปมีผลเชิงบวกต่อเศรษฐกิจ โดยพบว่า เมื่อเงินลงทุนโดยตรงเพิ่มสูงขึ้นร้อยละ 1.0 ต่อ GDP ส่งผลให้ GDP เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.024 ต่อปี

ดังนั้น จะเห็นได้ว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้ามาสู่ประเทศในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียนมีผลให้เกิดทั้งผลดีและผลเสีย ส่งผลกระทบทำให้เกิดความผันผวนต่อเศรษฐกิจ โดยขึ้นอยู่กับชนิดของเงินทุนเคลื่อนย้ายระยะยาว หรือระยะสั้น อย่างไรก็ดีตาม เป็นที่รู้กันดีว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายมีส่วนช่วยในการเข้าสู่แหล่งทุนได้ง่ายขึ้น ทำให้ผลตอบแทนต่อปัจจัยทุนเพิ่มมากขึ้น และยังมีส่วนในการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตของประเทศ (Domestic Productivity) จากการศึกษาส่วนใหญ่เน้นไปที่ความผันผวนของการเคลื่อนย้าย

ของเงินทุน (Volatility of capital flows) ในกลุ่มประเทศเกิดใหม่และประเทศที่กำลังพัฒนา (Emerging and developing countries) ประเทศเหล่านี้ต้องเผชิญกับความไม่แน่นอนของการไหลเข้าและออกของเงินทุน เคลื่อนย้าย ทำให้ผู้ดำเนินนโยบายการเงินต้องเข้าไปกำกับดูแลอย่างใกล้ชิดเพื่อให้เกิดประโยชน์ต่อประเทศ และสร้างความเสียหายน้อยที่สุด ในระหว่างปี 2541 ถึง 2551 เงินทุนเคลื่อนย้ายจากการลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศ (FDI flows) ในกลุ่มประเทศเกิดใหม่และประเทศกำลังพัฒนามีแนวโน้มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศเอเชียกำลังพัฒนาที่เพิ่มสูงขึ้นจาก 53 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2541 มาอยู่ที่ระดับ 140 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ แสดงให้เห็นถึงความสำคัญของการลงทุนต่างชาติที่มีต่อเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชีย อย่างไรก็ตาม การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio flows) ยังมีความผันผวนอยู่มาก ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการดำเนินนโยบายด้านการเงินของกลุ่มประเทศดังกล่าว

ในการนี้ โครงการวิจัยฯ ได้มีข้อเสนอเชิงนโยบายเพื่อสนับสนุนการลงทุนโดยตรง (Foreign Direct Investment) และการลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment) เช่น (1) การปรับลดภาษีอากรการนำเข้า (Tariffs) และมาตรการที่มีใช้ภาษีอากร (Non-Tariff Barriers) ตามพันธกิจที่ประเทศนั้นๆ ได้ตกลงไว้ภายใต้กรอบ ASEAN Free Trade Agreement และกรอบ World Trade Organization อย่างจริงจังและเป็นรูปธรรม เพื่อเอื้อประโยชน์ในเรื่องการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศสมาชิก (2) การลดขั้นตอนและเงื่อนไขสำหรับการจัดตั้งบริษัทในประเทศของนักลงทุนจากต่างชาติ เพื่อเอื้อประโยชน์ในการเข้ามาลงทุนโดยตรงของประเทศสมาชิกอื่นๆ ในภูมิภาค อันจะเป็นการสนับสนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจและการจ้างงานภายในประเทศ (3) การปรับปรุงระบบขนส่ง โครงสร้างพื้นฐาน สาธารณูปโภค และระบบสื่อสาร เพื่อสนับสนุนการลงทุนของภาคเอกชนทั้งจากภายในประเทศและภายนอกประเทศ และขยายเครือข่ายคมนาคมขนส่งระหว่างประเทศภายในภูมิภาค (4) พิจารณาลดขั้นตอนและเงื่อนไขของการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนในประเทศ เพื่อสนับสนุนการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในประเทศ อันเป็นการสนับสนุนทางเลือกในการระดมทุนให้แก่ภาคเอกชนเพิ่มมากขึ้น อีกทั้งเป็นการเพิ่มทางเลือกในลงทุนให้กับนักลงทุนในประเทศที่ต้องการลงทุนในประเทศอื่นในภูมิภาค อย่างไรก็ตาม การพิจารณาปรับลดเงื่อนไขการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนนี้ จำเป็นต้องคำนึงถึงความผันผวนของราคามูลค่าหลักทรัพย์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต สำหรับข้อเสนอเชิงนโยบายในระดับภูมิภาค (อาเซียน+3) เพื่อสนับสนุนการลงทุนโดยตรง (Foreign Direct Investment) และการลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment) โดยเห็นควรให้กลุ่มเศรษฐกิจอาเซียน+3 พิจารณาปรับลดภาษีนำเข้า (Tariffs) และมาตรการที่มีใช้ภาษี (Non-Tariff Barriers) ซึ่งกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ควรร่วมมือกันเพื่อให้ประเทศสมาชิกทุกประเทศดำเนินการตามพันธกิจภายใต้กรอบข้อตกลงการค้าเสรีอาเซียน (ASEAN Free Trade Agreement) และองค์การการค้าโลก (World Trade Organization) ในการปรับลดภาษีการนำเข้า (Tariffs) และมาตรการที่มีใช้ภาษี (Non-Tariff Barriers) อย่างจริงจังและเป็นรูปธรรมมากขึ้น ทั้งนี้ เพื่อเอื้อประโยชน์ในเรื่องการค้าและการลงทุนระหว่างกัน สนับสนุนให้มีการเจรจาระดับทวิภาคีและ/หรือพหุภาคี เพื่อดำเนินโครงการขยายเครือข่าย

คมนาคมขนส่งและการสื่อสารระหว่างประเทศภายในภูมิภาค เช่น โครงการสร้างถนนระหว่างชายแดนสองประเทศ และส่งเสริมให้เกิดการพัฒนาตลาดพันธบัตรในภูมิภาคเอเชีย (Asian Bond Market) ภายใต้มาตรการริเริ่มพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชีย (Asian Bond Markets Initiative: ABMI) เพื่อลดความเสี่ยงจากความเหลื่อมล้ำของระยะเวลาการให้กู้ยืมและระยะเวลาลงทุน (Maturity Mismatch) และความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน โดยสนับสนุนให้มีการนำเงินออมในภูมิภาคมาลงทุนในระยะยาวภายในภูมิภาคด้วยการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ของภูมิภาคให้มีความแข็งแกร่ง สามารถเป็นทางเลือกในการลงทุนของผู้มีเงินออมและเป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวให้แก่ทั้งภาครัฐและภาคเอกชน

โครงการวิจัยฯ ได้จัดทำข้อเสนอเชิงนโยบายเพื่อการบริหารจัดการเงินกู้จากต่างประเทศ (External Debt) ของภูมิภาคเอเชีย ซึ่งถือเป็นองค์ประกอบหนึ่งของการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศ ซึ่งมีบทบาทสำคัญเป็นแหล่งเงินทุนของทั้งภาครัฐและภาคเอกชนในภูมิภาคเอเชีย โดยเฉพาะในประเทศกำลังพัฒนาที่จะต้องพึ่งพาแหล่งเงินกู้จากต่างประเทศมาเพื่อใช้ชดเชยการขาดแคลนเงินทุนภายในประเทศ ทั้งนี้ ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจการเงินปี 2540 ประเทศต่างๆ ในภูมิภาคเอเชียได้มีการกู้เงินจากต่างประเทศเป็นจำนวนมาก ซึ่งเป็นสาเหตุหนึ่งของการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม ภายหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย ประเทศต่างๆ ในภูมิภาคได้ลดการพึ่งพาการกู้เงินจากต่างประเทศ เช่น ในปี 2540 ประเทศไทยมีสัดส่วนหนี้ต่างประเทศต่อ GDP เท่ากับร้อยละ 65.9 และลดลงเหลือร้อยละ 26.8 ของ GDP ในปี 2551 ดังนั้น บทเรียนจากวิกฤตเศรษฐกิจการเงินของเอเชียในช่วงปี 2540 ทำให้ประเทศในภูมิภาคเอเชียจำเป็นต้องมีการบริหารจัดการหนี้ต่างประเทศที่เหมาะสม ซึ่งจะมีส่วนช่วยในการป้องกันวิกฤตการเงินที่จะเกิดขึ้นอีกในอนาคต และทำให้สามารถบริหารจัดการเงินกู้อย่างมีประสิทธิภาพเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ โดยโครงการวิจัยฯ มีข้อเสนอแนะเชิงนโยบายสำหรับการบริหารจัดการหนี้ต่างประเทศ เช่น ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายในระดับประเทศ (Country-level) ให้ประเทศต่างๆ รักษาเสถียรภาพของเศรษฐกิจมหภาคโดยเฉพาะการรักษาวินัยการเงินและการคลัง เช่น การไม่ขาดดุลงบประมาณในระดับที่สูงเกินไป ซึ่งจะมีผลทำให้หนี้สาธารณะเพิ่มขึ้น และรัฐบาลจำเป็นต้องกู้เงินจากต่างประเทศมากขึ้น สำหรับการดำเนินนโยบายการเงินและอัตราแลกเปลี่ยนจำเป็นต้องสอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจจริง และการรักษาความสมดุลทางเศรษฐกิจ เช่น การกำหนดอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศที่สูงเกินไปเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ อาจจะเป็นการดึงดูดการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศ โดยเฉพาะเงินกู้จากต่างประเทศ และการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนคงที่อาจก่อให้เกิดปัญหา Moral Hazard ทำให้นักลงทุนและผู้ประกอบการไม่ต้องรับภาระความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนและทำให้มีการกู้เงินต่างประเทศเกินความเหมาะสม สำหรับนโยบายการเปิดเสรีทางการเงิน (Financial liberalization) จำเป็นต้องดำเนินการอย่างเป็นระบบ โดยเฉพาะการพัฒนาระบบสถาบันการเงินภายในประเทศให้สามารถบริหารความเสี่ยงซึ่งเกิดขึ้นจากการระดมเงินกู้จากต่างประเทศ (External Debt Financing) การจัดสรรเงินกู้และการใช้เงินกู้ต่างประเทศ (External Debt Allocation and Utilization) และการชำระคืนเงินกู้ต่างประเทศ (External Debt

Servicing) นอกจากนี้ จำเป็นต้องกำหนดหลักเกณฑ์กำกับดูแลการกู้เงินจากต่างประเทศให้มีความเหมาะสม เช่น สถานะเงินทุนของสถาบันการเงินที่กู้เงินจากต่างประเทศ ฐานะทางการเงินของบริษัทผู้กู้เงินจากต่างประเทศ เป็นต้น สำหรับข้อเสนอแนะในระดับภูมิภาคและระหว่างประเทศ (Regional and International Level) ต้องมีการพัฒนาการจัดตั้งกองทุน ASEAN Infrastructure Fund (AIF) โดยมีการมุ่งเน้นการนำเงินสำรองระหว่างประเทศส่วนเกิน (Excess Foreign Reserves) มาใช้ และมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนสำหรับการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศในภูมิภาคอาเซียน ซึ่งจะเป็นการสนับสนุนการพัฒนาศักยภาพของแต่ละประเทศที่จะสามารถรองรับการขยายตัวทางเศรษฐกิจได้ในอนาคต โดยถือเป็นนโยบายที่สำคัญในการสนับสนุนการพัฒนาศักยภาพของแต่ละประเทศ นอกจากนี้ ยังเป็นการเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันให้แก่ประเทศในภูมิภาคอาเซียน และลดการพึ่งพาเงินกู้จากต่างประเทศอีกทางหนึ่ง ทั้งนี้ ความร่วมมือทางการเงินในระดับภูมิภาคทั้ง 3 ด้านที่กล่าวข้างต้นจะสนับสนุนให้เศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ในภูมิภาคสามารถเติบโตได้อย่างมั่นคงได้ในอนาคต และการพัฒนาระบบระวังภัยทางเศรษฐกิจในระดับภูมิภาค ซึ่งจะต้องมีหน้าที่ติดตามภาวะเศรษฐกิจของภูมิภาค การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ให้สอดคล้องกัน จัดทำระบบระวังภัยเศรษฐกิจ (Economic Surveillance System) เพื่อติดตามดัชนีชี้วัดความสามารถในการชำระหนี้ (Solvency) และดัชนีชี้วัดสัดส่วนสภาพคล่องที่เหมาะสม (Liquidity) นอกจากนี้ ประเทศต่างๆ จำเป็นต้องรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมเพื่อรักษาความสมดุลทางเศรษฐกิจของภูมิภาค และลดการเก็งกำไรอัตราแลกเปลี่ยน และเพื่อป้องกันการแข่งขันในนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน (Competitive Devaluation) ของประเทศต่างๆ ในภูมิภาค สุดท้ายนี้ ประเทศต่างๆ จำเป็นต้องมีการกำหนดกลไกการปรับโครงสร้างหนี้ในระดับภูมิภาค (Collective Action Clause) ซึ่งที่ผ่านมา นั้น จะเห็นได้จากกรณีของประเทศกรีซที่กำลังประสบปัญหาวิกฤตหนี้ซึ่งต้องอาศัยความร่วมมือของประเทศต่างๆ ในกลุ่มประเทศยุโรป ดังนั้น กลไกการปรับโครงสร้างหนี้ที่มีประสิทธิภาพจะยิ่งมีความสำคัญเป็นอย่างมากในอนาคต หากประเทศในภูมิภาคอาเซียน+3 ต้องประสบปัญหาวิกฤตหนี้ในอนาคต สุดท้ายนี้ คณะผู้วิจัยฯ หวังเป็นอย่างยิ่งว่า โครงการวิจัยฯ นี้จะเป็นประโยชน์ในการศึกษาวิเคราะห์ผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อเศรษฐกิจไทย และเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ในภูมิภาคเอเชียที่มีต่อเศรษฐกิจของประเทศเพื่อนบ้านและเศรษฐกิจในภูมิภาค เพื่อนำไปสู่การกำหนดนโยบายที่เหมาะสมในการรองรับเงินทุนเคลื่อนย้ายที่ทวีเพิ่มมากขึ้นในอนาคตภายใต้กระแสเศรษฐกิจยุคโลกาภิวัตน์ (Globalization)

Abstract

In the case of open economies such as Asian countries, the economic growth relies heavily on international trade and capital flows. A higher level of interconnectedness would contribute to the economic development and stabilities of these countries. We must also be aware that capital market liberalization entails with it risks of economic fluctuation when a large movement of capital flows is involved. Additionally, we may face the contagion effect from other countries' economic disturbances as evident from the global financial crisis at the end of 2009.

This paper aims to develop a model to identify the effects of intra-regional capital flows within the ASEAN+3 countries and within the European countries, and to compare these effects between the two regional groupings. This paper has also suggested certain policy recommendations to tackle the global and regional economic uncertainties in the future as well as to look into international financial cooperation and policies on financial and investment liberalization among the ASEAN+3 countries.

The study finds that in the case of Thailand foreign direct investment (FDI) flows from the ASEAN+3 countries have a significant relationship with real GDP growth of the next 2-3 quarters. Foreign investments also help boost the employment rate and promote export-oriented manufacturing industries. In the case of the ASEAN+3 region, we find that intra-regional FDI has a positive effect on the economic growth in the region while there is no significant relationship between intra-regional portfolio investment and real GDP growth. Our results are supported by findings from previous studies that FDI flows have an impact on domestic investment and productivity which eventually lead to both short- and long-run economic growth. However, for the European countries, we find that both foreign direct investment and portfolio investment flows from within the region do not have any significant relationship with real GDP growth. Extra-regional FDI flows on the other hand have a positive

impact on Europe's economic growth.

Certain policy recommendations to promote foreign direct investment and portfolio investment include (1) to seriously commit to the ASEAN Free Trade Agreement (AFTA) and related World Trade Organization (WTO) agreements in the reduction of tariffs and non-tariff barriers (2) to shorten procedures and ease the conditions for foreign direct investors to buy local companies (3) to facilitate further private investment by enhancing transportation system, infrastructure, public utilities, and information and communication technologies, and (4) to shorten procedures and ease the conditions of portfolio investments for both local and foreign portfolio investors when possible volatility in stock exchange indices are already taken into account.

In the regional aspect, we should support the development of Asian Bond Market under the Asian Bond Markets Initiative (ABMI) to reduce risks from maturity mismatches and exchange rate volatility. Not only could regional savings be used as a funding source for intra-regional long-term investments, but it could also help strengthen the region's bond markets.

Regarding external debt management, we must, at the country level, attach great importance to the economic stability especially by employing rational fiscal and monetary policies. Financial liberalization must be conducted in a systematic manner to ensure that external debt financing, external debt allocation and utilization, and external debt servicing are correctly dealt with. At the regional and international level, ASEAN Infrastructure Fund (AIF) should be set up to exploit the region's excess foreign reserves as a funding source for the development of local infrastructure and pave a way for further economic growth. We should also put together a regional economic surveillance system to monitor solvency and liquidity positions, and ensure the congruity in policies from each country. Lastly, we may need a regional collective action clause to ensure a smooth recovery in time of debt crisis.

บทที่ 1

ความเป็นมาและเป้าหมายของโครงการวิจัย

การเคลื่อนย้ายของเงินทุนระหว่างประเทศ (International Capital Flows) ถือเป็นปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นภายในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่ส่งผลกระทบต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของภูมิภาคและเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ในภูมิภาคในช่วงกว่า 30 ปีที่ผ่านมา ตั้งแต่ประเทศต่างๆ เริ่มนโยบายการเปิดเสรี (Liberalization) ภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ (Globalization) มากขึ้น ทั้งนี้ ปัจจัยต่างๆ ทั้งปัจจัยภายในประเทศและปัจจัยภายนอกซึ่งได้แก่ การพัฒนาเทคโนโลยีการสื่อสารที่ส่งผลให้เกิดกระแสโลกาภิวัตน์ การดำเนินแนวนโยบายการเปิดเสรีทางการเงินของนานาประเทศ การพัฒนาและปฏิรูปในภาคตลาดการเงิน และการมุ่งแสวงหาผลตอบแทนที่สูงกว่าของการลงทุนในภาคเอกชนโดยหาโอกาสจากภาวะเศรษฐกิจที่แตกต่างกันของประเทศต่าง ๆ ตัวอย่างเช่น ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ภาวะเศรษฐกิจของญี่ปุ่นส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศญี่ปุ่นอยู่ในระดับที่ต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศในภูมิภาคเอเชียอื่นๆ ในขณะที่ประเทศสมาชิกอาเซียนมีภาวะเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งขึ้นหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 ทำให้มีการไหลออกของเงินทุนจากประเทศญี่ปุ่นเข้าสู่ประเทศกำลังพัฒนาในแถบภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ เป็นต้น นอกจากนี้ รัฐบาลของประเทศในภูมิภาคเอเชียต่างเริ่มมีการส่งเสริมนโยบายความร่วมมือทางการเงินต่างๆ โดยเฉพาะการให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนเสรี (Capital Account Liberalization) มากขึ้นในอนาคตภายใต้แผนการรวมกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน (ASEAN Integration) และส่งเสริมกลไกการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจผ่านมาตรการริเริ่มเชียงใหม่ (Chiang Mai Initiative) และการส่งเสริมการไหลเวียนของเงินทุนภายในภูมิภาค เช่น มาตรการพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชีย (Asian Bond Market Development) เป็นต้น

อย่างไรก็ดี การเคลื่อนย้ายเงินทุนนั้น มีทั้งข้อดีและข้อด้อยที่ประเทศต่างๆ พึงต้องระมัดระวัง โดยการเคลื่อนย้ายเงินทุนเสรีและเป็นจำนวนมาก ทำให้มีผลกระทบในด้านความผันผวนทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น สะท้อนได้จากความเชื่อมโยงของตลาดเงินและตลาดทุนไทยที่มีมากขึ้น ซึ่งเมื่อประเทศใดประเทศหนึ่งเกิดปัญหาทางเศรษฐกิจก็จะส่งผลกระทบต่อเนื่องภายในภูมิภาค (Contagion Effect) ดังจะเห็นได้จากปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจโลก (Global Financial Crisis) ที่เกิดขึ้นในช่วงปลายปี 2551 เกิดจากปัญหา Sub prime Crisis ทำให้สถาบันการเงินขนาดใหญ่ในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยเฉพาะวาณิชธนกิจขนาดใหญ่อย่างบริษัท Lehman Brothers ล้มละลายทำให้เกิดการขายหุ้นทั่วโลกของนักลงทุนและการไหลออกของเงินทุนของประเทศในภูมิภาคเอเชีย ดังนั้น ประเทศต่างๆ ในเอเชียจำเป็นต้องมีการศึกษาวิเคราะห์ผลกระทบทางเศรษฐกิจในมิติด้านต่างๆ ของการเคลื่อนย้ายเงินทุนเพื่อประกอบการกำหนดนโยบายด้านการเปิดเสรีเงินทุนที่เหมาะสมในอนาคตต่อไป

1.1. วัตถุประสงค์ของโครงการวิจัย

โครงการวิจัยมีวัตถุประสงค์ ดังนี้

- (1) เพื่อพัฒนาแบบจำลองศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายภายในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และกลุ่มประเทศยุโรป ต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศสมาชิก
- (2) เพื่อเปรียบเทียบผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายภายในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และกลุ่มประเทศยุโรป
- (3) เพื่อเสนอแนะนโยบายรองรับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจในอนาคตที่อาจเกิดขึ้นจากความร่วมมือทางการลงทุนระหว่างประเทศ และแผนการเปิดเสรีทางการเงินและการลงทุนระหว่างของประเทศสมาชิกอาเซียน

1.2. ขอบเขตของโครงการวิจัย

โครงการวิจัยอาศัยแบบจำลองเพื่อศึกษาและเปรียบเทียบผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายภายในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 โดยการศึกษาจะมุ่งเน้นการพัฒนาแบบจำลองเพื่อใช้ประโยชน์ในการวิเคราะห์ผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายภายในกลุ่มประเทศ (Intraregional Capital Flow) ต่อตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค (Macroeconomic Variables) ที่สำคัญ 7 ตัวแปรหลัก คือ (1) อัตราการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Growth in Gross Domestic Product) (2) อัตราเงินเฟ้อ (Inflation) (3) อัตราดอกเบี้ย (Interest Rate) (4) อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate) (5) ดัชนีการลงทุนภายในประเทศ (Domestic Investment Index) (6) ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ (Stock Exchange Index) (7) อัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) สำหรับตัวแปรเงินทุนเคลื่อนย้ายภายในกลุ่มประเทศนั้น ได้แก่ เงินลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศ (Foreign Direct Investment: FDI) และเงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Foreign Portfolio Investment) ทั้งนี้ จำนวนประเทศที่จะได้มีการศึกษาจะจัดอยู่ในกลุ่มประเทศในภูมิภาคเอเชียที่มีขนาดเศรษฐกิจใหญ่และมีบทบาทสำคัญในภูมิภาคทั้งในด้านเศรษฐกิจ สังคมและการเมือง¹ อันประกอบด้วย 5 ประเทศ ได้แก่ ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ ไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย โดยศึกษาเชิงเปรียบเทียบกับกลุ่มประเทศยุโรป โดยข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบด้วยแบบจำลองและการวิเคราะห์เบื้องต้นจะมีลักษณะเป็น Panel Data ซึ่งเป็นข้อมูลอนุกรมเวลาแยกรายประเทศ และข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลรายไตรมาสของแต่ละประเทศ

¹ ในการศึกษาครั้งนี้ เครื่องชี้วัดเพื่อเปรียบเทียบขนาดของเศรษฐกิจในประเทศต่างๆ คือ ผลผลิต (ประชาชาติ) ต่อหัวประชากร (GDP per capita) ข้อมูลจาก CIA World Factbook จัดทำโดย Central Intelligence Agency ในปี 2550 ผลผลิตต่อประชากร ของ 5 ประเทศที่ใช้ในการศึกษา อยู่ในระดับที่สูงเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆในกลุ่มประเทศอาเซียน โดยที่ ประเทศสิงคโปร์มีผลผลิตต่อประชากร คิดเป็น 51,500 ดอลลาร์สหรัฐ สำหรับประเทศญี่ปุ่น เกาหลีใต้ ไทย และมาเลเซีย อยู่ที่ 34,000 27,600 15,200 8,400 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อประชากร ตามลำดับ ในขณะที่ ผลผลิตต่อประชากร ของประเทศอื่นๆในกลุ่มประเทศอาเซียน เช่น อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ ลาวและกัมพูชา คิดเป็น 3,900 3,300 2,100 และ 2,000 ดอลลาร์สหรัฐ ตามลำดับ

1.3. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

โครงการวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยประยุกต์ (Applied Research) เพื่อใช้ผลการศึกษาเป็นองค์ประกอบในการเสนอแนะนโยบายที่จะรองรับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจในอนาคตที่อาจเกิดขึ้นจากทิศทางการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่มีสูงขึ้นในอนาคต และนโยบายการเปิดเสรีทางการเงิน โดยเฉพาะการเปิดเสรีบัญชีทุน พร้อมทั้งความร่วมมือทางการเงินและการลงทุนระหว่างประเทศที่จะเกิดขึ้นในภูมิภาค ทั้งนี้ โครงการจะมุ่งเน้นการพัฒนาแบบจำลองทางเศรษฐมิติเพื่อเป็นเครื่องมือในการศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายภายในกลุ่มประเทศเอเชียในมิติต่างๆ

บทที่ 2

แนวคิดทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Theoretical and Empirical Reviews)

ผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าจากการเปิดเสรีทางตลาดการเงินนั้น นอกจากจะส่งผลในเชิงบวกต่อเศรษฐกิจของประเทศนั้น เช่น การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ แต่การไหลเข้าของเงินทุนดังกล่าวอาจส่งผลในเชิงลบต่อระบบเศรษฐกิจได้เช่นเดียวกัน Stiglitz (2000) ได้กล่าวไว้ว่า “การเปิดเสรีทางตลาดการเงินในประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งไม่ว่าประเทศนั้นจะดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจเช่นไร การเปิดเสรีทางการเงินจะทำให้ความไม่เสถียรภาพของเงินทุนระยะสั้นที่ไหลเข้านั้นเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลต่อความอ่อนไหวของระบบเศรษฐกิจ และทำให้การลงทุนในประเทศนั้นลดลงในท้ายที่สุด” ดังนั้น การศึกษาถึงผลกระทบจากการไหลเข้าของเงินทุนต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจทั้งในเชิงบวกและเชิงลบจึงมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อผู้กำหนดนโยบายในการที่จะสามารถดำเนินนโยบายทางการเงินและการคลังที่เหมาะสม โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปัจจุบัน ซึ่งการเปิดเสรีทางการเงินและการค้าเป็นสิ่งที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้อีกต่อไป ทั้งนี้ ผลกระทบดังกล่าวอาจแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศและขึ้นอยู่กับลำดับการพัฒนาของเศรษฐกิจในประเทศนั้นๆ

2.1. ทฤษฎีของเงินทุนเคลื่อนย้าย (Theory of Capital Flows)

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจได้รับความสนใจอย่างมาก ทั้งจากนักเศรษฐศาสตร์และนักวางแผนนโยบายของประเทศ โดยเฉพาะผลกระทบของการเปิดเสรีทางการเงิน (Capital liberalization) ต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (Economic growth) ของประเทศที่เปิดให้เงินไหลเข้าและออกอย่างเสรี ความสัมพันธ์ดังกล่าวจะดูประกายความขัดแย้งทางความคิดทฤษฎีทางด้านเศรษฐศาสตร์

2.1.1. ทฤษฎีการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจจากภายใน (Endogenous Growth Theory)

ทฤษฎีแรกที่เป็นที่รู้จัก มาจากแบบจำลองของนักคิดนีโอคลาสสิก (Neoclassical growth model) ของโซโล (Solow, 1956) คือ ทฤษฎีประสิทธิภาพทางราคา (Allocative efficiency) โดยแสดงให้เห็นว่า การเปิดเสรีทางการเงินจะช่วยส่งเสริมให้การจัดสรรเงินทุนระหว่างประเทศเกิดประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น และส่งผลเชิงบวกต่อประเทศที่เปิดเสรีทางการเงิน แบบจำลองของการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยตัวแปรภายใน (Endogenous growth model) การค้นคว้าหาความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนเคลื่อนย้ายและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยใช้แบบจำลอง (Endogenous growth model) ที่เรียกอีกอย่างว่าแบบจำลอง AK model ที่พัฒนาจากสมการการผลิต (Production function) เพื่อเข้าใจถึงแนวคิดทฤษฎีแบบจำลอง AK model ของ Pagano (1993) ดังนี้

$$g = A\phi s - \delta \quad (1-1)$$

โดยที่ g คือ อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

A คือ ประสิทธิภาพที่มาจากการพัฒนาด้านเทคโนโลยี

ϕ คือ สัดส่วนของเงินออมที่จะถูกนำไปใช้ในการลงทุน

s คือ อัตราการออม และ

δ คือ อัตราค่าเสื่อมราคาของทุน โดยการเคลื่อนย้ายเงินทุนมีผลต่อการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจผ่านสองตัวแปร

จากสมการที่ (1-1) จะเห็นได้ว่าการพัฒนาตลาดเงินทุนผ่านการไหลเข้าและไหลออกอย่างเสรีของปัจจัยทุนช่วยให้สัดส่วนของเงินออมที่จะนำมาลงทุนเพิ่มมากขึ้น (ϕ) และในที่สุดจะส่งผลเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (g) อย่างไรก็ตาม ในแบบจำลองนี้การเคลื่อนย้ายเงินทุนมีผลต่ออัตราการเจริญเติบโตโดยทางอ้อม (Spillover effect) ผ่านการพัฒนาระบบตลาดเงินทุนในประเทศ อันเนื่องมาจากการไหลเข้าอย่างมากของปัจจัยทุน

การพัฒนาของสถาบันการเงินส่งผลต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจผ่านการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ โดยเชื่อกันว่า การลงทุนในธุรกิจที่ให้ผลตอบแทนสูง (Marginal product of capital) จะช่วยให้ประสิทธิภาพของปัจจัยทุนทั้งหมด (Overall productivity of capital) เพิ่มมากขึ้น โดยผ่านตัวแปร (A) อันจะส่งผลเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ดังนั้น เมื่อผลตอบแทนเงินทุน (Return to capital) ในประเทศกำลังพัฒนาสูงกว่าผลตอบแทนเงินทุนในประเทศที่พัฒนาแล้ว การเคลื่อนย้ายเงินทุนจึงนับได้ว่ามีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น นักเศรษฐศาสตร์นีโอคลาสสิกเห็นพ้องกันว่า การไหลเข้าของปัจจัยทุนสู่ประเทศกำลังพัฒนาจะช่วยลดต้นทุนของปัจจัยทุน (Cost of capital) และสนับสนุนการลงทุน และการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ส่งผลให้ชีวิตความเป็นอยู่ประชากรของประเทศนั้นดีขึ้นในที่สุด (Fischer, 1998 , 2003 ; Obstfeld, 1998 ; Rogoff, 1999) ผลดีของการลดการควบคุมการไหลเวียนของเงินทุนทำให้หลายประเทศได้พัฒนาเศรษฐกิจอย่างรวดเร็ว ในช่วงต้น ค.ศ. 1990 อีกทั้ง Prasad (2004) ได้ศึกษาถึงผลดีของการเปิดเสรีทางการเงิน โดยสรุปไว้ทั้งผลทางตรงและผลทางอ้อม ดังนี้ ผลทางตรงได้แก่ การเพิ่มของระดับการออมในประเทศ การลดต้นทุนของปัจจัยทุน การถ่ายโอนเทคโนโลยีอันทันสมัยจากประเทศที่พัฒนาแล้วมาสู่ประเทศที่กำลังพัฒนา และการพัฒนาตลาดเงินทุนในประเทศ ส่วนผลทางอ้อมได้แก่ การพัฒนาการกระจายความเสี่ยงในภาคการผลิต และการวางแผนนโยบายเศรษฐกิจมหภาคอย่างมีประสิทธิภาพ ภายใต้ภาวะการแข่งขันที่เกิดจาก โลกาภิวัตน์ทางการเงิน

อย่างไรก็ตาม แบบจำลองดังกล่าวตั้งอยู่บนสมมุติฐานหลัก คือการแข่งขันที่สมบูรณ์ของตลาดทุน (Perfect competition of capital market) ที่จะส่งผลให้เกิดการไหลเวียนของเงินทุนอย่างเสรี รวมไปถึง

ประเทศจะต้องไร้ซึ่งปัจจัยบิดเบือนต่างๆ (Economic and Institutional Distortions) ทั้งในเชิงเศรษฐกิจและในสถาบันการเงินเอง และไร้ซึ่งข้อกีดกันต่างๆ (Barriers to free capital flows) ดังนั้น ข้อสมมุติฐานดังกล่าวไม่บังชี้ถึงความจริงมากนัก ด้วยเหตุผลดังกล่าวจึงเกิดแนวคิดที่เป็นทางเลือกใหม่ โดย Rodrik (1998) และ Stiglitz (1999,2000) กล่าวว่า การแข่งขันที่ไม่สมบูรณ์และสิ่งขัดข้องของการดำเนินการในตลาดเงินทุน (Imperfect competition and market failures) ของประเทศที่เปิดเสรีอาจจะไม่ส่งผลในเชิงเศรษฐกิจก็เป็นได้ ดังที่ Keynes (1936) ได้กล่าวว่า การไร้เสถียรภาพของประเทศมาจากเหตุผลหลักคือความไม่แน่นอนของตลาดการเงิน สืบเนื่องมาจากความเบี่ยงเบนของการรับรู้ข้อมูล (Asymmetries of information) ในตลาดทุน ดังนั้นการจัดการการรับรู้ข้อมูลและประสิทธิภาพของสถาบันในตลาดเงินทุน (Quality of institutions) จึงเป็นหัวข้อที่ได้รับความสนใจอย่างยิ่งในการศึกษาถึงผลกระทบของการเคลื่อนย้ายทุนต่อตัวแปรของเศรษฐกิจมหภาค ประเทศที่มีการจัดการของสถาบันการเงินที่ดีจะช่วยให้การเปิดเสรีทางการเงินส่งผลในทางบวกต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ Klein (2005) ศึกษาพบว่า การเปิดเสรีของการไหลเข้าและออกของเงินทุนประกอบกับสถาบันการเงินที่มีประสิทธิภาพ ส่งผลบวกอย่างต่อเนื่องต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม การศึกษาในเชิงประจักษ์ของความสัมพันธ์ดังกล่าว ยังไม่สามารถที่จะหาข้อสรุปในเชิงทฤษฎีที่จะเป็นที่ยอมรับอย่างกว้างขวางได้

2.1.2. ทดสอบทฤษฎีโดยใช้แบบจำลองเปรียบเทียบรายประเทศ (Cross-country analysis)

วรรณกรรมเชิงประจักษ์เพื่อพิสูจน์ความสัมพันธ์ในเชิงทฤษฎีของการเปิดเสรีทางการเงินและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยใช้แบบจำลองเปรียบเทียบรายประเทศ (Cross-country analysis) ได้รับความสนใจอย่างยิ่งจากนักเศรษฐศาสตร์ งานวิจัยส่วนใหญ่ได้ใช้กระบวนการในการศึกษาลักษณะเดียวกัน เพื่อประยุกต์ใช้กับทั้งประเทศที่กำลังพัฒนาและประเทศที่พัฒนาแล้ว โดยเน้นไปที่ประเทศที่กำลังพัฒนา ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาโดยส่วนใหญ่ เป็นค่าเฉลี่ยของอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ส่วนตัวแปรด้านการเปิดการค้าเสรีทางการเงิน คือทั้งจำนวนปีที่ประเทศเปิดเสรีทางการเงิน หรือ ตัวแปรหุ่น (Dummy variable) ซึ่งถึงปีที่มีการเปิดและปิดการไหลเข้าและออกอย่างเสรีของปัจจัยทุน ข้อมูลของปีที่มีการเปิดและปิดเสรีทางการเงินมาจาก Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER) ซึ่งเป็นรายงานส่วนหนึ่งของ IMF แม้ว่าจะมีการศึกษาโดยใช้ข้อมูลดังกล่าวอย่างกว้างขวาง ซึ่งผลการศึกษาล้วนใหญ่ยังคงขัดแย้งกับทฤษฎี Neoclassical approach โดยผลการศึกษาของ Rodrik (1998) ที่เป็นที่ยอมรับของนักเศรษฐศาสตร์ บ่งบอกว่าการเปิดเสรีทางการเงินและรายได้ต่อหัว (Per capita growth) ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ โดยใช้ข้อมูลจาก AREAER ของ 100 ประเทศทั่วโลก รวมไปถึงประเทศกำลังพัฒนาและประเทศที่พัฒนาแล้ว ระหว่างปี ค.ศ. 1975 และ 1995 Eichengreen (2001) กล่าวว่า วรรณกรรมในเชิงประจักษ์ สามารถบอกได้เป็นอย่างดีที่สุดเพียงความสัมพันธ์ที่คลุมเครือของการเปิดเสรีทางการเงินและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ขณะเดียวกัน Edison, Klein, Ricci and Sjöck (2004) สำนักรงานวิจัย 10 ชิ้น และ

สรุปได้ว่าเพียงแค่สามในสิบวรรณกรรมที่หาความสัมพันธ์ที่เด่นชัดได้ และสุดท้าย Prasad, Rogoff, Wei and Kose (2003) รวบรวมกว่า 14 วรรณกรรม และสรุปว่าเพียงแค่ 3 วรรณกรรมที่บอกถึงความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างการเปิดเสรีทางการเงินและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม Blair Henry (2007) ได้กล่าวถึงสาเหตุที่การศึกษาเชิงประจักษ์โดยใช้ข้อมูลตัดขวาง (Cross-country analysis) เพื่อพิสูจน์ทฤษฎี เหตุผลประการแรก คือ ทฤษฎี Neoclassical growth ที่ได้กล่าวข้างต้น บอกว่าผลกระทบของการเปิดเสรีทางการเงินจะมีผลต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจอย่างชั่วคราวเท่านั้น (Temporary effect) ในขณะที่การศึกษาเชิงประจักษ์ใช้ข้อมูลที่บอกถึงการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะยาว (Average economic growth) ประการที่สอง งานวิจัยดังกล่าวได้นำแบบจำลองไปใช้ทั้งประเทศที่พัฒนาและประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งในความเป็นจริง ผลกระทบของทั้งสองประเทศอาจจะแตกต่างกันไปตามลักษณะของประเทศ ประการที่สาม ปีที่เปิดและปิดเสรีทางการเงินอาจจะเป็นตัวแปรที่จะนำไปสู่ข้อผิดพลาดมากที่สุด หากพิจารณาถึงระยะเวลาการเปิดเสรีที่มีผลอย่างแท้จริง การตัดสินใจการเปิดประเทศในปี t อาจจะมีผลอย่างจริงจังในปี $t+1$ แทนที่จะเป็นปี t ซึ่ง Quinn (1997) ทำการศึกษาแบบ Cross-country analysis โดยใช้ตัวแปรหุ่นที่สร้างขึ้นใหม่ เพื่อใช้ทั้งข้อมูลปีการตัดสินใจและความเข้มข้นของการเปิดเสรีทางการเงินในการสร้างตัวแปรหุ่นดังกล่าว โดยใช้ข้อมูลจาก 66 ประเทศ จากปี ค.ศ. 1960 ถึง 1989 Quinn (1997) สรุปว่าการเปิดเสรีทางการเงินมีผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ดี ประเทศกำลังพัฒนาที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ ยังคงมีจำนวนน้อยเมื่อเทียบกับการศึกษาของ Rodrik (1998) ซึ่งอาจจะเป็นสิ่งที่ทำให้ข้อสรุปเกิดความแตกต่างกัน ขณะเดียวกัน Edwards (2001) ใช้ข้อมูลของ Quinn (1997) เพื่อศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่ออัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยแยกประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศที่กำลังพัฒนา พบว่าประเทศที่พัฒนาแล้วได้รับอานิสงส์จากการเปิดเสรีมากกว่าประเทศที่กำลังพัฒนา ซึ่ง Edwards (2001) สรุปว่าที่เป็นเช่นนั้น อาจจะมีสาเหตุมาจากความแตกต่างของระดับการพัฒนาของประเทศและระดับการพัฒนาของระบบสถาบันการเงินของประเทศ

2.1.3. ทฤษฎีประสิทธิผลของนโยบายเศรษฐกิจและการจัดการตลาดการเงิน (Contingent effects and sequencing)

เนื่องจากวรรณกรรมเชิงประจักษ์ที่กล่าวมาข้างต้นยังไม่ได้ข้อสรุปที่แท้จริงเกี่ยวกับผลของเงินทุนเคลื่อนย้าย งานศึกษาเชิงลึกได้เริ่มให้ความสนใจกับตัวแปรด้านนโยบายเศรษฐกิจที่รองรับการเปิดเขตการเงินเสรี และปัจจัยภายในประเทศที่จะส่งผลเชิงบวกต่อเศรษฐกิจ ผลการศึกษาของ Kraay (1998) ไม่สามารถสรุปถึงผลกระทบดังกล่าว ในขณะที่ Klein (2005) ใช้ข้อมูลที่เหมือนกับการศึกษาของ Rodrik (1998) สำหรับ 71 ประเทศ และใช้ 5 ตัวแปรในการวัดประสิทธิผลของระดับการพัฒนาสถาบัน (Quality of institutions) อันได้แก่ คุณภาพของระบบราชการ ควบคุมการทุจริตของรัฐบาล ความเสี่ยงเกี่ยวกับการเวนคืนทรัพย์สิน การยกเลิกสัญญาของรัฐบาล และกฎระเบียบต่างๆ ซึ่งพบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมี

นัยสำคัญระหว่างการเปิดเสรีทางการเงินและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศที่มีประสิทธิภาพด้านสถาบันในระดับที่ดี อย่างไรก็ตาม การอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการเคลื่อนย้ายเงินทุนและตัวแปรทางเศรษฐกิจ โดยใช้ข้อมูลรวมทั้งหมด (Aggregated data) และใช้การเปรียบเทียบระหว่างประเทศ ยังคงถูกมองว่าเป็นเรื่องยากที่จะเชื่อมโยงมาซึ่งความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ภายในประเทศ ดังนั้น เพื่อศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อการลงทุนในประเทศ Forbes (2006) มองกลับกันกับกรณีศึกษาที่ผ่านมา โดยแทนที่จะดูว่าการเปิดเสรีทางการเงินคืออะไร กลับมาคิดว่าถ้าหากมีการควบคุมการไหลเวียนของเงินทุนจะส่งผลอย่างไรต่อการตัดสินใจการลงทุน ในแบบจำลอง Firm-Level Approaches โดย Forbes (2006) กล่าวว่า การควบคุมการไหลเวียนเงินทุนอย่างมากจะสามารถลดประสิทธิภาพของเงินทุนผ่านสองทางประการแรก เมื่อระบบถูกควบคุมอย่างมาก จะทำให้ต้นทุนของปัจจัยทุนเพิ่มมากยิ่งขึ้น และภาคเอกชนจะประสบปัญหาการขาดแคลนแหล่งเงินทุนมากขึ้น ประการที่สอง การขาดแคลนอุปทานด้านการเงินจะลดความสามารถของภาคเอกชนในด้านการแข่งขันและควมมีระเบียบในตลาดทุน เมื่อคู่ค้าต่างประเทศเข้ามาแข่งขันในประเทศ ความสามารถในการแข่งขันของภาคเอกชนในประเทศอาจจะลดลงตามไปด้วย Forbes (2007) ใช้ข้อมูล จากปี ค.ศ. 1991 ถึง 1998 และภาษีขาเข้าของปัจจัยทุนจากประเทศซิติ ผลการศึกษาพบว่า การควบคุมเงินทุนโดยใช้นโยบายภาษีส่งผลให้เกิดความอ่อนไหว (sensitivity) ของการลงทุนของบริษัทส่งออกขนาดเล็กต่อทุนเคลื่อนย้ายเพิ่มมากยิ่งขึ้น ดังนั้นเมื่อปัจจัยทุนเริ่มขาดแคลน บริษัทขนาดเล็กดังกล่าวจะถูกจำกัดมากยิ่งขึ้นในการเข้าสู่แหล่งเงินทุน ในขณะเดียวกัน Harrison, Love and McMillan (2004) บอกถึงผลการศึกษาที่มีข้อสรุปเดียวกัน โดยใช้ข้อมูลตัววัดการควบคุมเงินทุนเคลื่อนย้ายในรายงาน AREAER ของ IMF อย่างไรก็ตาม หลากหลายคำถามที่ยังไม่สามารถหาคำตอบได้ในแบบจำลองนี้ ประการแรก อะไรคือปัจจัยของการส่งผ่าน ที่จะทำให้นโยบายการควบคุมการไหลเข้าและออกของเงินทุนมีผลต่อเศรษฐกิจโดยรวม ประการที่สอง บริษัทในประเทศมีวิธีการตอบสนองอย่างไรต่อกลไกดังกล่าว ในขณะเดียวกัน Mody and Murshid (2005) กล่าวว่า ภาครัฐสามารถที่จะทำให้เงินทุนเคลื่อนย้ายเป็นผลดีต่อเศรษฐกิจได้ โดยใช้รูปแบบการควบคุมเงินทุนที่จะนำไปสู่การลงทุนในรายธุรกิจเฉพาะที่คิดว่าจะทำให้เกิดประสิทธิภาพเพิ่มมากยิ่งขึ้น เพื่อศึกษาในเชิงลึกของความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนเคลื่อนย้ายและตัวแปรทางเศรษฐกิจในประเทศ จึงจำเป็นที่จะต้องกล่าวถึงกลไกของเงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านตัวแปรต่างๆ

การศึกษาได้ให้ความสำคัญกับปัจจัยที่มีผลของการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้าย โดยสามารถแยกออกเป็นปัจจัยหลักดังนี้ (1) ปัจจัยภายนอกที่มีผลต่อการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายคือปริมาณเงินทุนในระบบการเงินโลก กอปรกับการลดลงของอัตราดอกเบี้ยโดยเฉพาะในประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) ปัจจัยภายในประเทศที่มีผลต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายคือการขยายตัวของสินเชื่อที่มาจากเสถียรภาพของเศรษฐกิจมหภาค การเปิดบัญชีเงินทุนของประเทศ และความสำเร็จในการแก้ปัญหาหนี้สาธารณะในประเทศกำลังพัฒนา อันเป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างความเชื่อมั่นต่อนักลงทุนต่างประเทศในขณะที่ประสิทธิภาพการผลิต (Productivity) มีผลน้อยต่อการดึงดูดเงินทุนไหลเข้า (3) มีแนวโน้มของการกระจายความเสี่ยงในการลงทุน

และการเพิ่มขึ้นของพลวัตของเงินทุนเคลื่อนย้าย (Capital Mobility) การศึกษาในเชิงประจักษ์ได้ให้ความสำคัญต่อปัจจัยภายนอกที่มีผลต่อการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้าย โดยที่ Calvo *et al.* (1993, 1996), Chuhan *et al.* (1993) และ Fernandez-Arias (1996) บ่งชี้ว่า เงินทุนไหลเข้าสู่ประเทศละตินอเมริกาเป็นผลมาจากการลดอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ โดยที่ Chuhan *et al.* (1993) บ่งชี้ว่า ปัจจัยภายนอกอธิบาย 1/3 หรือครึ่งหนึ่งของเงินทุนไหลเข้าในรูปตราสารหนี้และตราสารทุนจากประเทศอเมริกาไปสู่ประเทศเอเชียและละตินอเมริกา

2.2. ผลการศึกษาวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1. กลไกการส่งผ่านของทุนเคลื่อนย้ายสู่ระบบเศรษฐกิจมหภาค (Transition Mechanism of Capital Flow)

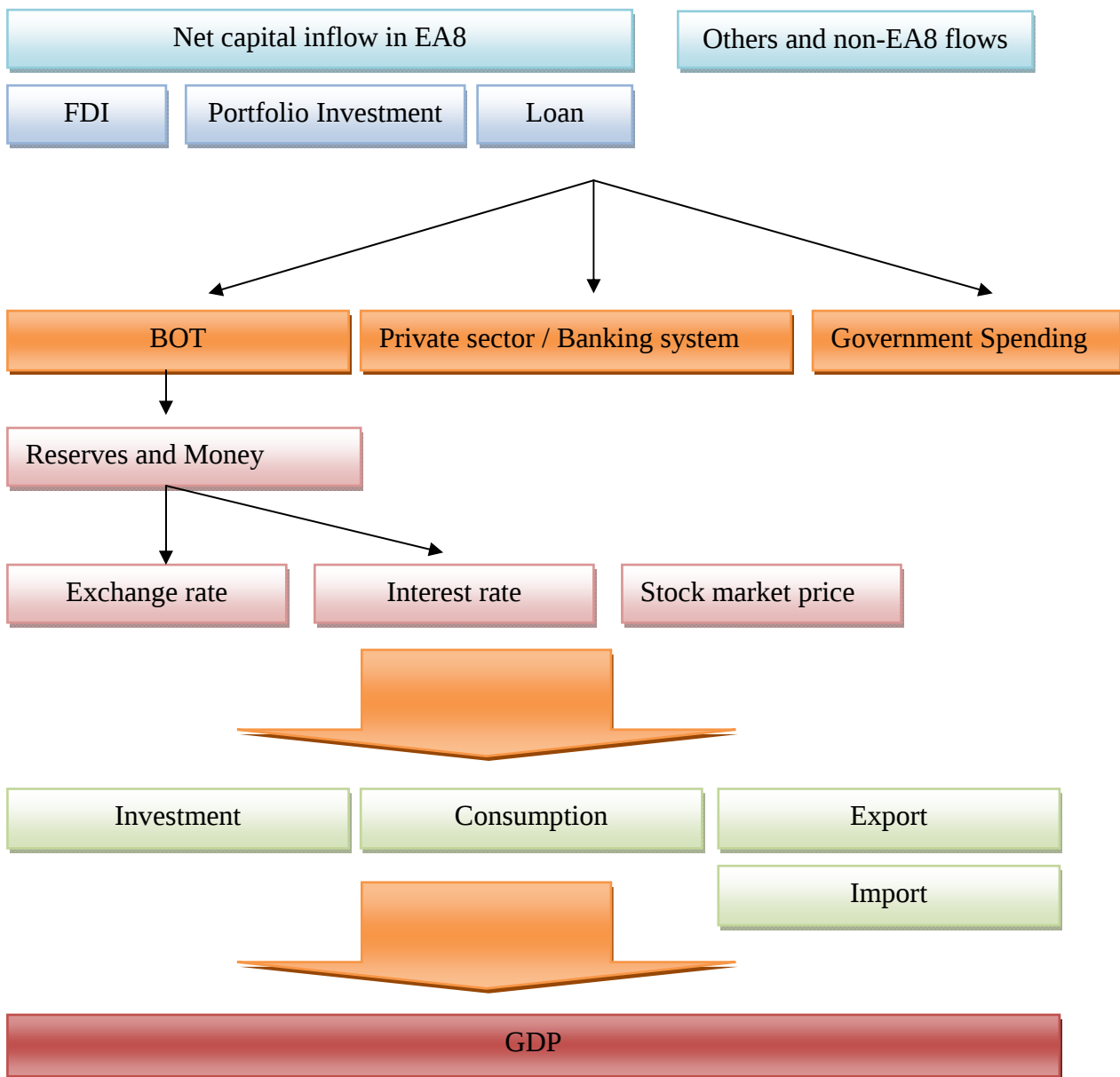
การเพิ่มขึ้นของเงินทุนเคลื่อนย้ายมีผลโดยตรงต่อการวางแผนนโยบายทั้งด้านการเงินและการคลังของประเทศ โดยเฉพาะในประเทศที่กำลังพัฒนาในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจต้มยำกุ้ง Rodrik (2001) กล่าวว่า นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวเป็นเครื่องมือที่สำคัญในการจัดการกับความแปรปรวนของเงินทุนเคลื่อนย้าย โดยช่วยในการปรับเปลี่ยนราคา (Relative prices) และดุลบัญชีเดินสะพัดหลังจากการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้าย การวางแผนนโยบายเพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจจึงมีประสิทธิภาพมากขึ้น ดังนั้นจึงทำให้กลไกการส่งผ่านจากเงินทุนเคลื่อนย้ายจากภายนอกมาสู่ภาคเศรษฐกิจจริงได้อย่างมีประสิทธิภาพ

แผนภาพที่ 1 แสดงถึงกลไกการส่งผ่านของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจต่างๆ และระบบเศรษฐกิจโดยรวม รายละเอียดมีดังต่อไปนี้

อัตราดอกเบี้ย (Interest Rate)

เมื่ออุปสงค์โลกของความต้องการซื้อตราสารหนี้ในประเทศเพิ่มขึ้น อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีแนวโน้มที่จะลดลง อย่างไรก็ดี ผลกระทบดังกล่าวขึ้นอยู่กับรูปแบบของอัตราแลกเปลี่ยน ในกรณีที่การบริโภคและการลงทุนมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราดอกเบี้ย การลดลงของอัตราดอกเบี้ยส่งผลให้ความต้องการในการบริโภคและการลงทุนเพิ่มขึ้น เนื่องจากต้นทุนด้านปัจจัยทุนลดลง

แผนภาพที่ 1 กลไกการส่งผ่านของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อเศรษฐกิจ



ที่มา: คณะผู้วิจัย

อัตราแลกเปลี่ยน (Nominal Exchange Rate)

การเพิ่มขึ้นของเงินทุนเคลื่อนย้ายไหลผ่านเข้าสู่ตลาดทุนส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยน (Nominal exchange rate) แข็งค่าขึ้นเพราะเนื่องจากมีอุปสงค์ต่อเงินตราในประเทศมากยิ่งขึ้น หากตั้งสมมติฐานว่าราคาในประเทศคงที่ ดัชนีค่าเงินที่แท้จริงจะเพิ่มขึ้น ค่าเงินในประเทศแข็งค่าขึ้นมีผลต่อการบริโภคและการลงทุนในประเทศผ่านกลไกต่างๆ ตามคำกล่าวของ Ito และ Krueger (2001) ตัวอย่างเช่น การเพิ่มกำลังการซื้อสินค้าของแรงงาน การลดต้นทุนของการนำเข้าสินค้าทุน และการลดเงินกู้ยืมค้างที่อยู่ในรูปของเงินตราต่างประเทศ ในขณะเดียวกันการแข็งค่าของอัตราแลกเปลี่ยน จะมีผลทำให้เงินสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้น ผ่านการซื้อเงินตราต่างประเทศเพื่อชะลอการแข็งค่าของค่าเงินบาท อันจะเป็นผลดีต่อการส่งออกของประเทศ

มูลค่าหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ (Stock Market Value)

การไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศทำให้มูลค่าหุ้นในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลในเชิงบวกต่อการบริโภคและการลงทุนผ่านการเพิ่มขึ้นของมูลค่าทรัพย์สินของครอบครัว (Household Wealth) และมูลค่าในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน

2.2.2. รูปแบบเงินทุนเคลื่อนย้ายและผลกระทบต่อเศรษฐกิจ

การศึกษาโดยแยกชนิดของเงินทุนเคลื่อนย้าย ทำให้ทราบถึงการเปลี่ยนแปลงที่ไม่แน่นอนของแต่ละชนิดเงินทุน โดย Rodrik และ Velasco (1999) กล่าวว่า การเปลี่ยนแปลงที่ไม่แน่นอนและรุนแรงของเงินทุนยืมในระยะสั้นสร้างความเสี่ยงอย่างมากต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ ในขณะที่ ความผันผวนที่ต่ำกว่าของเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment: FDI) เมื่อเทียบกับเงินทุนชนิดอื่นๆ สร้างเสถียรภาพให้เศรษฐกิจในระยะยาว ความแตกต่างนี้สามารถอธิบายโดยที่มาของเงินทุน กล่าวคือ เงินทุนในรูปของหนี้ ตราสารหนี้ หรือตราสารทุน จะขึ้นอยู่กับภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดทุน ขณะที่การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ขึ้นอยู่กับการตัดสินใจของภาคธุรกิจในระยะยาวมากกว่า

ตัวแปรที่สำคัญได้แก่ลักษณะของเงินทุนที่ไหลเข้า ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็นเงินทุนไหลเข้าระยะยาวในรูปของเงินลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศ (Foreign Direct Investment: FDI) และเงินทุนไหลเข้าระยะสั้นซึ่งได้แก่ เงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Foreign Portfolio Investment) ลักษณะของเงินทุนที่ไหลเข้าออกอาจส่งผลกระทบต่อตัวแปรและระบบเศรษฐกิจในขนาดและลักษณะที่แตกต่างกันออกไป ซึ่งผลการศึกษาเชิงประจักษ์จำนวนมาก พบว่าการไหลเข้าของเงินทุนจะส่งผลกระทบต่อตัวแปรในเศรษฐกิจมหภาค ซึ่งได้แก่

อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจ อุปทานเงิน อัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ยในประเทศ ระดับเงินทุนสำรอง รวมทั้งการลงทุนและการบริโภคในประเทศ นอกจากนี้ ยังพบว่า การไหลเข้าของเงินทุนจะส่งผลต่อตลาดหุ้น และตลาดอสังหาริมทรัพย์ จะเห็นว่าการไหลเข้าของเงินทุนใน 3 ลักษณะ สามารถส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจและตัวแปรทางเศรษฐกิจที่สำคัญได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ระดับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ อุปทานเงินในระบบเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ย ซึ่งตัวแปรเหล่านี้จะกระทบการผลิตในภาคเอกชนและตลาดทุน รวมถึงการใช้จ่ายในภาครัฐ ซึ่งตัวแปรทั้งหมดนี้ส่งผลกระทบต่อดัชนีการลงทุน (Domestic Investment Index) ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (Domestic Stock Exchange Index) มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Product) และระดับราคาสินค้าภายในประเทศ (Domestic Price Level) ทั้งนี้ ลักษณะของเงินทุนที่ไหลเข้า-ออก อาจส่งผลกระทบต่อตัวแปรและระบบเศรษฐกิจในขนาด และลักษณะที่แตกต่างกันออกไป

Bosworth Collins (1999) ศึกษาผลกระทบของการไหลเข้าของเงินทุนต่อการลงทุนในประเทศ โดยใช้ข้อมูลของประเทศกำลังพัฒนาจำนวน 58 ประเทศ ในช่วงระหว่างปี 1978-1995 โดยแบ่งลักษณะ (Composition) ของเงินทุนไหลเข้าเป็น 3 ลักษณะ คือ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment) และเงินไหลเข้าชนิดอื่น ๆ (ส่วนใหญ่ได้แก่ Bank loans) การศึกษาพบว่า การไหลเข้าของเงินทุนส่งผลให้การลงทุนในประเทศสูงขึ้นในอัตรา 1 ต่อ 0.5 คือ หากเงินทุนไหลเข้า 1 ดอลลาร์สหรัฐ จะส่งผลให้การลงทุนในประเทศสูงขึ้น 0.5 ดอลลาร์สหรัฐ หากจำแนกลักษณะของเงินทุนไหลเข้าเป็น 3 ลักษณะดังกล่าว และศึกษาถึงผลกระทบต่อการลงทุนพบว่า ในกรณีที่เงินลงทุนโดยตรงไหลเข้า จะส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของการลงทุนในอัตรา 1 ต่อ 1 ในขณะที่เงินทุนไหลเข้าในลักษณะเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ ไม่มีความสัมพันธ์หรือไม่มีผลกระทบต่อการลงทุนในประเทศ การไหลเข้าของเงินทุนในรูปแบบอื่น ๆ เช่น Bank loans จะส่งผลกระทบต่อการลงทุนในประเทศในอัตราที่สูงกว่าผลกระทบจากเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ แต่ต่ำกว่าเงินลงทุนโดยตรงไหลเข้า ซึ่ง Renu Kohli (2001) ได้ทำการศึกษาวิเคราะห์ถึงผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคของประเทศอินเดียในช่วงปี 1985-2000 ซึ่งเป็นช่วงก่อนและหลังที่ประเทศอินเดียมีการปฏิรูประบบเศรษฐกิจ โดยในปี 1991 ประเทศอินเดียได้มีการเปลี่ยนแปลงจากเศรษฐกิจแบบควบคุม (Command economy) เป็นระบบเศรษฐกิจเน้นกลไกการตลาด (Market driven economy) และเริ่มมีการเปิดให้มีเงินทุนไหลเข้าในประเทศได้อย่างเสรีมากขึ้น การศึกษาพบว่า ผลกระทบต่อเงินทุนไหลเข้าในช่วงที่ศึกษานั้นมีผลทำให้อัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงิน Rupee ต่อดอลลาร์สหรัฐ แข็งค่าขึ้น จากการศึกษาได้หาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรบัญชีเงินทุน (Net capital account) และดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER) ซึ่งพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรทั้งสองมีค่าอยู่ที่ 0.11 ซึ่งต่ำกว่าค่าสัมประสิทธิ์ในข้อมูลของประเทศลาตินอเมริกาซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 0.14-0.72 (Edwards, 1999) อย่างไรก็ตาม ผู้เขียนได้ตั้งข้อสังเกตเพิ่มเติมว่าผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าต่ออัตราแลกเปลี่ยนในประเทศอาจมีขนาดที่แตกต่างกันและขึ้นอยู่กับปัจจัยต่าง ๆ ในประเทศเหล่านั้น เช่น นโยบาย

อัตราแลกเปลี่ยน การเปลี่ยนแปลงในอัตราการค้า (Terms of trade) รวมทั้งนโยบายด้านการคลังของประเทศนั้น ๆ เป็นต้น

เช่นเดียวกันกับผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าต่อการลงทุน ผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าต่ออัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจก็อาจมีความแตกต่างและขึ้นอยู่กับปัจจัยต่าง ๆ ทางเศรษฐกิจของประเทศนั้น ๆ รวมทั้งลักษณะของเงินทุนไหลเข้า Fernando และ Santana (2001) ได้ทำการศึกษาถึงผลกระทบดังกล่าวโดยใช้ข้อมูล 51 ประเทศ โดยแบ่งเป็นประเทศพัฒนาแล้ว 19 แห่ง และประเทศกำลังพัฒนา 32 แห่ง ใช้ข้อมูลทุก 5 ปี ในช่วงระหว่างปี 1970-2000 พบว่า เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศมีความสัมพันธ์ต่อรายได้ต่อหัว (GDP per capita) และมีค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) เป็นบวก ในทุกประเทศ แต่ในกรณีของเงินทุนไหลเข้าในรูปแบบอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ นั้นมีความสัมพันธ์และมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก ในประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา ยกเว้นในกรณีของประเทศลาตินอเมริกา พบว่า เงินทุนไหลเข้าในรูปแบบอื่น ๆ ไม่มีผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้ การศึกษาดังกล่าวพบว่าในกรณีของประเทศกำลังพัฒนา เงินทุนไหลเข้าอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ส่งผลให้การเติบโตทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นกว่า 0.0082 โดยมีผลสูงกว่าเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ที่ทำให้การเจริญเติบโตเพิ่มขึ้นเพียง 0.0067 หมายความว่า การไหลเข้าของเงินทุนในรูปแบบอื่นที่ไม่ใช่เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ในประเทศลาตินอเมริกามีผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจมากกว่าเงินทุนไหลเข้าในรูปแบบ FDI

ในกรณีของประเทศในกลุ่มอาเซียน แม้ว่าการศึกษาในลักษณะนี้ยังมีน้อย แต่ผลการศึกษาก็เป็นที่น่าสังเกตเมื่อแยกชนิดของเงินทุน Baharumshah และ Thanoon (2006) ศึกษาข้อมูลจาก 8 ประเทศ ได้แก่ จีน เกาหลีใต้ ฟิลิปปินส์ และ 5 ประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในช่วงปี 1982 ถึง 2001 โดยแยกเงินทุนเคลื่อนย้ายออกเป็นหนี้ระยะสั้น ระยะยาว การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ การศึกษาพบว่า หนี้ระยะสั้นต่อ GDP มีผลเชิงลบต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ เมื่อหนี้ระยะสั้นต่อ GDP เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 การขยายตัวของ GDP คิดลบร้อยละ 0.815 ในขณะที่ การเพิ่มของเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ และหนี้ระยะยาวต่อ GDP ร้อยละ 1 ส่งผลให้ GDP เพิ่มขึ้นร้อยละ 1.03 และ 0.401 ตามลำดับ

การเปิดเสรีทางการเงินที่ผ่านมาก่อให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจเอเซียและภูมิภาคอื่นๆ ในช่วงทศวรรษที่ 1990 เนื่องมาจากความแปรปรวนของการไหลเข้า-ออกของเงินทุน ประกอบกับการจัดการอย่างไม่เป็นระบบกับจำนวนเงินทุนที่มหาศาล ดังนั้น เพื่อหลีกเลี่ยงวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงิน ประเทศที่กำลังพัฒนาจำเป็นต้องพัฒนาระบบการจัดการด้านการเงินให้มีประสิทธิภาพ โดยนำเงินทุนเคลื่อนย้ายและเงินออมไปสู่การลงทุนในภาคการผลิตที่มีประสิทธิภาพเพื่อสร้างผลตอบแทนให้ปัจจัยทุน และลดต้นทุนของปัจจัยดังกล่าว ทางเลือกหนึ่งของประเทศในกลุ่มอาเซียน+3 คือ การเปิดเสรีทางการเงินระหว่างกันในกลุ่มอาเซียน+3 อันจะง่ายต่อการพัฒนาและควบคุมตลาดเงินทุนไปพร้อมๆกัน เพื่อนำไปสู่การพัฒนาแบบยั่งยืน

ทั้งนี้ การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจในต่างประเทศและในแต่ละภูมิภาคที่กล่าวมานี้ แสดงให้เห็นถึงแนวคิดที่สามารถนำมาใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ได้ดังนี้ (1) การศึกษาส่วนใหญ่บ่งชี้ว่าการลงทุนในระยะยาว ซึ่งได้แก่การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI investment) มีส่วนกระตุ้นการลงทุน และการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ รวมไปถึงการพัฒนาประเทศในด้านอื่นๆ ในขณะที่การลงทุนในระยะสั้น ได้แก่การลงทุนในหลักทรัพย์ยังมีผลที่ไม่แน่นอนต่อตัวทางเศรษฐกิจ โดยเป็นไปในเชิงลบหรือเชิงบวก (2) เงินทุนเคลื่อนย้ายมีผลอย่างมากต่อเศรษฐกิจในประเทศที่มีสถาบันการเงินแข็งแกร่ง โดยมีกฎและระเบียบการควบคุมระบบการเงินได้ดี (3) การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายแบบแยกชนิดเงินทุนในประเทศไทยและในประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ยังไม่มากนัก การแยกชนิดเงินทุนเคลื่อนย้ายจะให้ผลในเชิงลึกเพื่อการดำเนินนโยบายต่อไป (4) การศึกษาจำเป็นต้องให้ความสำคัญกับความสัมพันธ์ใน 2 ทาง (Causality) ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจและเงินทุนเคลื่อนย้ายแต่ละชนิด

บทที่ 3

กลไกการกำกับดูแลการเงินทุนเคลื่อนย้ายภายในกลุ่มประเทศอาเซียน +3

3.1. ประเทศไทย

ในประเทศไทย หน้าที่ในการกำกับดูแลอัตราแลกเปลี่ยนเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ทั้งนี้ การที่ ธปท. ได้รับมอบการดูแลอัตราเงินเฟ้อ โดยมีการกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ (Inflation-targeting regime) ในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยใช้เครื่องมือหลัก อันได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ธปท. ซื้อคืนพันธบัตร 1 วัน (RP-1) ในขณะที่ในส่วนของการนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนนั้น ธปท. ใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ (Managed-float Exchange Rate Regime) ในการบริหารจัดการค่าเงินบาท

ในช่วงระหว่างปี 2549 ถึง 2551 ที่ผ่านมา ธปท. ได้เข้าบริหารจัดการค่าเงินบาท มิให้แข็งค่าจนเกินไป ซึ่งอาจกระทบต่อภาคการส่งออกของประเทศ โดย ธปท. จะเน้นไปทางด้าน การจำกัดการเก็งกำไรจากค่าเงินสกุลต่างๆ ที่ไหลเข้ามาในประเทศ รวมไปถึงการปรับกฎเกณฑ์ให้สะดวกขึ้นต่อนักลงทุนภายในประเทศที่สนใจไปลงทุนในต่างประเทศ หรือการถือครองค่าเงินสกุลต่างประเทศ

อย่างไรก็ตาม ในช่วงปี 2549 ค่าเงินบาทต้องเผชิญกับกระแสเงินทุนไหลเข้า จนทำให้ค่าเงินแข็งค่าขึ้นมากจนกระทบต่อภาคการค้าระหว่างประเทศ ดังนั้น ในวันที่ 18 ธันวาคม 2549 ธปท. ได้ประกาศมาตรการการจำกัดเงินทุนไหลเข้า ซึ่งเรียกเป็นทางการว่า มาตรการกั้นเงินสำรองร้อยละ 30 โดยมาตรการดังกล่าวระบุให้ธนาคารพาณิชย์จะต้องเก็บเงินมัดจำร้อยละ 30 ของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ นำมาพักไว้ในประเทศเป็นระยะเวลาอย่างน้อย 1 ปี โดยไม่ต้องจ่ายดอกเบี้ย และหากนักลงทุนต่างชาติต้องการถอนเงินทุนออกก่อน 1 ปี จะได้รับเงินทุนคืนเพียง 2 ใน 3 เท่านั้น มาตรการดังกล่าวส่งผลให้ในวันต่อมา ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ปรับตัวลดลงต่ำสุดในประวัติศาสตร์ จนทำให้ทางการไทยต้องมีการปรับมาตรการ โดยยกเลิกการเก็บเงินมัดจำร้อยละ 30 จากการลงทุนโดยตรงของต่างชาติ (Foreign Direct Investment) และการลงทุนในหุ้นเรือนหุ้น (Equity Investments) โดยไม่จำเป็นต้องทำตามมาตรการดังกล่าว และภายหลังก็ได้มีการอนุญาตเพิ่มกับอีกหลายช่องทาง เช่น การลงทุนในพันธบัตรในรูปเงินบาท กองทุนรวม และกองทุนอสังหาริมทรัพย์ (Property funds)

อย่างไรก็ตาม ธปท. ได้มีการประกาศยกเลิกมาตรการดังกล่าว ในวันที่ 3 มีนาคม 2551 รวมถึงได้มีการผ่อนคลายกฎระเบียบในการอนุญาตให้เงินทุนไหลออกจากประเทศได้ง่ายขึ้น โดยในเดือนมีนาคม 2551 ธปท. ได้มีการประกาศขยายปริมาณวงเงินที่อนุญาตให้ผู้ไม่มีถิ่นฐานในประเทศกู้ยืมหรือทำธุรกรรม Swap (Combined lending or swap transactions on a non-resident) เพิ่มขึ้นจาก 50 ล้านบาท เป็น 300 ล้านบาท

ขณะเดียวกัน ได้อนุญาตให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ สามารถนำเงินออกไปลงทุนภายนอกประเทศได้ถึง 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

ในส่วนของกฎระเบียบด้านการกำกับเงินทุนเคลื่อนย้ายของประเทศไทยนั้น สามารถพิจารณาได้ใน 4 ประเด็น ดังนี้

3.1.1 การลงทุนโดยตรงของต่างชาติ (Foreign direct investment)

สำหรับการลงทุนโดยตรงในประเทศไทยของชาวต่างชาตินั้น กฎหมายที่ใช้ควบคุมคือ พระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจของคนต่างด้าว พ.ศ. 2542 (Foreign Business Act - FBA) โดยมีการจำแนกให้ธุรกิจบางประเภทสามารถถูกครอบครองได้ร้อยละ 100 โดยคนต่างชาติ ขณะที่ธุรกิจบางประเภทมีข้อจำกัด โดยสามารถแบ่งข้อจำกัดได้ตามบัญชี โดยแยกออกเป็น 3 บัญชีหลัก ได้แก่ บัญชีที่ 1 ห้ามมิให้คนต่างด้าวประกอบธุรกิจ เนื่องจากเหตุผลทางด้านวัฒนธรรมและความมั่นคง ได้แก่ หนังสือพิมพ์ สถานีวิทยุ สถานีโทรทัศน์ รวมไปถึงการทำไร่ นา สวน การประมง การค้าและขายทอดตลาดโบราณวัตถุของไทย (Artifacts) และการค้าที่ดิน (Real-property transaction) บัญชีที่ 2 ห้ามมิให้คนต่างด้าวประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องความปลอดภัยหรือความมั่นคงของประเทศ ธุรกิจที่มีผลกระทบต่อศิลปวัฒนธรรม จารีตประเพณี และหัตถกรรมพื้นบ้าน หรือธุรกิจที่มีผลกระทบต่อทรัพยากรธรรมชาติหรือสิ่งแวดล้อม ตามที่กำหนดไว้ในบัญชี 2 เว้นแต่จะได้รับอนุญาตจากรัฐมนตรีโดยการอนุมัติของคณะรัฐมนตรี บัญชีที่ 3 ห้ามมิให้คนต่างด้าวประกอบธุรกิจที่คนไทยยังไม่มีความพร้อมที่จะแข่งขันในการประกอบกิจการกับคนต่างด้าว ตามที่กำหนดไว้ในบัญชี 3 เว้นแต่จะได้รับอนุญาตจากอธิบดีโดยความเห็นชอบของคณะกรรมการ

ทั้งนี้ ได้มีการจำแนกบริษัทที่ถือว่าเข้าข่ายเป็นของบริษัทต่างชาติหรือไม่ ดังนี้

- บริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในประเทศไทย หรือถูกถือครองหุ้นโดยชาวต่างชาติเกินร้อยละ 51 ถือว่าเป็นบริษัทต่างชาติ (Foreign Juridical Entity)
- ห้างหุ้นส่วนสามัญนิติบุคคล (Ordinary Registered Partnership) ที่มีกรรมการผู้จัดการ (Managing Director) และผู้จัดการ (Manager) เป็นชาวต่างชาติ ถือเป็นบริษัทต่างชาติ

ทั้งนี้ ทางของไทยได้จัดตั้งหน่วยงานสนับสนุนการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ได้แก่ คณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (Board of Investment: BOI) โดยในปี 2543 ได้มีการอนุญาตให้ต่างชาติสามารถครอบครองธุรกิจประเภทอุตสาหกรรม (Manufacturing business) และ ธุรกิจค้าส่งค้าปลีกที่มีมูลค่ากว่า 500 ล้านบาท ได้อย่างเต็มจำนวน นอกจากนี้ยังได้มีมาตรการสนับสนุนการลงทุนจากต่างชาติต่าง ๆ เช่น การให้ส่วนลดภาษีนิติบุคคล ลงมาอยู่ที่ร้อยละ 10 จากร้อยละ 30 ในปี 2544 สำหรับบริษัทที่จะทำการก่อตั้งสำนักงานสาขาในภูมิภาคเอเชีย (Regional Headquarters) ในประเทศไทย

3.1.2 การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment)

ตามพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจคนต่างด้าว (Foreign Business Act) ระบุว่า ธุรกิจบางประเภทไม่สามารถถูกครอบครองโดยต่างชาติได้เต็มจำนวน ดังนั้น ในหลักทรัพย์บางบริษัท เช่น True, Advance Info Service และ Thoresen Thai Agency จะเพิ่มการซื้อขายในกระดานต่างชาติ โดยยังมีการอนุญาตให้ต่างชาติถือครองหลักทรัพย์แบบพิเศษที่ไม่มีสิทธิในการออกเสียง (Non-voting depositary receipts: NVDRs) อย่างไม่จำกัดจำนวน (แต่หากต่างชาติถือครองเกินร้อยละ 5 จะต้องรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) ทั้งนี้ กว่า 600 บริษัทได้ออกหลักทรัพย์แบบดังกล่าวให้ต่างชาติเข้าครอบครอง คิดเป็นจำนวนประมาณครึ่งหนึ่งของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่ต่างชาติเข้าซื้อ ซึ่งนับเป็นเพียงประมาณร้อยละ 5 ของจำนวนหลักทรัพย์ที่ซื้อขายทั้งหมดเท่านั้น

ในส่วนของภาษีจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาตินั้น สำหรับนักลงทุนที่ไม่ใช่สถาบันทั้งคนไทยและต่างชาติจะได้รับการยกเว้นการจ่ายภาษีจากรายได้จากการซื้อขาย (Capital-gain tax) หรือภาษีการส่งเงินกลับคืนถิ่นฐาน (Repatriation) จากการซื้อขายหุ้นจดทะเบียน หุ้นกู้ (Debentures) และกองทุนรวม ในขณะที่บริษัทที่จดทะเบียนรวมถึงนิติบุคคลอื่น ๆ จะต้องแจ้งให้ SET ทราบถึงรายได้จากการซื้อขายหุ้นจดทะเบียน เนื่องจากจะต้องทำการจ่ายภาษีรายได้บริษัทร้อยละ 30 ส่วนนักลงทุนอิสระทั้งไทยและต่างชาติจะต้องเสียภาษีเงินปันผลที่ร้อยละ 10 แต่ถ้าเป็นเงินปันผลจากกองทุนรวมนั้นจะได้รับการยกเว้นภาษี

ในส่วน of สถาบันลงทุนต่างชาตินั้น รายได้จากกองทุนต่างชาติจะต้องถูกหักภาษีร้อยละ 12.5 ของรายได้ และร้อยละ 15 สำหรับผู้ที่จดทะเบียนหลังจากเวลาดังกล่าว โดยอัตราดังกล่าวยังไม่รวมภาษีร้อยละ 10 ของเงินปันผลที่จะต้องจ่ายด้วย ในขณะที่นักลงทุนที่เข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนจะต้องจ่ายภาษีจากรายได้จากการซื้อขาย (Capital-gain tax) อย่างไรก็ตาม กระทรวงการคลังมีข้อยกเว้นให้สำหรับการรวมกิจการ (Merger) โดยจะได้รับการยกเว้นจากการจ่ายภาษีนิติบุคคล ภาษีมูลค่าเพิ่ม ภาษีธุรกิจเฉพาะ และอากรแสตมป์

3.1.3 ดุลบัญชีเดินสะพัด (Current account: Trade of goods and services)

ในส่วนของการค้าระหว่างประเทศ ธพท. ได้มีมาตรการควบคุมเงินทุนไหลเข้าและออกในบัญชีดังกล่าว โดยสามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเด็นหลัก อันได้แก่ การนำเข้าและการส่งออก โดยในส่วนของการนำเข้าที่มีมูลค่าเกิน 2 หมื่นดอลลาร์สหรัฐ จะต้องแจ้งให้ ธพท. รับทราบ รวมถึงจะต้องมีการขออนุญาตจากธนาคารพาณิชย์ที่ได้รับอนุญาตสำหรับการแลกเปลี่ยนค่าเงินเพื่อทำธุรกรรมจำนวนดังกล่าวด้วย สำหรับการส่งออกนั้น ในปัจจุบันได้มีการขยายเวลาในการแลกเปลี่ยนรายได้ที่ได้รับจากการส่งออก จากเดิมภายใน 15 วัน เป็น 360 วัน

3.1.4 การกู้ยืมและการชำระคืน (Loan inflows and repayment)

คนไทยและคนต่างชาติสามารถกู้ยืมเงินจากต่างประเทศได้อย่างอิสระ อย่างไรก็ตาม ธนาคารต่างประเทศที่ปล่อยกู้จะต้องเสียภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย (Withholding Tax) จากดอกเบี้ยเงินกู้ดังกล่าว ทั้งนี้ โดยปกติแล้วนั้นอัตราภาษีดังกล่าวอยู่ที่ร้อยละ 10-15 ของรายได้จากดอกเบี้ย อย่างไรก็ตาม ธนาคารต่างชาติสามารถทำการลดหย่อนภาษีดังกล่าวได้ในบริบทข้อตกลงภาษีซ้อน (Double-taxation Agreement) สามารถแยกได้ดังนี้ (1) สำหรับชาวต่างชาติที่ต้องการกู้เงิน (Non-residents borrowing locally) จะต้องมีหลักทรัพย์ค้ำประกันเหมือนปกติแต่จะต้องเป็นหลักทรัพย์จากประเทศอื่น สำหรับชาวต่างชาติที่ทำงานในไทยและมีอายุของใบอนุญาตเข้าประเทศ (Visa valid) มากกว่า 1 ปี สามารถกู้เงินได้ไม่เกิน 5 ล้านบาท และจะต้องมีหลักทรัพย์ค้ำประกันเต็มวงเงิน (2) สำหรับการจ่ายทรัพย์สินคืนกลับไปยังต่างประเทศนั้น (Repatriation of capital) ธนาคารพาณิชย์มีสิทธิเสรีที่จะทำการเมื่อเห็นสมควร แต่จะต้องแจ้งให้ ธปท. ทราบ หากการจ่ายคืนมีมูลค่าเกินกว่า 5 แสนดอลลาร์สหรัฐ ต่อวัน (Anti-Money-Laundering Act, 2000) (3) การนำเงินกำไรออกไปจากประเทศไทย (Remittance of dividend and profits) ไม่มีกฎข้อบังคับในการควบคุมการจ่ายเงินปันผลหรือกำไรไปยังบริษัทแม่ต่างชาติที่มีเงินทุนสำรองตามที่กฎหมายกำหนด อย่างไรก็ตาม ในส่วนของภาษีนั้น จะต้องมีการจ่ายภาษีการคืนเงินปันผลในอัตราร้อยละ 10 ของเงินที่จ่ายไปยังบริษัทแม่ต่างชาติ ยกเว้นจากกองทุนรวม สำหรับสถาบันลงทุนต่างชาติที่เงินปันผลจะไม่ถูกนับรวมในภาษีรายได้ นอกจากนี้ บริษัทดังกล่าวจะทำการจดทะเบียนกับประเทศที่มีข้อตกลงภาษีซ้อน (Double-taxation agreement) กับประเทศไทย ที่จะต้องเป็นไปตามข้อตกลงตามสัญญานั้นๆ

3.2. ประเทศญี่ปุ่น

การกำกับดูแลเงินทุนเคลื่อนย้ายในประเทศญี่ปุ่นนั้นได้รับการกำกับดูแลโดยกระทรวงการคลังญี่ปุ่น ภายใต้กฎหมายการแลกเปลี่ยนเงินตราและการค้าต่างประเทศ (Foreign Exchange and Foreign Trade Law) ซึ่งได้ถูกกำหนดขึ้นมาในเดือนเมษายน 2541 โดยกระทรวงการคลังญี่ปุ่นได้มีหลักเกณฑ์ข้อบังคับให้บริษัทนิติบุคคลและบุคคลธรรมดา นั้น สามารถเปิดบัญชีการทำธุรกรรมระหว่างประเทศในรูปเงินเยนหรือเงินตราต่างประเทศและสามารถทำธุรกรรมการกู้ยืมและให้กู้ยืมข้ามประเทศได้ ในขณะเดียวกันยังสามารถใช้เงินในรูปดอลลาร์สหรัฐในการทำธุรกรรมระหว่างบริษัทหรือธุรกรรมผลผลิตทางการเงินหรือแม้กระทั่งในการซื้อขายผลิตภัณฑ์ภายในประเทศได้เพื่อเป็นการลดต้นทุนในการแลกเปลี่ยนเงินตรา ทั้งนี้ กระทรวงการคลังของญี่ปุ่นมีสิทธิในอำนาจหน้าที่ตรวจสอบการดำเนินธุรกรรมแลกเปลี่ยนทางการเงินทั้งหมดให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ข้อบังคับดังกล่าวมิให้ขัดกับข้อบังคับทางกฎหมาย การเมืองและไม่ก่อให้เกิดความไม่สมดุลในดุลบัญชีทางการเงินของประเทศได้ ทั้งนี้ หากพิจารณาตามรูปแบบของช่องทางทางการเงินไหลเข้า-ออกของเงินทุนเคลื่อนย้าย 5 ช่องทางแล้วพบว่าประเทศญี่ปุ่นนั้นค่อนข้างให้ความสำคัญต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนโดยรวมเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่นๆ โดยมีรายละเอียดดังนี้

3.2.1 การลงทุนโดยตรงของต่างชาติ (Foreign direct investment)

ในปัจจุบันประเทศญี่ปุ่นได้กำหนดข้อบังคับเกี่ยวกับเงินลงทุนโดยตรงของต่างชาติเพียงเล็กน้อยซึ่งเป็นผลจากการยกเลิกการกำกับดูแล (Deregulation) ซึ่งเป็นไปตามนโยบายและทิศทางการเพิ่มประสิทธิภาพของระบบเงินทุนเคลื่อนย้าย (Liberalization) ในช่วง 10 กว่าปีที่ผ่านมา ทั้งนี้ ประเทศญี่ปุ่นมิได้กำหนดข้อบังคับการผลิตเพื่อส่งออกที่สมดุล (Export-balancing requirements) หรือมาตรการใดที่เป็นข้อจำกัดไม่ให้บริษัทต่างชาติสามารถเข้ามาลงทุนในประเทศญี่ปุ่น กล่าวโดยสรุปคือความเสี่ยงจากความเป็นชาตินิยมหรือการเข้ามาบีบบังคับของบริษัต่างชาติในประเทศญี่ปุ่น นั้น ไม่ได้เป็นข้อจำกัดของการลงทุนโดยตรงของบริษัทต่างชาติแต่อย่างใด

อย่างไรก็ตาม ประเทศญี่ปุ่นได้กำหนดข้อจำกัดในการลงทุนในอุตสาหกรรมบางอย่างที่อาจมีความสำคัญทางด้านความมั่นคงแห่งชาติ ผลประโยชน์ของประเทศหรือเกี่ยวข้องกับข้อกำหนดสิทธิสัญญาทางการค้าขององค์การการค้าโลก (World Trade Organization) โดยอุตสาหกรรมดังกล่าวได้แก่ เกษตรกรรม ป่าไม้ ประมง การขุดเจาะปิโตรเลียม สาธารณูปโภค และการคมนาคมสื่อสาร ซึ่งอุตสาหกรรมดังกล่าวนี้รัฐบาลญี่ปุ่นถือสิทธิเด็ดขาดในการลงทุนและจะพิจารณาให้ต่างชาติสามารถเข้ามาลงทุนได้เป็นกรณีไป

3.2.2 การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment)

โดยทั่วไปแล้ว หากนักลงทุนที่ไม่ได้พำนักอยู่ในประเทศญี่ปุ่น (Non-residential investors) มีความประสงค์ที่จะลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นนั้นต้องแสดงความจำนงล่วงหน้า (Expost facto notification) ต่อกระทรวงการคลังญี่ปุ่น โดยการกระทำธุรกรรมจากเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศใดๆ ผ่านข้ามพรมแดน ผ่านธนาคาร บริษัทหลักทรัพย์หรือผู้จัดการสัญญาล่วงหน้าอื่นๆ จำเป็นต้องรายงานธุรกรรมดังกล่าว ให้กระทรวงการคลังญี่ปุ่นทราบด้วยเช่นกัน ทั้งนี้ ภายใต้กฎหมายการแลกเปลี่ยนเงินตราและการค้าต่างประเทศ กระทรวงการคลังญี่ปุ่นถือสิทธิในการเพิ่มข้อจำกัดในกรณีฉุกเฉิน อาทิ เกิดการเปลี่ยนแปลงของดุลบัญชีรายจ่ายของประเทศ อัตราแลกเปลี่ยน หรือเงินทุนไหลเข้าหรือออกประเทศอย่างมีนัยสำคัญ (Dramatic changes)

3.2.3 การลงทุนในพันธบัตร (Bond investment)

ทางการญี่ปุ่นไม่ได้จำกัดการซื้อขายพันธบัตร เครื่องมือตลาดเงิน (Money-market instrument) หรือเครื่องมือการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศอื่นๆ ต่อบริษัทต่างชาติหรือผู้พำนักอาศัยอยู่นอกประเทศญี่ปุ่น ยกเว้นในกรณีที่เกิดการเปลี่ยนแปลงของดุลบัญชีรายจ่ายของประเทศ อัตราแลกเปลี่ยน หรือเงินทุน

ไหลเข้าหรือออกประเทศอย่างมีนัยสำคัญ (Dramatic changes) ซึ่งกระทรวงการคลังญี่ปุ่นถือสิทธิในการเพิ่มข้อจำกัดในกรณีฉุกเฉิน

3.2.4 ดุลบัญชีเดินสะพัด (Current account: Trade of goods and services)

สำหรับในด้านการส่งออกภายใต้กฎหมายการแลกเปลี่ยนเงินตราและการค้าต่างประเทศ นั้น รัฐบาลญี่ปุ่นไม่ได้ตั้งข้อจำกัดบนเงินรายได้ที่ได้รับจากการส่งออกและไม่มีข้อจำกัดต่อการซื้อสินค้าและบริการที่นำเข้าเช่นกัน ทั้งนี้ การนำเข้าสินค้าและบริการส่วนใหญ่เข้าสู่ประเทศญี่ปุ่นนั้น ถูกกำหนดให้เป็นการนำเข้าอย่างอิสระ (Freely importable) และไม่มีคามจำเป็นต้องขออนุญาตนำเข้า ข้อยกเว้นได้แก่ สินค้าโภคภัณฑ์บางอย่างที่อยู่ภายใต้โควตาการนำเข้า ซึ่งบริษัทการนำเข้าในญี่ปุ่นนั้นต้องได้รับการอนุญาตจากทางการญี่ปุ่น ในขณะที่สิ่งของที่ผิดกฎหมาย อาทิ ยาเสพติด สิ่งของผิดลิขสิทธิ์หรือทรัพย์สินทางปัญญาและผลผลิตทางเกษตรกรรมและเนื้อสัตว์บางประเภท นั้น จำเป็นต้องได้รับการอนุญาตจากกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

3.2.5 การกู้ยืมและการชำระคืน (Loan inflows and repayment)

บริษัทที่ตั้งอยู่ในประเทศญี่ปุ่นไม่ว่าจะเป็นบริษัทของญี่ปุ่นหรือบริษัทต่างชาติที่ถือสิทธิเป็นเจ้าของนั้นสามารถกู้ยืมเงินจากภายนอกประเทศญี่ปุ่นได้อย่างอิสระ โดยธุรกรรมการกู้ยืมดังกล่าวนี้ต้องรายงานต่อกระทรวงการคลังญี่ปุ่น ทั้งนี้ ทางการณ์ญี่ปุ่นไม่ได้กำหนดข้อจำกัดต่อการชำระดอกเบี้ย ระยะเวลาไถ่ถอนตราสารหนี้ (Maturity) ของการกู้ยืมและเพดานสินเชื่อกู้ยืมจากภายนอกประเทศต่อทั้งบริษัทของญี่ปุ่นหรือบริษัทที่ต่างชาติถือสิทธิ ในขณะเดียวกัน ทางการณ์ญี่ปุ่นไม่ได้จำกัดการกู้ยืมต่อบุคคลที่พำนักอยู่ในญี่ปุ่นหรือไม่ได้พำนักอยู่ในญี่ปุ่น ประกอบกับทางการณ์ญี่ปุ่นไม่ได้กำหนดข้อจำกัดต่อการชำระคืนต้นเงินและดอกเบี้ย ระยะเวลาไถ่ถอนตราสารหนี้ (Maturity) ของการกู้ยืมในกรณีการกู้ยืมระดับบุคคลเช่นกัน อย่างไรก็ตาม การกู้ยืมของบุคคลธรรมดาที่มีจำนวนเงินคิดเป็นมูลค่ามากกว่า 5 ล้านเยน นั้น จำเป็นต้องรายงานต่อกระทรวงการคลังญี่ปุ่น หากบุคคลหรือนิติบุคคลที่อยู่ภายนอกประเทศมีความประสงค์ที่จะกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินในประเทศญี่ปุ่นนั้นสามารถทำได้โดยไม่มีข้อจำกัด สำหรับการส่งกำไรคืน และส่งทุนคืนนั้น กฎหมายของประเทศญี่ปุ่น อนุญาตให้บริษัทที่เข้ามาดำเนินกิจการในประเทศสามารถส่งกำไรคืนหรือสัดส่วนของกำไรเงินที่ได้จากหุ้นต่างๆ กลับคืนได้โดยอิสระ ณ อัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลานั้นๆ

3.3. ประเทศเกาหลีใต้

การกำกับดูแลระบบการแลกเปลี่ยนเงิน (Foreign exchange) ในประเทศเกาหลีใต้นั้นได้รับการกำกับดูแลโดยธนาคารกลางของประเทศเกาหลีใต้ (Bank of Korea) โดยธนาคารกลางเกาหลีใต้นั้นมอบหมายให้ธนาคารแต่ละแห่งซึ่งกล่าวรวมถึงธนาคารพาณิชย์ในและนอกประเทศทั้งหมดที่ทำธุรกิจในประเทศเกาหลี

ได้ โดยหน้าที่ความรับผิดชอบของธนาคารกลางเกาหลีใต้ ได้แก่ การกำกับดูแลนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งรวมถึงการหยุดธุรกรรมการเงินในกรณีฉุกเฉินและการตั้งข้อจำกัดลงบนธุรกรรมทางการเงินบางธุรกรรมด้วย ในขณะเดียวกันนั้น หน้าที่ของธนาคารกลางของเกาหลีไดียังรวมถึงการบริหารจัดการธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการค้าขายทั้งสินค้าและบริการและการเคลื่อนไหวของเงินทุนเคลื่อนย้ายโดยรวมถึงการให้ใบอนุญาตกับบริษัทในเกาหลีใต้ที่ประสงค์ที่จะลงทุนนอกประเทศและการให้แนวทางกับบริษัทหรือธนาคารต่างชาติ เป็นต้น ทั้งนี้ หากพิจารณาตามรูปแบบของช่องทางการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้าย 5 ช่องทางแล้วพบว่าประเทศเกาหลีใต้นั้นค่อนข้างให้ความสำคัญต่อ การเคลื่อนย้ายเงินทุน โดยรวมเฉกเช่นเดียวกันกับประเทศญี่ปุ่น โดยมีรายละเอียดดังนี้

3.3.1 การลงทุนโดยตรงของต่างชาติ (Foreign direct investment)

การลงทุนโดยตรงของต่างชาติในเกาหลีใต้ นั้น ซึ่งได้รับการรับรองทางกฎหมายตามพรบ. การสนับสนุนการลงทุนต่างชาติ (Foreign Investment Promotion Act: FIPA) หรือในปัจจุบันรู้จักในนามของ Now Invest Korea นั้น วัตถุประสงค์ของกฎหมายดังกล่าว ได้แก่ การสนับสนุนให้มีความเป็นอิสระและความโปร่งใสในระบบการลงทุนมากขึ้น ประกอบกับเพิ่มแรงจูงใจให้กับผู้ที่ประสงค์ที่จะเข้ามาลงทุน โดยการลดกฎระเบียบข้อบังคับที่ก่อให้เกิดความล่าช้าและติดขัดที่ไม่มีความจำเป็น ทั้งนี้ ข้อจำกัดต่อการค้าและการลงทุนในประเทศเกาหลีใต้ได้ปรับลดลงอย่างรวดเร็ว หลังจากที่รัฐบาลเกาหลีใต้ได้ประกาศนโยบายการค้าขายแบบโลกาภิวัตน์ให้เป็นนโยบายแห่งชาติ โดยบริษัทระหว่างประเทศสามารถลงทุนในอุตสาหกรรมแทบทุกอุตสาหกรรมโดยมีอุตสาหกรรมที่ยกเว้นบางอย่างเท่านั้น ในขณะเดียวกันข้อจำกัดทางด้านบริการได้ถูกผ่อนคลายเป็นลำดับ โดยเฉพาะในด้านภาคการค้าส่งค้าปลีก โดยบริษัทต่างชาติสามารถขอรับการส่งเสริมการลงทุนโดยตรงส่วนใหญ่ผ่านการแจ้งให้ทราบเท่านั้น ขณะเดียวกันจากกฎหมายดังกล่าวมีผลบังคับให้กระทรวงเศรษฐกิจฐานความรู้ (Ministry of Knowledge Economy: MKE) จัดพิมพ์รายงานประจำปีเกี่ยวกับการตั้งข้อจำกัดและข้อบังคับต่อการลงทุนของต่างชาติเพื่อสร้างความโปร่งใสและความยุติธรรมแก่ผู้ลงทุนจากนอกประเทศ ทั้งนี้ ผู้ที่ประสงค์จะลงทุนภายใต้กฎหมาย FIPA นั้น จะต้องลงทุนเป็นสัดส่วนเทียบเท่าหรือมากกว่าร้อยละ 10 ของสัดส่วนของบริษัทในประเทศ หรืออาจสามารถทำได้หากมีสิทธิสัญญาที่ระบุว่าการร่วมลงทุน (Joint-investment) กับบริษัทต่างชาตินั้นๆ ทั้งนี้ ในปัจจุบัน มีเพียง 28 อุตสาหกรรมที่ทางการเกาหลีใต้นั้นจำกัดระดับการลงทุนโดยตรงไว้ อาทิ ประมงน้ำตื้น หนังสือพิมพ์และนิตยสารบางรูปแบบ พลังงานนิวเคลียร์ การคมนาคมขนส่ง ระบบสาธารณสุขปลอดภัยและการสื่อสาร เป็นต้น โดยการลงทุนในอุตสาหกรรมดังกล่าวสามารถทำได้ถึงระดับหนึ่งถ้าหากไม่ถูกจำกัดโดยสิ้นเชิง อย่างไรก็ตาม การลงทุนโดยตรงของต่างชาติในอุตสาหกรรมสื่อโทรทัศน์และการแพร่ภาพ นั้น ได้ถูกจำกัดโดยสิ้นเชิง

3.3.2 การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment)

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของชาวต่างชาติในประเทศเกาหลีได้นั้นได้รับการกำกับดูแลภายใต้ พรบ. ธุรกรรมแลกเปลี่ยนเงินตรา (Foreign Exchange Transaction Act) และ พรบ. การแลกเปลี่ยน ประกันหลักทรัพย์ (Securities Act) โดยการเปิดให้นักลงทุนต่างชาติสามารถเข้ามาลงทุนในสินทรัพย์ของ เกาหลีได้นั้นเกิดขึ้นมาในช่วง 10 กว่าปีที่ผ่านมา หลังจากที่วิกฤตเศรษฐกิจของเกาหลีได้ส่งผลให้รัฐบาล เกาหลีได้ต้องพิจารณาถึงการปรับปรุงยุทธศาสตร์การลงทุนของต่างชาติในประเทศ ทั้งนี้ การลงทุนในตลาด หลักทรัพย์ พันธบัตร และเครื่องมือตลาดเงินนั้นได้ถูกเปิดให้นักลงทุนต่างชาติสามารถมาลงทุนได้อย่าง อิสระได้เกือบแทบทุกรูปแบบหลังจากปี 2541-2542 โดยมีรายละเอียดดังนี้ 1) นักลงทุนต่างชาติสามารถ ลงทุนในพันธบัตรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อย่างไม่มีข้อจำกัดนับจากปี 2540 เป็นต้นมา 2) นับจากปี 2541 ตลาดเงินของเกาหลีได้เปิดให้นักลงทุนต่างชาติที่มีใบรับรองการฝาก (Certificates of deposit) สิทธิสัญญาการซื้อคืน (Repurchase agreements) และเครื่องมือในการค้าขายในรูปบัญชีนักลงทุน ต่างชาติ (Instruments freely trade for foreign investor's accounts) 3) นับจากปี 2541 นักลงทุนสามารถ ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งรวมถึงสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและสัญญา Option ได้อย่างอิสระโดยไม่มีเพดาน จำกัด 4) นับจากปี 2542 นักลงทุนต่างชาติสามารถลงทุนในหุ้นที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เกาหลี ได้และพันธบัตรได้อย่างไม่มีข้อจำกัด ทั้งนี้ การที่นักลงทุนต่างชาติประสงค์ที่จะเข้าซื้อกรรมสิทธิ์หุ้นที่ต่ำ กว่าร้อยละ 10 ของบริษัทในประเทศเกาหลีได้นั้นจะต้องรายงานกับธนาคารทำการแลกเปลี่ยนเงินที่ เกี่ยวข้องด้วย ในกรณีที่มีการแลกเปลี่ยนหุ้น (Swap) (เฉพาะที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น) ผู้ ลงทุนจะต้องแจ้งให้ธนาคารกลางเกาหลีได้ทราบด้วย

3.3.3 การลงทุนในพันธบัตร (Bond investment)

ทางการเกาหลีได้ไม่ได้มีข้อจำกัดในการซื้อขายพันธบัตรแก่บริษัทต่างชาติหรือผู้พำนั กอาศัยที่อยู่นอก ประเทศเกาหลีได้

3.3.4 ดุลบัญชีเดินสะพัด (Current account: Trade of goods and services)

รัฐบาลเกาหลีได้ได้ยกเลิกข้อจำกัดที่เกี่ยวข้องกับรายรับจากการค้าขายแทบทั้งหมดหลังจากที่ กฎหมายบังคับการให้อิสระภาพต่อกฎหมายการปฏิรูปการเงินที่เกี่ยวข้องกับการค้าขายในปี 2541 (Reform of trade-related financing) และพรบ. ธุรกรรมแลกเปลี่ยนเงินตรา อย่างไรก็ตาม รายได้ที่เกิดขึ้นจากการค้า ขายสินค้าและบริการที่มีมูลค่ามากกว่า 500,000 ดอลลาร์สหรัฐ (ปรับเพิ่มจาก 100,000 ดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2549) ต่อธุรกรรม นั้น ต้องถูกนำเข้ามาในมาสู่ประเทศเกาหลีได้ภายในช่วง 18 เดือนตามหลักการ (ปรับเพิ่ม จากช่วงระยะเวลา 6 เดือนในปี 2549) อย่างไรก็ตาม ธนาคารกลางของเกาหลีได้ถือสิทธิในการให้ข้อยกเว้น หรือขยายระยะเวลาเป็นกรณีไป ในขณะเดียวกัน ทางการเกาหลีได้ไม่ได้จำกัดการจ่ายเงินเพื่อนำเข้าภายใต้

มาตรการการให้อิสระในปี 2541 และ 2542 โดยการนำเข้าสินค้าและบริการสู่ประเทศเกาหลีใต้จะถูกจำกัดไว้เป็น 3 รูปแบบ ภายใต้ พรบ.การค้าขายภายนอกประเทศ ได้แก่ 1) การนำเข้าที่ได้รับการอนุญาตโดยอัตโนมัติ 2) การนำเข้าที่ถูกจำกัด และ 3) การห้ามนำเข้า โดยสินค้านำเข้าที่อยู่ในกรณีที่สามารถได้รับอนุญาตโดยอัตโนมัติ ได้แก่ วัตถุดิบส่วนใหญ่และสินค้าทุนที่ไม่ได้มีการผลิตในประเทศ การนำเข้าที่ถูกจำกัดนั้น ถูกจัดอยู่ในรายการที่กำหนด ในขณะที่สินค้านำเข้าที่ต้องห้าม ได้แก่ สินค้าฟุ่มเฟือย และสินค้าที่ไม่เหมาะสมในเชิงกฎหมายและจริยธรรม

3.3.5 การกู้ยืมและการชำระคืน (Loan inflows and repayment)

ประเทศเกาหลีใต้ได้ยกเลิกกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการกู้ยืมจากภายนอกประเทศทั้งหมดประกอบกับกระทรวงการคลังและเศรษฐกิจ (Ministry of Finance and Economy: MOFE) ได้ยกเลิกเพดานการกู้ยืมธนาคารในประเทศเกาหลีใต้โดยต่างชาติ ออกไปหลังจากปี 2540 และยกเลิกข้อจำกัดของการกู้ยืมของบริษัทต่างชาติที่มูลค่ามากกว่า 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และมีระยะเวลา Maturities ที่ยาวนานกว่า 3 ปีโดยเป็นการให้อิสระการกู้ยืมของต่างชาติในช่วงระยะปานกลาง (ที่มีระยะเวลาหมดอายุ 1-3 ปี) ทั้งนี้ การเปิดเป็นอิสระของ พรบ. ธุรกิจการแลกเปลี่ยนเงินตรา ได้กำหนดให้บริษัทในเกาหลีใต้ที่มีฐานะการเงินที่มั่นคงนั้นสามารถกู้เงินจากต่างชาติโดยมีระยะเวลาไถ่ถอนตราสารหนี้ (Maturity) ภายใน 1 ปีได้ในขณะที่สาขาของบริษัทเกาหลีใต้นั้นสามารถกู้ยืมเงินเป็นจำนวนเท่าไรก็ได้เท่าที่จำเป็น สำหรับบริษัทเกาหลีใต้ที่มีความประสงค์ที่จะกู้ยืมเงินจากต่างชาติเป็นมูลค่าสูงกว่า 30 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และบริษัทที่ฐานะทางการเงินไม่มั่นคงและมีความประสงค์ที่จะกู้เงินในระยะสั้นจากต่างประเทศจำเป็นต้องขออนุญาตจากกระทรวงยุทธศาสตร์และการคลัง (Ministry of Strategy and Finance) บริษัทเกาหลีใต้ที่ประสงค์จะกู้เงินระยะยาวที่เป็นมูลค่าสูงกว่า 50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ จะต้องแจ้งให้กับกระทรวงยุทธศาสตร์และการคลังด้วย บริษัทต่างชาติที่ลงทุนในประเทศเกาหลีใต้สามารถนำเงินที่กู้ยืมทุกรูปแบบออกจากประเทศหลังจากปี 2541 แต่จำเป็นต้องแจ้งกับธนาคารที่แลกเปลี่ยนเงินนั้นๆ สำหรับในกรณีการกู้ยืมจากนอกประเทศในระดับบุคคลนั้นทางการเกาหลีใต้ไม่ได้ระบุข้อจำกัดไว้ แต่ในกรณีของการชำระคืนเงินกู้ นั้น บุคคลและนิติบุคคลอาจมีความจำเป็นที่จะต้องแจ้งทางการเกาหลีใต้ในบางครั้ง

ในกรณีกลับกัน หากบุคคลหรือนิติบุคคลที่อยู่ภายนอกประเทศมีความประสงค์ที่จะกู้ยืมเงินในรูปแบบเงินตราต่างประเทศจากธนาคารแลกเปลี่ยนเงินในเกาหลีใต้นั้นสามารถทำได้โดยไม่มีข้อจำกัด แต่หากประสงค์จะกู้ยืมจากสถาบันการลงทุน (Institutional investors) นั้นสามารถทำได้ภายในมูลค่าที่กำหนดไว้ตาม พรบ. และ พรก. ของธนาคารเกาหลีใต้ สำหรับหากบุคคลและนิติบุคคลมีความประสงค์ที่จะกู้ยืมในรูปแบบเงินวอน นั้น สามารถทำได้เช่นกันโดยการกู้ยืมดังกล่าวต้องแจ้งธนาคารกลางเกาหลีใต้รับทราบ สำหรับการ

ส่งกำไรและทุนกลับคืน นั้น กฎหมายของประเทศเกาหลีได้อนุญาตให้บริษัทที่เข้ามาดำเนินกิจการในประเทศสามารถส่งกำไรคืนหรือสัดส่วนของกำไรเงินที่ได้จากหุ้นต่างๆ กลับคืนได้โดยอิสระ

3.4. ประเทศสิงคโปร์

การกำกับและระบบการแลกเปลี่ยนเงิน (Foreign Exchange Controls) ในประเทศสิงคโปร์ได้รับการกำกับดูแลโดยธนาคารกลางของประเทศสิงคโปร์ (The Monetary Authority of Singapore: MAS) ทั้งนี้ MAS ใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนเป็นเครื่องมือหลักในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อควบคุมอัตราเงินเฟ้อ โดยจะให้อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวในกรอบที่กำหนด (Trading Band) โดยอนุญาตให้อัตราแลกเปลี่ยนแข็งค่าขึ้นทีละน้อยเพื่อควบคุมอัตราเงินเฟ้อ นอกจากนั้น MAS ยังไม่สนับสนุนให้ดอลลาร์สิงคโปร์เป็นเงินตราที่ค้าขายในตลาดเงินอย่างแพร่หลาย (Internationalization) เนื่องจากต้องการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อดูแลเสถียรภาพเศรษฐกิจ

ในการควบคุมดอลลาร์สิงคโปร์มิให้ซื้อขายอย่างแพร่หลายนั้น MAS ได้กำหนดนโยบายการกำกับและระบบการแลกเปลี่ยนเงินตรา 2 ประการ คือ (1) ชาวต่างชาติหรือบริษัทต่างชาติที่มีความประสงค์ในการกู้ยืมเงิน ปล่อยหุ้นกู้ หรือออกหุ้นในสกุลเงินสิงคโปร์ดอลลาร์ ในจำนวนที่มากกว่า 5 ล้านดอลลาร์สิงคโปร์ เพื่อเป็นทุนในการทำธุรกิจในต่างประเทศ จะต้องแลกเปลี่ยนจำนวนเงินดังกล่าวเป็นสกุลเงินต่างประเทศในกรณีที่มีการใช้จำนวนเงินดังกล่าวนอกประเทศสิงคโปร์ (2) ธนาคารกลางสิงคโปร์ห้ามสถาบันการเงินในประเทศปล่อยสินเชื่อให้กับบริษัทการเงินต่างชาติในจำนวนที่มากกว่า 5 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เพื่อป้องกันการเก็งกำไรสิงคโปร์ดอลลาร์

ในส่วนของกฎระเบียบด้านการกำกับเงินทุนเคลื่อนย้ายของสิงคโปร์นั้น สามารถพิจารณาได้ใน 4 ประเด็น ดังนี้

3.4.1 การลงทุนโดยตรงของต่างชาติ (Foreign direct investment)

เนื่องจากประเทศสิงคโปร์มีความประสงค์ที่จะเป็นศูนย์กลางสำคัญของภูมิภาคในด้านการทำธุรกิจระหว่างประเทศ รัฐบาลจึงได้มีการผ่อนคลายกฎระเบียบและข้อบังคับเกี่ยวกับการลงทุนโดยตรงของต่างชาติลง และจัดตั้งมาตรการการผ่อนคลายกฎระเบียบ (Liberalization measure) ขึ้นในปี 2542 ซึ่งการปรับลดข้อจำกัดดังกล่าวทำให้บริษัทระหว่างประเทศอยู่ภายใต้กฎระเบียบและข้อบังคับในระดับเดียวกับบริษัทสัญชาติสิงคโปร์ โดยหลาย ๆ อุตสาหกรรมได้มีการถือหุ้นของต่างชาติอยู่ในที่ระดับสูง อย่างไรก็ตาม ในส่วนของอุตสาหกรรมบางประเภท เช่น สื่อโทรทัศน์และการแพร่ภาพ ทางการเงินและการธนาคารนั้น บริษัทระหว่างประเทศสามารถลงทุนได้เต็มจำนวน

3.4.2 การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment)

ในส่วนของการเปรียบเทียบและข้อบังคับที่เกี่ยวกับการลงทุนของบริษัทระหว่างประเทศในภาคการเงิน โดยเฉพาะตลาดหลักทรัพย์และตลาดพันธบัตรนั้น ทาง การสิงคโปร์ค่อนข้างเปิดเสรีทางการเงินในด้านดังกล่าว โดยในบริษัทส่วนใหญ่ไม่มีการควบคุมสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นต่างชาติ ยกเว้นในบางกลุ่มธุรกิจ เช่น การเงิน การทหาร กลุ่มธุรกิจสื่อสาร และบางกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับภาครัฐ ทั้งนี้ ในส่วนของกลุ่มธุรกิจด้านการเงินนั้น MAS อนุญาตให้ทำให้บริษัทโบรกเกอร์ต่างชาติสามารถถือครองหุ้นสูงสุดจากระดับร้อยละ 49 เป็น 70 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด ทั้งนี้เพื่อกำหนดในระยะยาวเพื่อจัดซื้อจำกัดต่าง ๆ ในการถือครองหุ้นของบริษัทระหว่างประเทศในภาคการเงินลงอย่างสิ้นเชิง

3.4.3 ดุลบัญชีเดินสะพัด (Current account: Trade of goods and services)

ทางการสิงคโปร์ไม่ได้มีข้อจำกัดที่เกี่ยวข้องกับระยะเวลาการรับรายจ่ายจากการค้าขาย รวมถึงระยะเวลาต่อการทำธุรกรรมแลกเปลี่ยนเงินตราจากรายได้ที่เกิดจากการขายสินค้าและบริการ ทั้งนี้ ทุกธุรกรรมทางการเงินตราต่างประเทศจะต้องผ่านทาง Tradenet ซึ่งเป็นช่องทางการทำบันทึกธุรกรรมในระบบอิเล็กทรอนิกส์

3.4.4 การกู้ยืมและการชำระคืน (Loan inflows and repayment)

ชาวสิงคโปร์และชาวต่างชาติสามารถกู้ยืมจากต่างประเทศได้อย่างอิสระ อย่างไรก็ตาม ธนาคารต่างประเทศที่ปล่อยกู้จะต้องเสียภาษี ณ ที่จ่าย (Withholding Tax) จากดอกเบี้ยเงินกู้ดังกล่าว ทั้งนี้ โดยปกติแล้วนั้นอัตราภาษีดังกล่าวอยู่ที่ร้อยละ 15 ของรายได้จากดอกเบี้ย อย่างไรก็ตาม ธนาคารต่างชาติสามารถทำการลดหย่อนภาษีดังกล่าวได้ในกรณีการเก็บภาษีซ้อน (Double-taxation Agreement) นอกจากนั้น ยังได้รับการยกเว้นภาษีหากเป็นการออกพันธบัตรในรูปเงินตราสกุลเอเชีย (Asia-dollar bonds)

ในส่วนของการกู้ยืมเงินของบริษัททางการเงินของผู้ที่มีถิ่นพำนักนอกประเทศ (Non-resident) นั้น ทาง การสิงคโปร์อนุญาตให้กู้ยืมได้ไม่เกิน 5 ล้านดอลลาร์สิงคโปร์ ในขณะที่ปัจเจกบุคคลและบริษัทห้างร้านอื่น ๆ ที่ไม่ได้ทำธุรกิจการเงินนั้นได้รับการอนุญาตให้กู้ยืมได้เกิน 5 ล้านดอลลาร์สิงคโปร์ อย่างไรก็ตาม บุคคลหรือบริษัทดังกล่าวจะต้องใช้เงินดังกล่าวภายในประเทศ หรือต้องแลกเปลี่ยนเป็นเงินตราต่างประเทศ หากต้องการจะนำไปใช้นอกประเทศ

3.5. ประเทศมาเลเซีย

การกำกับดูแลระบบการแลกเปลี่ยนเงิน (Foreign Exchange Control and Regulations) ในประเทศมาเลเซีย ได้รับการกำกับโดยธนาคารกลางของประเทศมาเลเซีย (Bank Negara Malaysia: BNM) ทั้งนี้ การที่ BNM มิได้ใช้มาตรการเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting Framework) เป็นรูปแบบในการดำเนินนโยบายการเงิน ทำให้สามารถใช้เครื่องมือทางการเงินต่าง ๆ เช่น ดอกเบี้ยนโยบาย และอัตราแลกเปลี่ยน ในการดูแลเสถียรภาพและอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจได้มากขึ้น

ทั้งนี้ จากหลักฐานเชิงประจักษ์พบว่า BNM มีการบริหารจัดการอัตราแลกเปลี่ยนให้มีเสถียรภาพ โดยในช่วงวิกฤตการเงินเอเชียในปี 2540-41 นั้น BNM ได้ตรึงอัตราแลกเปลี่ยนไว้ที่ 3.80 ดอลลาร์สหรัฐ ในวันที่ 2 กันยายน 2544 จนถึงวันที่ 21 กรกฎาคม 2548 ในขณะที่หลังจากนั้น BNM ได้ใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน เพื่อให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการเคลื่อนไหวอย่างมีเสถียรภาพ รวมถึงมีการตั้งข้อจำกัดในธุรกรรมบางธุรกรรมเพื่อกำกับดูแลธุรกรรมการเคลื่อนไหวของเงินทุนเคลื่อนย้าย เช่น ห้ามการทำธุรกรรมอัตราแลกเปลี่ยนสกุลริงกิตนอกประเทศ (Offshore trading) เพื่อเป็นการป้องกันการเก็งกำไรค่าเงิน

กฎระเบียบด้านการกำกับเงินทุนเคลื่อนย้ายของมาเลเซีย นั้น สามารถพิจารณาได้ใน 4 ประเด็น ดังนี้

3.5.1 การลงทุนโดยตรงจากต่างชาติ (Foreign direct investment)

พระราชบัญญัติการจัดตั้งบริษัทปี 1965 (Company Act 1965) ของมาเลเซียระบุว่า การที่บริษัทต่างชาติจะจัดตั้ง หรือขยายบริษัทในประเทศมาเลเซีย นั้นจะต้องได้รับอนุญาตยินยอมจาก กระทรวงการค้าระหว่างประเทศและอุตสาหกรรม (Ministry of International Trade and Industry) ก่อน และคณะกรรมการกำกับดูแลหลักทรัพย์ (Securities Commission) รวมถึงคณะกรรมการกำกับดูแลการลงทุน (Foreign Investment Committee) ที่กำกับดูแลธุรกรรมการค้าขายต่าง ๆ ของบริษัทข้ามชาติ ที่เกี่ยวเนื่องกับการถ่ายโอนกรรมสิทธิ์ ไม่ว่าจะเป็นการเข้าครอบครอง (Acquisitions) ปรับโครงสร้าง (Restructurings) รวมถึงการเข้าซื้อกิจการต่าง ๆ (Mergers or takeovers)

เนื่องจากการแข่งขันทางการค้ามีความเข้มข้นมากขึ้น รัฐบาลมาเลเซียจึงลดหย่อนข้อบังคับและกฎเกณฑ์ในการถือครองหุ้นของบริษัทต่างชาติดังในวันที่ 17 มิถุนายน 2546 ซึ่งการลดหย่อนดังกล่าวทำให้นักลงทุนต่างชาติสามารถถือครองหุ้นได้เต็มจำนวนในอุตสาหกรรมต่าง ๆ อย่างไรก็ตาม การลงทุนโดยตรงของต่างชาตินั้นมีข้อจำกัดในอุตสาหกรรมบางประเภท เช่น สื่อโทรทัศน์และการแพร่ภาพ สลากกินแบ่ง เป็นต้น นอกจากนี้ รัฐบาลยังให้สิทธิพิเศษกับบริษัทสัญชาติมาเลเซีย หรือกิจการร่วมทุน (Joint-venture)

เหนือบริษัทต่างชาติอีกด้วย ทั้งนี้ สิทธิพิเศษส่วนใหญ่ที่บริษัทสัญชาติมาเลเซียรวมถึงกิจการร่วมทุน (ที่มี สัดส่วนของชนชาติมาเลเซียถือครองกิจการมากกว่าร้อยละ 30 ขึ้นไป) ได้เหนือกิจการต่างชาตินั้นเป็นไปตาม แนวนโยบาย “บูมิบุตร” (Bumiputera) ที่ต้องการจะสร้างความมั่งคั่งให้กับเชื้อชาติมาเลย์

ในส่วนของการบริการนั้น มีสัดส่วนประมาณร้อยละ 60 ของเศรษฐกิจมาเลเซียนั้น กิจการของ ชนชาติมาเลย์ยังคงได้รับการคุ้มครองจากทางการมาเลเซียในระดับที่สูง ไม่ว่าจะเป็นภาคการเงินการธนาคาร บริษัทประกันภัย รวมถึงภาคการสื่อสารและโทรคมนาคม ที่ส่วนใหญ่มีกฎข้อบังคับให้ต่างชาติสามารถถือ ครองหุ้นในระดับที่ไม่เกินร้อยละ 30 อย่างไรก็ตาม สำหรับภาคการเงินอิสลาม นั้น ต่างชาติสามารถถือครอง หุ้นได้เต็มจำนวน

3.5.2 การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment)

ชาวต่างชาติที่มีความประสงค์จะทำการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียสามารถทำได้โดยเสรี อย่างไรก็ตาม นับจากเดือนกันยายน 2541 จนถึงปัจจุบัน ทางการมาเลเซียไม่อนุญาตให้นำเงินสกุลเงินริงกิต มาเลเซีย และเครื่องมือทางการเงินในรูปสกุลเงิน ริงกิตมาเลเซีย หมุนเวียนนอกประเทศมาเลเซีย (หรือการ Deinternationalization เงินริงกิต) ส่งผลให้การซื้อขายเครื่องมือทางการเงินในรูปสกุลเงินริงกิตมาเลเซีย ต้อง ผ่านสถาบันการเงินฝากภายในประเทศ รวมถึงการชำระเงินของชาวต่างชาติที่เกี่ยวข้องกับเครื่องมือทางการเงิน ในรูปสกุลเงินริงกิตมาเลเซีย จะต้องอยู่ในรูปแบบของสกุลเงินต่างชาติ หรือในรูปสกุลเงินริงกิตมาเลเซีย ที่มีบัญชีในต่างประเทศ ในขณะที่รายได้จากการขายดังกล่าวจะต้องอยู่ในต่างประเทศด้วยเช่นกัน อย่างไรก็ตาม หากมีการถือเครื่องมือทางการเงินในรูปสกุลเงิน ริงกิตมาเลเซีย 1 ปี ขึ้นไป รายได้จากการขายสามารถ แลกเป็นเงินสกุลต่างประเทศได้ทันที หรืออยู่ในบัญชีต่างประเทศ รวมถึงการที่ชาวต่างชาติชำระเงินให้กับผู้ ที่พำนักอยู่ในประเทศมาเลเซียในการซื้อเครื่องมือทางการเงินที่จดทะเบียนนอกประเทศ จะต้องอยู่ใน รูปแบบสกุลเงินต่างชาติเท่านั้น

3.5.3 ดุลบัญชีเดินสะพัด (Current account)

ทางการมาเลเซียมีการกำหนดระยะเวลาการถือครองเงินตราต่างประเทศที่ได้จากการทำธุรกรรม ส่งออกนำเข้า โดยรายได้ที่เกิดจากการค้าขายสินค้าและบริการจะต้องได้รับภายในระยะเวลา 6 เดือนหลัง การทำธุรกรรมการส่งออก และรายได้ดังกล่าวสามารถฝากไว้กับธนาคารพาณิชย์ในประเทศมาเลเซีย หรือ ธนาคารมาเลเซียในสาขาต่างประเทศ

ทั้งนี้ ข้อจำกัดการจ่ายที่เกี่ยวข้องกับการส่งออกได้มีการลดหย่อนลงอย่างต่อเนื่องหลังจากปี 2547- 2550 โดยมีรายละเอียดดังนี้ (1) นับจากวันที่ 1 เมษายน 2547 ผู้ส่งออกไม่ต้องส่งรายงานประจำปี ยกเว้นผู้

ส่งออกรายใหญ่ที่มีรายได้เกิน 50 ล้านดอลลาร์มาเลเซีย จะต้องมีการส่งรายงานเป็นรายไตรมาส (2) นับจากวันที่ 1 เมษายน 2548 ทางกรมมาเลเซียได้มีการล้มเลิกข้อจำกัดด้านการแลกเปลี่ยนรายได้เป็นสกุลเงินริงกิตมาเลเซีย (3) นับจากวันที่ 28 พฤศจิกายน 2550 บริษัทในประเทศมาเลเซียที่มีรายได้จากการส่งออกเป็นสกุลเงินต่างประเทศสามารถใช้เงินดังกล่าวในการทำการซื้อขายสินค้าและบริการกับบริษัทในประเทศมาเลเซียด้วยกันเองได้

3.5.4 การกู้ยืมและการชำระคืน (Loan inflows and repayment)

ข้อจำกัดเกี่ยวเนื่องกับการกู้ยืมและการชำระหนี้ได้มีการลดหย่อนลงอย่างต่อเนื่องระหว่างปี 2550-2551 โดยมีรายละเอียดดังนี้ (1) นับจากวันที่ 1 เมษายน 2551 บริษัทในประเทศมาเลเซียสามารถที่จะกู้ยืมเงินในสกุลเงินต่างประเทศในวงเงินไม่เกิน 100 ล้านดอลลาร์มาเลเซีย (ปรับเพิ่มจาก 50 ล้านดอลลาร์มาเลเซีย) ในขณะที่กฎระเบียบและข้อบังคับการกู้ยืมเงินตราต่างประเทศรายบุคคล นั้น ไม่มีการเปลี่ยนแปลง (10 ล้านดอลลาร์มาเลเซีย) (2) นับจากวันที่ 1 ตุลาคม 2551 การชำระหนี้จากการกู้ยืมในจำนวนที่มากกว่า 50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ จะต้องมีการจดทะเบียนกับธนาคารกลางมาเลเซีย (BNM) ได้มีการยกเลิก (3) นับจากวันที่ 28 พฤษภาคม 2551 บริษัทในประเทศมาเลเซียสามารถที่จะกู้ยืมเงินเป็นริงกิตมาเลเซียในจำนวนที่ไม่จำกัดจากบริษัทแม่ที่ตั้งอยู่นอกประเทศมาเลเซียและสามารถกู้ยืมจากบริษัทต่างประเทศในจำนวนที่ไม่เกิน 1 ล้านดอลลาร์มาเลเซีย ในขณะที่การกู้ยืมของผู้ที่พำนักในประเทศมาเลเซียกับบริษัทต่างประเทศและรายบุคคลสามารถทำได้ในจำนวนไม่เกิน 1 ล้านดอลลาร์มาเลเซียด้วยเช่นกัน ทั้งนี้ก่อนการลดหย่อนนั้น การกู้ยืมจากต่างประเทศในจำนวนต่าง ๆ จะต้องได้รับการอนุญาตจากธนาคารกลางมาเลเซีย (BNM)

ในส่วนของการกู้เงินของต่างชาติในประเทศมาเลเซีย นั้น นับตั้งแต่วันที่ 28 พฤษภาคม 2551 สถาบันการเงินต่าง ๆ ในประเทศมาเลเซียสามารถปล่อยกู้ให้กับบริษัทและชาวต่างชาติได้ในจำนวนไม่จำกัด เพื่อนำไปทำกิจกรรมทางธุรกิจต่าง ๆ (จากที่สถาบันการเงินมาเลเซียเคยได้รับอนุญาตปล่อยกู้ได้เพียง 10 ล้านดอลลาร์มาเลเซีย) ด้านการส่งกลับเงินทุน ทางกรมมาเลเซียไม่มีข้อจำกัดทางการส่งกลับเงินทุน อย่างไรก็ตาม การส่งกลับดังกล่าว สามารถทำได้กับสกุลเงินต่าง ๆ ยกเว้นสกุลเงินริงกิตมาเลเซีย และอิสราเอล อย่างไรก็ตามในส่วนการส่งกลับกำไรและเงินปันผล นั้น ชาวต่างชาติจะต้องมีการชำระภาษี ตามการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงิน (Exchange Controls) ที่ได้จัดตั้งขึ้นในเดือนกันยายน 2541

จากการศึกษาพบว่า มีความแตกต่างในกลไกการกำกับดูแลการเงินและเงินทุนเคลื่อนย้ายของแต่ละประเทศ ผลมาจากโครงสร้างทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน และระดับการพัฒนาตลาดทุนที่หลากหลาย โดยสามารถสรุปกลไกการกำกับดูแลเงินทุนเคลื่อนย้ายในตารางที่ 4 ในภาคผนวก ก

บทที่ 4

แบบจำลองและข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Methodology)

การศึกษาในเชิงทฤษฎีและผลการศึกษาวิจัยที่เกี่ยวข้องของเงินทุนเคลื่อนย้าย ที่ได้กล่าวมานั้น สะท้อนให้เห็นว่า แบบจำลองการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจจากภายใน (Endogenous Growth Model) และแบบจำลองเปรียบเทียบรายประเทศ (Cross-country analysis) ยังมีข้อจำกัดในการอธิบายช่องทางส่งผ่านของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่ออัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ดังนั้นการศึกษาโดยใช้เทคนิคทางเศรษฐมิติ เพื่อสร้างแบบจำลอง (Econometric Model) จะมีข้อดีที่ทำให้สามารถดำเนินการจำลองสถานการณ์ (Simulation) จะทำให้เกิดความเข้าใจในการส่งผ่านเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อระบบเศรษฐกิจมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ แบบจำลองฯ ดังกล่าวยังสามารถที่จะใช้ในการทดสอบความอ่อนไหวของค่าตัวแปรที่ใช้ (Sensitivity Analysis) ที่จะป็นประโยชน์ต่อการวางแผนนโยบายภาครัฐ อย่างไรก็ตาม แบบจำลองฯ มีข้อจำกัดในเรื่องสมมุติฐานของความสัมพันธ์ของสมการ โดยแบบจำลองอาจจะไม่สามารถอธิบายพฤติกรรมของตัวแปรในกรณีการศึกษาในเชิงประยุกต์ได้ทั้งหมด และจะไม่สอดคล้องกับทฤษฎีได้

การศึกษานี้ใช้แบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคเศรษฐมิติ (Econometric approach) จากข้อมูลทฤษฎีอนุกรมเวลาเป็นรายไตรมาส สำหรับการศึกษารายประเทศ และเป็นรายปี สำหรับการศึกษาโดยรวมกลุ่มประเทศในภูมิภาค ในช่วงปี พ.ศ. 2533-2551 โดยประเทศที่จะทำการศึกษามีจำนวน 8 ประเทศ โดยแยกออกเป็นประเทศในกลุ่มสมาชิกอาเซียน+3 5 ประเทศ ได้แก่ ประเทศญี่ปุ่น เกาหลีใต้ สิงคโปร์ มาเลเซีย และประเทศไทย และประเทศในกลุ่มประเทศยุโรป 3 ประเทศ ได้แก่ ประเทศฝรั่งเศส เยอรมัน และสเปน ข้อมูลทฤษฎีอนุกรมเวลาได้ปรับหน่วยให้เป็นสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ

การศึกษาโดยใช้แบบจำลองแยกออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ (1) การศึกษาโดยใช้แบบจำลองแบบแยกรายประเทศของกลุ่มสมาชิกอาเซียน+3 โดยได้เลือกศึกษาประเทศไทย ญี่ปุ่นและมาเลเซีย เนื่องจากความพร้อมของข้อมูลและเป็นประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่ และ (2) การศึกษาแบบรวมกลุ่มประเทศสมาชิก ได้แก่กลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และกลุ่มประเทศยุโรป

4.1. แบบจำลองแยกรายประเทศของกลุ่มสมาชิกอาเซียน+3

แบบจำลองที่จะใช้ในงานวิจัยเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนเคลื่อนย้ายและตัวแปรทางเศรษฐกิจรายประเทศ (Country time series) ได้แก่ แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) และแบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) โดยการกำหนดสมการ ได้แยกตัวแปรอิสระ (Exogenous variables) ออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ตัวแปรอิสระ (Exogenous variables) ที่จะเปลี่ยนแปลงไปตามตัวแปรตาม

(Endogenous variables) และตัวแปรอิสระ (Exogenous variables) ที่ใช้กับทุกสมการ ได้แก่ (1) ตัวแปรตามของไตรมาสที่ผ่านมา (Lagged variables (-1)) ซึ่งจะเป็นตัวแปรที่ใช้ในการจัดปัญหาสหสัมพันธ์ (Serial correlation) ที่ทำให้ค่าคลาดเคลื่อนมีค่าไม่คงที่ (2) เงินทุนเคลื่อนย้าย ทั้งในรูปเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (FDI_ASEAN3) และเงินลงทุนในหลักทรัพย์ (PORT_ASEAN3) ทั้งนี้ (3) การศึกษาได้ให้ความสำคัญกับตัวแปรเวลา (TIME) (4) ผลกระทบของวิกฤตเศรษฐกิจ (CRISIS) ทั้งจากวิกฤต 2540 หรือ 2551 แล้วแต่ข้อมูลที่มีของแต่ละประเทศ (5) เงินทุนเคลื่อนย้ายในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ (FDI_ASEAN3*CRISIS, PORT_ASEAN3*CRISIS) ทั้งจากวิกฤต 2540 หรือ 2551 แล้วแต่ข้อมูลที่มีของแต่ละประเทศ (6) เงินลงทุนที่มาจากประเทศนอกภูมิภาคอาเซียน (FDI_non-ASEAN3, PORT_non-ASEAN3) และ (7) ช่วงเวลาในอดีตของเงินทุนเคลื่อนย้าย ทั้งที่ผ่านมาแล้ว 1 2 และ 3 ไตรมาส (FDI_ASEAN3(-1), PORT_ASEAN3(-1), FDI_ASEAN3(-2), PORT_ASEAN3(-2), FDI_ASEAN3(-3), PORT_ASEAN3(-3)) การให้ความสำคัญของตัวแปร Lagged variables เพื่อเป็นการศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายในช่วงเวลาต่างๆต่อตัวแปรเศรษฐกิจในช่วงเวลาปัจจุบัน ทั้งนี้ เนื่องจากการศึกษาได้ใช้สมการกับตัวแปรอิสระที่หลากหลาย ดังนั้น การนำเสนอแบบจำลองในบทนี้จึงจะกล่าวถึงเฉพาะตัวแปรอิสระและสมการหลักบางตัวเท่านั้น โดยสามารถดูรายละเอียดของตัวแปรอิสระในภาคผนวก ก และแบบจำลองตามตัวแปรทางเศรษฐกิจมีดังนี้

(1) อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ณ ราคาคงที่ (Real GDP) โดยความสัมพันธ์สามารถเขียนได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Ln(RGDP)} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ln(RGDP)}(-1) + \beta_2 \text{FDI_ASEAN3} + \beta_3 \text{PORT_ASEAN3} \\ & + \beta_4 \text{Ln(RIP/GDP)} + \beta_5 \text{CRISIS} \end{aligned} \quad (4.1)$$

อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ณ ราคาคงที่ (RGDP) จะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้าย เนื่องจากเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศจะส่งผลให้มีการลงทุนในประเทศเนื่องจากการระดมทุนที่สูงและการเข้าสู่แหล่งทุนได้ง่ายขึ้น กอปรกับการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศที่มีผลโดยตรง ทำให้เศรษฐกิจขยายตัวได้เร็วขึ้น อีกทั้ง การขยายตัวทางเศรษฐกิจ ณ ราคาคงที่ (RGDP) มีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับอัตราการขยายตัวของการลงทุนภาคเอกชน หรือสัดส่วนการลงทุนต่อ GDP

(2) การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (RIP) โดยความสัมพันธ์สามารถเขียนได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Ln(RIP)} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ln(RIP)}(-1) + \beta_2 \text{FDI_ASEAN3} + \beta_3 \text{PORT_ASEAN3} \\ & + \beta_4 \text{Ln(REER)} + \beta_5 \text{Ln(LENDING_RATE)} + \beta_6 \text{CRISIS} \end{aligned} \quad (4.2)$$

การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (RIP) จะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้าย เนื่องจากเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศจะส่งผลให้มีการลงทุนใหม่หรือมีการลงทุนเพิ่มของบริษัทที่ตั้งอยู่ในประเทศ สำหรับเงินลงทุนในหลักทรัพย์จะมีส่วนช่วยในการระดมเงินทุนเพิ่มเติมเพื่อการลงทุนในประเทศผ่านตลาดหลักทรัพย์ อีกทั้ง การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (RIP) ยังน่าจะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER) เนื่องจาก (1) ค่าเงินแข็งค่าเมื่อเทียบกับประเทศคู่ค้า ส่งผลให้การนำเข้าสินค้าทุนเพื่อการลงทุนได้มากขึ้น เมื่อเทียบกับค่าเงินที่อ่อนค่า (2) ทำให้การคืนเงินกู้ต่างประเทศของภาคเอกชนลดน้อยลงเนื่องจากค่าเงินที่แข็งค่า เมื่อเทียบกับค่าเงินที่อ่อนค่า ดังนั้น การระดมทุนจึงเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่ การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (LENDING_RATE) มีผลทำให้การลงทุนลดลง เนื่องมาจากผลตอบแทนจากการลงทุนมีค่าน้อยกว่าต้นทุนของเงินทุน

(3) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกค้า (Lending Rate) เป็นอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารและผู้กู้ยืมประเภท Non-institutions โดยสามารถแสดงความสัมพันธ์ของสมการได้ดังนี้

$$\text{Ln(LENDING_RATE)} = \beta_0 + \beta_1 \text{Ln(LR)}(-1) + \beta_2 \text{FDI_ASEAN3} + \beta_3 \text{PORT_ASEAN3} + \beta_4 \text{Ln(REER)} + \beta_4 \text{Ln(FED_FUND)} + \beta_5 \text{Ln(CPI)} + \beta_6 \text{CRISIS} \quad (4.3)$$

จากสมการ (1-1) โดยตัวแปรที่จะเป็นตัวกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (LENDING_RATE) จะเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามกับเงินทุนเคลื่อนย้าย เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินในระบบส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลดต่ำลงขึ้น อย่างไรก็ตาม การลงทุนโดยตรงอาจมีส่วนทำให้อัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น เนื่องจากการไหลเข้าของเงินทุนดังกล่าว ทำให้เกิดการลงทุนภาคเอกชนเพิ่มสูงขึ้น ความต้องการเงินทุนก็เพิ่มขึ้น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ก็จะเพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน ตัวแปรอื่นๆที่จะมีผลต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ได้แก่ (1) อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (REER) โดยเมื่อมีเงินทุนไหลเข้าสู่ประเทศอย่างมาก จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงแข็งค่าขึ้น ส่งผลให้ปริมาณเงินในระบบเพิ่มสูงขึ้น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกค้า (LR) จึงปรับตัวลดลง (2) อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐ หรือ Fed Fund Rate (FED_FUND) ซึ่งจะเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน (3) อัตราเงินเฟ้อบริโภคทั่วไป หรือ Headline inflation (CPI) จะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ตามทฤษฎีการบริหารเชิงปริมาณ (Quantitative Theory) ที่กล่าวว่า การเพิ่มขึ้นของราคาสินค้า จะส่งผลให้ธนาคารกลางปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อเพิ่มปริมาณเงินในระบบ ทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย

(4) ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (Real Effective Exchange Rate: REER) โดยสามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\text{Ln(REER)} = \beta_0 + \beta_1 \text{Ln(REER)}(-1) + \beta_2 \text{FDI_ASEAN3} + \beta_3 \text{PORT_ASEAN3} + \beta_4 \text{Ln(LENDING_RATE)} + \beta_5 \text{CRISIS} \quad (4.4)$$

ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER) จะเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้าย เนื่องมาจากความต้องการสกุลเงินของประเทศเพิ่มสูงขึ้น ดัชนีค่าเงินที่แท้จริงน่าจะแข็งค่าขึ้น ทั้งนี้ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (LENDING_RATE) ยังมีส่วนทำให้ดัชนีค่าเงินที่แท้จริงแข็งค่าขึ้น เนื่องจากเงินทุนเคลื่อนย้ายจะไหลเข้าสู่ประเทศที่มีผลตอบแทนสูง หรือสู่ประเทศที่อัตราดอกเบี้ยสูง

(5) มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Stock Market Capitalization) โดยสามารถแสดงสมการดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{MARKETCAP}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ln}(\text{MARKETCAP})(-1) + \beta_2 \text{FDI_ASEAN3} + \beta_3 \text{PORT_ASEAN3} \\ & + \beta_4 \text{Ln}(\text{LENDING_RATE}) + \beta_5 \text{CRISIS} \end{aligned} \quad (4.5)$$

มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (MARKETCAP) จะเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับเงินทุนเคลื่อนย้าย เนื่องมาจากการไหลเข้าของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ ส่งผลให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น ในขณะเดียวกัน มูลค่าตลาดหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (LENDING_RATE) โดยสามารถอธิบายได้จากความต้องการซื้อหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงลดลง เนื่องมาจากอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น ทำให้เกิดแรงจูงใจในการนำสินทรัพย์ไปลงทุนในตลาดที่มีความเสี่ยงต่ำ และผลตอบแทนสูง

(6) อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline inflation: CPI) โดยความสัมพันธ์สามารถเขียนได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{CPI}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ln}(\text{CPI})(-1) + \beta_2 \text{FDI_ASEAN3} + \beta_3 \text{PORT_ASEAN3} \\ & + \beta_4 \text{Ln}(\text{REER}) + \beta_5 \text{Ln}(\text{LENDING_RATE}) + \beta_6 \text{CRISIS} \end{aligned} \quad (4.6)$$

อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (CPI) มีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับการไหลเข้าของปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้าย โดยสามารถอธิบายได้จากการเพิ่มขึ้นของเงินทุนเคลื่อนย้าย ส่งผลให้ปริมาณเงินในระบบเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งมีส่วนทำให้เงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้นตามหลักทฤษฎีการบริหารเชิงปริมาณ (Quantitative Theory) นอกจากนี้ ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER) จะมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราเงินเฟ้อ โดยอธิบายได้จากอัตราค่าเงินที่แข็งค่าขึ้น เป็นผลให้การนำเข้าสินค้าประเภทเชื้อเพลิงในราคาถูก ส่งผลให้เงินเฟ้อทั่วไปหดตัวลง เช่นเดียวกันกับการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (LENDING_RATE) ที่มีผลทำให้อัตราเงินเฟ้อลดต่ำลง เนื่องจากการลดลงของปริมาณสินเชื่อ

(7) อัตราการว่างงาน (Unemployment rate: UN_RATE) โดยความสัมพันธ์สามารถเขียนได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \ln(\text{UN_RATE}) = & \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{UN_RATE})(-1) + \beta_2 \text{FDI_ASEAN3} \\ & + \beta_3 \text{PORT_ASEAN3} + \beta_4 \ln(\text{REER}) + \beta_5 \ln(\text{LENDING_RATE}) + \beta_6 \text{CRISIS} \end{aligned} \quad (4.7)$$

อัตราการว่างงาน (UN_RATE) มีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามกับการไหลเข้าของปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้าย โดยสามารถอธิบายได้จากการเพิ่มขึ้นของเงินทุนเคลื่อนย้าย ส่งผลให้การลงทุนภาคเอกชนเพิ่มสูงขึ้น มีการจ้างงานมากขึ้น จำนวนผู้ว่างงานจึงลดต่ำลง นอกจากนี้ ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER) จะมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราการว่างงาน โดยอธิบายได้จาก อัตราค่าเงินที่แข็งค่าขึ้น เป็นผลให้การนำเข้าสินค้าทุนในราคาถูกลง ส่งผลให้การลงทุนภาคเอกชนขยายตัว การจ้างงานเพิ่มสูงขึ้นและอัตราการว่างงานลดลง ในขณะที่ การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (LENDING_RATE) ที่มีผลทำให้อัตราการลงทุนภาคเอกชนลดลง เนื่องจากต้นทุนของเงินทุนเพิ่มขึ้น การจ้างงานลดลง ส่งผลให้อัตราการว่างงานเพิ่มสูงขึ้น

ดังที่กล่าวไว้ข้างต้น การศึกษาได้ใช้สมการกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) และสมการกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) โดยการใช้สมการกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) อาจจะไม่เหมาะสม เนื่องจาก (1) เงื่อนไขเกี่ยวกับความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อนไม่เป็นจริง และการวิเคราะห์โดยแบบจำลอง OLS จะได้ผลลัพธ์ที่ไม่ถูกต้อง และ (2) ค่าคลาดเคลื่อนไม่เป็นอิสระกัน หรือค่าคลาดเคลื่อนสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่ง หรือมากกว่า

ปัญหาทางเศรษฐมิติดังกล่าวเป็นผลมาจาก (1) เมื่อตัวแปรตาม (Endogenous variable) กับตัวแปรอิสระ (Exogenous variable) มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันใน 2 ทาง จะก่อให้เกิดปัญหาของค่าความคลาดเคลื่อนที่ไม่เป็นอิสระกัน จึงไม่สามารถใช้วิธี OLS ได้ ในกรณีการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรทางเศรษฐกิจด้านบนและการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้าย มีความเป็นไปได้สูงที่ตัวแปรทางเศรษฐกิจ เช่น อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และเงินทุนเคลื่อนย้ายมีความสัมพันธ์กัน 2 ทาง เพื่อขจัดปัญหาดังกล่าว การศึกษาจึงใช้สมการกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) โดยขั้นตอนที่ (1) เป็นการคำนวณค่าของตัวแปรอิสระที่คาดว่าจะเป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ใน 2 ทางกับตัวแปรตาม ซึ่งได้แก่ เงินทุนเคลื่อนย้าย การคำนวณใช้สมการถดถอยแบบ OLS และตัวแปรที่เป็นเครื่องมือ (Instrumental variables)² ขั้นตอนที่ (2) ได้แก่การนำตัวแปรอิสระจากขั้นตอนแรกมาหาความสัมพันธ์กับตัวแปรตามโดยใช้แบบ OLS

² ตัวแปรเครื่องมือ (Instrumental variables) ได้แก่ ปริมาณเงินในระบบ (M2) ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER) อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในไตรมาสที่แล้ว (Lag 1 period) และอัตราดอกเบี้ย โดยจะต้องมีคุณสมบัติดังต่อไปนี้ (1) มีความสัมพันธ์กับ endogenous variables เป็นอย่างมาก (high correlation) (2) ไม่มีความสัมพันธ์กับค่าคลาดเคลื่อน

อย่างไรก็ตาม ในบางกรณี การศึกษาโดยใช้สมการกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) ไม่มีความจำเป็น โดยเฉพาะในกรณีที่สัมประสิทธิ์จากสมการ 2SLS มีความคลาดเคลื่อน (Non-consistent) จึงจำเป็นต้องกลับไปใช้สมการ OLS ดังนั้น การทดสอบเพื่อหาแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดกับข้อมูลที่มีจำเป็นต้องใช้แบบทดสอบ Hausman test³ โดยสมมติฐานหลัก H_0 (Null Hypothesis) คือ ค่าสัมประสิทธิ์จากแบบจำลอง 2SLS และ OLS ไม่มีความคลาดเคลื่อน (Consistent) และมีประสิทธิภาพ (Efficient)⁴ และสมมติฐานอื่น H_1 (Alternative Hypothesis) คือ ค่าสัมประสิทธิ์จากแบบจำลอง 2SLS มีความคลาดเคลื่อน (Non-Consistent) แสดงว่าแบบจำลอง OLS เหมาะสมกับข้อมูลที่มีมากที่สุด แบบทดสอบทางสถิติ Hausman test ส่วนหนึ่งยังแสดงถึงความสามารถของตัวแปรหุ่นในการกำหนดสมการหลัก อีกทั้ง ในการศึกษาต่างประเทศ การใช้ตัวแปรล่าช้า (Lagged variables) จะใช้ในการพิจารณาจำนวน Lags ที่จะใช้ในแบบจำลอง โดยใช้ Akaike information criterion (AIC) ที่มีค่าน้อยที่สุด

4.2. แบบจำลองโดยรวมกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และยุโรป

แบบจำลองที่จะใช้ในงานวิจัยเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนเคลื่อนย้ายและตัวแปรทางเศรษฐกิจแบบรวมกลุ่มประเทศ (Cross-Country panel data) ได้แก่ แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) และแบบจำลอง Generalized Method of Moments (GMM) ทั้งนี้ ในการศึกษาเชิงเปรียบเทียบระหว่างประเทศ ตัวแปรอิสระ (Exogenous variable) จึงได้ปรับหน่วยให้เป็นสัดส่วนต่อ GDP โดยรายละเอียดของตัวแปรอิสระอยู่ในภาคผนวก ก และแบบจำลองตามตัวแปรทางเศรษฐกิจมีดังนี้

(1) อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ณ ราคาคงที่ (Real GDP) โดยความสัมพันธ์สามารถเขียนได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Ln(RGDP)} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ln(RGDP)}(-1) + \beta_2 (\text{regFDI/GDP}) \\ & + \beta_3 (\text{non - regFDI/GDP}) + \beta_4 (\text{regPORT/GDP}) + \beta_5 (\text{non - regPORT/GDP}) \\ & + \beta_6 (\text{LOAN/GDP}) + \beta_7 \text{Ln(RIP/RGDP)} \end{aligned} \quad (4.8)$$

เช่นเดียวกันกับกรณีศึกษารายประเทศ อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ณ ราคาคงที่ (RGDP) จะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้าย ทั้งที่มาจากภูมิภาคและนอกภูมิภาค เนื่องจากเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศจะส่งผลให้มีการลงทุนในประเทศเนื่องจากการระดมทุนที่สูง และการเข้าสู่แหล่งทุนได้ง่ายขึ้น กอปรกับการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศที่มีผลโดยตรง ทำให้เศรษฐกิจ

³ค่า Hausman statistic มีดังนี้ $H = (\beta_{2sls} - \beta_{ols})' (Var(\beta_{2sls}) - Var(\beta_{ols}))^{-1} (\beta_{2sls} - \beta_{ols})$ โดย β_{2sls} และ β_{ols} คือ สัมประสิทธิ์จากแบบจำลอง 2SLS และ OLS ตามลำดับ

⁴ มีค่าความแปรผันน้อย (smaller asymptotic variance)

ขยายตัวได้เร็วขึ้น ทั้งนี้ การศึกษาได้เพิ่มตัวแปรสัดส่วนหนี้เงินกู้ต่างประเทศต่อ GDP (LOAN/GDP) เพื่อดูผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปหนี้ต่างประเทศต่อ GDP พร้อมกันนี้ การขยายตัวทางเศรษฐกิจ ณ ราคาคงที่ (RGDP) มีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับอัตราการขยายตัวของการลงทุนภาคเอกชน หรือ สัดส่วนการลงทุนต่อ GDP

(2) การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (RIP) โดยความสัมพันธ์สามารถเขียนได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Ln(RIP/RGD P)} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ln(RIP/RGD P)}(-1) + \beta_2 (\text{regFDI/GD P}) \\ & + \beta_3 (\text{non - regFDI/GD P}) + \beta_4 (\text{regPORT/G D P}) + \beta_5 (\text{non - regPORT/GD P}) \\ & + \beta_6 (\text{LOAN/GDP}) + \beta_7 \text{Ln(RGDP)}(-1) + \beta_8 \text{Ln(M3)} \end{aligned} \quad (4.9)$$

การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (RIP) จะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้าย เนื่องจากเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศจะส่งผลให้มีการลงทุนใหม่หรือมีการลงทุนเพิ่มของบริษัทลูก สำหรับเงินลงทุนในหลักทรัพย์จะมีส่วนช่วยในการระดมเงินทุนเพิ่มเติมเพื่อการลงทุนในประเทศผ่านตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ ผลกระทบมวลรวมของไตรมาสที่ผ่านมาแล้ว 1 ไตรมาส มีส่วนทำให้การลงทุนในไตรมาสปัจจุบันเพิ่มสูงขึ้น ผลมาจาก Crowding-in effect ของช่วงเวลาที่ผ่านมา ปริมาณเงินในระบบจะช่วยให้มีการระดมเงินทุนเพิ่มมากยิ่งขึ้น การเข้าสู่แหล่งทุนง่ายขึ้นด้วยเช่นกัน

(3) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม (Lending Rate) เป็นอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารและผู้กู้ยืมประเภท Non-institutions โดยสามารถแสดงความสัมพันธ์ของสมการได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Ln(LENDING_RATE)} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ln(LENDING_RATE)}(-1) + \beta_1 (\text{regFDI/GDP}) \\ & + \beta_2 (\text{non - regFDI/GDP}) + \beta_3 (\text{regPORT/G D P}) + \beta_4 (\text{non - regPORT/GD P}) \\ & + \beta_5 (\text{LOAN/GDP}) + \beta_7 \text{Ln(RGDP)}(-1) + \beta_7 \text{Ln(M3)} \end{aligned} \quad (4.10)$$

อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (LENDING_RATE) จะเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามกับเงินทุนเคลื่อนย้าย เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินในระบบส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลดลง อย่างไรก็ตาม การลงทุนโดยตรงอาจมีส่วนทำให้อัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นเนื่องจากการไหลเข้าของเงินทุนดังกล่าว ทำให้เกิดการลงทุนภาคเอกชนเพิ่มสูงขึ้น ความต้องการเงินทุนก็เพิ่มขึ้น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ก็จะเพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน ตัวแปรอื่นๆที่จะมีผลต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ได้แก่ (1) อัตราการขยายตัวของ GDP (RGDP) และปริมาณเงินในระบบ (M3)

(4) มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Stock Market Capitalization) โดยสามารถแสดงสมการดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{MARKETCAP}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ln}(\text{MARKETCAP})(-1) + \beta_2 (\text{regFDI/GDP}) \\ & + \beta_3 (\text{non - regFDI/GDP}) + \beta_4 (\text{regPORT/GDP}) + \beta_5 (\text{non - regPORT/GDP}) \\ & + \beta_6 (\text{LOAN/GDP}) + \beta_7 \text{Ln}(\text{REER}) + \beta_8 \text{Ln}(\text{RIP/RGDP}) \end{aligned} \quad (4.11)$$

มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (MARKETCAP) จะเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับเงินทุนเคลื่อนย้าย เนื่องมาจากการไหลเข้าของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ ส่งผลให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น ในขณะเดียวกัน ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER) แข็งค่าขึ้น จะมีผลทำให้มูลค่าการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นจากการเข้ามาเก็งกำไรในตลาดตราสารทุน อีกทั้ง การขยายตัวของการลงทุนต่อ GDP (RIP/RGDP) จะมีผลในเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์เนื่องจากความต้องการระดมทุนเพื่อการลงทุนเพิ่มสูงขึ้น

(5) ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (Real Effective Exchange Rate: REER) โดยสามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{REER}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ln}(\text{REER})(-1) + \beta_2 (\text{regFDI/GDP}) + \beta_3 (\text{non - regFDI/GDP}) \\ & + \beta_4 (\text{regPORT/GDP}) + \beta_5 (\text{non - regPORT/GDP}) + \beta_6 (\text{LOAN/GDP}) \\ & + \beta_7 \text{Ln}(\text{STOCKINDEX})(-1) + \beta_8 \text{Ln}(\text{LENDING_RATE}) \end{aligned} \quad (4.12)$$

ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER) จะเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้าย เนื่องมาจากความต้องการสกุลเงินของประเทศเพิ่มสูงขึ้น ดัชนีค่าเงินที่แท้จริงจะแข็งค่าขึ้น ทั้งนี้ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (STOCKINDEX) และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (LENDING_RATE) ยังมีส่วนทำให้ดัชนีค่าเงินที่แท้จริงแข็งค่าขึ้น เนื่องจากเงินทุนเคลื่อนย้ายจะไหลเข้าสู่ประเทศที่มีผลตอบแทนสูง โดยเฉพาะเมื่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาสที่ผ่านมา 1 ไตรมาส (STOCKINDEX)(-1) และการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (LENDING_RATE)

(6) อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline inflation: CPI) โดยความสัมพันธ์สามารถเขียนได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{CPI}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ln}(\text{CPI})(-1) + \beta_2 (\text{regFDI/GDP}) + \beta_3 (\text{non - regFDI/GDP}) \\ & + \beta_4 (\text{regPORT/GDP}) + \beta_5 (\text{non - regPORT/GDP}) + \beta_6 (\text{LOAN/GDP}) \\ & + \beta_7 \text{Ln}(\text{RGDP})(-1) + \beta_8 \text{Ln}(\text{M3}) \end{aligned} \quad (4.13)$$

อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (CPI) มีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับการไหลเข้าของปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้าย โดยสามารถอธิบายได้จากการเพิ่มขึ้นของเงินทุนเคลื่อนย้าย ส่งผลให้ปริมาณเงินในระบบเพิ่ม

สูงขึ้น ซึ่งมีผลทำให้เงินเพื่อเพิ่มสูงขึ้นตามหลักทฤษฎีการบริหารเชิงปริมาณ (Quantitative Theory) นอกจากนี้ อัตราการขยายตัวของ GDP ในช่วงไตรมาสที่ผ่านมา (RGDP(-1)) ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (CPI) เพิ่มขึ้น เนื่องจากการบริโภคและการใช้จ่ายในประเทศเพิ่มขึ้น สำหรับปริมาณเงินในระบบ (M3) จะมีผลทำให้เงินเพื่อเพิ่มสูงขึ้น

(7) อัตราการว่างงาน (Unemployment rate: UN_RATE) โดยความสัมพันธ์สามารถเขียนได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Ln(UN_RATE)} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ln(UN_RATE)}(-1) + \beta_2 (\text{regFDI/GDP}) \\ & + \beta_3 (\text{non - regFDI/GDP}) + \beta_4 (\text{regPORT/GDP}) + \beta_5 (\text{non - regPORT/GDP}) \\ & + \beta_6 (\text{LOAN/GDP}) + \beta_7 \text{Ln(RIP/RGDP)} + \beta_8 \text{Ln(LENDING_RATE)} \end{aligned} \quad (4.14)$$

อัตราการว่างงาน (UN_RATE) มีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามกับการไหลเข้าของปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้าย โดยสามารถอธิบายได้จากการเพิ่มขึ้นของเงินทุนเคลื่อนย้าย ส่งผลให้การลงทุนภาคเอกชนเพิ่มขึ้น มีการจ้างงานมากขึ้น จำนวนผู้ว่างงานจึงลดต่ำลง นอกจากนี้ สัดส่วนการลงทุนต่อ GDP จะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราการว่างงาน ในขณะที่ การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (LENDING_RATE) มีผลให้อัตราการลงทุนภาคเอกชนลดลง เนื่องจากต้นทุนของเงินทุนเพิ่มขึ้น การจ้างงานลดลง ส่งผลให้อัตราการว่างงานเพิ่มขึ้น

ดังที่กล่าวไว้ข้างต้น การศึกษาได้ใช้สมการกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) และแบบจำลอง Generalized Method of Moments (GMM) ในการศึกษาโดยใช้แบบจำลอง OLS ทำให้เกิดปัญหาดังต่อไปนี้ (1) ค่าความคลาดเคลื่อน (Error term) มีปัญหาสหสัมพันธ์ (Serial Correlation) เนื่องจากตัวแปรตาม (Endogenous variable) และตัวแปรเงินทุนเคลื่อนย้ายจะมีความสัมพันธ์กันทั้ง 2 ทาง อาทิเช่น เงินทุนเคลื่อนย้ายเป็นตัวแปรที่กำหนด GDP ในขณะที่เดียวกัน GDP ก็เป็นตัวกำหนดเงินทุนเคลื่อนย้าย และ (2) การศึกษาโดยใช้ข้อมูลอนุกรมตัดขวางรวมประเทศ (Cross-country panel data) กับแบบจำลอง OLS มิได้ให้ความสำคัญกับคุณลักษณะของประเทศที่ไม่ได้เปลี่ยนแปลงตามเวลา (Time-invariant country characteristics) เช่น จำนวนประชากร สภาพภูมิอากาศ ซึ่งผลกระทบของตัวแปรอิทธิพลคงที่ (Fixed effects) จะปรากฏในค่าคลาดเคลื่อน

ปัญหาหลักทางเศรษฐมิติจะสามารถแก้ได้โดยใช้แบบจำลอง GMM⁵ ซึ่งจะใช้ตัวแปรที่เป็นเครื่องมือ (Instrumental variables) ได้แก่ ตัวแปรอิสระและตัวแปรตามของช่วงที่ผ่านมา 2 ปี (Lagged variables) และตัวแปรที่เป็นเครื่องมืออื่นๆ ขึ้นอยู่กับตัวแปรทางเศรษฐกิจ เช่น ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER) ปริมาณเงินในระบบ (M3) เป็นต้น การนำแบบจำลอง GMM จำเป็นที่จะต้องทำการทดลองทางสถิติเพื่อศึกษาถึงความเหมาะสมของข้อมูลและแบบจำลองที่นำมาใช้ โดยใช้แบบทดสอบ Sargan test และ Arellano-Bond test ทั้งนี้ Sargan test⁶ ใช้เพื่อทดสอบการกำหนดค่าตัวแปรที่เป็นเครื่องมือมากเกินไป (Over-identifying restrictions) โดยสมมติฐานหลัก (Null hypothesis) คือ ตัวแปรที่เป็นเครื่องมือ (Instrumental variables) มีค่าเป็นตัวแปรภายนอก (Exogenous variable) สำหรับการทดสอบ Arellano-Bond AR(1) test ใช้ในการทดสอบสหสัมพันธ์ของค่าแตกต่างของค่าความคลาดเคลื่อน (Differenced residuals) โดยในกรณีที่ Arellano-Bond AR(2) test ใช้ในการทดสอบสหสัมพันธ์ของค่าความคลาดเคลื่อน (Residuals in level) ซึ่งถือว่าสำคัญกว่า Arellano-Bond AR(1) เนื่องจากการทดสอบสหสัมพันธ์ในระยะยาว (Serial correlation) ดังนั้น เพื่อเป็นการเข้าใจง่าย แบบจำลอง GMM ที่เหมาะสมกับข้อมูลจะต้องให้ค่า p-value ของ Arellano-Bond AR(2) เข้าใกล้ 0.00 หมายความว่า การทดสอบยอมรับสมมติฐานหลัก หรือข้อมูลไม่มีสหสัมพันธ์ในระยะยาว (No serial correlation) ส่วนค่า p-value ของ Arellano-Bond AR(1) และ Sargan statistic ควรจะเข้าใกล้ 1.00 เพื่อบ่งบอกว่าค่าความแตกต่างของค่าความคลาดเคลื่อน (Differenced residuals) มีความสัมพันธ์กัน ซึ่งนับว่าเป็นสิ่งปกติ⁷

การวิเคราะห์เงินทุนเคลื่อนย้ายในครั้งนี้ แบ่งผลการศึกษออกเป็น 2 ส่วนหลัก คือ (1) การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น (Data analysis) เพื่อแสดงให้เห็นความสัมพันธ์ของเงินทุนเคลื่อนย้ายและตัวแปรทางเศรษฐกิจในเชิงสถิติ และเพื่อนำไปสู่การวิเคราะห์เชิงลึกโดยใช้แบบจำลอง (2) การศึกษาโดยใช้แบบจำลองเศรษฐมิติ เพื่อศึกษาผลกระทบของตัวแปรต่างๆ ต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายในเชิงลึก โดยตารางสรุปการใช้แบบจำลองในการศึกษามีรายละเอียดตามตารางที่ 5 ภาคผนวก ก

⁵ แบบจำลองที่ใช้คือ Arellano-Bond (1991) difference GMM estimator โดยใช้ command Xtabond ในโปรแกรม Stata โดยใช้ second lag ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ เป็นตัวแปรที่เป็นเครื่องมือด้วย

⁶ การทำการทดลองโดยใช้สถิติ Sargan test ได้แก่ (1) หาความสัมพันธ์ระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Residuals) และตัวแปรที่เป็นเครื่องมือ (Instrumental variables) และตัวแปรอิสระอื่นๆ (Control variables) (2) นำค่า R-SQUARED ที่ได้จากขั้นตอนแรก มาคำนวณค่า Sargan statistic = nR-SQUARED โดยที่ค่า n คือ จำนวนของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ภายใต้สมมติฐานหลัก (Null hypothesis) ตัวแปรที่เป็นเครื่องมือทุกตัวเป็นตัวแปรอิสระ (Exogenous variable) ค่า Sargan test มีการกระจายตามค่าสถิติ Chi-square โดยมีค่า Degree of freedom คือ จำนวนของตัวแปรที่เป็นเครื่องมือและจำนวนของตัวแปรภายใน (Endogeneous variable)

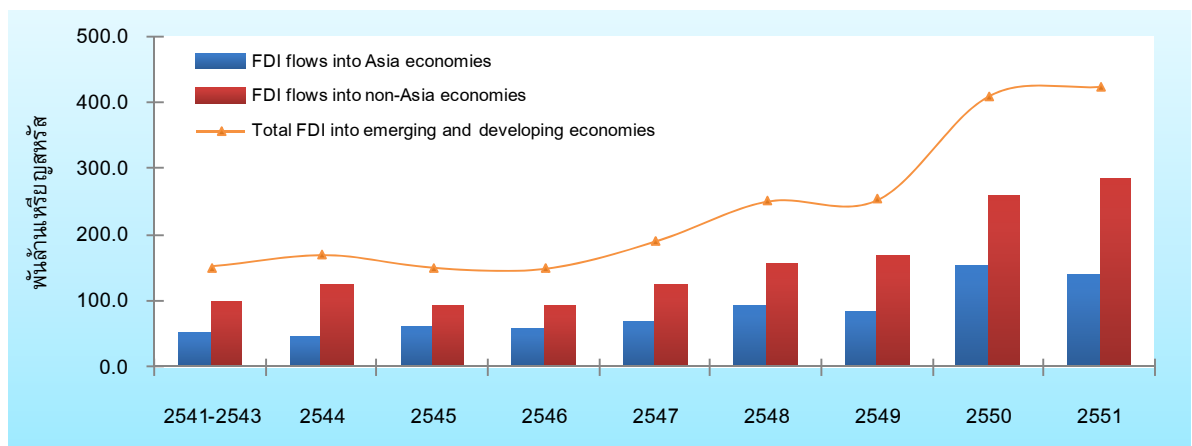
⁷ โดยปกติแล้วค่าความแตกต่างของค่าความคลาดเคลื่อน (Differenced residuals) จะมีสหสัมพันธ์ซึ่งกันและกันเนื่องจากทั้งใน Δe_{it} และ Δe_{it-1} มีค่า e_{it-1} ในนั้นด้วย ดังนั้น Arellano-Bond AR(1) จึงควรจะมีค่า p-value เข้าใกล้ 1.00

บทที่ 5

การศึกษาวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นและผลการศึกษา (Analysis of Data and results)

เงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้ามาสู่ประเทศมีผลให้เกิดทั้งผลดีและผลเสียต่อเศรษฐกิจในประเทศนั้น อย่างไรก็ตาม เป็นที่รู้กันดีว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายมีส่วนช่วยในการเข้าสู่แหล่งทุนได้ง่ายขึ้น ทำให้ผลตอบแทนต่อปัจจัยทุนเพิ่มมากขึ้น การศึกษาส่วนใหญ่เน้นไปที่ความไม่แน่นอนของการเคลื่อนย้ายของเงินทุน (Volatility of capital flows) ในกลุ่มประเทศเกิดใหม่และประเทศที่กำลังพัฒนา (Emerging and developing countries) ประเทศเหล่านี้ต้องเผชิญกับความไม่แน่นอนของการไหลเข้าและออกของเงินทุนเคลื่อนย้าย ทำให้ผู้ดำเนินนโยบายการเงินต้องเข้าไปกำกับดูแลอย่างใกล้ชิดเพื่อให้เกิดประโยชน์ต่อประเทศ และสร้างความเสียหายน้อยที่สุด

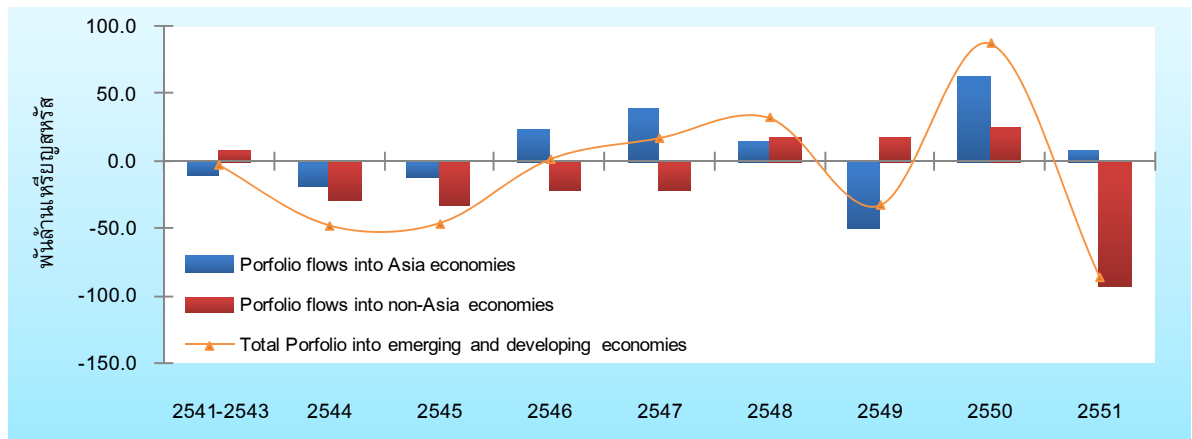
แผนภาพที่ 2 การลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศในกลุ่มประเทศเกิดใหม่และกำลังพัฒนา^{*}
(FDI flows into emerging and developing countries)



ที่มา World Economic Outlook (2009)

^{*} IMF จำกัดให้คำจำกัดความของกลุ่มประเทศเกิดใหม่และกำลังพัฒนา ดังนี้ “The group of emerging and developing economies (149 countries) includes all countries that are not classified as advanced economies. The regional breakdowns of emerging and developing economies—Africa, central and eastern Europe, Commonwealth of Independent States, developing Asia, Middle East, and Western Hemisphere—largely conform to the regional breakdowns in the IMF’s International Financial Statistics.” ดูรายละเอียดที่ World Economic Outlook (2009) หน้า 163

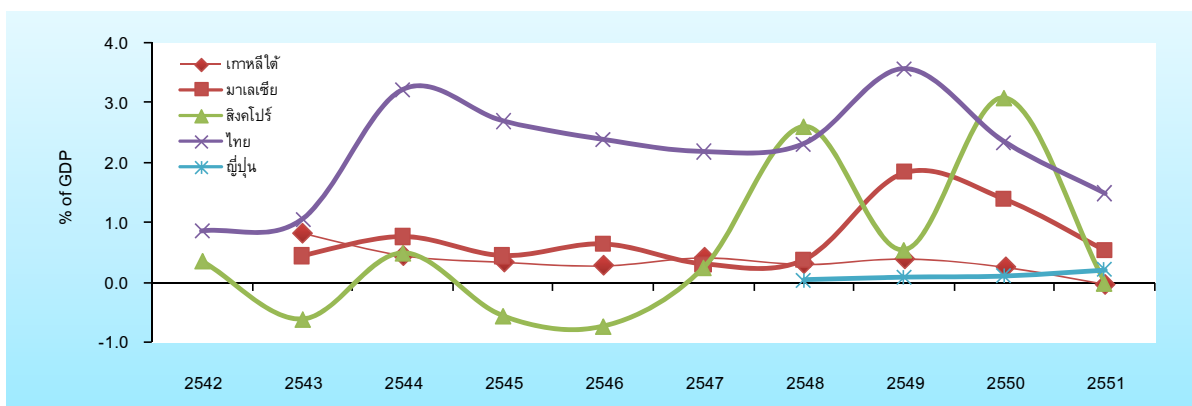
แผนภาพที่ 3 เงินลงทุนในหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศเกิดใหม่และกำลังพัฒนา
(Portfolio flows into emerging and developing countries)



ที่มา World Economic Outlook (2009)

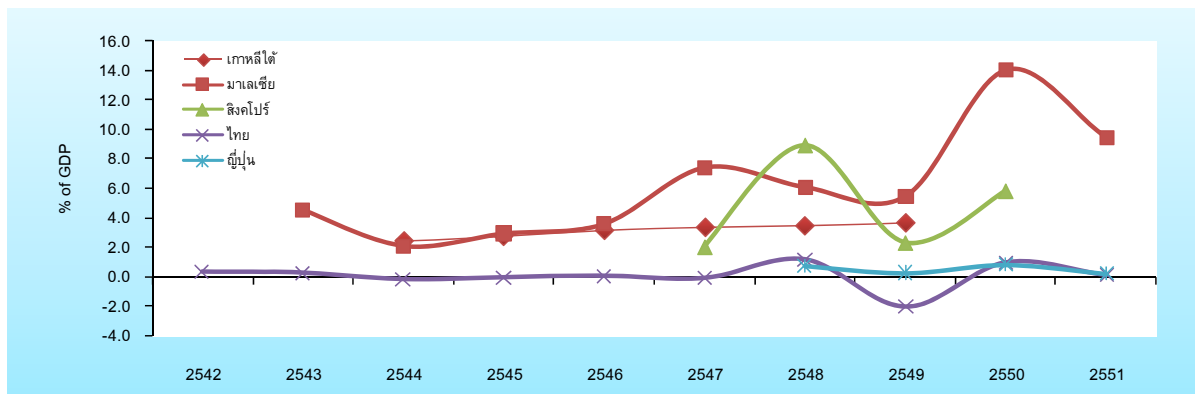
จากแผนภาพที่ 2 และ 3 ในระหว่างปี 2541 ถึง 2551 เงินทุนเคลื่อนย้ายจากการลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศ (FDI flows) ในกลุ่มประเทศเกิดใหม่และประเทศกำลังพัฒนามีแนวโน้มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศเอเชียกำลังพัฒนาที่เพิ่มสูงขึ้นจาก 53 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2541 มาอยู่ที่ระดับ 140 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ แสดงให้เห็นถึงความสำคัญของการลงทุนต่างชาติที่มีต่อเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชีย อย่างไรก็ตาม การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio flows) ยังมีความผันผวนอยู่มาก เป็นผลต่อการดำเนินนโยบายด้านการเงินของกลุ่มประเทศดังกล่าว

แผนภาพที่ 4 การลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3
(FDI Inflows in ASEAN+3 economies)



ที่มา CEIC

แผนภาพที่ 5 เงินลงทุนในหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3
(Portfolio Inflows in ASEAN+3 economies)



ที่มา CEIC

การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศเป็นแหล่งทุนหลักของประเทศในกลุ่มประเทศอาเซียนตั้งแต่ 20 ปีที่ผ่านมา เพื่อศึกษาในเชิงเปรียบเทียบของการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้าย (Capital inflows) ในแต่ละประเทศ ได้ใช้สัดส่วนเงินทุนเคลื่อนย้ายทั้งในรูปเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ และเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ ต่อ GDP ของประเทศนั้นๆ เพื่อจัดขนาดของเศรษฐกิจในแต่ละประเทศออกการศึกษาพบว่า แผนภาพที่ 4 และ 5 แสดงสัดส่วนเฉลี่ยของเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ต่อ GDP ของ 5 ประเทศในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่อยู่ที่ระดับร้อยละ 2 โดยแม้ว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปการลงทุนโดยตรงมีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2548 แต่ยังคงมีความผันผวน โดยประเทศที่มีสัดส่วนเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ต่อ GDP มากที่สุดในปี 2551 ได้แก่ ประเทศไทย รองลงมาคือ มาเลเซีย ญี่ปุ่น เกาหลีและสิงคโปร์ตามลำดับ ปัจจัยหลักที่ดึงดูดนักลงทุน ได้แก่ ปัจจัยการแข่งขันด้านราคาค่าจ้าง (Competitive labor cost) แนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศ และขนาดเศรษฐกิจของประเทศ (Bank for International Settlement; 2009)

ในขณะที่ การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Inflows) มีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัด โดยแผนภาพที่ 5 แสดงการไหลเข้าของเงินทุนในรูปเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ มาสู่ประเทศในกลุ่มอาเซียน + 3 พบว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายในกลุ่มประเทศอาเซียน + 3 มีสัดส่วนต่อ GDP เพิ่มขึ้น เริ่มจากปี 2546 โดยเฉพาะประเทศมาเลเซีย สิงคโปร์ และเกาหลีใต้ การเพิ่มขึ้นของเงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ แสดงให้เห็นการกระจายความเสี่ยงเพิ่มมากขึ้น (Portfolio diversification) ของสถาบันและกองทุนลงทุนต่างๆ การจัดการกับความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายจึง

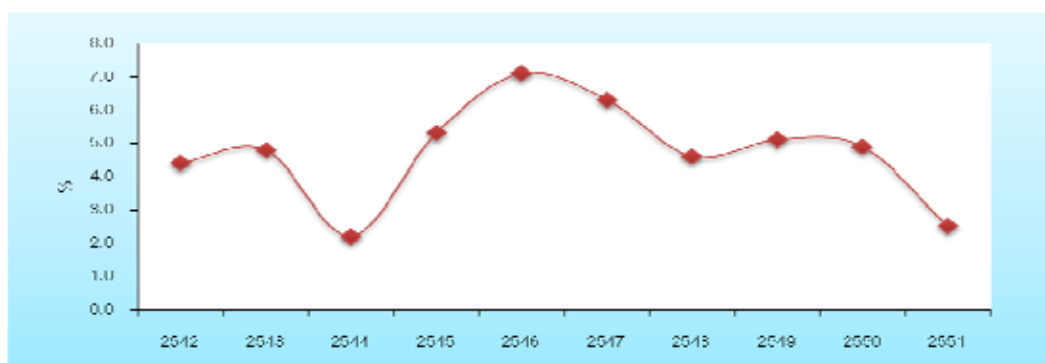
⁹ อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1990 การไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ผู้ประเทศจีนได้เพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะประเทศจีนได้เข้าร่วมการเป็นสมาชิก WTO (World Trade Organization) ในปี 2544 ทำให้สัดส่วนของเงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับประเทศในภูมิภาคอื่นๆ (Bank for International Settlement; 2009)

เป็นกุญแจหลักในการทำให้แหล่งเงินทุนเกิดประโยชน์มากที่สุด การวิเคราะห์เป็นรายประเทศในเชิงโครงสร้างทางเศรษฐกิจ และในเชิงนโยบายจึงเป็นสิ่งจำเป็นเพื่อการเข้าใจถึงผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อเศรษฐกิจของประเทศนั้นๆ

5.1. ประเทศไทย

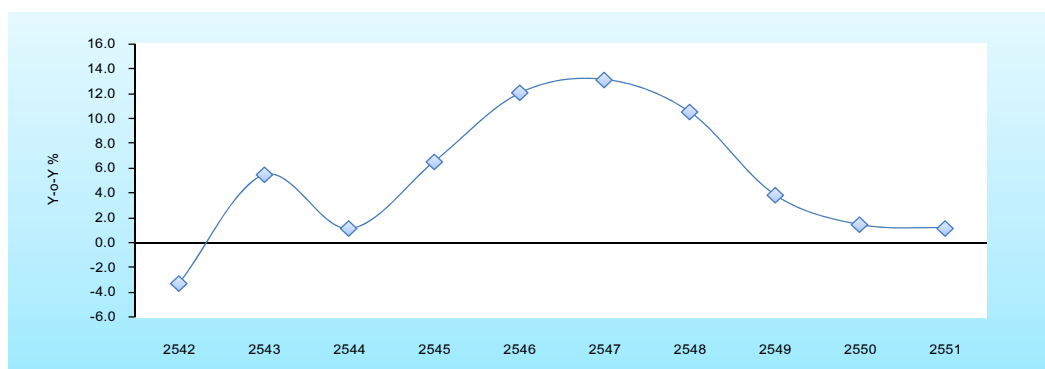
5.1.1. โครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศไทย

แผนภาพที่ 36 การขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมของไทย



ที่มา CEIC

แผนภาพที่ 37 อัตราการขยายตัวการลงทุนภาคเอกชน



ที่มา CEIC

จากแผนภาพที่ 37 เศรษฐกิจไทยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาบ่งชี้ได้จากอัตราการขยายตัวผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ (Real GDP growth) สามารถขยายตัวประมาณร้อยละ 5 ต่อปี อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจไทยในช่วงปี 2551 โดยเฉพาะในช่วงครึ่งหลังของปี 2551 เศรษฐกิจไทยได้รับผลกระทบจากวิกฤตทางการเงินจากประเทศสหรัฐฯ จากการที่อุปสงค์ในการนำเข้าสินค้าและบริการทั่วโลกปรับตัวลดลง และส่งผลกระทบต่อเนื่องมายังภาคการส่งออกของไทย ซึ่งมีสัดส่วนใหญ่ที่สุดในโครงสร้างเศรษฐกิจของไทย โดยภาคอุปสงค์มีการชะลอตัวลงอย่างมาก ส่งผลให้อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 4 ปี 2551

ลดลงที่ร้อยละ 4.1 ต่อปี และทำให้อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยทั้งปี 2551 ขยายตัวได้ต่ำกว่าระดับเฉลี่ยในช่วงที่ผ่านมาที่ร้อยละ 2.6 ต่อปี หากพิจารณาโครงสร้างเศรษฐกิจไทยจากสัดส่วนในภาคอุปสงค์ พบว่าสัดส่วนของมูลค่าการบริโภคภาคเอกชนในช่วง 20 ปีที่ผ่านมาปรับตัวลดลงมาเล็กน้อยจากระดับประมาณร้อยละ 55 ในปี 2537 มาอยู่ที่ระดับร้อยละ 52 ในปี 2551 ในขณะที่สัดส่วนของมูลค่าการบริโภคของภาครัฐในช่วงหลายสิบปีที่ผ่านมาไม่เปลี่ยนแปลงมากนักโดยอยู่ที่ระดับประมาณร้อยละ 10 ในขณะเดียวกันสัดส่วนของการลงทุนรวมทั้งภาครัฐและภาคเอกชนได้ปรับตัวลดลงจากระดับประมาณร้อยละ 42 ในช่วงปี 2537 มาอยู่ที่ระดับที่ต่ำที่สุดที่ประมาณร้อยละ 21 ในปี 2542¹⁰ อย่างไรก็ตาม สัดส่วนของการลงทุนได้ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงดังกล่าวโดยขึ้นมามีระดับประมาณร้อยละ 28 ของ GDP ในปี 2551

ทั้งนี้ โครงสร้างทางเศรษฐกิจของประเทศไทยในปัจจุบันเป็นโครงสร้างเศรษฐกิจเล็กแบบเปิด (Small-open economy) โดยสัดส่วนการเปิดประเทศ ในปี 2551 พบว่าสูงถึง 1.5 เท่าของ GDP ทั้งนี้ หากพิจารณาจากโครงสร้างเศรษฐกิจไทยทางด้านอุปสงค์ในปี 2551 พบว่า สัดส่วนของมูลค่าการส่งออก-นำเข้า สินค้าและบริการนั้นอยู่ในระดับที่สูงถึงร้อยละ 77 และ 74 ของ GDP ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาจากระดับร้อยละ 37 และ 43 ในปี 2537 บ่งชี้ได้ถึงบทบาทของเศรษฐกิจต่างประเทศและเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อประเทศไทยที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงหลายสิบปีที่ผ่านมา¹¹

โครงสร้างทางเศรษฐกิจภาคอุปทานของประเทศไทยแบ่งออกเป็นภาคการเกษตรและนอกภาคการเกษตร โดยสัดส่วนของภาคการเกษตรต่อ GDP ในช่วงประมาณ 14 ปีที่ผ่านมาปรับตัวลดลงเล็กน้อยจากระดับประมาณร้อยละ 10 ในปี 2537 มาอยู่ที่ร้อยละ 9 ต่อ GDP ในปี 2551 ในขณะเดียวกัน นอกภาคการเกษตรสามารถแบ่งออกได้เป็นภาคอุตสาหกรรมและภาคบริการซึ่งหากพิจารณาลงในรายละเอียดแล้ว จะพบว่าสัดส่วนของภาคอุตสาหกรรมต่อ GDP ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากระดับประมาณร้อยละ 32 ในปี 2537 มาอยู่ที่ระดับประมาณร้อยละ 40 ในปี 2551¹² ในขณะที่สัดส่วนของภาคบริการต่อ GDP ปรับตัวลดลงมาจากระดับร้อยละ 58 ในปี 2537 มาอยู่ที่ระดับ 51 ในปี 2551 สะท้อนถึงบทบาทของภาคอุตสาหกรรมของประเทศไทยที่มีเพิ่มมากขึ้นในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา

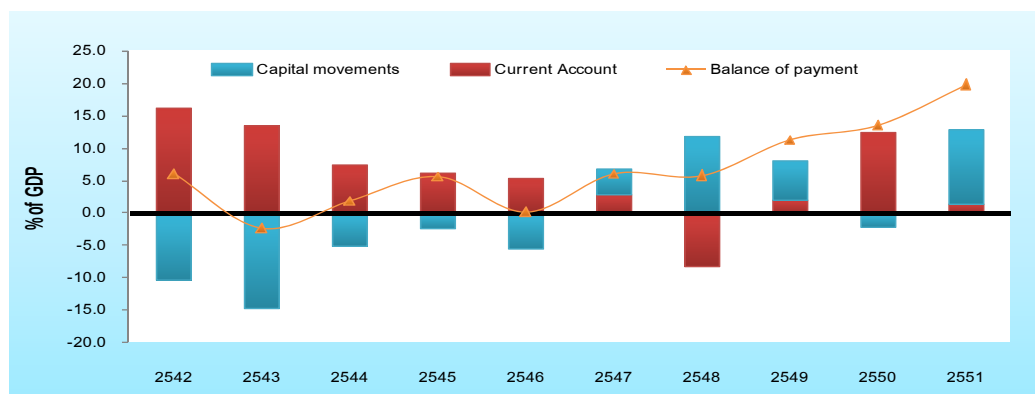
¹⁰ สัดส่วนการลงทุนส่วนใหญ่ที่ปรับลดลงมีสาเหตุเนื่องมาผลตอบแทนต่อเงินลงทุน (Return on capitals) ปรับตัวลดลงมากหลังจากช่วงวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย ในปี 2540 และส่งผลให้ความต้องการที่จะลงทุนในช่วงหลังปี 2540 ปรับตัวลดลงไปมาก

¹¹ สัดส่วนของภาคอุปสงค์นอกประเทศในช่วงประมาณ 20 ปีที่ผ่านมาที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมานั้นเนื่องจากได้รับแรงสนับสนุนจากนโยบายมุ่งเน้นการสนับสนุนภาคการส่งออกและนโยบายการเปิดเสรีทางการค้า ซึ่งสอดคล้องกับการค้าขายสินค้าและบริการตามทิศทางของเศรษฐกิจโลกที่ปรับตัวเข้าสู่ยุคโลกาภิวัตน์

¹² การพัฒนาประเทศโดยใช้นโยบายการผลิตภาคการผลิตอุตสาหกรรมให้มุ่งไปสู่การเป็นประเทศอุตสาหกรรมเป็นหลักนั้นเป็นไปตามแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 6 7 และ 8 ซึ่งกล่าวถึงการเร่งผลิตเพื่อการส่งออกและการลงทุนอุตสาหกรรมขนาดใหญ่เพื่อทดแทนการนำเข้า และพัฒนาศักยภาพเพื่อรองรับอุปสงค์ของผลผลิตอุตสาหกรรมในตลาดโลกที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

5.1.2. ความเป็นมาของเงินทุนเคลื่อนย้ายในประเทศไทย

แผนภาพที่ 38 ดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP



ที่มา CEIC

หากพิจารณาเงินทุนเคลื่อนย้ายตามมิติโครงสร้างทางบัญชีการชำระเงิน (Balance of payments) ของประเทศไทยในช่วง ประมาณ 20 ปีที่ผ่านมา จากแผนภาพที่ 38 พบว่าสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ช่วงหลักได้แก่ (1) ช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจเอเชียในปี 2540 (ปี 2528-2539) (2) ช่วงหลังจากที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี (2540-2551)

ในช่วงดังกล่าว ดุลบัญชีการชำระเงินสุทธิของไทยมีแนวโน้มเกินดุลอย่างต่อเนื่องจากการเกินดุลในบัญชีเงินทุนที่มากกว่าการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ในขณะเดียวกันในช่วงดังกล่าวเป็นช่วงที่เงินทุนเคลื่อนย้ายมีการไหลเข้ามามากที่สุด ทั้งนี้ หากพิจารณาในรายละเอียดของเงินทุนที่ไหลเข้ามาแล้วพบว่าเงินทุนที่ไหลเข้ามาส่วนใหญ่เป็นการลงทุนอื่นๆที่นอกเหนือการลงทุนโดยตรงและการลงทุนในรูปตลาดหลักทรัพย์และตลาดพันธบัตร กล่าวคือการกู้ยืมจากต่างประเทศเป็นหลักเนื่องจากได้รับปัจจัยสนับสนุนจากเศรษฐกิจไทย (Real GDP growth) ที่ขยายตัวในอัตราที่สูงถึงร้อยละ 9 ต่อปีโดยเฉลี่ยและอันสืบเนื่องจากระบบการเงินมีการเปิดเสรีมากขึ้น (Financial Liberalization)¹³ ดังนั้น ภาคเอกชนจึงได้พิจารณาถึงช่องทางในการเร่งพัฒนาธุรกิจในช่วงที่เศรษฐกิจเฟื่องฟู ส่งผลให้มีความต้องการที่จะเร่งกู้เงินเพื่อการก่อสร้างและการเก็งกำไร โดยเฉพาะในภาคอสังหาริมทรัพย์ซึ่งราคาสินทรัพย์มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ดังนั้น ผล

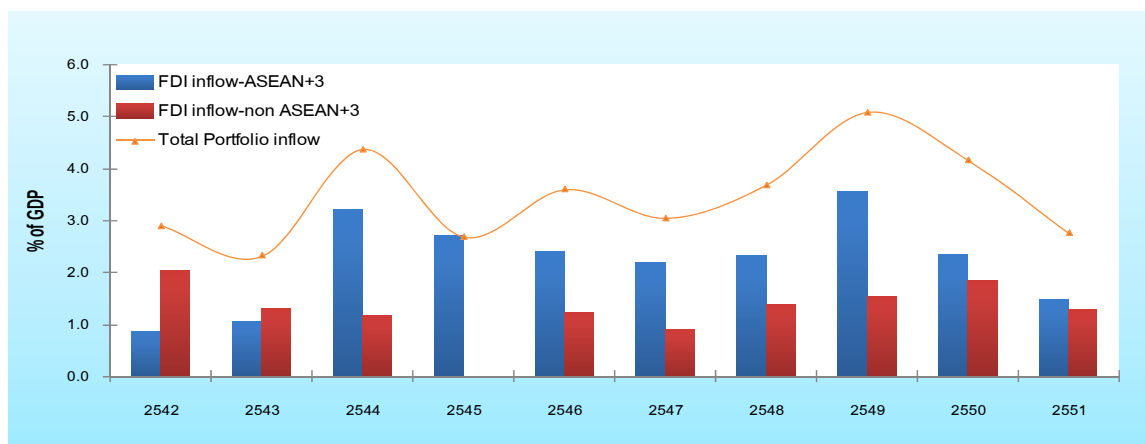
¹³ ประเทศไทยมีการเปิดเสรีทางการเงินตั้งแต่ปี 2533 โดยได้มีการดำเนินนโยบาย (1) การผ่อนคลายการควบคุมการปริวรรตเงินตราต่างประเทศ (2) การยกเลิกพาดนดอกเบี้ยของสถาบันการเงินต่างๆการจัดตั้งกิจการวิเทศธนกิจ (BIBF) (3) ออกพ.ร.บ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (4) การจัดตั้งชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ และ (5) มุ่งพัฒนาประเทศไทยเป็นศูนย์กลางทางการเงินในภูมิภาคเอเชีย เพื่อมุ่งเน้นการขยายขอบเขตการดำเนินงานของสถาบันการเงินให้ระดับมาตรฐานสากล พัฒนาโครงสร้างของตลาดการเงินทั้งตลาดเงินและตลาดทุนให้สมบูรณ์แบบ ปรับปรุงประสิทธิภาพในการกำกับดูแลสถาบันการเงินและระบบการเงิน โดยการเปิดเสรีทางการเงินดังกล่าวเป็นการส่งเสริมการระดมทุนเพื่อลงทุนระหว่างประเทศในโครงการที่มีผลตอบแทนสูงซึ่งส่งผลให้การเปิดเสรีทำให้ประเทศมีแหล่งทุนมากขึ้น

จากการที่สภาพคล่องในระบบที่มีปริมาณจำกัดและนโยบายการเงินและอัตราแลกเปลี่ยนที่เอื้ออำนวยได้ส่งผลให้เกิดการเร่งกู้จากนอกประเทศ ในขณะเดียวกัน อีกปัจจัยหลักที่สนับสนุนให้เงินทุนต่างชาติไหลเข้าสู่ประเทศไทยได้แก่การจัดตั้งกิจการวิเทศธนกิจ (Bangkok International Bank Facility : BIBF) ที่ภาคเอกชนได้กู้ยืมจากต่างประเทศในช่วงที่ต้นทุนต่ำและความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนอยู่ในระดับที่ต่ำเนื่องจากค่าเงินบาทถูกอ้างอิงอยู่กับกับตะกร้าค่าเงิน (Exchange rate pegged) เพื่อมาปล่อยให้ยืมต่อจึงส่งผลให้เงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้ามาสู่บัญชีเงินทุนในแต่ละปีในช่วงดังกล่าวมีปริมาณสูงถึงประมาณร้อยละ 6-12 ของ GDP

ในช่วงภายหลังจากที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจโดยเฉพาะในช่วงระหว่างปี 2540-2546 ปริมาณเงินทุนเคลื่อนสุทธิของไทยในบัญชีเงินทุนส่วนใหญ่เป็นการไหลออกโดยเงินที่ไหลออกส่วนใหญ่อยู่ในรูปของเงินเรียกชำระหนี้เงินกู้ในช่วงก่อนหน้าของต่างประเทศอื่น อย่างไรก็ตาม ดุลบัญชีเดินสะพัดที่มีแนวโน้มเกินดุลอย่างต่อเนื่องได้ทดแทนการขาดดุลจากการไหลออกของเงินทุนเคลื่อนย้ายดังกล่าวและส่งผลให้มูลค่าของเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิในบัญชีการชำระเงินในช่วงดังกล่าวมีส่วนใกล้เคียงกับระดับสมดุลโดยเคลื่อนไหวอยู่ที่ระดับร้อยละ -6 ถึง 3 ต่อ GDP

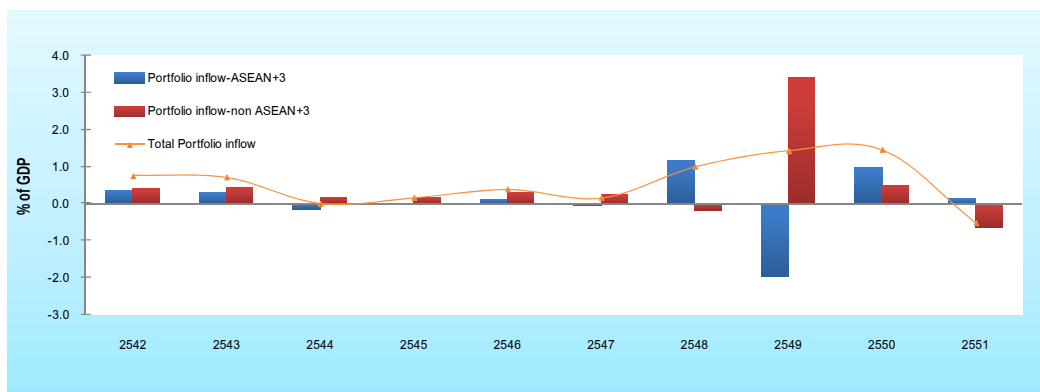
ทั้งนี้ จากแผนภาพที่ 39 พบว่า ในช่วงหลังจากที่วิกฤตเศรษฐกิจ การลงทุนโดยตรงของต่างชาติ (Foreign Direct Investment: FDI) มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นจากช่วงก่อนที่จะเกิดวิกฤตเศรษฐกิจเนื่องจากค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลงจากการลอยตัวได้ส่งผลให้ต้นทุนในการเข้ามาลงทุนและการผลิตปรับตัวลดลงเมื่อเปลี่ยนเป็นเงินบาทซึ่งส่งผลให้เงินลงทุนโดยตรงมีส่วนเฉลี่ยประมาณร้อยละ 4 ของ GDP ในแต่ละปี ในขณะที่แผนภาพที่ 44 แสดงเงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าและออกของการลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Inflows) นั้นมีความผันผวนปีต่อปีแต่มีส่วนที่ต่ำกว่าเมื่อเทียบกับการลงทุนโดยตรง

แผนภาพที่ 39 การลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศ (FDI Inflows)



ที่มา CEIC

แผนภาพที่ 40 เงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Inflows)

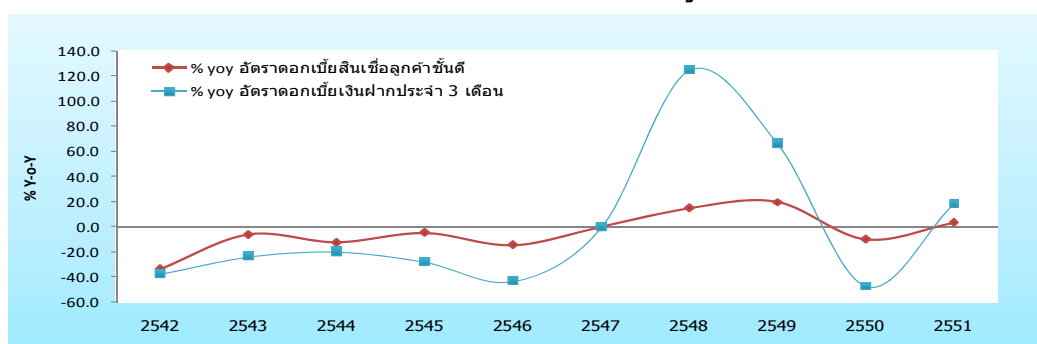


ที่มา CEIC

ทั้งนี้ หากพิจารณาจากสัดส่วนของผู้เข้ามาลงทุนโดยตรงพบว่าประเทศญี่ปุ่นเป็นประเทศที่เข้ามาลงทุนโดยตรงมากที่สุด โดยในช่วงระหว่างปี 2542-2551 มูลค่าของเงินลงทุนโดยตรงที่ไหลเข้ามาจากประเทศญี่ปุ่นคิดเป็นสัดส่วนที่สูงถึงร้อยละ 36 ของมูลค่าเงินลงทุนโดยตรงที่ไหลเข้ามาในช่วงดังกล่าว นอกจากนี้ เงินลงทุนโดยตรงของไทยในช่วงดังกล่าวยังไหลเข้ามาจากประเทศอื่นๆ ในภูมิภาค อาทิ เช่น สิงคโปร์ มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ เป็นต้น จึงอาจกล่าวได้ว่าเงินลงทุนโดยตรงส่วนใหญ่ของไทยเป็นการไหลเข้ามาจากประเทศในกลุ่มสมาชิกอาเซียน+3¹⁴ ในขณะที่ยุโรปและสหรัฐฯ มีสัดส่วนรองลงที่ประมาณร้อยละ 10 และ 17 ของมูลค่าเงินลงทุนโดยตรงในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาตามลำดับ

5.1.3. นโยบายการเงิน ตลาดการเงิน และเงินทุนเคลื่อนย้าย

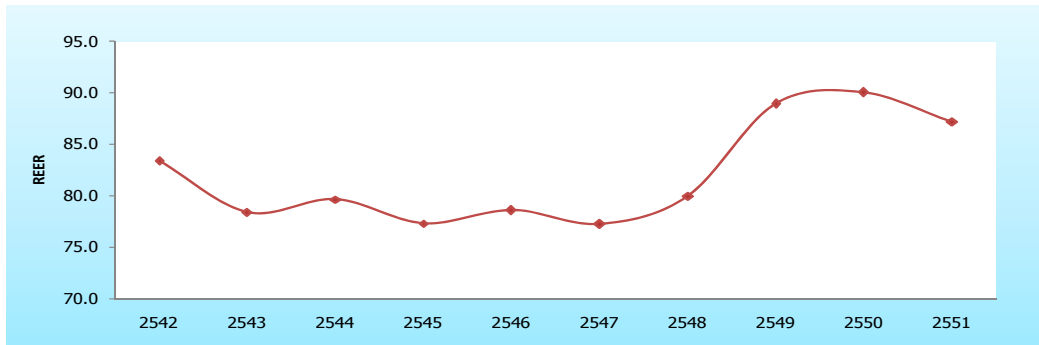
แผนภาพที่ 41 อัตราขยายตัวของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝาก (% y-o-y)



ที่มา CEIC

¹⁴ ประเทศไทยมีการเปิดเสรีทางการเงินตั้งแต่ปี 2533 โดยได้มีการดำเนินนโยบาย (1) การผ่อนคลายการควบคุมการปรัวรรตเงินตราต่างประเทศ (2) การยกเลิกเพดานดอกเบี้ยของสถาบันการเงินต่างๆ การจัดตั้งกิจการวิเทศธนกิจ (BIBF) (3) ออกพ.ร.บ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (4) การจัดตั้งชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ และ (5) มุ่งพัฒนาประเทศไทยเป็นศูนย์กลางทางการเงินในภูมิภาคเอเชีย เพื่อมุ่งเน้นการขยายขอบเขตการดำเนินงานของสถาบันการเงินให้ได้ระดับมาตรฐานสากล พัฒนาโครงสร้างของตลาดการเงินทั้งตลาดเงินและตลาดทุนให้สมบูรณ์แบบ ปรับปรุงประสิทธิภาพในการกำกับดูแลสถาบันการเงินและระบบการเงิน โดยการเปิดเสรีทางการเงินดังกล่าวเป็นการส่งเสริมการระดมทุนเพื่อลงทุนระหว่างประเทศในโครงการที่มีผลตอบแทนสูงซึ่งส่งผลให้การเปิดเสรีทำให้ประเทศมีแหล่งทุนมากขึ้น

แผนภาพที่ 42 ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER) ปีฐาน 2537



ที่มา CEIC

ในช่วงระหว่างปี 2533-2539 ซึ่งเป็นช่วงที่เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลเข้าสู่ประเทศไทยมากที่สุดคนนั้นพบว่า นอกจากอันติสจากการเปิดเสรีภาคการเงินและการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่ร้อนแรงแล้วนั้น การดำเนินนโยบายการเงินและอัตราแลกเปลี่ยนยังมีส่วนช่วยสนับสนุนในการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายในช่วงดังกล่าวด้วย โดยหากพิจารณาในด้านของนโยบายการเงินแล้วพบว่าภายหลังจากที่ได้มีการยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ทั้งหมดในปี 2535 แล้วนั้น จากแผนภาพที่ 41 อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ อาทิ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากระยะ 3 เดือนและอัตราดอกเบี้ย MLR ล้วนแล้วแต่ปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับประมาณร้อยละ 9.4 และร้อยละ 13 ต่อปีตามลำดับสอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยอยู่ในระดับที่สูงถึงประมาณร้อยละ 10.5 ต่อปีในช่วงดังกล่าว ซึ่งเป็นเหตุจูงใจให้เงินทุนไหลเข้าสู่ประเทศไทยมากขึ้นเนื่องจากช่องว่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยและต่างประเทศซึ่งอยู่ในระดับที่สูงกว่า (Interest Rate Gap) นั้น ปรับตัวลดลง ในขณะเดียวกัน จากแผนภาพที่ 42 การดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบอ้างอิงกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ ภายใต้การดำเนินนโยบายการผูกค่าเงินบาทกับค่าเงินสกุลอื่นหรือกับตะกร้าเงิน (Exchange rate Pegged) และการยกเลิกการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Foreign Exchange control) ล้วนแล้วแต่ส่งผลชักจูงให้เงินทุนไหลเข้าสู่ประเทศไทยในช่วงดังกล่าวเช่นกัน ประกอบกับการจัดตั้งกิจการวิเทศธนกิจ (BIBF) ยังเป็นอีกหนึ่งแรงสนับสนุนในการดึงดูดเงินทุนไหลเข้าสู่ประเทศไทยด้วย

จากการศึกษาข้างต้นพบว่าภาวะการเงินและเศรษฐกิจของไทยมีผลสำคัญต่อสถานะของเงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าสู่ประเทศไทยสะท้อนได้จากช่วงที่เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลเข้าสู่ประเทศไทยเป็นปริมาณมากในช่วงระหว่างปี 2533-2539 ซึ่งนอกจากจะเป็นผลจากเศรษฐกิจของไทยที่เฟื่องฟูแล้ว นั้น การเปิดเป็นอิสระของระบบการเงินและการยกเลิกมาตรการการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตรา อัตราดอกเบี้ยที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ย การดำเนินนโยบายของภาครัฐ อาทิ การสนับสนุนกิจการวิเทศธนกิจ (BIBF) และการดำเนินนโยบายการผูกค่าเงินบาทกับค่าเงินสกุลอื่นหรือกับตะกร้าเงิน (Exchange rate

pegged) ล้วนแล้วแต่ส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้าย ในขณะที่เดียวกัน ค่าเงินบาทและแนวโน้มค่าเงินในระยะต่อไปนี้จะส่งผลกระทบต่อการค้าระหว่างประเทศ การลงทุนจากต่างประเทศทั้งในลักษณะของการลงทุนโดยตรงและการลงทุนในตลาดเงินและตลาดทุน โดยหากค่าเงินในประเทศในช่วงนั้นอ่อนค่าลงจากช่วงก่อนหน้าหรือมีแนวโน้มจะแข็งค่าขึ้นในระยะถัดไป

ในช่วงหลังจากที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 เงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้ามาสู่ประเทศไทยมากที่สุดอยู่ในช่วงระหว่างปี 2548-49 และปี 2551 โดยในช่วงระหว่างปี 2541 จนถึงปัจจุบัน เงินทุนที่ไหลเข้าส่วนใหญ่เป็นเงินลงทุนโดยตรง ในขณะที่เดียวกันเงินลงทุนในตลาดเงินและตลาดทุนได้ไหลเข้าสู่ประเทศไทยมากขึ้น ในช่วงปี 2548-2549 หลังจากที่ทางการประเทศไทยได้ประกาศลดข้อจำกัดในการนำเงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าและออกประเทศเพื่อสนับสนุนการเป็นเจ้าของสินทรัพย์ต่างประเทศและการสร้างความสมดุลให้กับเงินทุนเคลื่อนย้ายมากขึ้น นอกจากนั้น อัตราดอกเบี้ยที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นของไทยในช่วงระหว่างปี 2548-2549 และแนวโน้มการแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่องของค่าเงินบาทน่าจะมีส่วนสนับสนุนให้เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลเข้าสู่ตลาดเงินและตลาดทุนของประเทศไทยเพิ่มมากขึ้นในช่วงดังกล่าวด้วย อย่างไรก็ตาม ในช่วงปลายปี 2549 ได้มีแรงไหลเข้าของเงินทุนต่างชาติโดยเฉพาะในตลาดพันธบัตรเพื่อการเก็งกำไรค่าเงินบาท ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงได้ออกมาตรการหลายประการในการควบคุมการเก็งกำไรซึ่งรวมถึงมาตรการดำรงเงินสำรองเงินนำเข้าระยะสั้นร้อยละ 30 ที่ได้มีการเริ่มนำมาใช้ในวันที่ 18 ธ.ค. 2549 ทั้งนี้ มาตรการดังกล่าวได้มีการผ่อนคลายลงอย่างต่อเนื่องนับหลังจากที่แรงไหลเข้าของเงินทุนเพื่อทำกำไรจากค่าเงินในระยะสั้นเริ่มมีน้อยลง และได้มีการยกเลิกมาตรการดังกล่าวในวันที่ 3 มี.ค. 2551

อย่างไรก็ตาม นอกจากปัจจัยทางด้านภาวะและนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนและการเงินแล้วนั้น การไหลเข้าของเงินทุนลงทุนโดยตรงนั้นขึ้นอยู่กับภาวะเศรษฐกิจไทยในปัจจุบันและทิศทางของเศรษฐกิจไทยในระยะยาวด้วย ในขณะที่การลงทุนในตลาดเงินตลาดทุนนั้นขึ้นอยู่กับความเชื่อมั่นของนักลงทุนในประเทศไทยในระยะสั้นหรือความไม่เชื่อมั่นที่จะลงทุนในประเทศอื่น อาทิ เช่น สหรัฐฯ จึงเคลื่อนไหวผันผวนมากกว่าการไหลเข้าของเงินลงทุนโดยตรง

5.2. ประเทศญี่ปุ่น

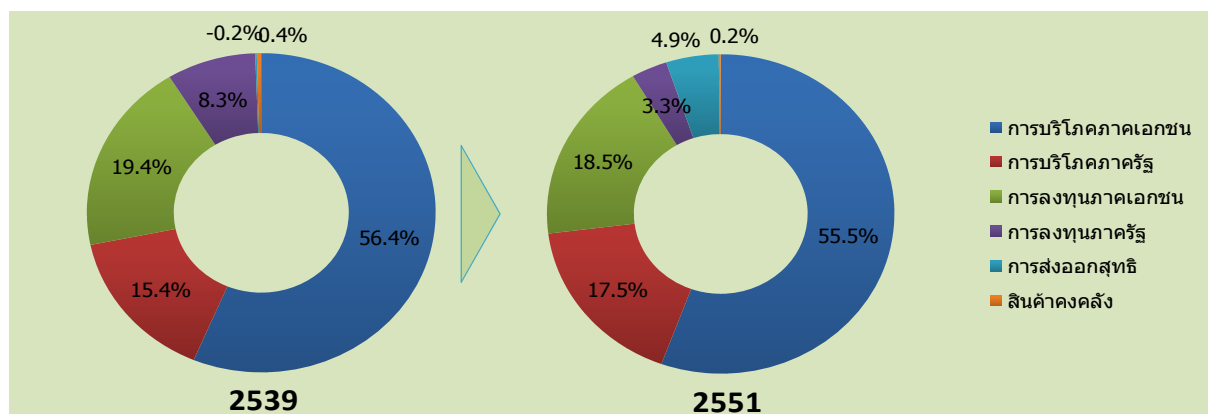
5.2.1 โครงสร้างเศรษฐกิจประเทศญี่ปุ่น

โครงสร้างของเศรษฐกิจของประเทศญี่ปุ่น เมื่อพิจารณาในด้านอุปสงค์จะพบว่า จากแผนภาพที่ 6 ในช่วง 12 ปีที่ผ่านมา (2539-2551) โครงสร้างของเศรษฐกิจญี่ปุ่นมีการเปลี่ยนแปลงเล็กน้อย โดยในภาคที่มีสัดส่วนสูงเช่นการบริโภคภาคเอกชน การบริโภคภาครัฐ การลงทุนภาคเอกชนแทบจะไม่มีเปลี่ยนแปลง

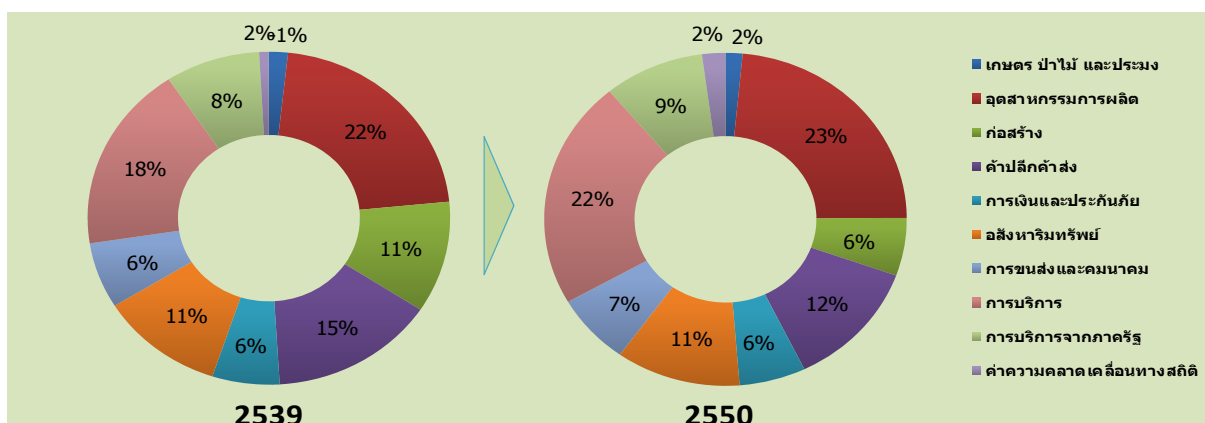
สัดส่วนแต่อย่างใด ขณะที่ภาคการลงทุนของรัฐมีส่วนลดลงจากร้อยละ 8.3 ในปี 2539 มาอยู่ที่ร้อยละ 3.3 ในปี 2551 แสดงให้เห็นบทบาทของรัฐบาลในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่ลดลง จากเดิมที่เคยลงทุน 40.8 ล้านล้านเยนในปี 2539 ลดลงมาเหลือ 18.5 ล้านล้านเยนในปี 2551 นอกจากนี้ในส่วนของภาคการส่งออกสุทธิ (Net Export) ก็มีการเปลี่ยนแปลงโดยมีส่วนที่เพิ่มขึ้น จากร้อยละ 0.2 ในปี 2539 มาอยู่ที่ร้อยละ 4.9 ในปี 2551 อันมีสาเหตุมาจากภาคการส่งออกรวมมีส่วนเพิ่มขึ้นมากเมื่อเทียบกับการนำเข้ารวมที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย โดยการส่งออกมีส่วนเพิ่มจากร้อยละ 9.0 มาเป็นร้อยละ 16.0 ขณะที่การนำเข้าเพิ่มจากร้อยละ 9.2 มาเป็นร้อยละ 11.1 แสดงให้เห็นว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นมีการพึ่งพากับต่างประเทศมากขึ้น

จากแผนภาพที่ 7 ในด้านอุปทานพบว่าประเทศญี่ปุ่นมีเศรษฐกิจมีการพึ่งพาภาคอุตสาหกรรมมากที่สุดโดยมีส่วนสูงที่ร้อยละ 23.3 รองลงมาเป็นภาคบริการที่มีส่วนร้อยละ 22.1 โดยมีส่วนเพิ่มขึ้นมากจากปี 2539 ที่อยู่ที่ร้อยละ 18.4 ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความสำคัญของภาคบริการที่เพิ่มขึ้นจนอยู่ในระดับใกล้เคียงภาคอุตสาหกรรม ส่วนอันดับสามเป็นภาคอสังหาริมทรัพย์มีส่วนร้อยละ 11.2 ซึ่งเมื่อรวมทั้งสามภาคเข้าด้วยกันจะพบว่ามีสัดส่วนรวมสูงถึงร้อยละ 57.8 ของโครงสร้างเศรษฐกิจญี่ปุ่น นอกจากนี้ ยังพบว่าภาคที่มีสัดส่วนลดลงจากปี 2539 ยังประกอบไปด้วย ภาคการก่อสร้างที่ลดลงจากร้อยละ 11.0 มาเหลือร้อยละ 5.6 และภาคค้าส่งค้าปลีกที่ลดลงจากร้อยละ 15.1 เหลือร้อยละ 12.3

แผนภาพที่ 6 สัดส่วนขององค์ประกอบ GDP ด้านอุปสงค์ ในปี 2539 และ 2551

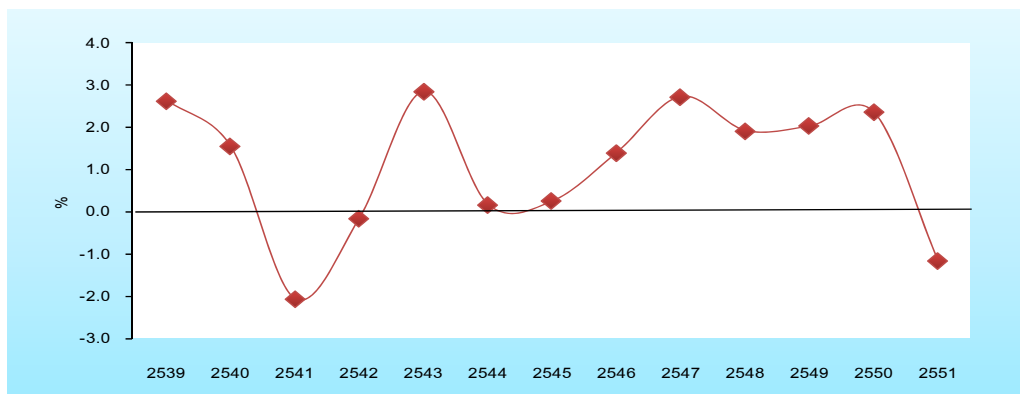


แผนภาพที่ 7 สัดส่วนขององค์ประกอบ GDP ด้านอุปทาน ในปี 2539 และ 2550



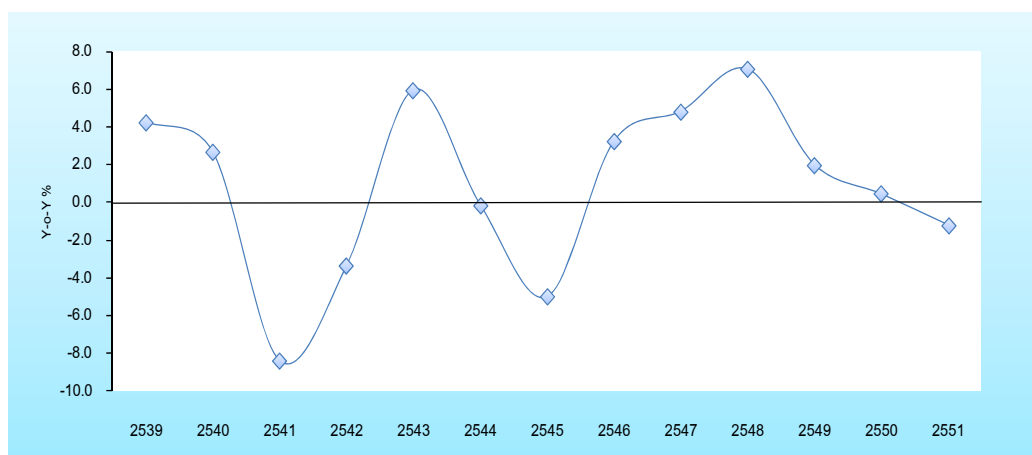
จากแผนภาพที่ 8 และ 9 เมื่อพิจารณาการขยายตัวทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นจะพบว่าในช่วง 12 ปีที่ผ่านมาเศรษฐกิจของญี่ปุ่นมีการขยายตัวในระดับต่ำ เฉลี่ยแล้วมีการขยายตัวเพียงร้อยละ 1.1 ต่อปี เนื่องจากเศรษฐกิจญี่ปุ่น มีขนาดที่ใหญ่และได้ผ่านช่วงที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูงมาแล้ว สะท้อนให้เห็นถึงการเป็นประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Country) ในส่วนของการลงทุนภาคเอกชนพบว่าการเคลื่อนไหวสอดคล้องกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจค่อนข้างมาก กล่าวคือหากปีใดมีการขยายตัวทางเศรษฐกิจสูง การลงทุนภาคเอกชนก็จะอยู่ในระดับสูงเช่นกัน สะท้อนให้เห็นถึงความมั่นใจของภาคเอกชนที่พร้อมจะลงทุนเพิ่มขึ้นในช่วงเศรษฐกิจดี ขณะที่ปีใดเศรษฐกิจหดตัวลง การลงทุนภาคเอกชนก็จะชะลอตัวลงตาม ดังเช่นในปี 2543 เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีการขยายตัวดีที่ร้อยละ 2.9 ต่อปี การลงทุนภาคเอกชนมีการขยายตัวในระดับสูงที่ร้อยละ 6.0 ต่อปี ขณะที่ในปี 2541 ซึ่งเป็นช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ เศรษฐกิจญี่ปุ่นหดตัวที่ร้อยละ 2.0 ต่อปี การลงทุนภาคเอกชนในปีนั้นหดตัวสูงที่ร้อยละ 8.4 ต่อปี

แผนภาพที่ 8 อัตราการขยายตัวของ GDP ของประเทศญี่ปุ่น



ที่มา : CEIC

แผนภาพที่ 9 อัตราการขยายตัวการลงทุนภาคเอกชนของประเทศญี่ปุ่น



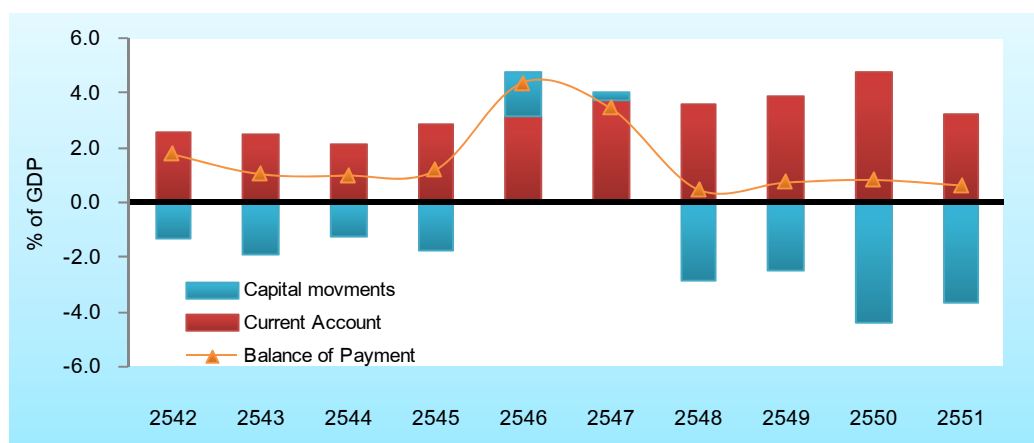
ที่มา : CEIC

5.2.2 ความเป็นมาของเงินทุนเคลื่อนย้ายประเทศญี่ปุ่น

แผนภาพที่ 10 แสดงดุลการชำระเงิน (Balance of Payment) ของประเทศญี่ปุ่น ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (2542-2551) พบว่ามีการเกินดุลมาโดยตลอด ทั้งนี้ เนื่องจากว่าประเทศญี่ปุ่นมีการเกินดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) มาอย่างต่อเนื่อง โดยเฉลี่ยแล้วดุลบัญชีเดินสะพัดมีการเกินดุลที่ร้อยละ 3.3 ต่อ GDP อันเป็นผลมาจากการเกินดุลการค้า (Trade Balance) ในจำนวนมาก แม้ว่าดุลบริการจะขาดดุลมาโดยตลอดก็ตาม เมื่อวิเคราะห์ดูจะพบว่าดุลบัญชีการชำระเงินมีการเพิ่มขึ้นนับตั้งแต่ปี 2544 เป็นต้นมา โดยขึ้นไปอยู่ระดับสูงสุดในปี 2546 ที่ร้อยละ 4.4 ต่อ GDP ก่อนที่จะลดลงอย่างมากในปี 2548 เนื่องจากดุลบัญชีทุนและการเงินกลับมาขาดดุลอีกครั้งหนึ่ง ต่อมาในปี 2551 เศรษฐกิจญี่ปุ่นประสบกับปัญหาวิกฤตการเงินโลกทำให้ดุลการค้าลดลงสู่ระดับต่ำสุดตั้งแต่ปี 1980 เป็นต้นมา ที่ 0.3 ล้านล้านเยน เมื่อรวมกับดุลบริการที่ขาดดุลอยู่แล้วจึงทำให้ดุลการค้าและบริการขาดดุลกว่า 519.6 พันล้านเยน เทียบกับปีก่อนหน้าที่เกินดุลถึง 793.5 พันล้านเยน สาเหตุหลักมาจากการส่งออกไปยังสหรัฐฯ ที่หดตัวกว่าร้อยละ 15.8 ต่อปี ซึ่งส่วนใหญ่ ได้แก่ สินค้าประเภทรถยนต์ เครื่องใช้ไฟฟ้า และอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ ประกอบกับการส่งออกไปทวีปยุโรปที่หดตัวที่ร้อยละ 7.8 ต่อปี ขณะที่การส่งออกไปในทวีปเอเชียหดตัวลงเพียงร้อยละ 1.0 ต่อปี

ขณะเดียวกันหากพิจารณาดุลบัญชีทุนและการเงิน (Capital and Financial Account Balance) จะพบว่าดุลบัญชีทุนและการเงินมีการขาดดุลเกือบทุกปี โดยเฉลี่ยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาพบว่าขาดดุลอยู่ที่ร้อยละ -1.7 ต่อ GDP ทั้งนี้สาเหตุหลักของการขาดดุลมาจากทั้งดุลบัญชีทุนและดุลบัญชีการเงินของญี่ปุ่นที่ขาดดุลมาโดยตลอด ซึ่งในส่วนของดุลบัญชีการเงินพบว่าการขาดดุลหลักมาจากการลงทุนโดยตรงที่ไปลงทุนยังต่างประเทศมีปริมาณที่สูงและเพิ่มขึ้นในทุกปี ขณะที่การลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศส่วนใหญ่เป็นการเกินดุล ยกเว้นในปี 2551 ที่มีการขาดดุลเนื่องจากปัญหาวิกฤตการเงินโลก

แผนภาพที่ 10 ดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP

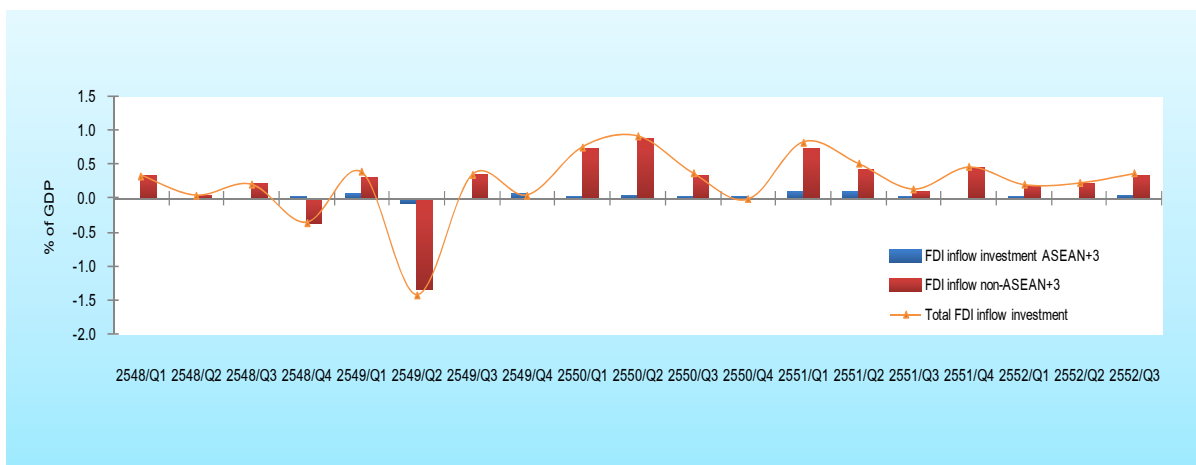


ที่มา : CEIC

ในส่วนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI Inflows) ของประเทศญี่ปุ่นมีส่วนต่อ GDP ค่อนข้างน้อย เมื่อเทียบกับการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ (Portfolio Inflows) ที่มีสัดส่วนต่อ GDP มากกว่า โดยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (2548-2552) เฉลี่ยแล้วการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศมีส่วนเพียงร้อยละ 0.24 ต่อ GDP ขณะที่การลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศมีส่วนเฉลี่ยที่ร้อยละ 2.2 ต่อ GDP สะท้อนให้เห็นว่าการเข้ามาลงทุนโดยตรงในประเทศญี่ปุ่นค่อนข้างมีความจำกัด เนื่องจากต้นทุนค่าแรง วัตถุดิบ ค่าขนส่งที่อยู่ในการผลิต ล้วนอยู่ในระดับที่สูงเมื่อเทียบกับในประเทศกำลังพัฒนา ทำให้ไม่มีความเหมาะสมที่ต่างประเทศจะมาลงทุนใหม่ เมื่อวิเคราะห์ถึงแหล่งที่มาของเม็ดเงินลงทุนจะพบว่าเงินลงทุนโดยตรง (FDI Inflows) ส่วนใหญ่มาจากประเทศสหรัฐฯ กลุ่มประเทศยุโรปตะวันตก และกลุ่มประเทศเอเชีย คิดเป็นสัดส่วนในปี 2551 ที่ร้อยละ 47.0 20.4 13.9 ต่อเงินลงทุนทั้งหมด ตามลำดับ นอกจากนี้พบว่ากลุ่มประเทศอาเซียน +3 ยังมีสัดส่วนลงทุนรวมที่ร้อยละ 12.7 จากทั้งหมด โดยมีเม็ดเงินลงทุนส่วนใหญ่มาจากประเทศสิงคโปร์ที่ร้อยละ 11.3

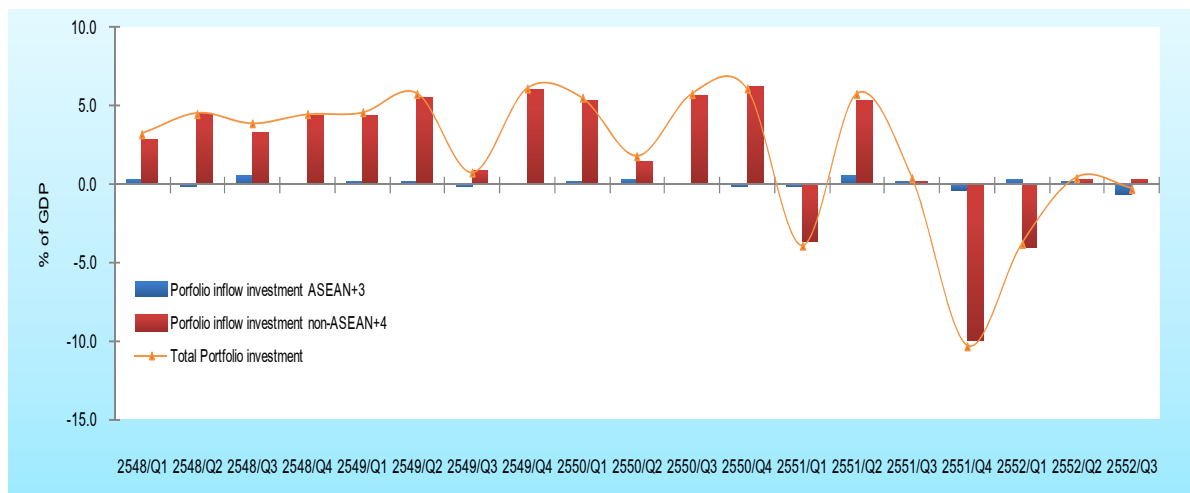
แผนภาพที่ 11 แสดงให้เห็นว่า การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในช่วงปี 2548-2552 ส่วนใหญ่เม็ดเงินลงทุนสุทธิจะเป็นการไหลเข้าสู่ประเทศญี่ปุ่น ยกเว้นในช่วงปี 2549 ที่มีเงินลงทุนโดยตรงสุทธิไหลออก ทั้งนี้ เนื่องมาจากว่าในปี 2549 มีการถอนการลงทุนจากบริษัทข้ามชาตินาขนาดใหญ่อย่าง บริษัท Vodafone และ บริษัท General Motors โดย Vodafone บริษัทข้ามชาติจากประเทศอังกฤษได้ขายกิจการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทั้งหมดให้แก่บริษัท SoftBank Corp. ขณะที่บริษัท General Motors ได้ขายหุ้นส่วนใหญ่ในบริษัท Suzuki Motor ออกไปเพื่อต้องการลดการผลิตในกลุ่มรถยนต์นั่งขนาดเล็ก จึงทำให้ในช่วงไตรมาส 2 ของปี 2549 มีการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศไหลออกถึงร้อยละ 1.4 ต่อ GDP แต่หลังจากนั้นในไตรมาส 3 เม็ดเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศก็ได้กลับเข้ามาสู่สถานะปกติ คือมีเม็ดเงินสุทธิไหลเข้าต่อเนื่องจนขึ้นไปทำระดับสูงสุดที่ร้อยละ 0.93 ต่อ GDP ในช่วงไตรมาสที่ 2 ของปี 2550

แผนภาพที่ 11 การลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศ (FDI Inflows)



ที่มา : CEIC

แผนภาพที่ 12 เงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Inflows)



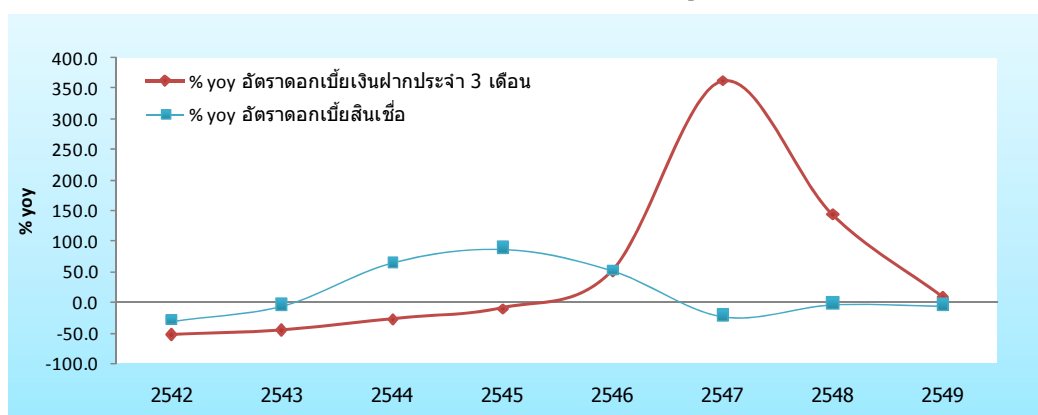
ที่มา : CEIC

ในส่วนของการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ (Portfolio Inflows) ซึ่งมีสัดส่วนต่อ GDP ที่สูงนั้น จากแผนภาพที่ 12 พบว่าในช่วงปี 2550 ก่อนเกิดวิกฤตการเงินมีเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศเฉลี่ยที่ร้อยละ 4.8 ต่อ GDP โดยเม็ดเงินลงทุนสุทธิส่วนใหญ่ไหลเข้ามาจาก กลุ่มสหภาพยุโรปที่ร้อยละ 85.2 จากทั้งหมด รองลงมาเป็นประเทศสหรัฐฯ ที่ร้อยละ 12.5 จากทั้งหมด ส่วนเม็ดเงินจากกลุ่มอาเซียน+3 ไหลเข้าอยู่ในสัดส่วนที่ต่ำเพียงร้อยละ 2.3 จากทั้งหมด แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ในญี่ปุ่นมีความเชื่อมโยงกับภาคการเงินในกลุ่มสหภาพยุโรปค่อนข้างมาก ซึ่งหากเกิดการเปลี่ยนแปลงเชิงลบขึ้นในกลุ่มสหภาพยุโรป ก็จะส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นทันที ดังเช่นเหตุการณ์วิกฤตการเงินในปี 2551 ปัญหาสินเชื่อด้อยคุณภาพที่ลุกลามเป็นวงกว้างถึงทวีปยุโรปในช่วงไตรมาสที่ 4 ของปีนั้น ทำให้เกิดการเทขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นอย่างหนัก ดัชนี Nikkei ปรับตัวลดลงกว่าร้อยละ 37 ในไตรมาสที่ 4 พร้อมกับการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนออกไปต่างประเทศโดยเฉพาะในไตรมาสนี้มีเม็ดเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศไหลออกสุทธิถึงร้อยละ 10.2 ต่อ GDP เมื่อวิเคราะห์ถึงแหล่งที่มาพบว่าเงินลงทุนที่ไหลออกในไตรมาสที่ 4 ปี 2551 และไตรมาสที่ 1 ปี 2552 ส่วนใหญ่มาจากกลุ่มสหภาพยุโรปที่มีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 45.9 จากทั้งหมด โดยส่วนใหญ่เป็นการถอนการลงทุนกลับสู่ประเทศฝรั่งเศสที่สูงถึงร้อยละ 49.9 จากทั้งหมด รองลงมาเป็นเม็ดเงินลงทุนที่ไหลกลับสู่ประเทศสหรัฐฯที่ร้อยละ 8.9 ขณะที่เม็ดเงินลงทุนจากกลุ่มอาเซียน+3 มีการไหลออกเพียงร้อยละ 0.7 เท่านั้น แสดงให้เห็นถึงความอ่อนไหวของการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศเมื่อเผชิญกับความเสี่ยงที่เกิดขึ้นได้เป็นอย่างดี

5.2.3 นโยบายการเงิน ตลาดการเงิน และเงินทุนเคลื่อนย้าย

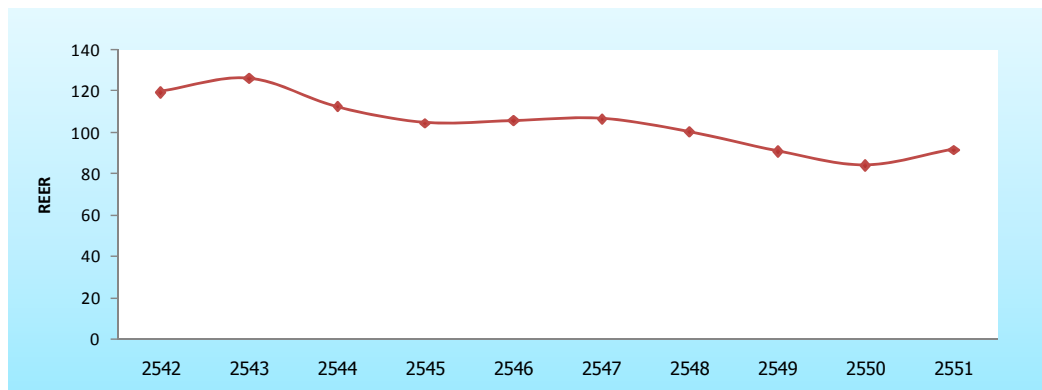
การดำเนินนโยบายทางการเงินแบบผ่อนคลายของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) ได้ส่งผลทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของญี่ปุ่นอยู่ในระดับต่ำมาโดยตลอด ซึ่งเมื่อเฉลี่ยในช่วง 5 ปีที่ดอกเบี้ยเงินฝากอยู่ในระดับต่ำที่สุดจะอยู่ที่เพียงร้อยละ 0.01 ต่อปีเท่านั้น ส่วนนี้เป็นสาเหตุหลักให้เกิดกระแส Yen Carry Trade ตามมา กล่าวคือประชาชนทั่วไปไม่พอใจในผลตอบแทนจากการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ในประเทศที่ได้ดอกเบี้ยต่ำ จึงได้มีการนำเงินของตนและเงินกู้จากธนาคารพาณิชย์ในประเทศไปลงทุนในสินทรัพย์ต่างประเทศที่ให้ผลตอบแทนมากกว่า เช่น ในตลาดพันธบัตร และตลาดหลักทรัพย์ในทวีปยุโรป เอเชีย ลาตินอเมริกา เป็นต้น ซึ่งส่วนหนึ่งนั้นมีการนำมาลงทุนในประเทศไทยด้วย พฤติกรรมนี้นำมาซึ่งความผันผวนของค่าเงินสกุลอื่นๆอย่างมาก ทำให้ค่าเงินในประเทศที่มีการไหลเข้าของ Yen Carry Trade มีการแข็งค่าขึ้นมาก ขณะที่ค่าเงินเยนกลับอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ ยังทำให้ประเทศที่ได้รับการลงทุนมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น หากมีการปรับฐานของ Yen Carry Trade ดังเช่น ในช่วงเดือน ก.ค. 2549 ที่ผ่านมา ธนาคารกลางของญี่ปุ่นได้ยุติการดำเนินนโยบายทางการเงินแบบผ่อนคลาย โดยปรับดอกเบี้ยนโยบายขึ้นจากร้อยละ 0.0 ต่อปี เป็นร้อยละ 0.25 ต่อปี (แผนภาพที่ 13) สร้างความแตกตื่นให้นักค้าเงิน Carry Trade เป็นอย่างมาก จึงมีการเทขายสินทรัพย์ที่ได้นำไปลงทุนในต่างประเทศกันอย่างหนัก ตลาดหลักทรัพย์ในหลายประเทศปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็ว พร้อมๆกับการแข็งค่าของเงินเยนที่พุ่งขึ้น ตามกระแสเงินทุนไหลเข้าเพื่อนำไปชำระคืนธนาคารพาณิชย์ที่ได้กู้มาก่อนหน้า ทั้งนี้พบว่าอัตราเงินฝากประจำของญี่ปุ่นได้เริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2549 ก่อนที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2550 ทำให้ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากแคบลงเรื่อยๆจากร้อยละ 1.7 ในปี 2548 มาอยู่ที่ร้อยละ 1.2 ในปี 2551

แผนภาพที่ 13 อัตราขยายตัวของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝาก (% y-o-y)



ที่มา : CEIC

แผนภาพที่ 14 ดัชนีดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER) ปีฐาน 2548



ที่มา : CEIC

แผนภาพที่ 14 แสดงดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (Real Effective Exchange Rate Index) ของประเทศญี่ปุ่น ซึ่งเป็นเครื่องบ่งชี้ถึงความสามารถในการแข่งขันทางการค้าระหว่างประเทศที่สำคัญ พบว่าในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง สะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการแข่งขันทางการค้าของญี่ปุ่นที่เพิ่มขึ้นมาก การส่งออกจึงมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 2543 ดัชนี REER อยู่ในระดับสูงสุดที่ร้อยละ 125.9 และได้ลดลงนับตั้งแต่ปี 2544 เป็นต้นมา จนลงมาถึงระดับต่ำสุดที่ร้อยละ 83.9 ในปี 2550 คิดเป็นการลดลงกว่าร้อยละ 33.4 หรือเฉลี่ยร้อยละ 4.8 ต่อปี อย่างไรก็ตาม ดัชนี REER ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้งในปี 2551 ตามการแข็งค่าขึ้นของเงินเยนเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐที่อ่อนค่าลงอย่างหนัก อันเป็นผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจในสหรัฐฯ จึงเป็นการลดความได้เปรียบทางการแข่งขันของญี่ปุ่นลงอีกครั้งเมื่อเทียบกับช่วงก่อนหน้า

5.3. ประเทศเกาหลีใต้

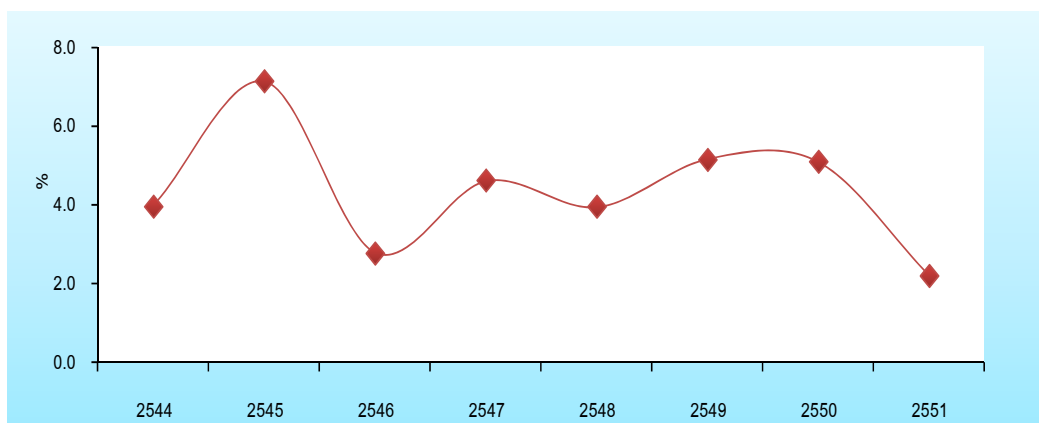
5.3.1 โครงสร้างเศรษฐกิจประเทศเกาหลีใต้

ภายหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจภายในภูมิภาคเอเชีย เศรษฐกิจเกาหลีใต้ได้รับผลกระทบเป็นอย่างมาก ทำให้อัตราการเจริญเติบโตซึ่งมีการขยายตัวจากร้อยละ 9 ต่อปี ในปี 2539 หดตัวลดลงเป็นร้อยละ 5.0 ต่อปี ในปี 2540 จากเหตุการณ์ดังกล่าว จึงทำให้เกาหลีใต้มีการปรับปรุงเปลี่ยนแปลงรูปแบบ โดยมีการเปิดเสรีทางด้านเศรษฐกิจทั้งด้านการค้า การลงทุน และการเงิน ซึ่งผลจากการเปิดเสรีส่งผลให้กลไกตลาดมีประสิทธิภาพเพิ่มมากขึ้น และส่งผลต่อเนื่องให้เกาหลีใต้เป็นประเทศแรกในภูมิภาคเอเชียที่ฟื้นตัวจากวิกฤตได้อย่างรวดเร็ว โดยใช้เวลาเพียง 2 ปี จากการที่รัฐบาลมีบทบาทเป็นเพียงผู้สนับสนุน ไม่ใช่ผู้ควบคุมเหมือนแต่ก่อน จะเห็นได้ว่ารัฐบาลมีการปรับบทบาทของตนตามสถานะเศรษฐกิจ ทั้งนี้ปัจจัยหลักที่เป็นส่วนสำคัญในการพัฒนาอุตสาหกรรมของเกาหลีใต้ คือการพัฒนาทรัพยากรมนุษย์ ในเรื่องการส่งเสริมการศึกษาของ

คนในสังคม ประกอบกับการที่อุตสาหกรรมของเกาหลีใต้เป็นอุตสาหกรรมที่ผลิตโดยเน้นการใช้เทคโนโลยีขั้นสูงและเน้นอุตสาหกรรมเพื่อการส่งออก ซึ่งสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้อย่างมหาศาล จึงทำให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างต่อเนื่อง ต่อมาเกาหลีใต้ได้เน้นการเปิดเสรีทางด้านเศรษฐกิจ เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันในเวทีโลกจนทำให้เกาหลีใต้สามารถก้าวเข้าเป็นสมาชิกของกลุ่มประเทศ OECD ได้

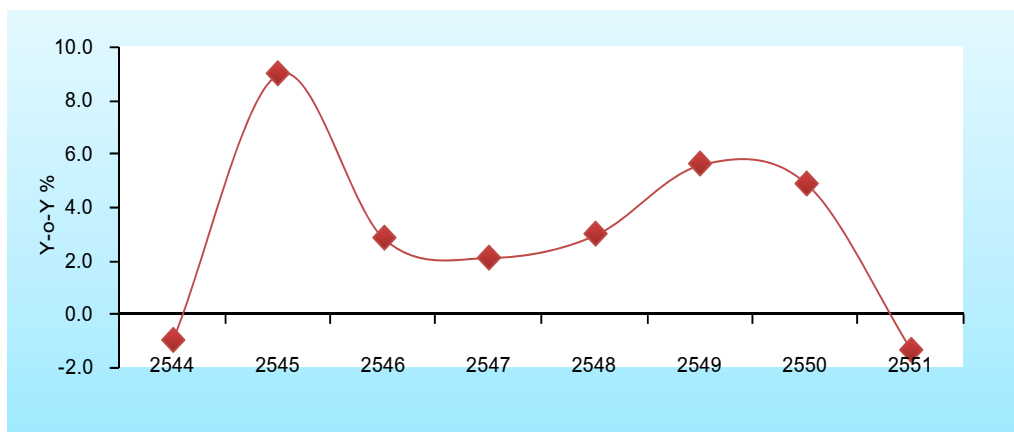
อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของเกาหลีใต้ในช่วงปี 2544-2551 อยู่ในระดับสูง จากแผนภาพที่ 15 อัตราการขยายตัวเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 4.0-5.0 ต่อปี โดยหลังจากผ่านพ้นวิกฤตทางเศรษฐกิจต้มยำกุ้งแล้ว ในปี 2541 เศรษฐกิจเกาหลีใต้ก็เริ่มฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว โดยขยายตัวสูงถึงร้อยละ 7.1 ต่อปี ในปี 2545 และขยายตัวอย่างต่อเนื่องที่เฉลี่ยประมาณร้อยละ 3.5-4.5 ต่อปี ตั้งแต่ปี 2546 เป็นต้นมา สำหรับในปี 2551 นั้น เศรษฐกิจของเกาหลีใต้ได้รับผลกระทบจากวิกฤตทางการเงินของสหรัฐฯ อย่างมาก ส่งผลให้อุปสงค์ในการนำเข้าสินค้าและบริการทั่วโลกลดลง และส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออกของเกาหลีใต้ให้ชะลอตัวลงมาก และส่งผลให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของเกาหลีใต้ปี 2551 ขยายตัวเพียงร้อยละ 2.2 ต่อปี ซึ่งต่ำกว่าระดับเฉลี่ยในช่วงก่อนหน้านี้ เมื่อพิจารณาการลงทุนภาคเอกชนของประเทศเกาหลีใต้ จากแผนภาพที่ 16 พบว่า การขยายตัวของการลงทุนปรับตัวไปพร้อมกันกับอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ โดยการลงทุนภาคเอกชนของเกาหลีใต้มีส่วนอยู่ที่ร้อยละ 23.0 ของ GDP สำหรับบทบาทของภาครัฐต่อเศรษฐกิจเกาหลีใต้นั้นมีไม่มากนัก โดยสัดส่วนการลงทุนภาครัฐมีส่วนที่ร้อยละ 4.4 ของ GDP อย่างไรก็ตาม วิกฤตการเงินโลกในช่วงปลายปี 2551 ส่งผลให้การลงทุนภาคเอกชนหดตัวลงอย่างมาก ส่งผลให้การขยายตัวทางเศรษฐกิจลดลงอย่างรุนแรง

แผนภาพที่ 15 อัตราการขยายตัวของ GDP (%Y-o-Y)



ที่มา : CEIC

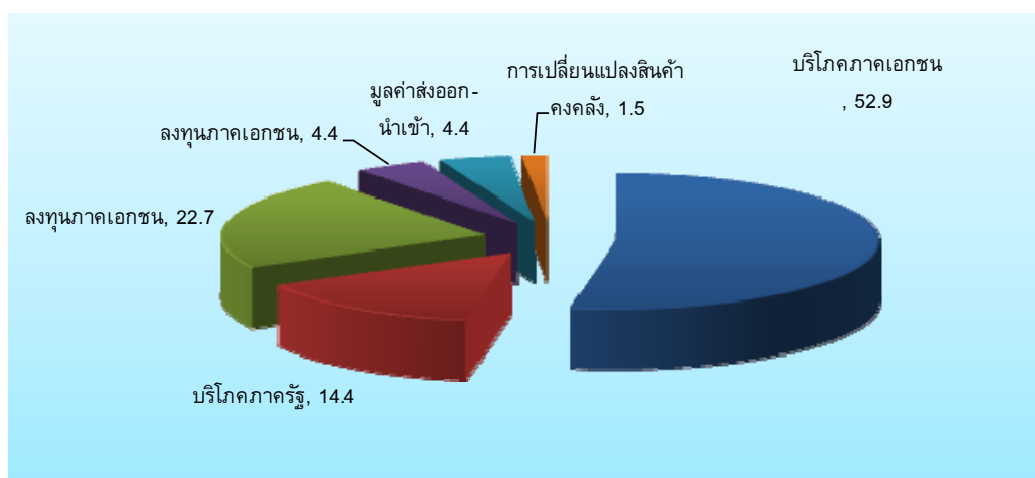
แผนภาพที่ 16 อัตราการขยายตัวการลงทุนภาคเอกชนของประเทศเกาหลีใต้



ที่มา: CEIC

หากพิจารณาโครงสร้างเศรษฐกิจเกาหลีใต้ทางด้านอุปสงค์ในปี 2551 จากแผนภาพที่ 17 พบว่า การบริโภคภาคเอกชนเป็นองค์ประกอบที่มีขนาดใหญ่ที่สุด โดยคิดเป็นสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 53.56 ของ GDP สะท้อนให้เห็นว่าเกาหลีใต้มีโครงสร้างทางเศรษฐกิจด้านอุปสงค์ที่พึ่งพาตลาดภายในประเทศเป็นสำคัญ

แผนภาพที่ 17 สัดส่วนขององค์ประกอบ GDP ด้านอุปสงค์ ในปี 2539 และ 2551



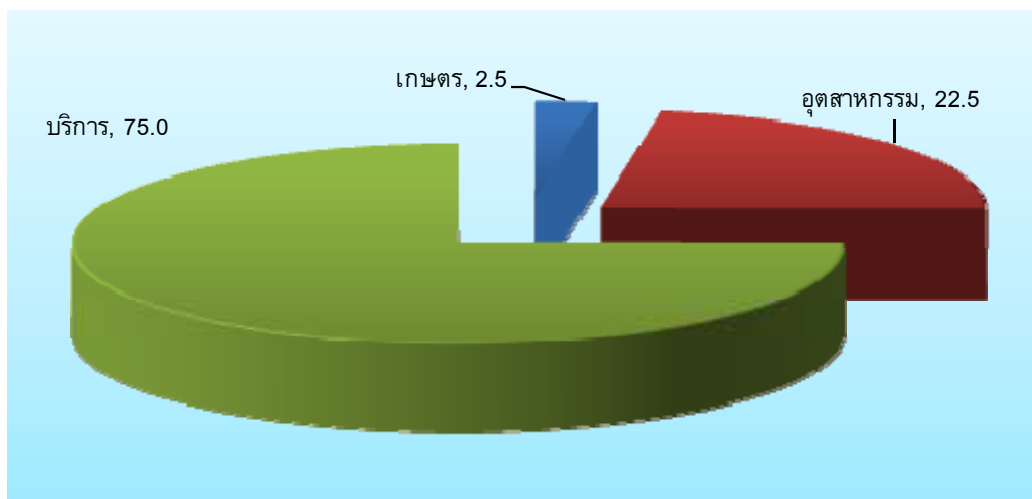
ที่มา: CEIC

อย่างไรก็ดี สัดส่วนของการค้าระหว่างประเทศต่อ GDP ของเกาหลีใต้มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา โดยสัดส่วนของการส่งออกสินค้าและบริการอยู่ที่ร้อยละ 46.1 ของ GDP และสัดส่วนการนำเข้าสินค้าและบริการมีสัดส่วนสูงในระดับใกล้เคียงกันที่ร้อยละ 41.7 ของ GDP บ่งชี้ถึงบทบาทของภาคการค้าระหว่างประเทศที่มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจเกาหลีใต้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนของเกาหลีใต้มีความสำคัญรองลงมาโดยมีสัดส่วนอยู่ที่ร้อยละ 23.0 ของ GDP

สำหรับบทบาทของภาครัฐต่อเศรษฐกิจเกาหลีใต้นั้นมีไม่มากนัก โดยสัดส่วนการบริโภคภาครัฐอยู่เพียงร้อยละ 14.6 ของ GDP และการลงทุนภาครัฐมีสัดส่วนที่ร้อยละ 4.4 ของ GDP

เมื่อพิจารณาโครงสร้างเศรษฐกิจด้านอุปทานของเกาหลีใต้โดยดูจากสัดส่วนของสาขาต่างๆ ต่อ GDP พบว่า โครงสร้างเศรษฐกิจเกาหลีใต้มีการกระจายตัวค่อนข้างดี โดยสัดส่วนของสาขานอกภาคเกษตรปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา โดยเฉพาะสาขาการผลิตอุตสาหกรรมซึ่งมีสัดส่วนใหญ่ที่สุดของ GDP ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากปี 2543 ที่อยู่ที่ร้อยละ 22.4 ของ GDP มาอยู่ที่ร้อยละ 26.1 ของ GDP ในปี 2551 ส่วนสาขาอื่นที่มีความสำคัญรองลงมา ได้แก่ สาขาค้าส่งค้าปลีก สาขาอสังหาริมทรัพย์ และสาขาตัวกลางทางการเงิน มีสัดส่วนที่ร้อยละ 9.4 6.8 และ 6.6 ของ GDP ตามลำดับ ดังรูป

แผนภาพที่ 18 สัดส่วนขององค์ประกอบ GDP ด้านอุปทาน ในปี 2551



ที่มา: CEIC

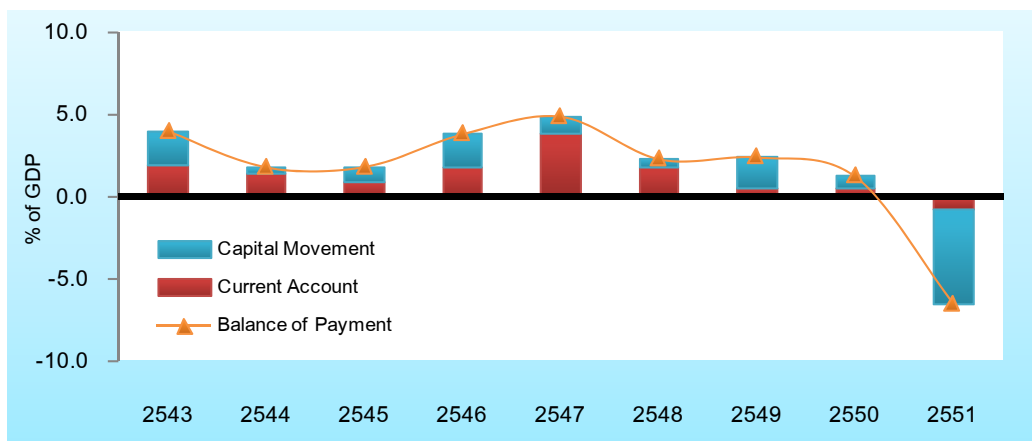
ขณะที่สัดส่วนของภาคเกษตรต่อ GDP ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา อยู่ในระดับต่ำและปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจากร้อยละ 3.6 ของ GDP ในปี 2543 มาอยู่ที่ร้อยละ 2.9 ของ GDP ในปี 2551 สะท้อนให้เห็นถึงบทบาทของภาคเกษตรกรรมที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง ขณะที่ภาคอุตสาหกรรมและภาคบริการมีบทบาทเพิ่มมากขึ้นในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา

5.3.2 ความเป็นมาของเงินทุนเคลื่อนย้ายในประเทศเกาหลีใต้

แผนภาพที่ 19 แสดงดุลการชำระเงิน (Balance of Payment) ของประเทศเกาหลีใต้ ในช่วงตั้งแต่ปี 2543 พบว่ามีการเกินดุลมาโดยตลอดจนกระทั่งปี 2550 เนื่องจากประเทศเกาหลีใต้มีการเกินดุลทั้งดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) และดุลบัญชีการเคลื่อนย้ายเงินทุน (Capital Movement) โดยเฉลี่ยแล้วในช่วง

ปี 2543-2550 คลบัญชีเดินสะพัดมีการเกินดุลที่ร้อยละ 1.6 ต่อ GDP อันเป็นผลมาจากการเกินดุลการค้า (Trade balance) ในจำนวนมาก แม้ว่าดุลบริการจะขาดดุลมาโดยตลอดก็ตาม เมื่อวิเคราะห์ดูจะพบว่าสัดส่วนคลบัญชีการชำระเงินต่อ GDP เริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2545 และขึ้นไปทำระดับสูงสุดในปี 2547 ที่ระดับร้อยละ 4.9 ของ GDP อย่างไรก็ตาม หลังจากปี 2547 สัดส่วนคลบัญชีการชำระเงินต่อ GDP ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง จนกระทั่งขาดดุลในปี 2551 อันเป็นผลมาจากปัญหาวิกฤตการเงินโลกที่ส่งผลกระทบทางลบต่อการส่งออกและการท่องเที่ยวของเกาหลีใต้ โดยในปี 2551 ดุลการค้าของเกาหลีใต้ลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 10 ปีที่ 6.0 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ขณะที่ดุลบริการขาดดุลสูงถึง 16.7 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ส่งผลให้ดุลการค้าและบริการขาดดุลที่ 10.7 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ลดลงมากเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้าที่เกินดุลถึง 8.4 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ทั้งนี้ สาเหตุที่ส่งผลให้ดุลการค้าและบริการของเกาหลีใต้ลดลงมากมาจากการส่งออกไปยังสหรัฐฯ จีน และญี่ปุ่น ซึ่งเป็นคู่ค้ารายใหญ่ของเกาหลีใต้ที่ลดลงมาก ซึ่งส่วนใหญ่เป็นสินค้าประเภทอิเล็กทรอนิกส์และยานยนต์

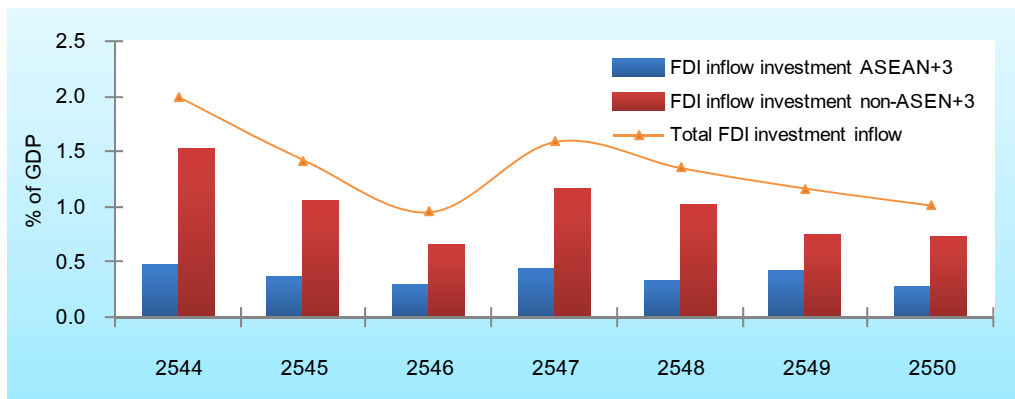
แผนภาพที่ 19 อัตราการขยายตัวการลงทุนภาคเอกชนของประเทศเกาหลีใต้



ที่มา : CEIC

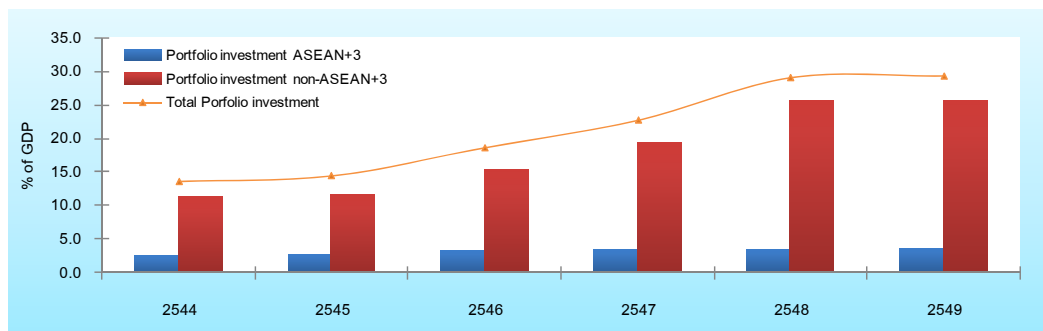
ขณะเดียวกันหากพิจารณาบัญชีเงินทุนและการเงิน (Capital and Financial Account Balance) พบว่าเป็นไปในทิศทางที่ใกล้เคียงกับดุลการค้า นั่นคือ มีการเกินดุลตั้งแต่ปี 2543 จนกระทั่งปี 2550 โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ ร้อยละ 1.2 ต่อ GDP ทั้งนี้ สาเหตุหลักของการเกินดุลมาจากการเกินดุลของคลบัญชีการเงิน ขณะที่คลบัญชีทุนขาดดุลแต่อยู่ในระดับที่ต่ำกว่า ซึ่งในส่วนของคลบัญชีการเงินพบว่า มีการเกินดุลหลักมาจากการลงทุนในหลักทรัพย์และพันธบัตรจากต่างประเทศส่วนใหญ่ ขณะที่การลงทุนโดยตรงในประเทศเกาหลีใต้มีการเกินดุลเช่นเดียวกัน โดยส่วนใหญ่เป็นการลงทุนโดยตรงที่มาจาก ประเทศญี่ปุ่น สหรัฐฯ และสหภาพยุโรป เป็นหลัก อย่างไรก็ตาม ในปี 2551 ทั้งบัญชีทุนและบัญชีการเงินของเกาหลีใต้เริ่มขาดดุลอันมีสาเหตุมาจากปัญหาวิกฤตการเงินโลก

แผนภาพที่ 20 การลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศ (FDI Inflows) ของประเทศเกาหลีใต้



ที่มา : CEIC

แผนภาพที่ 21 เงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Inflows)



ที่มา : CEIC

จากแผนภาพที่ 20 และ 21 การลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ (FDI Inflows) ของประเทศเกาหลีใต้มีสัดส่วนต่อ GDP ค่อนข้างน้อย เมื่อเทียบกับการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ (Portfolio Inflows) ที่มีสัดส่วนต่อ GDP มากกว่า โดยในช่วงปี 2543-2550 เฉลี่ยแล้วการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศมีสัดส่วนเพียงร้อยละ 1.53 ต่อ GDP สะท้อนให้เห็นว่าการเข้ามาลงทุนโดยตรงในประเทศเกาหลีใต้ค่อนข้างมีความจำกัด เนื่องจากต้นทุน ค่าแรง วัตถุดิบ ค่าขนส่งที่อยู่ในการผลิต ล้วนอยู่ในระดับที่สูงเมื่อเทียบกับในประเทศกำลังพัฒนา ทำให้ไม่มีความเหมาะสมที่ต่างประเทศจะมาลงทุนใหม่ ขณะที่การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Inflows) มีสัดส่วนต่อ GDP อยู่ที่เฉลี่ยร้อยละ 21.4 ในช่วงปี 2544-2549 เมื่อวิเคราะห์ถึงแหล่งที่มาของเม็ดเงินลงทุนพบว่าเงินลงทุนโดยตรง (FDI Inflows) ส่วนใหญ่มาจากกลุ่มประเทศในสหภาพยุโรป สหรัฐฯ และญี่ปุ่น คิดเป็นสัดส่วนในปี 2551 ที่ร้อยละ 30.4 22.3 และ 9.4 ต่อเงินลงทุนทั้งหมด ตามลำดับ นอกจากนี้พบว่ากลุ่มประเทศอาเซียน +3 ยังมีสัดส่วนลงทุนรวมที่ร้อยละ 27.7 จากทั้งหมด โดยมีเม็ดเงินลงทุนส่วนใหญ่มาจากประเทศญี่ปุ่น

หากพิจารณาการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในช่วงปี 2543-2548 จะพบว่าส่วนใหญ่เม็ดเงินลงทุนสุทธิจะเป็นการไหลเข้าเกาหลีใต้ เนื่องจากรัฐบาลเกาหลีใต้มีนโยบายเปิดประเทศและสนับสนุนการลงทุน

ทางตรงจากต่างประเทศตั้งแต่ปี 2541 ซึ่งเป็นช่วงหลังจากวิกฤตทางการเงินในเอเชียครั้งก่อน โดยเงินทุนทางตรงที่ไหลเข้าสู่เกาหลีใต้เฉลี่ยอยู่ที่ 1.1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยเมื่อพิจารณาลงไปในรายละเอียดแล้วพบว่า การลงทุนทางตรงจากต่างชาติของเกาหลีใต้ในระยะหลังมีการลงทุนในสาขาด้านการเงินและการประกันเพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก ขณะที่การลงทุนในสาขาอุตสาหกรรมการผลิตสามารถเติบโตได้ในระดับค่อนข้างคงที่ อย่างไรก็ตาม ในปี 2549-2550 การลงทุนทางตรงจากต่างประเทศสู่ประเทศเกาหลีใต้เริ่มลดลง อันเป็นผลวิกฤตเศรษฐกิจการเงินโลก สำหรับสัดส่วนการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศของเกาหลีใต้ในปี 2551 เมื่อแยกตามสาขาพบว่าสัดส่วนการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศในสาขาการผลิตอุตสาหกรรมอยู่ที่ร้อยละ 25.6 ของการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศรวม และสัดส่วนการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศในสาขาการบริการอยู่ที่ร้อยละ 71.9 ของการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศรวม

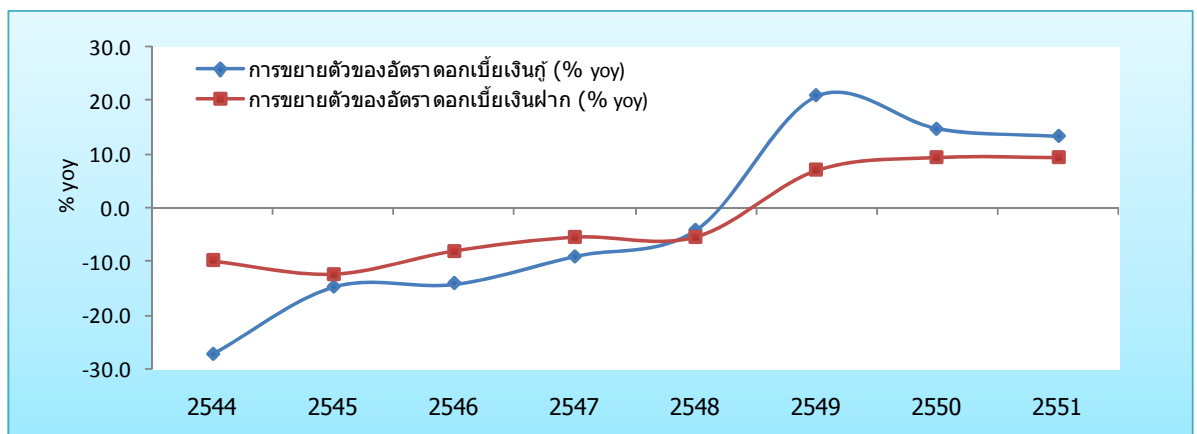
ในส่วนของการลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Inflows) ซึ่งมีสัดส่วนต่อ GDP ที่สูงนั้นพบว่า ภายหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจการเงินในเอเชียเมื่อปี 2541 รัฐบาลเกาหลีใต้ส่งเสริมให้ภาคธุรกิจกระจายการระดมทุนออกจากการระดมทุนแบบเดิมที่ระดมทุนผ่านธนาคารพาณิชย์มาเป็นการระดมทุนผ่านตลาดทุนมากขึ้น ซึ่งเป็นการเปิดโอกาสให้ชาวต่างชาติสามารถลงทุนในตลาดทุนได้มากขึ้น เมื่อพิจารณาแนวโน้มการลงทุนในหลักทรัพย์ พบว่าเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยมูลค่าการลงทุนเพิ่มขึ้นจาก 7.7 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐหรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 13.7 ของ GDP ในปี 2544 มาจนแตะระดับ 2.8 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐหรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 29.4 ของ GDP ในปี 2549 สะท้อนให้เห็นว่าเงินลงทุนจากต่างประเทศมีบทบาทในการเป็นแหล่งเงินทุนสำคัญของการลงทุนในเกาหลีใต้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม การลงทุนในตราสารทางการเงินหรือเงินลงทุนมีแนวโน้มขยายตัวชะลอลงค่อนข้างมากในปี 2549

ทั้งนี้ การลงทุนในตราสารทางการเงินหรือเงินลงทุนส่วนใหญ่เป็นการลงทุนในธุรกิจที่เป็นเครือบริษัทขนาดใหญ่ โดยเฉพาะบริษัทที่อยู่ในกลุ่มแช่โบล(CHAEVOL) เช่น เครือบริษัทซัมซุง สุนได และแอลจี เป็นต้น เนื่องจากบริษัทดังกล่าวค่อนข้างมีความมั่นคง เมื่อพิจารณาแหล่งที่มาของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศในช่วงปี 2544-2549 พบว่า ส่วนใหญ่มาจากสหรัฐฯ ร้อยละ 44.7 ของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศรวม มาจากฮ่องกงร้อยละ 6.6 ของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศรวม และมาจากสิงคโปร์ร้อยละ 4.4 ของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศรวม และเมื่อพิจารณาเม็ดเงินลงทุนจากกลุ่มอาเซียน+3 พบว่าไหลเข้าสู่เกาหลีใต้ร้อยละ 15.8 ซึ่งถือเป็นสัดส่วนที่ต่ำเมื่อเทียบกับการไหลเข้าของเม็ดเงินจากสหรัฐฯ แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ในเกาหลีใต้มีความเชื่อมโยงกับภาคการเงินของสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก ซึ่งหากเกิดเปลี่ยนแปลงในเชิงลบขึ้นในสหรัฐฯ ก็จะส่งผลกระทบโดยตรงต่อตลาดหลักทรัพย์ของเกาหลีใต้ทันที

5.3.3 นโยบายการเงิน ตลาดการเงิน และเงินทุนเคลื่อนย้าย

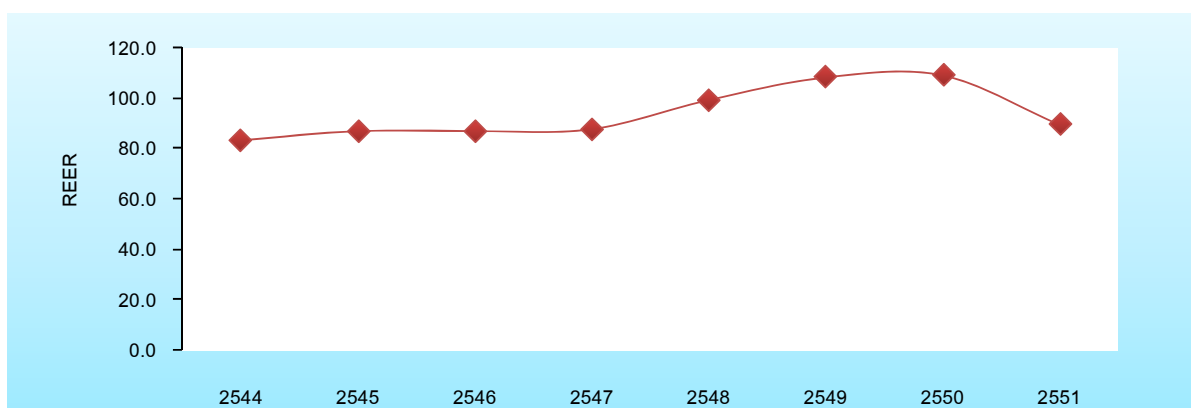
หลังจากเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี 2540 รัฐบาลเกาหลีใต้ได้จัดทำนโยบายเปิดเสรี และได้สร้างบรรยากาศการลงทุน ซึ่งเป็นการสร้างโอกาสให้เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ที่เข้ามาในประเทศ เกาหลีใต้ เพื่อเป้าหมายในการเปลี่ยนแปลงสภาพทางเศรษฐกิจของประเทศเกาหลีใต้ให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ซึ่งจะเป็นการเพิ่มศักยภาพการเติบโตของประเทศเกาหลีใต้ ต่อมาในช่วงปี 2542 และปี 2543 เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ได้ลดจำนวนลงเพราะภาวะชะงักงันของเศรษฐกิจโลก และในปี 2544 เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ได้หยุดการไหลเข้าเกาหลีใต้ เนื่องจากนักลงทุนได้เปลี่ยนแปลงทิศทางการลงทุน ไปยังประเทศจีนมากขึ้น

แผนภาพที่ 22 อัตราขยายตัวของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝาก (% y-o-y)



ที่มา CEIC

แผนภาพที่ 23 ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER) ปีฐาน 2548



ที่มา CEIC

ภายหลังจากวิกฤตการณ์การเงินในช่วงปี 2540-2541 ธนาคารกลางของเกาหลีใต้ดำเนินนโยบายกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อในปี 2550-2552 อยู่ที่ร้อยละ 2.5-3.5 ต่อปี และธนาคารกลางเกาหลีใต้ได้ประกาศเพิ่ม

เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อระยะปานกลางประจำปี 2553-2555 ให้ยึดหยุ่นมากขึ้นที่ร้อยละ 2-4 ต่อปี เนื่องจากสถานการณ์ทางเศรษฐกิจในอนาคตยังไม่แน่นอน ซึ่งการขยายเป้าหมายเงินเฟ้อดังกล่าวจะทำให้ธนาคารกลางมีช่องทางการใช้นโยบายการเงินที่ยืดหยุ่นมากขึ้น และมีความเป็นไปได้ที่ธนาคารกลางอาจขึ้นดอกเบี้ยในช่วงครึ่งแรกของปี 2553 หลังจากที่ได้ตรึงอัตราดอกเบี้ยไว้ในระดับต่ำเป็นประวัติการณ์ที่ร้อยละ 2 ต่อปี เมื่อเดือน พ.ย. 2552 หลังจากที่ได้มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงทั้งสิ้นร้อยละ 3.25 ในช่วงเดือน ต.ค. 2551 ถึงเดือน ก.พ. 2552 (จากแผนภาพที่ 23) แม้ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำของเกาหลีใต้จะเริ่มบรรเทาลง แต่การฟื้นตัวคาดว่าจะเป็นอย่างช้า และธนาคารกลางเกาหลีใต้อาจจะต้องเริ่มคุมเข้มนโยบายการเงินในปัจจุบันมากขึ้นเพื่อป้องกันไม่ให้อัตราเงินเฟ้อขึ้นสูงเกินไปเมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัว รวมทั้งต้องพิจารณามาตรการควบคุมสภาพคล่อง เช่น การระงับการซื้อตราสารหนี้ของธนาคาร และการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเมื่ออุปสงค์เพิ่มขึ้นตามภาวะเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวในการสร้างเสถียรภาพแก่ตลาดการเงิน ซึ่งรวมถึงมาตรการเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการนำสภาพคล่องที่ได้รับการอัดฉีดจากรัฐบาลไปใช้เก็งกำไรในภาคอสังหาริมทรัพย์ จากการที่ค่าใช้จ่ายในการกู้ยืมเงินที่ลดต่ำลง และการยกเว้นภาษีการทำธุรกรรมอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งอาจเป็นต้นเหตุทำให้เกิดการเก็งกำไรที่อยู่อาศัยในอนาคต ในขณะที่ ค่าเงินวอนที่แท้จริง แสดงจากแผนภาพที่ 23 แข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2547 สอดคล้องกับการไหลเข้าของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment inflow)

กระบวนการปฏิรูปทางการเงินมุ่งเน้นไปที่โครงสร้างเบื้องต้นของธนาคาร เนื่องจากวิกฤตทางการเงินของเอเชีย เกิดจากการธนาคารที่ด้อยพัฒนา โดยจำนวนธนาคารพาณิชย์ (Commercial bank) ของเกาหลีใต้ลดลงจาก 33 แห่งในปลายปี 2541 เหลือ 19 แห่งในปลายปี 2546 และธนาคารพาณิชย์เอกชน (Merchant bank) ลดจำนวนลงจาก 30 แห่ง เหลือ 2 แห่ง ในช่วงเวลาเดียวกันการจัดการของธนาคารที่ต้องเน้นความสำคัญมากขึ้นคือในเรื่องความสามารถในการทำกำไร และการจัดการความเสี่ยง เพื่อลดความเสี่ยงที่ไม่คาดคิด โดยกลยุทธ์การจัดการใหม่ของเกาหลีใต้จะช่วยให้อัตราส่วนทางการเงินดีขึ้น โดยใช้อัตราส่วน ROA , ROE , BIS และ NPL ในการวัดระดับธนาคารต่างชาติที่ได้รับอนุญาตให้เปิดสาขาย่อยในเกาหลีใต้ ซึ่งต้องได้รับความยินยอมจาก Financial Supervisory Commission (FSC) โดยจะมีธนาคารสาขาย่อยจากต่างชาติ 39 แห่งที่ดำเนินการในเกาหลีใต้จากสาขาย่อยทั้งหมด 65 แห่ง ขณะที่ภาคธนาคารแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการทำกำไรได้ดีขึ้น แต่ภาคการเงินกลับมีกำไรลดลงและเกิดหนี้สิน โดยอุตสาหกรรมเครดิตการ์ดมีหนี้สูงถึง 10,474 พันล้านวอน (\$8.7 พันล้าน) ภาครัฐจำเป็นต้องวางแผนในการแนะแนวทาง เพื่อป้องกันการเกิดสัดส่วนการค้างชำระหนี้ของบริษัทเครดิตการ์ด ทั้งนี้ เพื่อให้เกิดความมั่นคงทางการเงินที่มากขึ้น

จากการปฏิรูปภาคการเงิน รัฐบาลเกาหลีใต้ก็ได้ปรับปรุงโครงสร้างภาคบริษัทควบคู่กันไปด้วยวัตถุประสงค์หนึ่งก็เพื่อปกป้องสถาบันการเงินจากการสะสมของสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน การล้มละลายเป็นการเปลี่ยนแปลงระยะเวลาในการชำระหนี้สิน และการกู้คืนชื่อเสียงสำหรับบริษัทที่ประสบปัญหา ใน

ขณะเดียวกันบริษัทการจัดการสินทรัพย์ของเกาหลีใต้ (KAMCO) ได้มีบทบาทสำคัญในการทำให้การชำระหนี้สินง่ายขึ้น และภาครัฐมีการจัดตั้งระบบการปรับปรุงโครงสร้างอย่างรุดหน้า โดยประกาศใช้การสนับสนุนการปรับปรุงโครงสร้างบริษัทในปี 2544 ภายใต้ระบบดังกล่าวเจ้าหนี้ผู้ให้เครดิตด้านการเงินต้องเผชิญกับความเสี่ยงจากบริษัทผู้เป็นลูกหนี้จากนโยบายการค้ำการปฏิรูปบริษัทจะมุ่งเน้นไปที่การโปรงใสของการจัดการบริษัท และความสัมพันธ์ภายในกลุ่มและความมั่นคงของผู้ถือหุ้นสำหรับความรับผิดชอบในการจัดการและการควบคุม

5.4. ประเทศสิงคโปร์

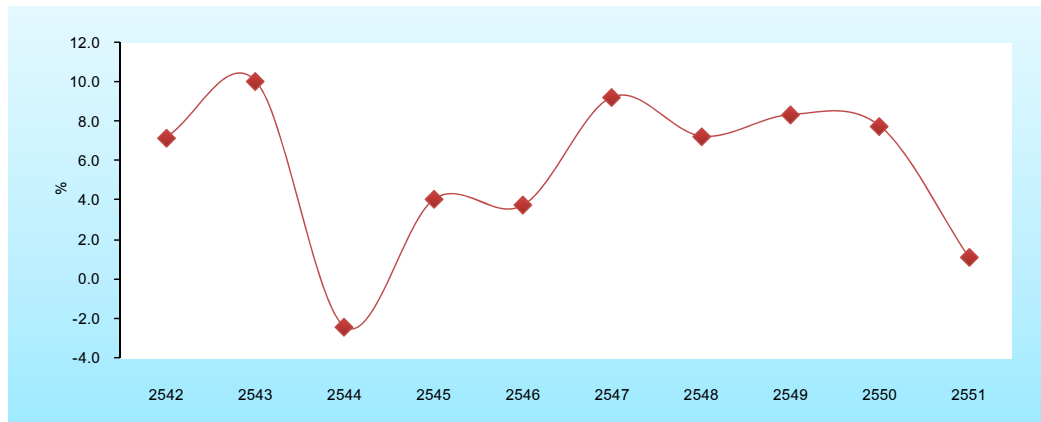
5.4.1 โครงสร้างเศรษฐกิจประเทศสิงคโปร์

ตลอดระยะเวลา 3 ทศวรรษที่ผ่านมา (หรือระหว่างปี 2513-2548) เศรษฐกิจสิงคโปร์ได้มีการเติบโตเฉลี่ยร้อยละ 7.6 ต่อปี ซึ่งถือว่าเป็นหนึ่งในประเทศที่มีอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่สูงที่สุดในโลก อย่างไรก็ตาม ในช่วงดังกล่าว เศรษฐกิจสิงคโปร์ได้เผชิญกับช่วงเศรษฐกิจเฟื่องฟู ในขณะเดียวกันก็เผชิญกับเศรษฐกิจถดถอย (Boom and Bust) อยู่หลายครั้ง ไม่ว่าจะเป็นภาวะถดถอยในอุตสาหกรรมสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ในช่วงระหว่างปี 2539-2540 วิกฤตเศรษฐกิจเอเชียในช่วงระหว่างปี 2540-2541 และวิกฤตฟองสบู่ในตลาดเทคโนโลยีสารสนเทศในปี 2544 ซึ่งการที่วิกฤตเศรษฐกิจดังกล่าวได้เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ประกอบกับความต้องการโลกที่ลดลงอย่างรุนแรงจากการเกิดขึ้นพร้อมๆ กันของปัจจัยเชิงลบต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นเหตุการณ์ 11 ก.ย. 44 โรคระบาดไข้หวัดนก โรคทางเดินหายใจเฉียบพลันรุนแรง (SARS) และวิกฤตราคาน้ำมัน ส่งผลให้การเจริญเติบโตของเศรษฐกิจสิงคโปร์ในช่วงเวลาดังกล่าวมีความผันผวนอย่างมาก จากแผนภาพที่ 23 เศรษฐกิจสิงคโปร์ ในปี 2544 หดตัวถึงร้อยละ 2.4 ซึ่งเป็นอัตราการลดลงที่สูงที่สุดในรอบ 30 ปี การผันผวนของเศรษฐกิจสิงคโปร์นั้นส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากโครงสร้างทางเศรษฐกิจที่เน้นการส่งออกเป็นหลัก ซึ่งส่งผลให้เศรษฐกิจมีความอ่อนแอต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันจากภายนอก (External Shocks) ในระดับที่สูง

หากพิจารณาจากภาคการผลิตจะพบว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสิงคโปร์ช่วงหลังวิกฤตระหว่างปี 2547-2550 นั้นส่วนใหญ่มาจากการขยายตัวอย่างต่อเนื่องของภาคอุตสาหกรรมการผลิต ซึ่งมีสัดส่วนร้อยละประมาณ 30 ของ GDP ที่ขยายตัวเฉลี่ยร้อยละ 9.0 ต่อปี และโดยเฉพาะภาคบริการ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนร้อยละประมาณ 70 ของ GDP ขยายตัวเฉลี่ยร้อยละ 7.8 ต่อปี ในส่วนของภาคบริการนั้น การค้าปลีกค้าส่ง ซึ่งมีสัดส่วนใหญ่สุดในภาคบริการที่ประมาณร้อยละ 13.6 ในช่วงก่อนวิกฤต ได้ขยายตัวอย่างต่อเนื่องเฉลี่ยร้อยละ 11.0 ต่อปี ส่งผลให้สัดส่วนของภาคดังกล่าวต่อภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ระดับร้อยละประมาณ

16.4 ณ สิ้นปี 50 ในขณะที่ภาคอื่นๆ ไม่ว่าจะเป็น การให้บริการทางการเงิน และการขนส่ง ต่างมีส่วนต่อ GDP ที่ค่อนข้างคงที่

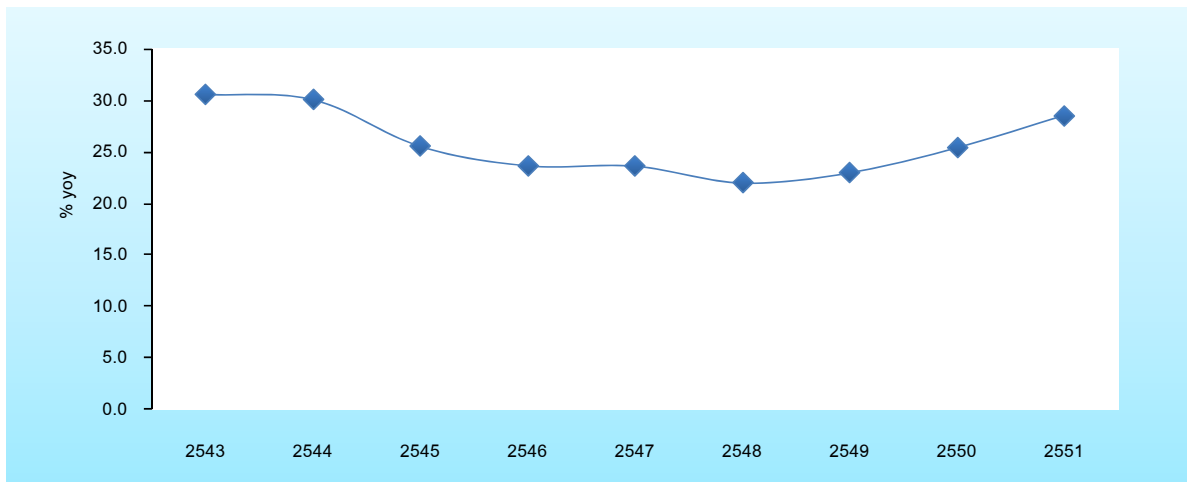
แผนภาพที่ 23 อัตราการขยายตัว GDP ของประเทศสิงคโปร์



ที่มา : CEIC

โครงสร้างทางเศรษฐกิจของประเทศสิงคโปร์เป็นโครงสร้างเศรษฐกิจเล็กแบบเปิด (Small-open Economy) ซึ่งมีระดับการเปิดประเทศ (Openness) ณ สิ้นปี 2550 อยู่ที่ประมาณ 4.0 เท่าของ GDP ทั้งนี้หากแยกเป็นส่วนประกอบต่าง ๆ ภาคการส่งออกจะคิดเป็นร้อยละ 178.0 ต่อ GDP และภาคการนำเข้าจะคิดเป็นร้อยละ 225.5 ต่อ GDP ซึ่งช่วงก่อนวิกฤตนั้น ระดับการเปิดประเทศอยู่ที่ประมาณ 4.4 เท่าของ GDP ตัวเลขดังกล่าวเป็นการสะท้อนถึงการลดระดับการพึ่งพาภาคการค้าระหว่างประเทศของสิงคโปร์ ในส่วนของภาคการลงทุนรวมนั้น ได้ปรับตัวลดลงจากระดับร้อยละ 36.0 ของ GDP ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ มาอยู่ที่ระดับประมาณร้อยละ 26.0 ของ GDP อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาจากอัตราการเจริญเติบโตของภาคการลงทุนรวมจากแผนภาพที่ 24 จะพบว่าการขยายตัวอย่างต่อเนื่องในช่วงผ่านมา ซึ่งสอดคล้องกับการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องของเงินทุนไหลเข้าของการลงทุนโดยตรงจากต่างชาติ (Capital Inflow of FDI) ในส่วนของสัดส่วนภาคบริการเอกชนต่อ GDP นั้นอยู่ในระดับคงที่ที่ประมาณ 49.0 (ช่วงระหว่างปี 2540-2550)

แผนภาพที่ 24 อัตราการขยายตัวการลงทุนภาคเอกชน

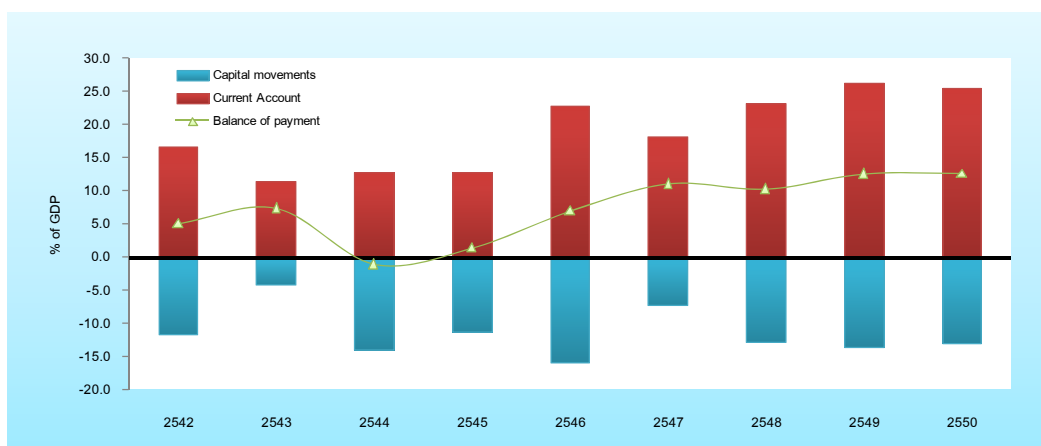


ที่มา : CEIC

5.4.2 ความเป็นมาของเงินทุนเคลื่อนย้ายในประเทศสิงคโปร์

การที่ประเทศสิงคโปร์มีระดับการเปิดประเทศที่สูง (High Degree of Openness) จากการค้าและเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ส่งผลให้เศรษฐกิจสิงคโปร์มีความเปราะบางสูงต่อการเปลี่ยนแปลงภายนอก (External Shocks) อย่างไรก็ตาม การกระทำความดังกล่าวก็เป็นการทำให้ ดุลบัญชีการชำระเงิน (Balance of Payment) เมื่อเทียบกับ GDP (ยกเว้นในปี 2544) ยังคงเกินดุลอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ปี 2533 (แผนภาพที่ 25) อย่างไรก็ตามการที่บัญชีเงินทุน (Financial Account) ปรับตัวเป็นลบอย่างต่อเนื่อง เป็นการสะท้อนถึงการที่มีเงินทุนไหลออกเพื่อลงทุนในสินทรัพย์ต่างประเทศจากทั้งรัฐบาลและเอกชน ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการที่ประเทศสิงคโปร์มีสัดส่วนการออมต่อการลงทุนที่อยู่ในระดับที่สูง

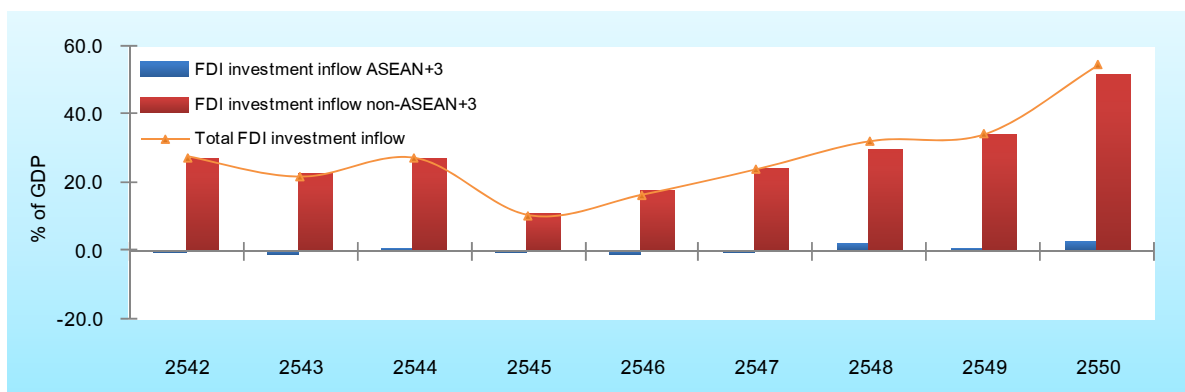
แผนภาพที่ 25 ดุลบัญชีเงินสะพัดต่อ GDP



ที่มา : CEIC

หลังจากได้มีการยกเลิกกฎข้อบังคับเกี่ยวกับเงินทุนเคลื่อนย้ายและอัตราแลกเปลี่ยนในปี 2521 นั้น ส่งผลให้มีการไหลเข้าของเงินทุนเป็นจำนวนมากอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เพื่อการวิเคราะห์ จึงได้มีการจำแนกการไหลเข้าของเงินทุนออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ เงินทุนไหลเข้าของการลงทุนโดยตรงจากต่างชาติ (Capital Inflow of FDI) และจากการลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment) จากแผนภาพที่ 26 การไหลเข้าของการลงทุนโดยตรงจากต่างชาติมีแนวโน้มที่จะปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ประมาณปี 2537 เป็นต้นมา แนวโน้มขาขึ้นดังกล่าวเป็นการสะท้อนถึงนโยบายของทางรัฐบาลสิงคโปร์ในการพัฒนาประเทศโดยใช้การลงทุนโดยตรงจากต่างชาติเป็นหนึ่งในเครื่องมือในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ ทั้งนี้หากพิจารณาจากโครงสร้างของการลงทุนโดยตรงจากต่างชาติจะพบว่าส่วนใหญ่มาจากประเทศที่ไม่ได้อยู่ในอาเซียน+3 ไม่ว่าจะเป็นจากสหรัฐฯ และสหราชอาณาจักร รวมถึงประเทศในอเมริกากลางและใต้ ในขณะที่การลงทุนจากประเทศในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 นั้นส่วนใหญ่มาจากการลงทุนจากญี่ปุ่นเป็นหลัก ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนเฉลี่ยประมาณร้อยละ 10.0 ของการลงทุนโดยตรงรวมของประเทศในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (ระหว่างปี 2542-2550) หรือประมาณร้อยละ 8.0 ของการลงทุนโดยตรงทั้งหมด อย่างไรก็ตาม สำคัญของการลงทุนโดยตรงจากประเทศในภูมิภาคอาเซียน+3 ในประเทศสิงคโปร์เริ่มมีความสำคัญเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ สะท้อนได้จากตัวเลขเฉลี่ยของสัดส่วนการลงทุนโดยตรงจากภูมิภาคดังกล่าวต่อ GDP ในช่วงระหว่างปี 2547-2550 อยู่ที่ระดับร้อยละ 35 ซึ่งอยู่ในระดับที่สูงกว่าช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย

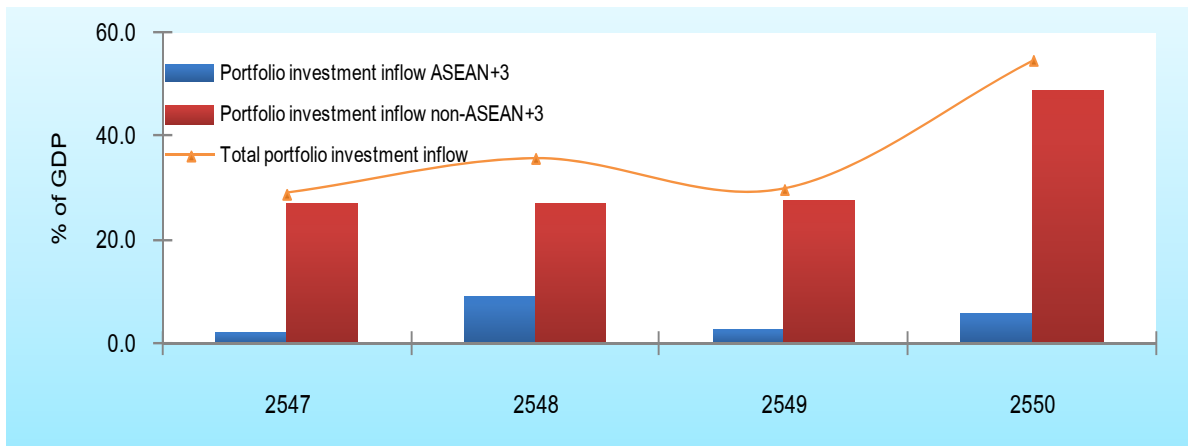
แผนภาพที่ 26 การลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศ (FDI Inflows)



ที่มา : CEIC

หลังจากวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย แผนภาพที่ 27 แสดงการลงทุนในตลาดทุนจากต่างชาติโดยทั่วไปที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ปี 2546 ซึ่งเป็นการสะท้อนถึงความเชื่อมั่นที่กลับมาของนักลงทุนต่อตลาดทุนสิงคโปร์ ทั้งนี้การลงทุนส่วนใหญ่มาจากประเทศที่ไม่ได้อยู่ในอาเซียน+3 และญี่ปุ่น ทั้งนี้การลงทุนในตลาดทุนจากประเทศที่ไม่ได้อยู่ในอาเซียนได้มีการขยายตัวอย่างต่อเนื่องในช่วงประมาณ 6-7 ปีที่ผ่านมา ซึ่งส่วนทางกับการลงทุนจากประเทศในภูมิภาคอาเซียน+3 ซึ่งมีการขยายตัวในอัตราที่ลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วงเวลาดังกล่าว

แผนภาพที่ 27 เงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Inflows)

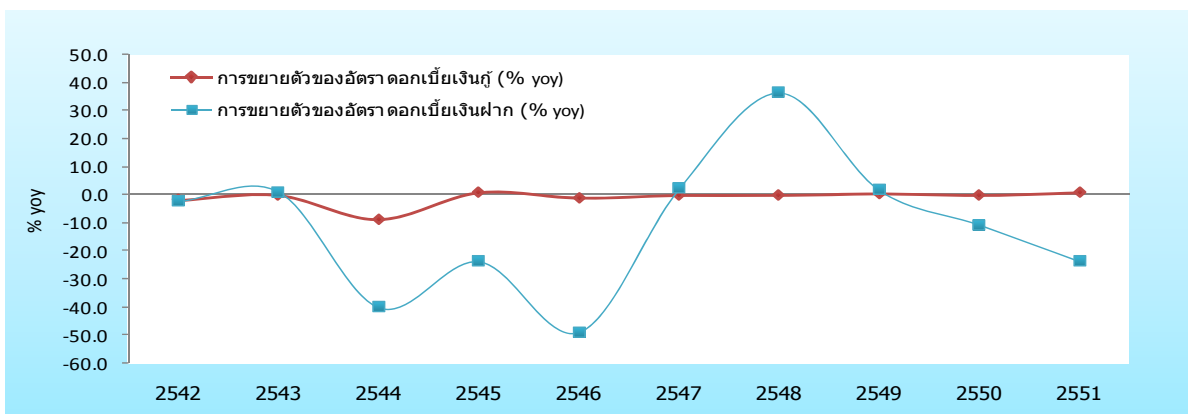


ที่มา : CEIC

นับตั้งแต่หลังช่วงวิกฤตเศรษฐกิจเอเชียที่ผ่านมา พบเงินทุนเคลื่อนย้ายมีการไหลเข้ามามากที่สุดในช่วงระหว่างปี 2547-2550 โดยในช่วงดังกล่าวเป็นช่วงที่เศรษฐกิจสิงคโปร์ขยายตัวในระดับสูงอย่างต่อเนื่องเฉลี่ยที่ร้อยละ 8.2 ต่อปี ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการที่ภาคการค้าระหว่างประเทศ (External Trade) ได้มีการขยายตัวอยู่ในระดับที่สูงอย่างต่อเนื่องด้วยเช่นกัน

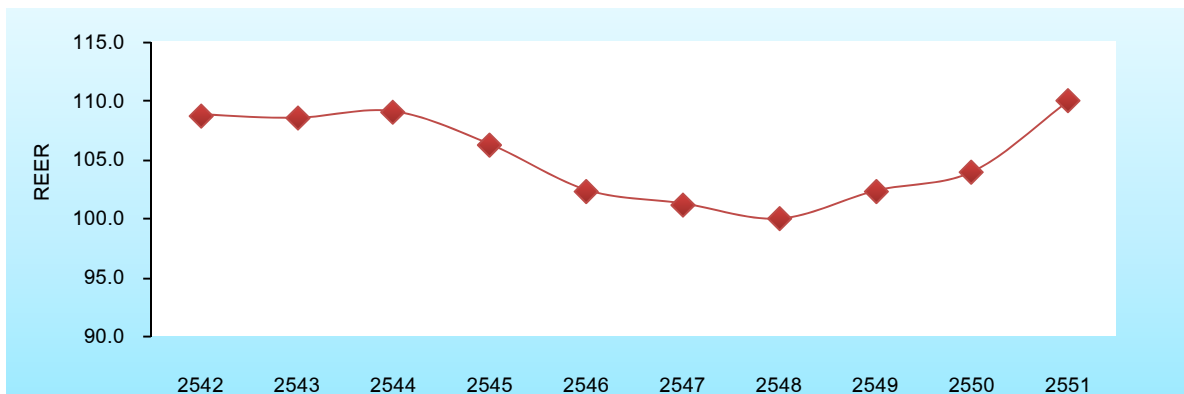
5.4.3 นโยบายการเงิน ตลาดการเงิน และเงินทุนเคลื่อนย้าย

แผนภาพที่ 28 อัตราขยายตัวของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝาก (% y-o-y)



ที่มา CEIC

แผนภาพที่ 29 ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER) ปีฐาน 2548



ที่มา CEIC

ในช่วงระหว่างปี 2547-2550 เป็นช่วงที่เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลเข้าสู่ประเทศสิงคโปร์มากที่สุดนั้น พบว่านอกจากเป็นผลจากการเจริญเติบโตในระดับที่สูงอย่างต่อเนื่องของเศรษฐกิจแล้วนั้น การดำเนินนโยบายของทางรัฐบาลสิงคโปร์ในการพัฒนาประเทศ ผ่านการลงทุนโดยตรงจากต่างชาติ (FDI) เมื่อกว่า 40 ปีที่ผ่านมา ซึ่งส่งผลให้มีการยกเลิกและผ่อนปรนกฎข้อบังคับเกี่ยวกับการเป็นเจ้าของต่างชาติในภาคเศรษฐกิจจริงและตลาดเงินตลาดทุนในช่วงระหว่างปี 2542-2545 อย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้การกระทำดังกล่าวมีส่วนช่วยสนับสนุนการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายในช่วงดังกล่าวด้วยเช่นกัน โดยหากพิจารณาในรายละเอียด จะพบว่าสิ่งที่ทางการสิงคโปร์ได้มีการยกเลิกข้อจำกัดการเป็นเจ้าของกิจการในภาคการเงินที่ร้อยละ 40 ของจำนวนการถือครองกิจการทั้งหมดในปี 2542 และการถอนกฎข้อจำกัดในการถือครองหุ้นที่ร้อยละ 70 และข้อจำกัดทั้งหมดในภาคการสื่อสารในปี 2545 นั้น เป็นการสร้างบรรยากาศการลงทุนที่ดี ซึ่งล้วนแล้วแต่เป็นการชักจูงให้เงินทุนไหลเข้าสู่ประเทศสิงคโปร์ในช่วงดังกล่าวเป็นจำนวนมาก

5.5. ประเทศมาเลเซีย

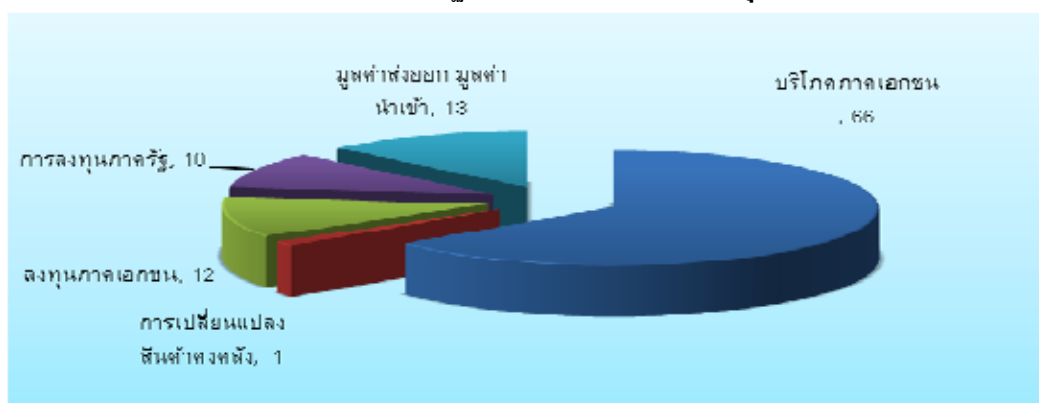
5.5.1 โครงสร้างเศรษฐกิจประเทศมาเลเซีย

เศรษฐกิจมาเลเซียมีการเปลี่ยนแปลงไปตามกระแสเศรษฐกิจโลก กล่าวคือ มีนโยบายสนับสนุนการค้าเสรี ปรับโครงสร้างภาษี เอกชนร่วมลงทุนและเป็นเจ้าของกิจการต่างๆ และเป็นหนึ่งในประเทศเศรษฐกิจหลักที่สะท้อนภาพความเจริญเติบโตของเศรษฐกิจในภูมิภาคอาเซียน โดยในปี 2549 รัฐบาลมาเลเซียประกาศใช้แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 9 (2549-2553) ซึ่งกำหนดให้มีวิสัยทัศน์แห่งชาติ (National Vision Policy: NVP) หรือ Vision 2020 หรือเป้าหมายให้เป็น “ประเทศที่มีความยืดหยุ่น คงทนและมีความสามารถในการแข่งขัน” โดยมีหลักการสำคัญได้แก่ (1) มุ่งเน้นการขยายตัวทางเศรษฐกิจ

พร้อมกับการกระจายรายได้และโอกาสอย่างเท่าเทียม ลดช่องว่างระหว่างเชื้อชาติ ระหว่างชนบทและในเมือง และระหว่างคาบสมุทรมาเลเซียกับรัฐซาบาห์และซาราวัก (2) ส่งเสริมให้ภาคเอกชนโดยเฉพาะผู้ประกอบการขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) เข้ามามีส่วนร่วมในสาขาที่สำคัญต่อการพัฒนาประเทศในระยะยาว เช่น ภาคเกษตรกรรม เทคโนโลยีชีวภาพ เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร การท่องเที่ยว สาธารณสุข และการศึกษา (3) พัฒนาทรัพยากรมนุษย์และสร้างเสริมธุรกิจบนฐานความรู้ โดยมุ่งเน้นการคิดค้นใหม่ ๆ (4) ปรับปรุงบริการของภาครัฐและลดต้นทุนการทำธุรกิจในมาเลเซีย

โดยเมื่อพิจารณาโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศมาเลเซียด้านอุปสงค์ในอดีต นับจากปี 2543-2551 จากแผนภาพที่ 30 พบว่ามีสัดส่วนใกล้เคียงกับปัจจุบัน พิจารณาโครงสร้างเศรษฐกิจด้านอุปสงค์ จะพบว่ามีสัดส่วนของมูลค่าการบริโภคภายในประเทศสูงที่สุดที่ร้อยละ 64 ของ GDP รองลงมาคือลงทุนมีสัดส่วนที่ร้อยละ 22 ของ GDP แบ่งเป็น การลงทุนภาคเอกชนร้อยละ 12 ของ GDP และการลงทุนของภาครัฐมีสัดส่วนร้อยละ 10 ของ GDP และส่งออกสินค้าและบริการร้อยละ 13 ของ GDP ซึ่ง ทั้งนี้ การขยายตัวทางเศรษฐกิจของมาเลเซียพบว่า มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอย่างต่อเนื่องในช่วง 8 ปีที่ผ่านมา (ปี 2543-2551) โดยมีการขยายตัวเฉลี่ยที่ร้อยละ 5.7 ต่อปี โดยมูลค่าการส่งออกมีการขยายตัวเฉลี่ยสูงที่ร้อยละ 5.8 ต่อปี ซึ่งแม้ว่าจะมีการบริหารจัดการอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงอัตราแลกเปลี่ยนไว้ที่ 3.80 ต่อดอลลาร์สหรัฐ นับตั้งแต่วันที่ 2 กันยายน 2544 จนถึงวันที่ 21 กรกฎาคม 2548 จากนั้นได้ใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงินเพื่อให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการเคลื่อนไหวอย่างมีเสถียรภาพ ประกอบกับการบริหารจัดการที่ดีเป็นผลให้มูลค่าการส่งออกสินค้าและบริการเป็นตัวขับเคลื่อนหลักที่สำคัญในการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศ เช่นเดียวกับการบริโภคภายในประเทศซึ่งมีสัดส่วนใน GDP เป็นอันดับ 1 ที่ร้อยละ 64 ของ GDP เป็นตัวขับเคลื่อนที่สำคัญเฉลี่ยที่ร้อยละ 7.8 ต่อปี ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนมีการเติบโตสูงขึ้นต่อเนื่องเฉลี่ย 8 ปี มีการเติบโตที่ร้อยละ 5.2 ต่อปี โดยในปี 2547 มีการขยายตัวสูงที่ร้อยละ 46.5 ต่อปี ซึ่งสอดคล้องกับนโยบายการส่งเสริมการลงทุนของรัฐบาล

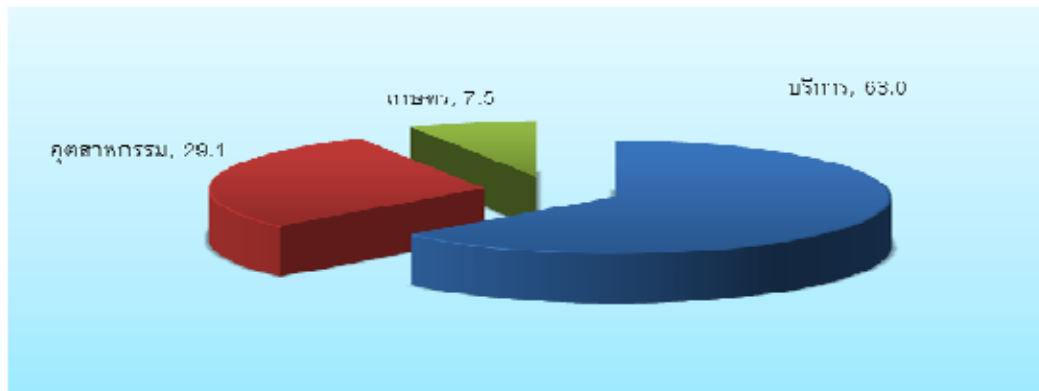
แผนภาพที่ 30 โครงสร้างเศรษฐกิจประเทศมาเลเซียด้านอุปสงค์ ในปี 2551



ที่มา CEIC

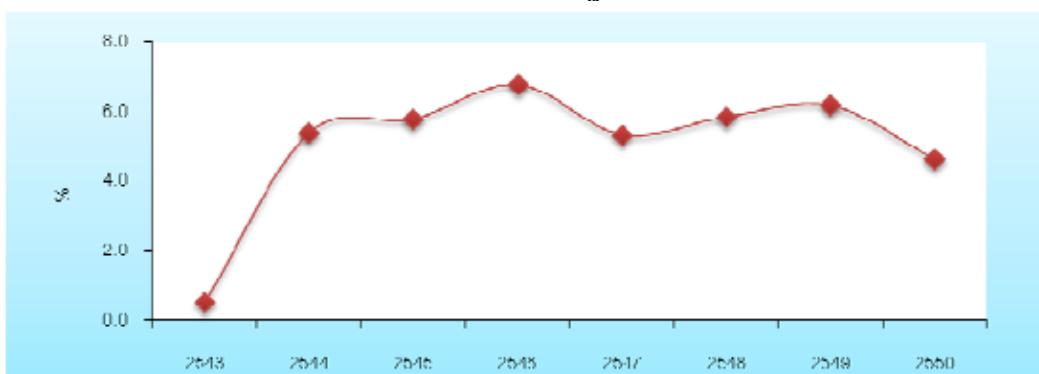
จากแผนภาพที่ 31 โครงสร้างทางเศรษฐกิจภาคอุปทานของประเทศมาเลเซีย ประกอบด้วย 3 ภาคที่มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจ ได้แก่ ภาคการบริการ (Services) คิดเป็นร้อยละ 63.0 ภาคอุตสาหกรรม (Manufacturing) คิดเป็นร้อยละ 29.1 และ ภาคเกษตรกรรม (Agriculture) คิดเป็นร้อยละ 7.5 ภาคการบริการ (Services) ประกอบด้วยผลผลิตที่สำคัญ ได้แก่ อุตสาหกรรมการท่องเที่ยว การโรงแรม และธุรกิจร้านอาหาร ภาคการผลิต (Manufacturing) ประกอบด้วยผลผลิตที่สำคัญ ได้แก่ สินค้าอิเล็กทรอนิกส์ อุปกรณ์และส่วนประกอบ เครื่องใช้ไฟฟ้าและส่วนประกอบ เคมีภัณฑ์ สิ่งทอและเครื่องนุ่งห่ม ภาคเกษตรกรรม (Agriculture) ประกอบด้วยผลผลิตที่สำคัญ ได้แก่ น้ำมันปาล์ม ยางพารา โกโก้ และไม้ มาเลเซียเป็นประเทศผู้ผลิตและส่งออกน้ำมันปาล์มรายใหญ่ที่สุดของโลกคิดเป็นปริมาณเกือบครึ่งของปริมาณการค้าน้ำมันปาล์มในตลาดโลก

แผนภาพที่ 31 โครงสร้างเศรษฐกิจประเทศมาเลเซียด้านอุปทาน ในปี 2551



ที่มา CEIC

แผนภาพที่ 32 การขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศมาเลเซีย

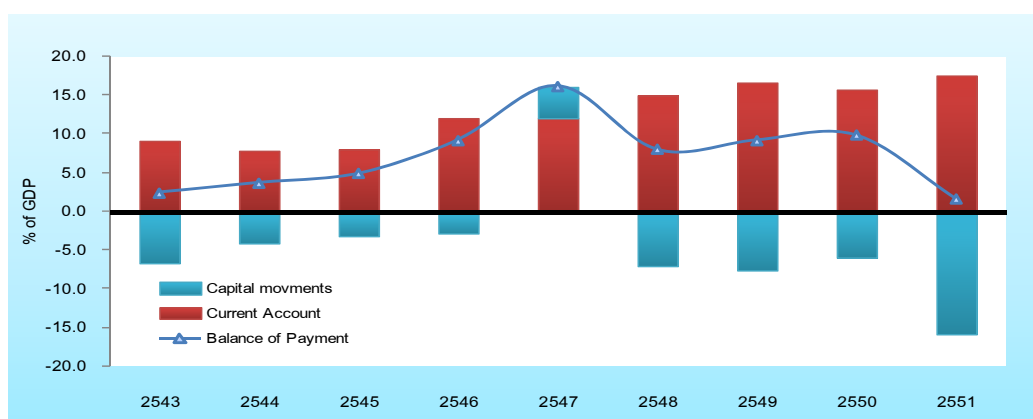


ที่มา CEIC

5.5.2 ความเป็นมาของเงินทุนเคลื่อนย้ายในประเทศมาเลเซีย

ก่อนช่วงเกิดวิกฤตการเงินเอเชียในปี 2540 รัฐบาลมาเลเซียได้มีนโยบายส่งเสริมการลงทุนจากต่างประเทศนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2533 ปริมาณการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment) ที่ไหลเข้ามาที่มาเลเซียได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยที่ในปี 2533 ระดับการลงทุนอยู่ที่ 2.3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ และได้เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 5.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตการเงินเอเชียในปี 2540 ซึ่งในช่วงปี 2533-2540 คิดเป็นวงเงินลงทุนทั้งสิ้น 34.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ

แผนภาพที่ 33 ดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP



ที่มา CEIC

สำหรับในช่วงวิกฤตการเงินเอเชียในปี 2540 หลังจากที่ประเทศไทยได้ลอยตัวเงินบาทในวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 ซึ่งรัฐบาลมาเลเซียได้ดำเนินตามแนวทางของ IMF ซึ่งมุ่งเน้นนโยบายการเงินและการคลังอย่างรัดกุม และการปล่อยให้ค่าเงินริงกิตลอยตัว ซึ่งนโยบายดังกล่าวทำให้เงินลงทุนจากต่างประเทศไหลออกในปริมาณที่สูงถึงในช่วง ไตรมาสที่ 3 ของปี 2540 จนถึงช่วงไตรมาสที่ 3 ของปี 2541 ทั้งนี้ ปริมาณที่เงินลงทุนต่างชาติที่ไหลออกในปริมาณสูงได้ส่งผลให้ค่าเงินริงกิตของมาเลเซียมีความผันผวนค่อนข้างสูง โดยที่ค่าเงินริงกิตได้ลดค่าลงคิดเป็นร้อยละ 40 หรือจาก 2.50 ลดลงเหลือ 4.88 ริงกิตต่อดอลลาร์สหรัฐ

ทั้งนี้ ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนได้ส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของเศรษฐกิจมาเลเซีย และทำให้รัฐบาลมาเลเซียได้ปรับเปลี่ยนแนวทางแก้ไขปัญหาการไหลออกของเงินลงทุนจากต่างประเทศและความผันผวนของค่าเงินริงกิตในช่วงไตรมาสที่ 1 ของปี 2541 โดยดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายและเน้นการใช้จ่ายภาครัฐเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจเพื่อประคับประคองเศรษฐกิจมาเลเซียให้มีเสถียรภาพ อย่างไรก็ตาม เพื่อให้ค่าเงินริงกิตเกิดเสถียรภาพอย่างแท้จริงในช่วงวิกฤตการเงินเอเชีย รัฐบาลมาเลเซียจึงเลือกใช้นโยบายควบคุมเงินทุน (Capital Control) ในเดือนกันยายน 2541 โดยกำหนดให้อัตราแลกเปลี่ยนค่าเงินริงกิตต่อ

ดอลลาร์สหรัฐมีค่าคงที่ ณ ระดับ 3.88 ริงกิตต่อดอลลาร์สหรัฐ ทั้งนี้ เพื่อให้มาตรการควบคุมเงินทุน (Capital Control) นั้นประสบความสำเร็จจึงจำเป็นต้องดำเนินการควบคุมปริมาณการไหลออกของเงินลงทุนจากต่างประเทศไปพร้อมกับอัตราแลกเปลี่ยนที่คงที่ด้วย

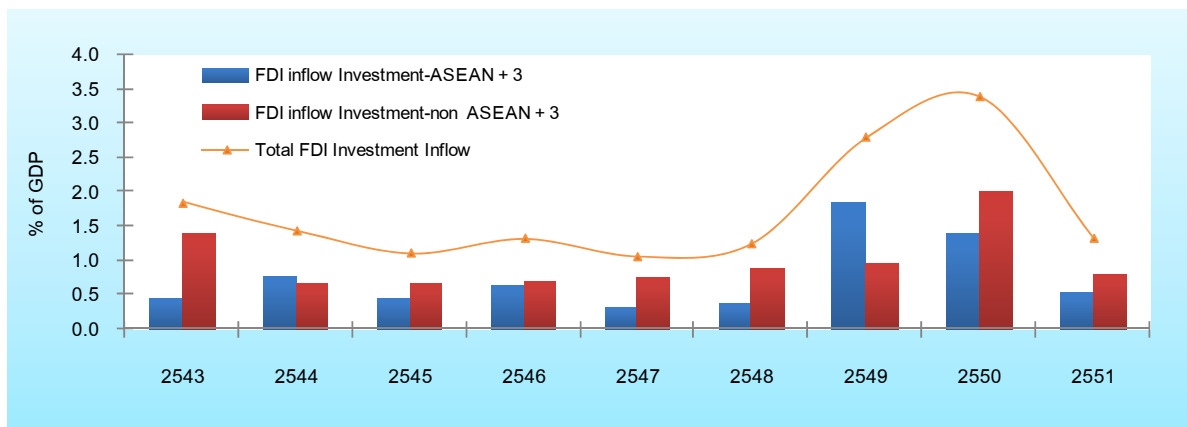
ท่ามกลางเสียงวิจารณ์ของนักวิชาการจากตะวันตกจากการดำเนินนโยบายควบคุมเงินทุน (Capital control) ของรัฐบาลมาเลเซียนั้น ปรากฏว่าเศรษฐกิจมาเลเซียได้เริ่มฟื้นตัวโดยมีอัตราการขยายตัวอยู่ที่ร้อยละ 4.1 ต่อปี ในช่วงไตรมาส 2 ของปี 2542 และไตรมาสที่ 3 อยู่ที่ระดับ 8.1 ต่อปี สำหรับในส่วนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในช่วงปี 2547-2550 ทั้งนี้ การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในมาเลเซียส่วนใหญ่จะเป็นลักษณะของทุนเรือนหุ้น (Equity Capital) ซึ่งขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ขณะที่สถานะการแข่งขันในระดับประเทศที่แรงมากขึ้น ปรากฏว่าการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศสุทธิได้ไหลเข้าโดยเฉลี่ยคิดเป็นจำนวน 5.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อปี (ร้อยละ 3.8 ต่อ GDP) ในช่วงปี 2547-2550 ขณะเดียวกันปริมาณเงินทุนได้ไหลออกเฉลี่ย 5.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อปี (ร้อยละ 3.6 ต่อ GDP)

ทั้งนี้ ปริมาณเงินลงทุนไหลออกนั้นแสดงถึงแนวโน้มการลงทุนของภาคเอกชนมาเลเซียในต่างประเทศที่เพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับนโยบายของรัฐบาลที่ต้องการให้ผู้ประกอบการมาเลเซียมีบทบาททางการค้าและการลงทุนในเวทีโลกเพิ่มขึ้น โดยเปิดโอกาสทั้งบุคคลธรรมดาและนิติบุคคลของมาเลเซียสามารถลงทุนในต่างประเทศได้อย่างเสรีและไม่จำกัดสกุลเงินในการลงทุนด้วยเช่นกัน ดังนั้น จึงเห็นว่าเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศสุทธิได้ปรับตัวลดลงอันสอดคล้องกับการเพิ่มบทบาทของการลงทุนของภาคเอกชนมาเลเซียในต่างแดน

จากแผนภาพที่ 34 การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศของมาเลเซียส่วนใหญ่จะเป็นลักษณะของทุนเรือนหุ้น (Equity Capital) เป็นหลักซึ่งประกอบด้วย เงินลงทุนในทุนเรือนหุ้นที่มีสัดส่วนการถือครองมากกว่าร้อยละ 10 (Equity) และที่ต่ำกว่าร้อยละ 10 (Portfolio) เงินลงทุนในหลักทรัพย์สุทธิ ซึ่งในช่วงไตรมาส 4 ปี 2547 ถึง ไตรมาสที่ 1 ปี 2548 การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศสุทธิในรูปแบบของทุนเรือนหุ้นรวม (ทั้งที่มีสัดส่วนการถือครองสูงกว่าและต่ำกว่าร้อยละ 10) มีปริมาณเท่ากับ 8.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ขณะที่ในไตรมาส 4 ปี 2548 ปริมาณการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศมีความผันผวนอันเนื่องจากการภาวะเก็งกำไร และในปี 2550 ปริมาณการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามลำดับจากปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง มาตรการส่งเสริมการลงทุนจากภาครัฐ และการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่เปิดเสรีภายใต้ระบบกลไกของตลาดมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เงินลงทุนโดยตรงได้ลดลงอย่างมากในปี 2551 เนื่องจากวิกฤตการเงินโลก

เนื่องจากการแข่งขันทางการค้าระหว่างประเทศมีความเข้มข้นมากขึ้น รัฐบาลมาเลเซียจึงส่งเสริมการลงทุนในประเทศ โดยการลดหย่อนข้อบังคับและกฎเกณฑ์ในการถือครองหุ้นของบริษัทต่างชาติดัง ในวันที่ 17 มิถุนายน 2546 โดยให้นักลงทุนต่างชาติสามารถถือครองหุ้นได้เต็มจำนวนในอุตสาหกรรมต่าง ๆ เป็นผลทำให้การลงทุนโดยตรงของต่างชาติ (Foreign Direct Investment: Equity) มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในช่วง 8 ปี ที่ผ่านมา ก่อนที่จะหดตัวลงในปี 2551 เนื่องจากวิกฤตการเงินโลก โดยช่วงปี 2543 ถึง 2550 เงินลงทุนโดยตรงมีสัดส่วนต่อ GDP อยู่ในระดับสูง โดยเฉลี่ยในแต่ละปีมีประมาณร้อยละ 1.7 ของ GDP โดยเป็นการลงทุนจากนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Non-ASEAN+3) โดยเฉลี่ยแต่ละปีประมาณ 0.98 ต่อ GDP โดยประเทศอเมริกาและประเทศอังกฤษมีสัดส่วนการลงทุนมากที่สุดที่ร้อยละ 36 และ 13.5 ของการลงทุนรวมจากนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Non-ASEAN+3) ขณะที่ กลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่เฉลี่ยประมาณร้อยละ 0.76 ต่อ GDP โดยมีสัดส่วนการลงทุนจากประเทศสิงคโปร์มากที่สุด รองลงมาคือประเทศญี่ปุ่นที่ร้อยละ 47.5 และร้อยละ 40 ของการลงทุนรวมในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3

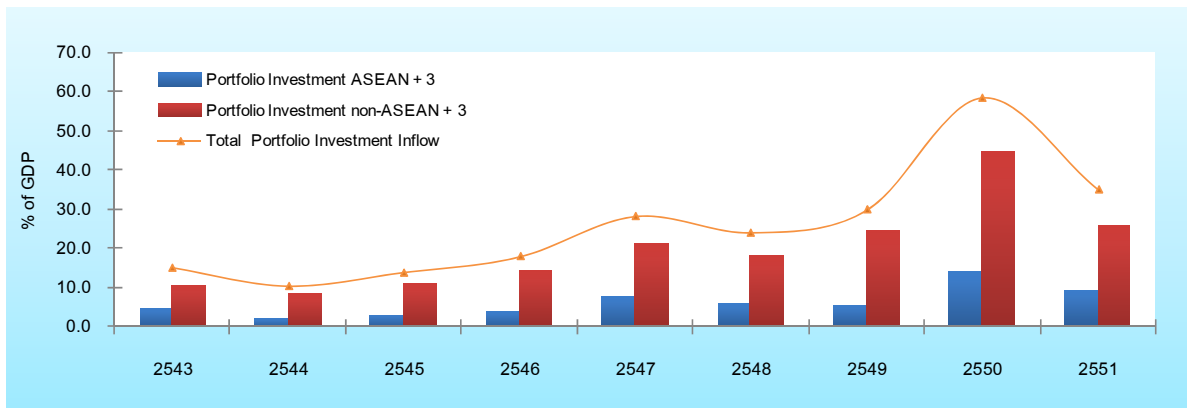
แผนภาพที่ 34 การลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศ (FDI Inflows)



ที่มา CEIC

ในขณะเดียวกัน เงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าและออกในรูปหลักทรัพย์ (Portfolio Inflows) นั้น จากแผนภาพที่ 35 มีการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 8 ปี ที่ผ่านมาเช่นกัน โดยมีสัดส่วนต่อ GDP สูงโดยเฉลี่ยถึง ร้อยละ 26 ของ GDP เนื่องจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียในรูปของสกุลเงินต่างชาติสามารถทำได้โดยเสรี โดยเป็นการลงทุนจากนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Non-ASEAN+ 3) โดยเฉลี่ยแต่ละปีประมาณ 20 ต่อ GDP และที่เหลือคือกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่ร้อยละ 6 ของ GDP

แผนภาพที่ 35 เงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Inflows)



ที่มา CEIC

จากแนวโน้มปริมาณการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศล่าสุดได้สะท้อนจากตัวเลขเกินดุลของดุลบัญชีเดินสะพัดและดุลบัญชีทุนเคลื่อนย้าย ซึ่งส่งผลให้ยอดทุนสำรองเงินตราต่างประเทศปรับตัวสูงขึ้น และสภาพคล่องส่วนเกินในระบบการเงินมาเลเซียปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งในช่วงปี 2550 ปริมาณสภาพคล่องส่วนเกินได้ปรับเพิ่มขึ้นจาก 50.9 พันล้านริงกิต มาสู่ระดับที่ 298.6 พันล้านริงกิต ซึ่งทำให้ธนาคารกลางมาเลเซียต้องดำเนินการควบคุมสภาพคล่องส่วนเกินในระบบการเงินเพื่อป้องกันภาวะเงินเฟ้อที่จะเกิดขึ้นได้ ซึ่งธนาคารกลางมาเลเซียจะออกตราสารหนี้ (Direct money market borrowing) เพื่อดูดซับสภาพคล่องส่วนเกิน

นับตั้งแต่หลังจากวิกฤตเศรษฐกิจเอเชียที่ผ่านมา ปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้ายมีการไหลเข้ามามากขึ้น ในช่วงปี 2547-2550 ซึ่งในช่วงระยะเวลาดังกล่าวเศรษฐกิจมาเลเซียมีการขยายตัวในระดับเฉลี่ยร้อยละ 6 ต่อปี ซึ่งส่วนหนึ่งมีสาเหตุจากภาคการค้าระหว่างประเทศ (External Trade) ได้มีการขยายตัวอยู่ในระดับสูงอย่างต่อเนื่อง

5.5.3 นโยบายการเงิน ตลาดการเงิน และเงินทุนเคลื่อนย้าย

ธนาคารกลางมาเลเซียมีหน้าที่หลักสำคัญในการกำกับดูแลความเสี่ยงที่มีเศรษฐกิจมหภาคทั้งทางด้านที่มีต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ (อัตราเงินเฟ้อ) และอัตราการขยายตัวเศรษฐกิจ ขณะเดียวกัน ธนาคารกลางมาเลเซียได้คอยติดตามภาวะการณ์ไหลเข้าของเงินทุน สภาพคล่องในระบบการเงิน และราคาของสินทรัพย์อย่างใกล้ชิด

สำหรับในช่วงวิกฤตการเงินเอเชีย ในปี 2540 รัฐบาลมาเลเซียได้ดำเนินนโยบายการเงินและการคลังอย่างรัดกุม ซึ่งนโยบายดังกล่าวทำให้เงินลงทุนจากต่างประเทศไหลออกในปริมาณที่สูงในช่วงไตรมาสที่ 3

ของปี 2540 จนถึงช่วงไตรมาสที่ 3 ของปี 2541 ทั้งนี้ ปริมาณที่เงินลงทุนต่างชาติที่ไหลออกในปริมาณสูงได้ส่งผลให้ค่าเงินริงกิตของมาเลเซียมีความผันผวนค่อนข้างสูง โดยที่ค่าเงินริงกิตได้ลดค่าลงคิดเป็นร้อยละ 40 หรือจาก 2.50 ลดลงเหลือ 4.88 ริงกิตต่อดอลลาร์สหรัฐ อย่างไรก็ตาม การทำให้เกิดเสถียรภาพในค่าเงินริงกิตนั้น รัฐบาลมาเลเซียได้ออกมาตรการควบคุมการไหลเวียนของเงินลงทุน (Capital control) ณ เดือน ก.ย. 2542 ซึ่งเป็นมาตรการคู่ขนานกับการกำหนดค่าเงินริงกิตให้อยู่ในระดับคงที่ ซึ่งรายละเอียดของมาตรการควบคุมเงินทุน (Capital control) มีดังนี้ (1) ชาวต่างชาติที่ถือหุ้น โดยเฉพาะเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ ของกิจการที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์นั้นต้องถือหุ้นของบริษัทดังกล่าวเป็นเวลาอย่างน้อย 1 ปี นับจากวันซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งมาตรการนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อชะลอพฤติกรรมเก็งกำไรของนักลงทุน (2) ยกเลิกการให้สินเชื่อของสถาบันการเงินแก่ธนาคารและสถาบันการเงินต่างประเทศ (3) อนุญาตให้นักเดินทางมาเลเซียให้ถือเงินเข้าออกนอกประเทศไม่เกิน 1,000 ริงกิต และชาวต่างชาตินำเงินเข้าออกประเทศไม่เกิน 10,000 ริงกิต (4) ยกเว้นการชำระเงินสินค้านำเข้าและบริการจากต่างประเทศแก่ชาวต่างชาติไม่เกิน 10,000 ริงกิต (5) สินค้าและบริการที่ส่งออกจากประเทศมาเลเซียจะต้องชำระเป็นเงินสกุลต่างประเทศเท่านั้น (6) ชาวมาเลเซียที่ลงทุนในต่างประเทศที่มีมูลค่าเกินกว่า 10,000 ริงกิต จะต้องได้รับการอนุมัติจากทางการมาเลเซียก่อนที่การเกิดขึ้นของธุรกรรมการเงิน ทั้งนี้ หลังจากที่รัฐบาลมาเลเซียได้ออกมาตรการควบคุมเงินทุน (Capital control) ในเดือน ก.ย. 2542 นั้นเศรษฐกิจมาเลเซียได้ฟื้นตัว และในเดือน ก.พ. 2543 รัฐบาลมาเลเซียจึงได้ผ่อนคลายมาตรการควบคุมเงินทุน (Capital Control) โดยยกเลิกระยะเวลาการถือครองสินทรัพย์อย่างต่ำ 1 ปี และกำหนดให้เก็บค่าธรรมเนียมในอัตราที่สูงสำหรับการทำธุรกรรมการเงินในการขายสินทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติ ซึ่งมีเงื่อนไขดังนี้ (1) ในกรณีที่ลงทุนก่อนวันที่ 15 กุมภาพันธ์ 2542 การลงทุนในระยะ 7 เดือนจะต้องชำระค่าธรรมเนียมร้อยละ 30 ของ เงินลงทุน สำหรับการลงทุนในระยะเวลา 9 เดือนจะต้องชำระค่าธรรมเนียมร้อยละ 20 ของเงินลงทุน และร้อยละ 10 ของเงินลงทุนในกรณีของการลงทุนอย่างต่ำ 1 ปี เป็นต้น (2) สำหรับกรณีที่ลงทุนหลังจากวันที่ 15 กุมภาพันธ์ 2542 รัฐบาลได้เก็บค่าธรรมเนียมร้อยละ 30 ของผลกำไรจากการลงทุนในระยะเวลาดำกว่า 12 เดือน และร้อยละ 10 ของผลกำไรจากการลงทุนที่มีระยะเวลาตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป ในเดือน ก.ย. 2543 ได้ปรับลดค่าธรรมเนียมเหลือเพียง 1 อัตราที่ร้อยละ 10 จากผลกำไรจากการลงทุน และ ในเดือน พ.ค. 2544 ได้ยกเลิกการเก็บค่าธรรมเนียม

ในปี 2548 การยกเลิกมาตรการควบคุมเงินทุน (Capital control) ได้มีผลกระทบต่อปริมาณการไหลเข้าออกของเงินลงทุนโดยตรงต่างประเทศซึ่งมีผลกระทบต่ออัตราการแลกเปลี่ยนอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ อย่างไรก็ตาม การผันผวนของค่าของริงกิตที่ผ่านมาเป็นผลจากปัจจัยภายนอกอีกด้วย โดยสำหรับในช่วง 5 เดือนแรกของปี 2549 ค่าเงินริงกิตได้แข็งค่าขึ้นคิดเป็นร้อยละ 5.5 ต่อปี (โดยมีค่าแข็งที่สุดที่ 3.58 ริงกิตต่อดอลลาร์สหรัฐ ทั้งนี้ ปัจจัยเศรษฐกิจพื้นฐานที่แข็งแกร่งของมาเลเซียที่ดึงดูดปริมาณการลงทุนโดยตรงสุทธิเพิ่มขึ้น ประกอบกับการเก็งกำไรจากการถือริงกิต ขณะที่มีการเคลื่อนไหวของเงินทุนของนักลงทุน

ต่างประเทศแต่ไม่มีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนเนื่องจากความสมดุลของจำนวนเงินที่ไหลเข้าและออกในช่วงดังกล่าว และทำให้ค่าเงินริงกิตต่อดอลลาร์สหรัฐทั้งปี 2549 ได้แข็งค่าขึ้นที่ร้อยละ 7 ต่อปี

ในปี 2550 ค่าเงินในภูมิภาคเอเชียนั้นแข็งค่าขึ้นโดยทั่วไปอันเป็นผลจากวิกฤตการเงินโลกที่เริ่มในอเมริกาและยุโรป ได้ทำให้มีการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศมายังภูมิภาคเอเชีย และทำให้ค่าเงินริงกิตต่อดอลลาร์สหรัฐ ในช่วงเดือนกันยายน - ธันวาคม 2550 ได้แข็งค่าขึ้นคิดเป็นร้อยละ 12 ต่อปี ทั้งนี้ การไหลเข้าของเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศได้ทำให้สภาพคล่องส่วนเกินในระบบสูงขึ้นในช่วงปี 2550 จาก 50.9 พันล้านริงกิต มาสู่ระดับ 298.6 พันล้านริงกิต ซึ่งทำให้ธนาคารกลางมาเลเซียต้องดำเนินการดูดซับสภาพคล่องส่วนเกินออกจากระบบการเงินเพื่อป้องกันการเกิดภาวะเงินเฟ้อและต้นทุนที่เพิ่มขึ้นในการประกอบการธุรกิจ

จากการศึกษาพบว่า นโยบายการเงินและแลกเปลี่ยนเพื่อกำกับดูแลปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้ายเปลี่ยนแปลงไปตามปริมาณ และชนิดของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้าในแต่ละประเทศ อีกทั้ง โครงสร้างเศรษฐกิจและการพัฒนาระบบการเงินมีส่วนช่วยให้เงินทุนเคลื่อนย้ายเกิดประโยชน์สูงสุดต่อประเทศที่รับเงินทุนดังกล่าว โดยสามารถสรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นได้ตามตารางที่ 2 ในภาคผนวก ก

บทที่ 6

ผลการศึกษาจากแบบจำลอง (Estimated results)

6.1. ผลการศึกษาจากแบบจำลองแยกรายประเทศ

6.1.1 ประเทศไทย

ในการศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อตัวแปรต่างๆ ของเศรษฐกิจไทย คณะผู้วิจัยฯ ได้ใช้ข้อมูลทศวรรษอนุกรมเวลา รายไตรมาสในช่วงไตรมาสที่ 1 ของปี 2540 ถึงไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 โดยมีตัวแปรภายนอก (Exogenous variables) ที่เกี่ยวข้องกับเงินทุนเคลื่อนย้าย ได้แก่ (1) เงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (FDI ASEAN+3) และ (2) เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Portfolio ASEAN+3) นอกจากนี้ การศึกษายังได้ใช้เทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model) เพื่อศึกษาผลกระทบของตัวแปรภายนอกทั้ง 2 รายการ

1. ผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ (Real GDP)

การศึกษาพบว่า เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Portfolio ASEAN+3) มีความเกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ในช่วง 2-3 ไตรมาสหลังอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่เงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน +3 (FDI ASEAN+3) ไม่มีความสัมพันธ์ในภาวะเศรษฐกิจช่วงปกติแต่มีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามในช่วงภาวะวิกฤตเศรษฐกิจต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ของประเทศไทย โดยรายละเอียดมีดังนี้

สมการผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ (RGDP)

$$\begin{aligned} \text{Ln(RGDP)} = & 0.788 * \text{Ln(RGDP)}(-1) + 0.08 * \text{FDI_ASEAN3}(-2) + 0.004 * \text{PORT_ASEAN3}(-2) \\ & [7.01]^{***} \quad [3.11]^{***} \quad [0.16] \\ & - 0.016 * \text{Ln(RIP/GDP)} - 0.060 * \text{CRISIS40} + 0.582 \\ & [0.16] \quad [-1.77]^* \quad [1.35] \end{aligned}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.89 \quad \text{D.W.} = 2.259391$$

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

* แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10

** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

เนื่องจากตัวแปรเงินทุนเคลื่อนย้ายที่ผ่านมาแล้ว 2 ไตรมาสมีผลต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ สมการหลักจึงแสดงตัวแปรอิสระเกี่ยวกับเงินทุนเคลื่อนย้ายที่ผ่านมาแล้ว 2 ไตรมาส (Lagged variables 2 periods) การศึกษาได้เลือกใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) เนื่องจากหากพิจารณาความเหมาะสมของแบบจำลอง OLS ซึ่งดูจากค่า R-SQUARED ในสมการอยู่ในระดับที่สูงมากที่สุดที่ 0.89 ซึ่งบ่งชี้ว่า ตัวแปรอิสระในสมการสามารถอธิบายผลของตัวแปรตามได้ถึงประมาณร้อยละ 89 ในขณะที่ค่า Durbin-Watson ของสมการดังกล่าวอยู่ที่ระดับ 2.259391 บ่งชี้ว่าตัวแปรภายในแต่ละช่วงเวลาไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน (Autocorrelation) หรืออาจมีความเป็นสหสัมพันธ์กันน้อย

a. การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (FDI ASEAN+3)

จากผลการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) แสดงจากสมการข้างบนพบว่าการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ในช่วง 2-3 ไตรมาสหลังจากที่มีการไหลเข้าของการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในทิศทางเดียวกัน (สำหรับเงินทุนเคลื่อนย้ายของ 3 ไตรมาสที่ผ่านมาดูจากภาคผนวก ข สมการที่ 2) กล่าวคือหากการไหลเข้าของเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในช่วง 2 และ 3 ไตรมาสก่อนหน้าปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้ผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ในไตรมาสปัจจุบันปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.08 และ 0.052 ต่อไตรมาส ตามลำดับ (ขจัดผลทางฤดูกาลแล้ว)โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ 0.10 ตามลำดับ โดยความสัมพันธ์ดังกล่าวสามารถอธิบายได้ว่าการลงทุนในลักษณะดังกล่าวเป็นการนำเม็ดเงินมาลงทุน¹⁵โดยตรงผ่านบริษัทที่ตั้งอยู่ในประเทศไทย หรือเป็นการนำเม็ดเงินเพื่อก่อตั้งบริษัทหรือโรงงานแห่งใหม่ โดยในกรณีของประเทศไทย การลงทุนโดยตรงส่วนใหญ่จะมาจากประเทศญี่ปุ่นที่มีสัดส่วนมากกว่าครึ่งของการลงทุนโดยตรงทั้งหมดในปี 2552 นอกจากนั้น การเข้ามาลงทุนของต่างชาติจะช่วยส่งเสริมให้มีการจ้างงานเพิ่มขึ้น และมีการลงทุนในอุตสาหกรรมค่าน้ำและปลายน้ำ รวมถึงมีการผลิตเพื่อการส่งออกมากขึ้น จึงอาจกล่าวได้ว่าการนำเงินลงทุน

¹⁵ การศึกษาผลกระทบของเงินลงทุนโดยตรงต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่พบว่า เงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่ผ่านมาแล้ว 2 ไตรมาสเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ส่งผลให้การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ขยายตัวในไตรมาสปัจจุบันร้อยละ 0.083 ต่อไตรมาส (ดูสมการที่ 4 ในภาคผนวก ข)

ของต่างชาตินั้นนอกจากจะเป็นการสนับสนุนผลิตภัณฑ์มวลรวมโดยตรงของประเทศไทยแล้วยังเป็นการสนับสนุนการบริโภคภาคเอกชน และการส่งออกซึ่งเป็นองค์ประกอบของผลิตภัณฑ์มวลรวมในระยะ 2-3 ไตรมาสหลังจากที่มีเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เข้ามา อย่างไรก็ตาม ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 เงินลงทุนโดยตรงไม่มีความสัมพันธ์กับผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ในประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญสะท้อนให้เห็นว่าการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มิได้ก่อให้เกิดผลเสียต่อเศรษฐกิจไทยในช่วงเกิดวิกฤตปี 2540 แต่อย่างใด

b. การลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (PORTFOLIO ASEAN+3)

จากสมการด้านบนโดยใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) พบว่าการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศไทยในภาวะปกติ อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาความสัมพันธ์ของการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (ASEAN +3) ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 เป็นไปในเชิงลบ กล่าวคือ เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาสในช่วงวิกฤตปี 2540 ดูจากตัวแปรเงินการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 x CRISIS40¹⁶ (ดูจากภาคผนวก ข สมการที่ 3) จะส่งผลให้ผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่หดตัวที่ร้อยละ 0.56 ต่อไตรมาสในช่วงไตรมาสเดียวกัน เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ โดยสามารถอธิบายได้จากในช่วงวิกฤตปี 2540 เงินทุนไหลเข้าในรูปการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 อยู่ในช่วงเดียวกันกับการหยุดชะงักของโครงการลงทุนในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ เงินทุนที่ไหลเข้าจึงไม่ได้ถูกนำมาลงทุนในภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง และมีได้ก่อให้เกิดการมูลค่าทางเศรษฐกิจที่แท้จริงจึงส่งผลให้ผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ปรับตัวลดลง และเกิดเป็นความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างของ 2 ตัวแปร

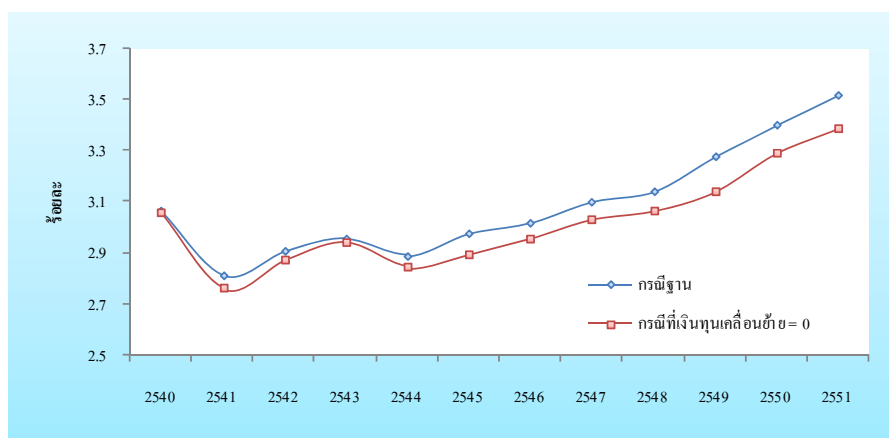
c. ผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)

เนื่องจากการศึกษาโดยใช้เครื่องมือทางเศรษฐมิติ (Econometric method) แสดงผลกระทบที่เป็นค่าเฉลี่ยเท่านั้น โดยมีได้บ่งชี้ถึงผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ในช่วงเวลาต่างๆ ดังนั้น การศึกษาโดยใช้เทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model) โดยเปรียบเทียบ 2 กรณีได้แก่ (1) *กรณีฐาน* และ (2) *กรณีที่ไม่มีเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3* โดยในเชิงเศรษฐมิติเป็นการ

¹⁶ Crisis40 คือตัวแปรหุ่น (Dummy variable) โดยที่ค่าเท่ากับ 1 สำหรับไตรมาสที่ 1 ของปี 2540 ถึงไตรมาสที่ 4 ของปี 2541 ตัวแปรดังกล่าวสามารถรายงานผลกระทบของตัวแปรตามที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาดังกล่าว

หาค่า Predicted value จากสมการจากการศึกษาการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 สู่ประเทศไทยในช่วงระหว่างปี 2540-2551 พบว่า ในช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติเงินทุนเคลื่อนย้ายมีบทบาทในการส่งเสริมผลิตภัณฑ์มวลรวม โดยส่งผลในเชิงบวกกับผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ กล่าวคือ จากแผนภาพที่ 43 เงินทุนเคลื่อนย้ายที่อยู่ในระดับร้อยละ 2-4 ต่อ GDP ในช่วงปี 2541 ถึง 2551 ได้มีส่วนช่วยผลักดันให้ผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศไทยเพิ่มขึ้นกว่าร้อยละ 0.01-0.14 ต่อปี ผลการศึกษาดังกล่าว สอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ของ เวทวงศ์ พ่วงทรัพย์ และคณะ (2552) ที่พบว่า การเพิ่มขึ้นของเงินทุนเคลื่อนย้าย 3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ส่งผลให้ผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ขยายตัวที่ร้อยละ 0.4 ไตรมาส หรือ เงินทุนเคลื่อนย้ายเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ส่งผลให้ผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ เพิ่มขึ้นร้อยละ 1.33 ต่อไตรมาส¹⁷ ทั้งนี้ การศึกษาได้วัดผลกระทบในช่วงเวลาที่ผิดปกติทั้งในช่วงวิกฤตปี 2540 พบว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ 2540 มีผลทำให้ผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระดับที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยที่ร้อยละ 0.01 ต่อปี ทั้งนี้ ผลกระทบในเชิงบวกของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมมาจากเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เป็นหลัก ในขณะที่เงินลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการเก็งกำไรสูงยังมีส่วนน้อยในการสนับสนุนผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่

แผนภาพที่ 43 ผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม โดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)



ที่มา คณะผู้วิจัย

¹⁷ การศึกษาใช้ข้อมูลตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 2539 ถึง ไตรมาสที่ 4 ปี 2551 โดยใช้แบบจำลองของเศรษฐกิจมหภาคสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง (ดู เวทวงศ์ พ่วงทรัพย์ พงศ์นคร โกษากรณ์ สุธี เหลืองอร่ามกุล และนงนุช ดัชนีชัยวงศ์ (2549))

2. ผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (Real Private Investment)

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ของประเทศไทย โดยรายละเอียดมีดังนี้

สมการการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (RIP)

$$\begin{aligned} \text{Ln(RIP)} = & 0.838 \cdot \text{Ln(RIP)}(-1) + 0.043 \cdot \text{FDI_ASEAN3} - 0.046 \cdot \text{PORT_ASEAN3} + 0.124 \cdot \text{Ln(REER)} \\ & [22.73]^{***} \quad [1.79]^* \quad [-1.77]^* \quad [2.68]^{***} \\ & - 0.302 \cdot \text{Ln(LENDING_RATE)} - 0.052 \cdot \text{CRISIS40} + 0.248 \\ & [-3.94]^{***} \quad [0.95] \quad [1.21] \end{aligned}$$

D.W. = 2.736001 HAUSMAN STATISTIC = 19.83 (0.0030)

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

* แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10

** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาได้เลือกใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) เพื่อศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีผลในไตรมาสปัจจุบัน โดยที่ Hausman Statistic อยู่ที่ระดับ 19.83 โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.00 บ่งชี้ว่า การใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) เหมาะสมกับข้อมูลที่มีอยู่มากกว่าการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) ในขณะเดียวกัน ค่า Durbin-Watson อยู่ในระดับที่ 2.736 บ่งชี้ว่าตัวรบกวนในแต่ละช่วงเวลาอาจมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน (Autocorrelation) มากกว่าระดับที่ยอมรับได้เล็กน้อยสามารถสรุปผลได้ดังนี้

a. การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (FDI ASEAN+3)

จากผลการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) แสดงจากสมการด้านบน พบว่าการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์กับการลงทุนของภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (Real Private Investment) ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 โดยตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อ

ไตรมาส จะทำให้การลงทุน ณ ราคาคงที่ ของภาคเอกชนในช่วงเดียวกันนั้นปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.043 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว)¹⁸ เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ โดยสามารถอธิบายได้ว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายในการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีผลกระทบโดยตรงต่อการลงทุนภาคเอกชน เนื่องจากการลงทุนในลักษณะดังกล่าวเป็นการนำเม็ดเงินมาลงทุนโดยตรงผ่านบริษัทลูกที่ตั้งอยู่ในประเทศไทย หรือเป็นการนำเม็ดเงินเพื่อมาก่อตั้งบริษัทหรือโรงงานแห่งใหม่ ดังนั้น ผลกระทบจึงรวดเร็วและเห็นผลชัดเจน ในกรณีของประเทศไทย การลงทุนโดยตรงส่วนใหญ่จะมาจากประเทศญี่ปุ่นที่มีสัดส่วนมากกว่าครึ่งของการลงทุนโดยตรงทั้งหมดในปี 2552 อย่างไรก็ตาม การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 อาจจะต้องใช้เวลาเพื่อให้เกิดผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ดังนั้น การศึกษาถึงตัวแปรด้านเวลาของประเภทของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่จะมีผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนจึงเป็นสิ่งสำคัญ

การศึกษาได้ให้ความสำคัญกับระยะเวลาของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่จะมีผลต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ โดยมีสมมุติฐานที่ว่า เงินทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ของไตรมาสที่แล้ว หรือ 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมาจะมีผลต่อการขยายตัวการลงทุนในไตรมาสปัจจุบัน จึงได้ใช้สมการกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) เพื่อศึกษาถึงผลกระทบดังกล่าว สมการ 4 และ 5 ในภาคผนวก ข บ่งชี้ว่าแบบจำลอง OLS แสดงความสัมพันธ์ของการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในช่วง 2 และ 3 ไตรมาสก่อนหน้า (Lagged variables) กับการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ในไตรมาสปัจจุบัน โดยหากพิจารณาความเหมาะสมของแบบจำลอง OLS ซึ่งดูจากค่า R-SQUARED พบว่ามีค่าอยู่ในระดับที่สูงที่ 0.94 ซึ่งเป็นการอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระในสมการสามารถอธิบายผลของตัวแปรตามได้ถึงร้อยละ 94 ในขณะเดียวกัน ค่า Durbin-Watson ในกรณี 2 และ 3 ไตรมาสหลังอยู่ระดับที่ 2.01397 และ 1.669269 ตามลำดับ ซึ่งค่าทั้ง 2 ช่วงสามารถอธิบายได้ว่าไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวรบกวนหรือตัวรบกวนในแต่ละช่วงเวลาไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันในระดับที่ยอมรับได้

การศึกษาพบว่า การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ในช่วง 2-3 ไตรมาสหลังจากที่มีการไหลเข้าของการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 โดยหาก การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในช่วง 2 และ 3 ไตรมาสก่อนหน้า ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้การลงทุน ณ ราคาคงที่ ของภาคเอกชนในไตรมาสปัจจุบัน ปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.083 และ 0.086 ต่อไตรมาสตามลำดับ (จัดผลทางฤดูกาลแล้ว) โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ (ดูจากภาคผนวก ข สมการที่ 4 และ 5) อย่างไรก็ตาม ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 เงินลงทุนโดยตรงไม่มีความสัมพันธ์กับการ

¹⁸ เนื่องจากข้อมูลชุดข้อมูลอนุกรมเวลา (Time series data) รายไตรมาส โดยการขจัดปัจจัยของผลทางฤดูกาลแล้วนั้น ทำให้ค่าสัมประสิทธิ์แสดงผลการเปลี่ยนแปลงของไตรมาสต่อไตรมาส (% Q-o-Q Seasonally Adjusted)

ลงทุน ณ ราคาคงที่ ในประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนให้เห็นว่า เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีได้ก่อให้เกิดผลเสียต่อเศรษฐกิจไทยในช่วงเกิดวิกฤตปี 2540 แต่อย่างใด

b. การลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (PORTFOLIO ASEAN+3)

จากสมการด้านบนโดยใช้สมการกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) พบว่าการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ของประเทศไทยในภาวะปกติ ในขณะที่ ผลจากการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) บ่งชี้ถึงความสัมพันธ์ในเชิงลบของเงินการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และการลงทุน ณ ราคาคงที่ ในประเทศไทย โดยที่หากเงินการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส ส่งผลให้การลงทุนของภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (Real Private Investment) หดตัวลงร้อยละ 0.046 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 โดยสามารถอธิบายได้ว่าการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีผลทำให้การลงทุนภาคเอกชนลดน้อยลง เนื่องมาจากการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายในลักษณะดังกล่าวส่วนใหญ่เป็นการเก็งกำไรในตลาดหลักทรัพย์ทำให้มีผลในเชิงลบต่อการลงทุนภาคเอกชน สอดคล้องกับผลการศึกษาผลกระทบของการลงทุนในหลักทรัพย์ต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Capitalization Stock Market) ที่บ่งชี้ว่า เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของตลาดหลักทรัพย์ ผลการศึกษาสอดคล้องกับการศึกษาของ Baharumshah และ Thanoon (2006) ที่บ่งชี้ว่า เงินทุนไหลเข้าในแถบประเทศเอเชียในรูปการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นการลงทุนในระยะสั้น โดยส่วนใหญ่เป็นการลงทุนในธุรกรรมอสังหาริมทรัพย์ซึ่งมีการผันผวนที่สูง (High volatility) เป็นเหตุผลที่ทำให้เกิดพฤติกรรมต่อต้านการสร้างประสิทธิภาพการทำงาน (Counterproductivity) จึงมีผลในเชิงลบต่อการลงทุนภาคเอกชน

ทั้งนี้ เมื่อพิจารณา ความสัมพันธ์การลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 โดยใช้แบบจำลอง OLS และจากสมการด้านบนนี้ พบว่า ความสัมพันธ์เป็นไปในเชิงลบ กล่าวคือ เงินการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เพิ่มสูงขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาสในช่วงวิกฤตปี 2540 (ดูจากตัวแปรเงินการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 x Crisis40 ในภาคผนวก ข สมการที่ 6) ส่งผลให้การลงทุน ณ ราคาคงที่ หดตัวที่ร้อยละ 0.328 ต่อไตรมาส เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ โดยสามารถอธิบายได้จากการที่ในช่วงวิกฤตปี 2540 เงินทุนไหลเข้าในรูปเงินการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิก

อาเซียน+3 เข้ามาในช่วงเดียวกันกับการหยุดชะงักของโครงการลงทุนในช่วงดังกล่าว เงินทุนที่ไหลเข้าจึงไม่ได้ถูกนำมาลงทุน จึงทำให้เกิดความสับสนเชิงลบของ 2 ตัวแปร

ในเชิงเศรษฐมิติ การใช้ตัวแปรเวลา (Time trend) เพื่อใช้ในการขจัดความไม่หยุดนิ่งของข้อมูลอนุกรมเวลา (Non-stationary data) จากสมการด้านบนนี้ เมื่อขจัดความไม่หยุดนิ่งของข้อมูลตัวแปรตามแล้วนั้นพบว่า จากสมการ 7 ในภาคผนวก ข ผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้าย โดยเฉพาะเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศที่มาจากประเทศกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ลดน้อยลง โดยเมื่อเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในไตรมาสปัจจุบันเพิ่มขึ้น 1 พันล้านบาท จะส่งผลให้การลงทุน ณ ราคาคงที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.020 จากเดิมที่เคยขยายตัวถึงร้อยละ 0.043 จากแบบจำลอง 2SLS ที่ไม่มีตัวแปรเวลา¹⁹ โดยที่มูลค่าการลงทุน ณ ราคาคงที่ ของประเทศไทยมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกกับระยะเวลาที่ผ่านมา กล่าวคือ ระยะเวลาที่เปลี่ยนแปลงไป 1 ไตรมาส จะทำให้การลงทุน ณ ราคาคงที่ ของประเทศไทยขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.004 โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

c. ผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)

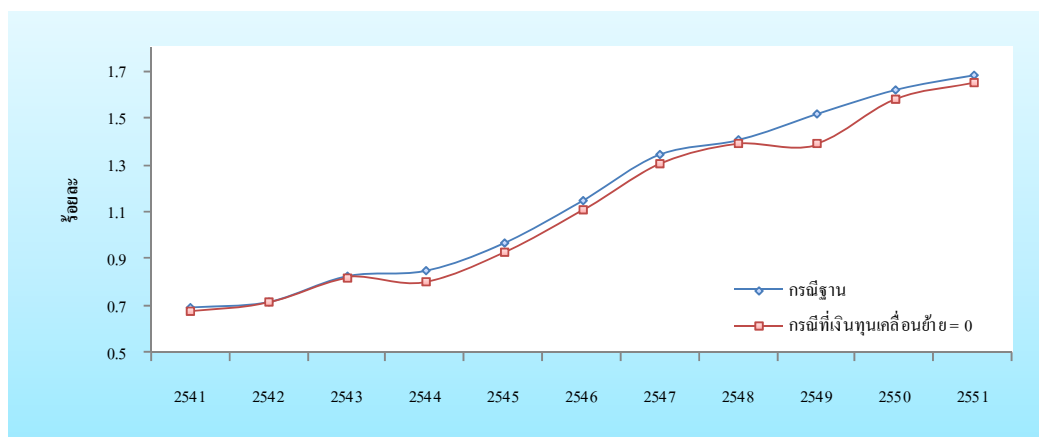
จากการศึกษาการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 สู่ประเทศไทย ในช่วงระหว่างปี 2540-2551 พบว่า ในช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติ เงินทุนเคลื่อนย้ายมีบทบาทในการส่งเสริมการลงทุนภาคเอกชนโดยส่งผลในเชิงบวกกับการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ กล่าวคือ จากแผนภาพที่ 44 เงินทุนเคลื่อนย้ายที่อยู่ระดับร้อยละ 2-4 ต่อ GDP ในช่วงปี 2541 ถึง 2548 ได้มีส่วนช่วยผลักดันให้การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ของประเทศไทยเพิ่มขึ้นกว่าร้อยละ 0.01-0.04 ต่อปี²⁰ ทั้งนี้ การศึกษาได้วัดผลกระทบในช่วงเวลาที่ผิดปกติทั้งในช่วงวิกฤตปี 2540 และในช่วงการเก็งกำไรค่าเงินบาทปี 2549 พบว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ 2540 มีผลทำให้การลงทุนภาคเอกชนหดตัวกว่าร้อยละ 0.01 ต่อปี ในขณะที่ ในปี 2549 ซึ่งเป็นช่วงที่ค่าเงินบาทมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่องและก่อให้เกิดการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายเพื่อเข้ามาเก็งกำไรจากแนวโน้มการแข็งค่าขึ้นของเงินบาท กอปรกับการไหลเข้าของเงินลงทุนโดยตรงที่เพิ่มสูงขึ้น ทำให้เงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีสัดส่วนกว่าร้อยละ 5.1 ต่อ GDP ในปี 2549 มีส่วนทำให้การลงทุนภาคเอกชนขยายตัวกว่าร้อยละ 0.13 ต่อปี อย่างไรก็ตาม ผลกระทบในเชิงบวกนี้มาจากเงิน

¹⁹ อย่างไรก็ตาม การนำตัวแปรเวลาไปใช้ในแบบจำลอง ทำให้ตัวแปรเงินทุนเคลื่อนย้ายไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของไทย บ่งชี้ว่า ข้อมูลของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของไทยไม่มีความหยุดนิ่ง (Non-stationary data) และก่อให้เกิดความไม่สัมพันธ์กันของตัวแปรตามและตัวแปรเงินทุนเคลื่อนย้าย การศึกษาจำเป็นต้องใช้แบบจำลอง First-differenced model หรือ Error Correction Model เพื่อศึกษาในแนวทางด้านเศรษฐมิติ

²⁰ สอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ของ เวทวงศ์ พ่วงทรัพย์ และคณะ (2552) ที่พบว่า การเพิ่มขึ้นของเงินทุนเคลื่อนย้าย 3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ส่งผลให้ผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ขยายตัวที่ร้อยละ 0.4 ไตรมาส หรือ เงินทุนเคลื่อนย้ายเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ส่งผลให้ผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ เพิ่มขึ้นร้อยละ 1.33 ต่อไตรมาสการศึกษานี้ใช้ข้อมูลตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 2539 ถึง ไตรมาสที่ 4 ปี 2551 โดยใช้แบบจำลองของเศรษฐกิจมหภาคสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง (ดู เวทวงศ์ พ่วงทรัพย์ พงศ์นคร โกษากรณ์ สุทธิ เหลืองอร่ามกุล และณนุช ดันดิสันติวงศ์ (2549))

ลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เป็นหลัก ในขณะที่ เงินลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการเก็งกำไรสูงยังมีส่วนน้อยในการสนับสนุนการลงทุน

แผนภาพที่ 44 ผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)



ที่มา คณะผู้วิจัย

3. ผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม (Lending rate)

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของประเทศไทยมีรายละเอียดดังนี้

สมการผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม

$$\begin{aligned} \text{Ln(MLR)} = & 0.911 \cdot \text{Ln(MLR)}(-1) + 0.034 \cdot \text{FDI_ASEAN3} + 0.001 \cdot \text{PORT_ASEAN3} \\ & [20.56]^{***} \quad [2.99]^{***} \quad [0.08] \\ & + 0.009 \cdot \text{Ln(FED_FUND)} - 0.067 \cdot \text{Ln(REER)} - 0.151 \cdot \text{Ln(CORE)} - 0.036 \cdot \text{CRISIS40} + 1.128 \\ & [-2.95]^{***} \quad [2.31]^{**} \quad [-6.48]^{***} \quad [-1.29] \quad [6.38]^{***} \end{aligned}$$

$$R\text{-SQUARED} = 0.99 \quad D.W. = 1.325033$$

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

* แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10

** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาได้เลือกใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) เนื่องจากหากพิจารณาความเหมาะสมของแบบจำลอง OLS ซึ่งดูจากค่า R-SQUARED ในสมการอยู่ในระดับที่สูงมากที่สุดที่ 0.99 ซึ่งบ่งชี้ว่าตัวแปรอิสระในสมการสามารถอธิบายผลของตัวแปรตามได้ถึงประมาณร้อยละ 99 ในขณะที่ค่า Durbin-Watson อยู่ในระดับ 1.325033 สะท้อนว่าตัวแปรภายในแต่ละช่วงเวลาอาจมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน (Autocorrelation) มากกว่าระดับที่ยอมรับได้เพียงเล็กน้อย

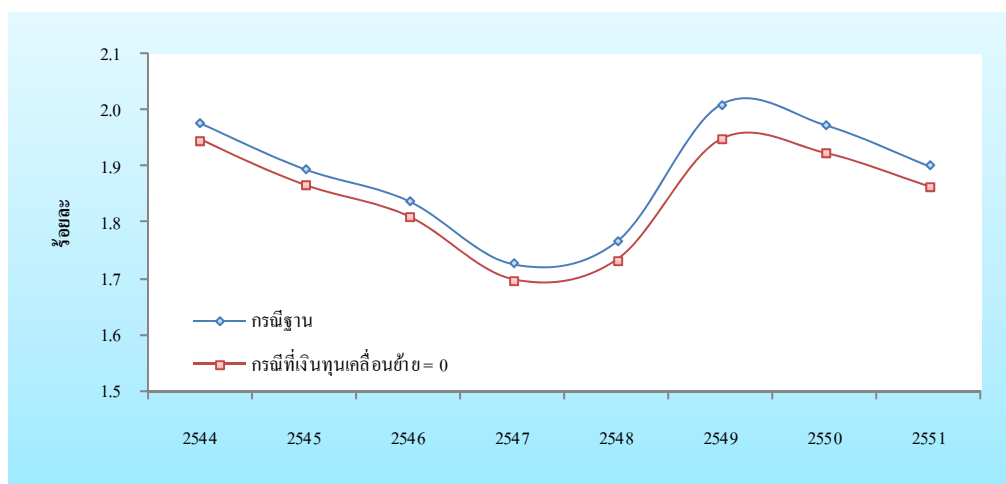
ทั้งนี้จากผลการศึกษาพบว่าหากมีการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เข้ามาในประเทศไทย เพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ จะส่งผลต่ออัตราการขยายตัวในทิศทางเดียวกันของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกค่าขึ้นดีที่ร้อยละ 0.03 ต่อไตรมาส โดยมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเงินลงทุนเคลื่อนย้ายในรูปการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีผลกระทบโดยตรงต่อการลงทุนภาคเอกชน ทำให้มีการลงทุนเพิ่มขึ้น เช่น บริษัทข้ามชาติมีการนำเม็ดเงินมาลงทุนโดยตรงผ่านบริษัทลูกที่ตั้งอยู่ในประเทศไทย หรือเป็นการนำเม็ดเงินเพื่อมาก่อตั้งบริษัทหรือโรงงานแห่งใหม่เพิ่มขึ้น ก็จะผลักดันให้ธุรกิจหรือบริษัทอื่นๆที่เกี่ยวข้องในประเทศมีการลงทุนหรือเพิ่มทุนด้วย (Crowding-in effect) ซึ่งจะส่งผลให้อุปสงค์ของสินเชื่อขยายตัว เป็นผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (MLR) เพิ่มขึ้นเช่นกัน แม้ว่าเงินการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ของไตรมาสปัจจุบันจะไม่มีผลต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ แต่เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Portfolio ASEAN+3) ของ 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมาส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ปรับตัวไปในทิศทางบวก กล่าวคือ เมื่อเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Portfolio ASEAN+3) ของ 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมา เพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ จะส่งผลต่ออัตราการขยายตัวของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกค่าขึ้นดีขยายตัวร้อยละ 0.04 ต่อไตรมาส โดยมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (ดูจากภาคผนวก ข สมการที่ 8 และ 9)

ผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกค่าขึ้นดีโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)

จากการศึกษาการไหลเข้าของเงินลงทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 สู่อุตสาหกรรมในประเทศไทย ในช่วงระหว่างปี 2540-2551 พบว่า เงินลงทุนเคลื่อนย้ายมีบทบาทในการส่งเสริมการลงทุนและส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกค่าขึ้นดี กล่าวคือ จากแผนภาพที่ 45 เงินลงทุนเคลื่อนย้ายที่อยู่ระดับร้อยละ 2-4 ต่อ GDP ในช่วงปี 2544 ถึง 2548 ได้มีส่วนช่วยผลักดันให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกค่าขึ้นดี ของประเทศไทยเพิ่มขึ้นกว่าร้อยละ 0.02-0.03 ต่อปี ในขณะที่ ในปี 2549 ซึ่งเป็นช่วงที่ค่าเงินบาทมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่องและก่อให้เกิดการไหลเข้าของเงินลงทุนเคลื่อนย้ายเพื่อเข้ามาเก็งกำไรจากแนวโน้มการแข็งค่าขึ้นของเงินบาท กอปรกับการไหลเข้าของเงินลงทุนโดยตรงที่เพิ่มสูงขึ้น ทำให้เงินลงทุนเคลื่อนย้ายที่มีสัดส่วนกว่าร้อยละ 5.1 ต่อ GDP เงินลงทุนเคลื่อนย้ายมีส่วนทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกค่าขึ้นดีขยายตัวร้อยละ 0.06 ต่อปี อย่างไรก็ตาม

ตาม ผลกระทบในเชิงบวกนี้มาจากเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เป็นหลัก ในขณะที่เงินลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการเก็งกำไรสูงยังมีส่วนน้อยในการสนับสนุนการลงทุน

แผนภาพที่ 45 ผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี โดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์



ที่มา คณะผู้วิจัย

4. ผลกระทบต่อดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (Real effective exchange rate)

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงของประเทศไทยมีรายละเอียดปรากฏได้ตามนี้

a. การลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (PORTFOLIO ASEAN+3)

การศึกษาแสดงผลของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่มีต่อดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงโดยมีสมการหลักดังนี้

สมการผลกระทบต่อดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER)

$$\begin{aligned} \text{Ln(REER)} = & 0.148 \cdot \text{Ln(REER)}(-1) - 0.018 \cdot \text{FDI_ASEAN3} + 0.168 \cdot \text{PORT_ASEAN3} \\ & [1.15] \quad \quad \quad [-0.30] \quad \quad \quad [2.68]^{***} \\ & + 0.389 \cdot \text{Ln(RGDP)} + 0.322 \cdot \text{Ln(M3)} + 0.052 \cdot \text{CRISIS40} + 0.303 \\ & [1.66] \quad \quad \quad [2.99]^{***} \quad \quad \quad [0.70] \quad \quad \quad [0.66] \end{aligned}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.66 \quad \text{D.W.} = 2.054875$$

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

* แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10

** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากสมการถดถอยโดยใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) พบว่าการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสำคัญในทิศทางเดียวกันกับดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง กล่าวคือ เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาสส่งผลให้ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงแข็งค่าขึ้นที่ร้อยละ 0.168 ต่อไตรมาส เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่และปรับผลทางฤดูกาลแล้วโดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยสามารถอธิบายได้จากการที่เมื่อมีเงินทุนที่ไหลเข้าในรูปเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 จะทำให้มีการแลกเปลี่ยนเงินตราจากสกุลเงินของประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มาเป็นเงินบาทเพื่อเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ของประเทศไทย อีกทั้ง ในการคำนวณดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงของประเทศไทยมีการจัดทำตะกร้าค่าเงินโดยใช้ค่าเงินของประเทศคู่ค้าหลักของไทยซึ่งในทางปฏิบัติแล้วประกอบไปด้วยสกุลในภูมิภาคเป็นส่วนใหญ่ ดังนั้น การนำเงินลงทุนในสกุลเงินประเทศต่างๆ ในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ซึ่งเป็นสกุลเงินคู่ค้าหลักของประเทศไทยตามตะกร้าสกุลเงินตามนิยามดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงของประเทศไทย²¹ โดยคิดเป็นสัดส่วนที่มีนัยสำคัญนั้นมาแลกเปลี่ยนเป็นเงินบาทเพื่อเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์นั้นย่อมส่งผลให้ค่าเงินบาทมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นเทียบกับค่าเงินในสกุลของกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ซึ่งสะท้อนได้จากดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงที่แข็งค่าขึ้น

อย่างไรก็ตาม จากแบบจำลองการใช้สมการกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) จากสมการที่ 12 ในภาคผนวก ข พบว่าการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่ผ่านมาแล้ว 3 ไตรมาส มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง กล่าวคือ เงินการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส ส่งผลให้ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงอ่อนค่าลงที่ร้อยละ 0.198 ต่อไตรมาส เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่และปรับผลทางฤดูกาลแล้ว โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ทั้งนี้ ความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจจะสามารถอธิบายได้จากการที่เงินลงทุนที่ไหลเข้ามาในรูปการลงทุนตลาดหลักทรัพย์มักจะเป็นการลงทุนในระยะสั้น ดังนั้นในช่วง 2-3 ไตรมาสหลังจากที่

²¹ ดัชนีค่าเงินบาทของประเทศไทยตามนิยามของธนาคารแห่งประเทศไทย ประกอบด้วยค่าเงินจากประเทศ ญี่ปุ่น จีน เกาหลี ออสเตรเลีย อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ ไต้หวัน สิงคโปร์ สหรัฐ เยอรมัน ฝรั่งเศส เนเธอร์แลนด์ เบลเยียม สวิตเซอร์แลนด์ สเปน เดนมาร์ก สหราชอาณาจักร อินเดีย ออสเตรเลีย ปากีสถาน และ เม็กซิโก

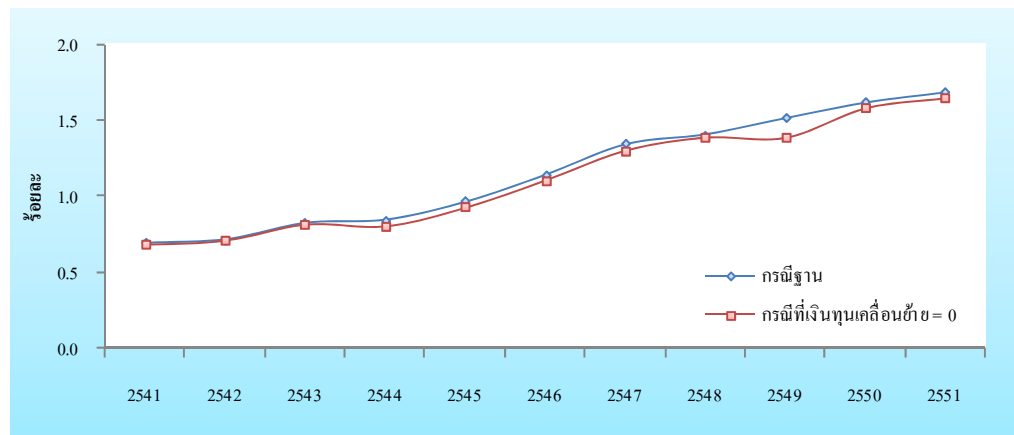
มีเงินลงทุนไหลเข้ามาจากประเทศสมาชิกอาเซียน+3 สู่ประเทศไทยนั้นอาจมีการไหลกลับออกไปจากประเทศไทยอีกครั้ง ทั้งนี้ ในช่วงที่มีเงินลงทุนไหลออกจากประเทศไทยจะก่อให้เกิดการแลกเปลี่ยนเงินสกุลบาทเป็นเงินสกุลอื่นๆ เพื่อนำเงินออกนอกประเทศไทยเพื่อไปลงทุนต่อหรือนำกลับสู่ภูมิภาคและจะส่งผลให้ค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับสกุลเงินของประเทศคู่ค้าสะท้อนได้จากดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงของไทยที่อ่อนค่าลง

อย่างไรก็ตาม เงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราเงินเฟ้อในประเทศไทย เนื่องจากประเทศไทยมีลักษณะเศรษฐกิจแบบเล็กและเปิด (Small Open Economy) ดังนั้นปริมาณเงินที่เพิ่มเข้ามาจากการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจึงไม่มีผลกับอัตราเงินเฟ้อในประเทศ เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อในประเทศเกิดจากภาวะเงินเฟ้อที่เกิดจากต้นทุนสูงขึ้น (Cost Push Inflation) โดยเฉพาะจากราคาน้ำมัน ในขณะที่ปริมาณความต้องการที่เพิ่มขึ้นจากเงินที่เพิ่มขึ้นจะถูกสะท้อนในความต้องการนำเข้าที่เพิ่มขึ้นจึงไม่เป็นแรงกดดันต่ออัตราเงินเฟ้อในประเทศ ในรูปของเงินเฟ้อที่เกิดจากแรงดึงทางด้านอุปสงค์ (Demand Pull Inflation)

b. ผลกระทบต่อดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)

จากการศึกษาการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 สู่ประเทศไทย ในช่วงระหว่างปี 2540-2551 พบว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายมีบทบาทในการทำให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นโดยส่งผลให้ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงปรับตัวเพิ่มขึ้น กล่าวคือ จากแผนภาพที่ 46 เงินทุนเคลื่อนย้ายที่อยู่ระดับ 2-4 ของ GDP ปี 2540 ถึง 2551 ได้มีส่วนช่วยผลักดันให้ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงของประเทศไทยเพิ่มขึ้นกว่าร้อยละ 0.03-0.16 ต่อปี ทั้งนี้ การศึกษาได้วัดผลกระทบในช่วงเวลาที่ผิดปกติจากการเก็งกำไรค่าเงินบาทปี 2549 พบว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายในช่วงดังกล่าวมีผลทำให้ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงแข็งค่าขึ้นจากกรณีที่ไม่มีเงินทุนเคลื่อนย้ายไหลเข้ามาจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในระดับที่ต่ำกว่าระดับเฉลี่ย เนื่องจากในช่วงปลายปี 2549 ธปท. ได้มีการเข้าดูแลค่าเงินบาทจากลดเพื่อการเก็งกำไรจากค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น โดยได้มีการจัดทำมาตรการกันสำรองเงินทุนไหลเข้าในหลักทรัพย์ จึงอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้ดัชนีค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นในระดับที่น้อยกว่าในช่วงอื่นๆ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบต่อดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงมาจากเงินการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เป็นหลัก ในขณะที่ เงินลงทุนโดยตรงยังมีส่วนน้อยที่ส่งผลกระทบต่อดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง

แผนภาพที่ 46 ผลกระทบต่อดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)



ที่มา คณะผู้วิจัย

5. ผลกระทบต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย (Market Capitalisation)

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย (Market Capitalization of the Stock Exchange of Thailand: MARKETCAP) มีรายละเอียดดังนี้²²

a. การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (FDI ASEAN+3)

มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญใน 2 กรณี คือ การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในไตรมาสปัจจุบันการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ผ่านไปแล้ว 2 ไตรมาส โดยสามารถอธิบายความสัมพันธ์ในแต่ละกรณี โดยรายละเอียดมีดังนี้

สมการผลกระทบต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์

$$\begin{aligned} \text{Ln(MARKETCAP)} = & 0.853 \cdot \text{Ln(MARKETCAP)}(-1) + 0.148 \cdot \text{FDI_ASEAN3} + 0.005 \cdot \text{PORT_ASEAN3} \\ & [15.68]^{***} \quad [2.24]^{**} \quad [0.08] \\ & - 0.428 \cdot \text{Ln(LENDING_RATE)} + 0.156 \cdot \text{CRISIS40} + 1.34 \\ & [-2.06]^{**} \quad [1.09] \quad [2.74]^{***} \end{aligned}$$

$$\text{D.W.} = 2.661871 \quad \text{HAUSMAN STATISTIC} = 9.71 \quad (0.0840)$$

²² การศึกษาโดยใช้แบบจำลองทางเศรษฐมิติ โดยใช้โปรแกรม Stata 8 ดู Cameron and Trivedi (2009)

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

* แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10

** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาได้เลือกใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) ในบางกรณีที่ผลการทดสอบทางสถิติมีนัยสำคัญ โดยในกรณีเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีผลในไตรมาสปัจจุบัน Hausman Statistics อยู่ในระดับ 9.71 โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.00 บ่งชี้ว่า การใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) เหมาะสมกับข้อมูลที่มีอยู่มากกว่าการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) ในขณะเดียวกัน ค่า Durbin-Watson อยู่ในระดับที่ 2.661871 บ่งชี้ว่าตัวรบกวนในแต่ละช่วงเวลาอาจมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน (Autocorrelation) มากกว่าระดับที่ยอมรับได้เล็กน้อย ทั้งนี้ ผลการศึกษาจากการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) แสดงจากสมการด้านบนพบว่ากรณีการลงทุนโดยตรงในไตรมาสปัจจุบัน ผลการศึกษาจากการประมาณค่าทางเศรษฐมิติกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2 Stages Least Square: 2SLS)²³ บ่งชี้ว่าเมื่อการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย (Market Capitalisation) ขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.148 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า เมื่อบริษัทเอกชนนำเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ทำให้มูลค่าหุ้นของบริษัทนั้นในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยเพิ่มสูงขึ้นทันที เนื่องจากนักลงทุนมีความเชื่อมั่นต่อสถานภาพของบริษัทว่าจะสามารถทำกำไรได้ในอนาคต ทำให้ความต้องการซื้อหุ้นของบริษัทเอกชนต่างๆ หรือบริษัทที่เกี่ยวข้องในตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นในทันที ส่งผลให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์โดยรวมเพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน อย่างไรก็ตาม การลงทุนในหลักทรัพย์จากประเทศกลุ่มสมาชิกอาเซียน+3 ไม่มีผลต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ

ทั้งนี้จากการศึกษาพบว่ามูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยยังมีผลกระทบที่มีนัยสำคัญในช่วง 2 ไตรมาสหลังจากที่มีเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 จากการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) พบว่า แบบจำลอง OLS แสดงความสัมพันธ์ของการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในช่วง 2 ไตรมาสก่อนหน้า (Lagged variables) กับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ในไตรมาสปัจจุบัน (ดูจากภาคผนวก ข สมการที่ 15) พบว่าเมื่อการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิก

²³ การศึกษาในครั้งนี้ได้ให้ความสำคัญกับแบบจำลองที่จะนำมาวิเคราะห์ผลของตัวแปร โดยใช้วิธีการเปรียบเทียบแบบจำลอง 2 แบบ จากการศึกษาพบว่าแบบจำลองทางเศรษฐมิติกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) ให้ผลที่สอดคล้องกับข้อมูลมากกว่าการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) ซึ่งเมื่อพิจารณา Hausman Statistics พบว่าอยู่ที่ระดับ 9.17 โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 บ่งชี้ว่าแบบจำลองทางเศรษฐมิติกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) เหมาะสมที่สุดในการนำมาใช้กับข้อมูลที่มีอยู่

อาเซียน+3 เพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย (Market Capitalization) ขยายตัวที่ร้อยละ 0.137 เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า เมื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้นำเงินทุนในรูปแบบเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ไปลงทุนผ่านไปแล้ว 2 ไตรมาส เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศจะทำให้บริษัทมีผลกำไรเพิ่มขึ้นหรือมีมูลค่าทรัพย์สินเพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้เกิดการขยายตัวของมูลค่ารวมของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalization)

ในเชิงเศรษฐมิติ การใช้ตัวแปรเวลา (Time trend) เพื่อใช้ในการวัดความไม่หยุดนิ่งของข้อมูลอนุกรมเวลา (Non-stationary data) (ดูจากภาคผนวก ข สมการที่ 16) เมื่อวัดความไม่หยุดนิ่งของข้อมูลตัวแปรตามแล้วนั้นพบว่า ผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้าย โดยเฉพาะเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศที่มาจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ลดน้อยลง โดยเมื่อเงินทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในไตรมาสปัจจุบัน เพิ่มขึ้น 1 พันล้านบาท จะส่งผลให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.082 จากเดิมที่เคยขยายตัวถึงร้อยละ 0.148 จากแบบจำลอง 2SLS ที่ไม่มีตัวแปรเวลา²⁴ บ่งชี้ว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายและมูลค่าตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในระยะสั้นด้วยเช่นกัน โดยที่มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกกับระยะเวลาที่ผ่านมา กล่าวคือ ระยะเวลาที่เปลี่ยนแปลงไป 1 ไตรมาส จะทำให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.026 โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ซึ่งส่วนนี้อาจอธิบายได้จากพฤติกรรมการระดมทุนของบริษัทเอกชนในประเทศไทย ที่เริ่มให้ความสำคัญกับการระดมทุนผ่านการขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ขยายตัวเพิ่มขึ้นเมื่อเวลาผ่านไป

b. ผลกระทบต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย

จากการศึกษาการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 สู่อประเทศไทย ในช่วงระหว่างปี 2540-2551 พบว่า ในช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติ เงินทุนเคลื่อนย้ายมีบทบาทในการส่งเสริมมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยโดยส่งผลในเชิงบวกกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย กล่าวคือ จากแผนภาพที่ 47 เงินทุนเคลื่อนย้ายที่อยู่ระดับร้อยละ 2-4 ต่อ GDP ในช่วงปี 2544 ถึง 2551 (ดูแผนภาพที่ 43 และ 44) ได้มีส่วนช่วยผลักดันให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยเพิ่มขึ้นกว่าร้อยละ 0.13-0.27 ต่อปี ผลกระทบในเชิงบวกนี้มาจากเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เป็นหลัก ในขณะที่เงินลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการเก็งกำไรสูงยังมีส่วนน้อยในการสนับสนุนมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย

²⁴ อย่างไรก็ตาม การนำตัวแปรเวลามาใช้ในแบบจำลอง ทำให้ตัวแปรเงินทุนเคลื่อนย้ายไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของไทย บ่งชี้ว่าข้อมูลของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของไทยไม่มีความหยุดนิ่ง (Non-stationary data) และก่อให้เกิดความไม่สัมพันธ์กันของตัวแปรตามและตัวแปรเงินทุนเคลื่อนย้าย การศึกษาจำเป็นต้องใช้แบบจำลอง First-differenced model หรือ Error Correction Model เพื่อศึกษาในแนวทางด้านเศรษฐมิติ

แผนภาพที่ 47 ผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)



ที่มา คณะผู้วิจัย

6. ผลกระทบต่ออัตราการว่างงาน

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่ออัตราการว่างงานของประเทศไทย โดยรายละเอียดมีดังนี้

สมการผลกระทบอัตราการว่างงาน

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{UN_RATE}) = & 0.311 \cdot \text{Ln}(\text{UN_RATE})(-1) - 0.244 \cdot \text{FDI_ASEAN3}(-3) + 0.033 \cdot \text{PORT_ASEAN3}(-3) \\ & [2.65]** \quad \quad \quad [-2.50]** \quad \quad \quad [0.34] \\ & + 0.459 \cdot \text{CRISIS40} + 0.688 \\ & [3.69]*** \quad \quad \quad [4.29]*** \end{aligned}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.66 \quad \text{D.W.} = 1.697228$$

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

* แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10

** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

a. การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (FDI ASEAN+3)

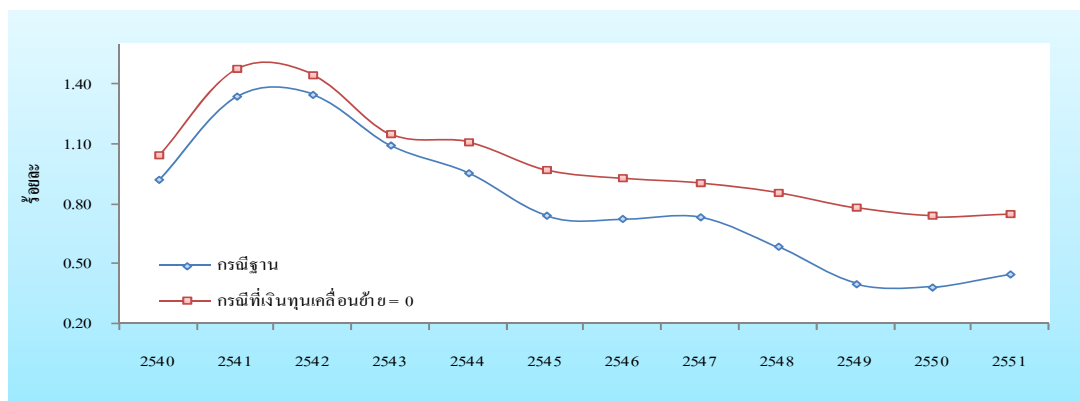
การศึกษาได้เลือกใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) เนื่องจากหากพิจารณาความเหมาะสมของแบบจำลอง OLS ซึ่งดูจากค่า R-SQUARED ในสมการอยู่ในระดับที่ 0.66 ซึ่งบ่งชี้ว่าตัวแปรอิสระในสมการสามารถอธิบายผลของตัวแปรตามได้ถึงประมาณร้อยละ 66 ในขณะที่ค่า Durbin-Watson ในสมการดังกล่าวอยู่ที่ระดับ 1.697228 สะท้อนว่าตัวแปรภายในแต่ละช่วงเวลาไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันในระดับที่ยอมรับได้

จากผลการศึกษาพบว่าเมื่อการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ของ 3 ไตรมาสที่ผ่านมา เข้ามาในประเทศเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ จะทำให้อัตราการว่างงานหดตัวที่ร้อยละ 0.24 ต่อไตรมาส โดยมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยสามารถอธิบายได้ว่าเมื่อมีเงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เข้ามายังประเทศไทยจะมีผลกระทบในเชิงบวกต่อการลงทุนภาคเอกชน ซึ่งส่งผลให้มีการจ้างงานเพิ่มขึ้น และอัตราการว่างงานลดลง เช่น บริษัทข้ามชาติมีการนำเม็ดเงินมาลงทุนโดยตรงผ่านบริษัทลูกที่ตั้งอยู่ในประเทศไทย หรือเป็นการนำเม็ดเงินเพื่อก่อตั้งบริษัทหรือโรงงานแห่งใหม่ หรือขยายกิจการเพิ่มขึ้น จำเป็นต้องมีการจ้างงานในท้องถิ่นที่มีโรงงานนั้นๆ ตั้งอยู่ นอกจากนี้ พบว่าเงินการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 จะไม่มีผลต่ออัตราการว่างงาน

b. ผลกระทบต่ออัตราการว่างงานโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)

จากการศึกษาการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 สู่ประเทศไทย ในช่วงระหว่างปี 2540-2551 พบว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายมีบทบาทในการส่งเสริมการลงทุนและส่งผลต่ออัตราการว่างงาน กล่าวคือ จากแผนภาพที่ 48 เงินทุนเคลื่อนย้ายที่อยู่ระดับร้อยละ 2-4 ต่อ GDP ในช่วงปี 2541 ถึง 2547 ได้มีส่วนช่วยผลักดันให้อัตราการว่างงานของประเทศไทยลดลงกว่าร้อยละ 0.12 ถึง 0.23 ต่อปี ในขณะที่ ในปี 2548 ถึง 2551 เงินทุนเคลื่อนย้ายที่อยู่ระดับร้อยละ 4-5 ต่อ GDP ได้มีส่วนช่วยผลักดันให้อัตราการว่างงานของประเทศไทยลดลงกว่าร้อยละ 0.27 ถึง 0.39) ต่อปี

แผนภาพที่ 48 ผลกระทบต่ออัตราการว่างงาน โดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)



ที่มา คณะผู้วิจัย

6.1.2 ประเทศญี่ปุ่น

ในการศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อตัวแปรต่างๆ ของเศรษฐกิจญี่ปุ่น คณะผู้วิจัยฯ ได้ใช้ข้อมูลทศนิยมอนุกรมเวลา รายไตรมาสในช่วงไตรมาสที่ 1 ของปี 2548 ถึงไตรมาสที่ 3 ของปี 2552 โดยตัวแปรภายนอก (Exogenous Variables) ที่มีความสัมพันธ์กับเงินทุนเคลื่อนย้ายอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ คือ เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 (Portfolio ASEAN+3) นอกจากนี้ การศึกษาได้ใช้เทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model) เพื่อศึกษาผลกระทบของตัวแปรภายนอกดังกล่าวต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศญี่ปุ่นในช่วงเวลาต่างๆ รายละเอียดมีดังนี้

1. ผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ (Real GDP)

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศญี่ปุ่น โดยรายละเอียดมีดังนี้

a. การลงทุนในหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 (Portfolio ASEAN+3)

การศึกษาแสดงผลของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 ที่มีต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศญี่ปุ่น โดยมีสมการหลักดังนี้

สมการผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศญี่ปุ่น (Real GDP)

$$\text{Ln(RGDP)} = 0.795 \cdot \text{Ln(RGDP)}(-1) - 0.003 \cdot \text{FDI_ASEAN3} - 0.008 \cdot \text{PORT_ASEAN3}$$

$$+ 0.299 \cdot \text{Ln(RIP/GDP)} - 0.002 \cdot \text{CRISIS51} - 0.002 \cdot \text{TIME} + 1.853$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.83 \quad \text{D.W.} = 2.680088$$

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

* แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10

** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาได้เลือกใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) โดยเมื่อดูจากค่า R-SQUARED พบว่ามีค่าอยู่ในระดับสูงที่ 0.83 ซึ่งเป็นการอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระในสมการสามารถอธิบายผลของตัวแปรตามได้ถึงร้อยละ 83 ในขณะเดียวกัน ค่า Durbin-Watson อยู่ระดับที่ 2.680 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวรบกวนหรือตัวรบกวนในแต่ละช่วงเวลาอาจมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันมากกว่าระดับที่ยอมรับได้เล็กน้อย จากผลการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบคลอทย (OLS) แสดงดังสมการด้านบน พบว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์กับผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศญี่ปุ่น (REAL GDP) ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้ผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศญี่ปุ่นในช่วงเดียวกันนั้นหดตัวลงเล็กน้อยที่ร้อยละ 0.008 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว)²⁵ เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ โดยสามารถอธิบายได้ว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 มีผลกระทบโดยตรงต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศญี่ปุ่น เนื่องจากการลงทุนในลักษณะดังกล่าวจะมีการนำเม็ดเงินเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งต้องแลกเปลี่ยนเป็นเงินสกุลเงิน เป็นผลให้ค่าเงินเยนแข็งค่าขึ้น และค่าเงินที่แข็งค่าขึ้นนี้จะส่งผลกระทบโดยตรงต่อภาคการส่งออกสินค้าและบริการของประเทศญี่ปุ่น เพราะรายได้รับที่แปลงเป็นเงินสกุลเงินจะลดลง สุดท้ายการส่งออกที่ลดลงจึงมีส่วนทำให้ผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศญี่ปุ่นปรับตัวลดลงในที่สุด ทั้งนี้การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 ส่วน

²⁵ เนื่องจากข้อมูลชุดข้อมูลอนุกรมเวลา (Time series data) รายไตรมาส โดยการขจัดปัจจัยของผลทางฤดูกาลแล้วนั้น ทำให้ค่าสัมประสิทธิ์แสดงผลการเปลี่ยนแปลงของไตรมาสต่อไตรมาส (% Q-o-Q Seasonally Adjusted)

ใหญ่มาจากประเทศสิงคโปร์ที่มีสัดส่วนมากกว่าร้อยละ 81 ของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 ทั้งหมดในปี 2550 อย่างไรก็ตาม การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 อาจจะต้องใช้เวลาเพื่อให้เกิดผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศญี่ปุ่น ดังนั้น การศึกษาถึงตัวแปรด้านเวลาของประเภทของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่จะมีผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศญี่ปุ่นจึงเป็นสิ่งสำคัญ

การศึกษาได้ให้ความสำคัญกับระยะเวลาของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่จะมีผลต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศญี่ปุ่นโดยมีสมมุติฐานที่ว่า เงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 ของไตรมาสที่แล้ว หรือ 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมาอาจมีผลต่อการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศญี่ปุ่นในปัจจุบัน จึงได้ใช้สมการกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) เพื่อศึกษาถึงผลกระทบดังกล่าว สมการ 23 24 และ 25 ในภาคผนวก ข บ่งชี้ว่า แบบจำลอง OLS แสดงความสัมพันธ์ของการลงทุนในหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 ในช่วง 1 2 และ 3 ไตรมาสก่อนหน้า (Lagged variables) กับผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศญี่ปุ่นในไตรมาสปัจจุบัน โดยหากพิจารณาความเหมาะสมของแบบจำลอง OLS ซึ่งดูจากค่า R-SQUARED พบว่ามีค่าอยู่ในที่ระดับ 0.69 0.74 และ 0.73 ตามลำดับ ซึ่งเป็นการอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระในสมการสามารถอธิบายผลของตัวแปรตามได้ร้อยละ 69 74 และ 73 ตามลำดับ ในขณะเดียวกันค่า Durbin-Watson อยู่ในที่ระดับ 1.977 1.904 และ 1.937 ตามลำดับ ซึ่งบ่งชี้ว่าสมการดังกล่าวไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวรบกวนหรือตัวรบกวนในแต่ละช่วงเวลาไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันในระดับที่ยอมรับได้

ผลการศึกษาพบว่า การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศญี่ปุ่นในช่วง 1 2 และ 3 ไตรมาสหลังจากที่มีการไหลเข้าของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าเงินลงทุนดังกล่าวเป็นเงินลงทุนแบบการลงทุนระยะสั้นและมีการเคลื่อนไหวเข้าออกจากประเทศอย่างรวดเร็ว ไม่ได้มีลักษณะเหมือนการลงทุนระยะยาวอย่างการลงทุนโดยตรง

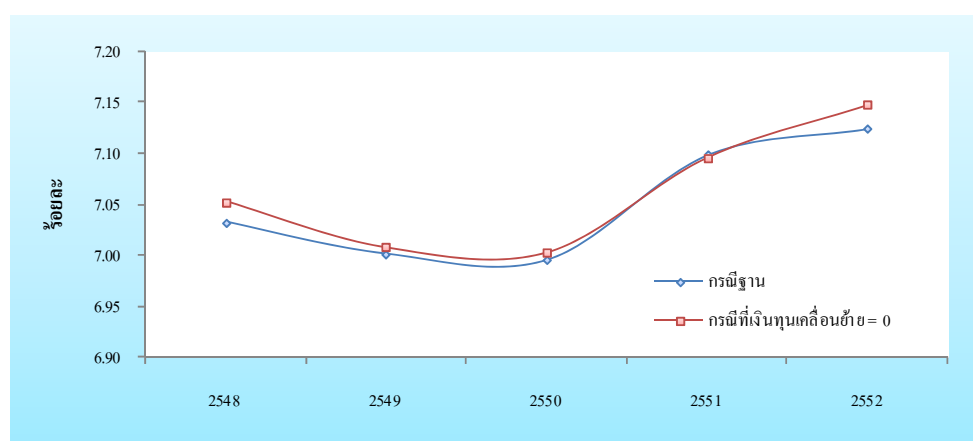
นอกจากนั้น จากสมการ 26 ในภาคผนวก ข ยังพบว่า เงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากประเทศนอกกลุ่มอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับผลต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ อย่างมีนัยสำคัญโดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากประเทศนอกกลุ่มอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้ผลต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ในช่วงเดียวกันนั้นหดตัวลดลงร้อยละ 0.001 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 กับผลผลิตขั้นต้นรวม ณ ราคาคงที่ แต่อย่างใด ซึ่งอาจเป็นผลมาจากการที่สัดส่วนการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในประเทศญี่ปุ่นนั้นมีสัดส่วนที่น้อยเพียงร้อยละ 6.8 ของการลงทุนโดยตรงทั้งหมดในปี 2550 จึงทำให้ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญ

บ. ผลกระทบต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)

จากการศึกษาการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 สู่ประเทศญี่ปุ่น ในช่วงระหว่างปี 2548-2552 พบว่า ในช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติ เงินทุนเคลื่อนย้ายมีบทบาทต่อผลผลิตขั้นต้นรวม ณ ราคาคงที่ ในเชิงลบ กล่าวคือ จากแผนภาพที่ 49 การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไหลเข้าสู่สุทธิต่อเนื่อง อยู่ที่ระดับร้อยละ 4.8 ต่อ GDP ในช่วงปี 2548 ถึง 2550 ขณะที่ผลผลิตขั้นต้นรวม ณ ราคาคงที่หดตัวลงร้อยละ 0.4 ต่อปี ในปี 2549 ต่อมาในช่วงในปี 2550-2552 ซึ่งเป็นช่วงที่เริ่มมีการไหลออกของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากตลาดหลักทรัพย์ โดยพบว่าในปี 2551 มีเงินลงทุนในหลักทรัพย์ไหลออกรวม 10.3 ล้านล้านเยน ผลผลิตขั้นต้นรวม ณ ราคาคงที่กลับมาขยายตัวที่ร้อยละ 1.5 ต่อปี ในปี 2551 อย่างไรก็ตาม ผลกระทบในเชิงบวกนี้มาจากเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากประเทศนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เป็นหลัก

แผนภาพที่ 49 ผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)



ที่มา คณะผู้วิจัย

2. ผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (Real Private Investment)

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ มีรายละเอียดดังนี้

a. การลงทุนโดยตรงจากประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (FDI ASEAN+3)

ผลการศึกษาแสดงถึงเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่มีต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ของประเทศญี่ปุ่น ทั้งในกรณีที่เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลเข้ามาในไตรมาสปัจจุบัน จากไตรมาสที่แล้ว และทั้งจาก 2-3 ไตรมาสที่แล้ว

สมการการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (Real Private Investment)

$$\begin{aligned} \text{Ln(RIP)} = & 0.070 \cdot \text{Ln(RIP)}(-1) + 0.028 \cdot \text{FDI_ASEAN3} + 0.000 \cdot \text{PORT_ASEAN3} - 0.148 \cdot \text{Ln(REER)} \\ & [0.28] \qquad [1.98]^* \qquad [0.10] \qquad [-1.71] \\ & + 0.000 \cdot \text{Ln(STOCK_INDEX)} - 0.016 \cdot \text{CRISIS40} + 6.124 \\ & [3.67]^{***} \qquad [-0.60] \qquad [4.22]^{***} \end{aligned}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.81 \quad \text{D.W.} = 2.343829 \quad \text{HAUSMAN STATISTIC} = 19.53 (0.000)$$

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

* แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10

** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาได้เลือกใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) ในบางกรณีที่ผลการทดสอบทางสถิติมีนัยสำคัญ โดยในกรณีเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีผลในไตรมาสปัจจุบัน Hausman Statistics อยู่ในระดับ 19.53 โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 บ่งชี้ว่า การใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) เหมาะสมกับข้อมูลที่มีอยู่มากกว่าการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) ในขณะเดียวกัน ค่า Durbin-Watson อยู่ในระดับที่ 2.3438 บ่งชี้ว่าตัวรบกวนในแต่ละช่วงเวลาไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน (Autocorrelation) ในระดับที่ยอมรับได้

จากผลการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) แสดงจากสมการด้านบน พบว่า การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์กับการลงทุนของภาคเอกชน ณ ราคาंकที่ (Real Private Investment) ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 โดยตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้การลงทุนของภาคเอกชนในช่วงเดียวกันนั้นปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.028 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ โดยสามารถอธิบายได้ว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปแบบการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีผลกระทบโดยตรงต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาंकที่ ของประเทศญี่ปุ่น เนื่องจากในช่วงปี 2548-2552 การลงทุนในลักษณะดังกล่าวเป็นการนำเม็ดเงินมาลงทุนโดยตรงเพื่อก่อตั้งบริษัทหรือโรงงานแห่งใหม่ หรือเสริมสภาพคล่องบริษัทที่ตั้งอยู่ในประเทศญี่ปุ่น ดังนั้น จึงส่งผลกระทบให้การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาंकที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วและเห็นผลชัดเจน

b. ลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (PORTFOLIO ASEAN+3)

การศึกษาแสดงผลของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่มีต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาंकที่ โดยมีสมการหลักดังนี้

สมการการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาंकที่ (Real Private Investment)

$$\begin{aligned} \text{Ln(RIP)} = & 0.587 * \text{Ln(RIP)}(-1) + 0.019 * \text{FDI_ASEAN3} - 0.007 * \text{PORT_ASEAN3} \\ & [1.89]* \quad [0.93] \quad [-1.91]* \\ & + 0.032 * \text{CRISIS40} + 2.296 \\ & [0.90] \quad [1.33] \\ \text{R-SQUARED} = & 0.65 \quad \text{D.W.} = 2.214282 \end{aligned}$$

จากการศึกษาแบบจำลองการใช้สมการกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) พบว่าการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาंकที่ของประเทศญี่ปุ่นในภาวะปกติ โดยที่เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส ส่งผลให้การลงทุนของภาคเอกชน ณ ราคาंकที่ (Real Private Investment) หดตัวลงร้อยละ 0.007 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 โดยสามารถอธิบายได้ว่าการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีผลทำให้การ

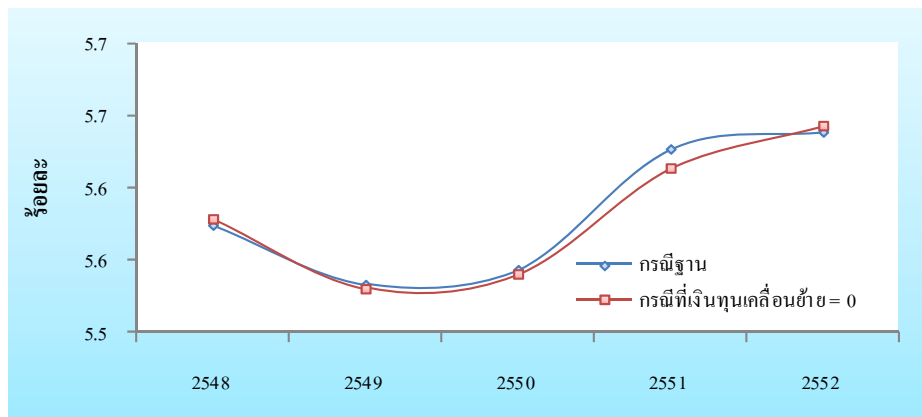
ลงทุนภาคเอกชนลดน้อยลง เนื่องมาจากการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายในลักษณะดังกล่าวส่วนใหญ่เป็นการเก็งกำไรในตลาดหลักทรัพย์ทำให้มีผลในเชิงลบต่อการลงทุนภาคเอกชน

อย่างไรก็ตาม เงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราการว่างงานในประเทศญี่ปุ่น เนื่องจากกำลังแรงงานของญี่ปุ่นมีข้อจำกัดสำคัญ ได้แก่ อัตราการเกิดที่อยู่ในระดับต่ำ และมาตรการการกีดกันการอพยพเข้ามาทำงานของแรงงานต่างด้าว ดังนั้น ปริมาณเงินที่เพิ่มเข้ามาจากการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจึงไม่มีผลกับอัตราการว่างงานภายในประเทศ เนื่องจากอุปสงค์ต่อแรงงานที่เพิ่มขึ้นไม่สามารถถูกตอบสนองได้ด้วยกำลังแรงงานภายในประเทศ จึงไม่มีผลให้การจ้างงานในประเทศญี่ปุ่นเพิ่มขึ้นมากนัก

c. ผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)

จากการศึกษาการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 สู่ประเทศญี่ปุ่น ในช่วงระหว่างปี 2548-2552 พบว่า ในช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติ เงินทุนเคลื่อนย้ายแทบไม่มีบทบาทในการส่งเสริมการลงทุนภาคเอกชน กล่าวคือ จากแผนภาพที่ 50 เงินทุนเคลื่อนย้ายที่อยู่ระดับร้อยละ 2-3 ต่อ GDP ในช่วงปี 2548 ถึง 2550 (ดูแผนภาพที่ 14 และ 15) มีส่วนช่วยผลักดันให้การลงทุน ณ ราคาคงที่ของประเทศญี่ปุ่นเพิ่มขึ้นเพียงร้อยละ 0.001-0.003 ต่อปี ทั้งนี้ การศึกษาได้วัดผลกระทบในช่วงปี 2548-2552 พบว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายในช่วงปี 2548-2550 และ ปี 2552 ไม่มีผลทำให้การลงทุนภาคเอกชนเปลี่ยนแปลง ในขณะที่ปี 2551 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ผิดปกติ เนื่องจากเป็นช่วงที่เกิดเหตุการณ์วิกฤตการเงินในสหรัฐฯ และยุโรป และเกิดปัญหาสินเชื่อด้อยคุณภาพลุกลามเป็นวงกว้าง จนส่งผลกระทบให้ในปี 2551 เงินเยนแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อ่อนค่าลงอย่างหนัก นอกจากนี้ ในปี 2551 ธนาคารกลางญี่ปุ่นได้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับประเทศพัฒนาแล้วอื่นๆ ทำให้เงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีสัดส่วนร้อยละ 2-3 ต่อ GDP ในปี 2549 มีส่วนทำให้การลงทุนภาคเอกชนขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.01 ต่อปี ซึ่งผลกระทบในเชิงบวกนี้มาจากเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เป็นหลัก ในขณะที่เงินลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการเก็งกำไรสูงยังมีส่วนน้อยในการสนับสนุนการลงทุน

แผนภาพที่ 50 ผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)



ที่มา คณะผู้วิจัย

3. ผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (Lending rate)

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของประเทศญี่ปุ่น โดยมีรายละเอียดดังนี้

การลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (PORTFOLIO ASEAN+3)

การศึกษาแสดงผลของเงินทุนในหลักทรัพย์จากประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ชั้นดีโดยมีสมการหลักดังนี้

สมการอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (Lending rate)

$$\text{Ln}(\text{LENDING_RATE}) = 1.001 \cdot \text{Ln}(\text{LENDING_RATE})(-1) - 0.001 \cdot \text{FDI_ASEAN3}(-3)$$

[10.92]***

[-0.12]

$$- 0.005 \cdot \text{PORT_ASEAN3}(-3) - 0.039 \cdot \text{CRISIS51} + 0.024$$

[-2.34]**

[-2.91]**

[0.47]

R-SQUARED = 0.94

D.W. = 1.067282

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

* แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10

** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากสมการด้านบนผลจากการศึกษาความสัมพันธ์ของสมการ พบว่า ค่า R-SQUARED มีค่าเท่ากับ 0.94 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ได้ถึงร้อยละ 94.0 ในขณะเดียวกัน ค่าDurbin-Watsonอยู่ที่ระดับ 1.07 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า อาจมีปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวรบกวนมากกว่าระดับที่ยอมรับได้เล็กน้อย ทั้งนี้ แม้ว่าในช่วงไตรมาสปัจจุบันการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 (Portfolio ASEAN+3) จะไม่มีผลต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกค้ำขึ้นดี (ตามสมการที่ 27 ในภาคผนวก ข) แต่เมื่อพิจารณาการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 (Portfolio ASEAN+3) ของ 3 ไตรมาสที่ผ่านมาที่เข้ามาในประเทศญี่ปุ่น พบว่า เมื่อมีการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 (Portfolio ASEAN+3) เพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ จะทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลดลงที่ร้อยละ 0.005 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) โดยมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยสามารถอธิบายได้ว่า การไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3สู่ประเทศญี่ปุ่น ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการลงทุนในหลักทรัพย์มากกว่าการลงทุนโดยตรง เนื่องจากต้นทุน ค่าแรง วัตถุดิบ และค่าขนส่งในการผลิตอยู่ในระดับสูง นอกจากนี้ประเทศญี่ปุ่นประสบปัญหาเศรษฐกิจถดถอยเป็นเวลานาน ส่งผลให้รัฐบาลใช้นโยบายทางการเงินแบบผ่อนคลายในการกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยกำหนดให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในระดับต่ำมาโดยตลอด อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาจากการศึกษาโดยใช้เทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model) พบว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายในช่วงระหว่างปี 2548-2552 ไม่มีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกค้ำขึ้นดีเปลี่ยนแปลงแต่อย่างใด สอดคล้องกับผลการศึกษาทางเศรษฐมิติที่บ่งชี้ว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายในไตรมาสปัจจุบันไม่มีผลต่ออัตราเงินกู้ในประเทศญี่ปุ่น

4. ผลกระทบต่อดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริง (Real effective exchange rate)

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงของประเทศญี่ปุ่น โดยมีรายละเอียดปรากฏได้ตามนี้

a. การลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (PORTFOLIO ASEAN+3)

การศึกษาแสดงผลของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่มีต่อดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงโดยมีสมการหลักดังนี้

สมการดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริง (Real effective exchange rate)

$$\begin{aligned} \text{Ln(REER)} = & 0.747 \cdot \text{Ln(REER)}(-1) - 0.011 \cdot \text{FDI_ASEAN3} - 0.012 \cdot \text{PORT_ASEAN3} \\ & [4.41]^{***} \quad [-0.50] \quad [-3.62]^{***} \\ & + 0.080 \cdot \text{Ln(LENDING_RATE)} + 0.095 \cdot \text{CRISIS51} - 0.004 \cdot \text{TIME} + 1.133 \\ & [0.29] \quad [2.50]^{**} \quad [-1.06] \quad [1.31] \\ \text{R-SQUARED} = & 0.82 \quad \text{D.W.} = 2.527728 \end{aligned}$$

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

- * แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10
- ** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05
- *** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01
- ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากสมการด้านบน โดยใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) พบว่า เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงของประเทศญี่ปุ่นในภาวะปกติ โดยบ่งชี้ถึงความสัมพันธ์ในเชิงลบของเงินทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงในประเทศญี่ปุ่น หากเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เพิ่มปรับตัวขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส ส่งผลให้ดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริง (Real Effective Exchange Rate) อ่อนค่าลงร้อยละ 0.012 ต่อไตรมาส เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่และปรับผลทางฤดูกาลแล้ว โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยสามารถอธิบายได้ว่าการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีผลทำให้ดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงอ่อนค่าลง เนื่องจากการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายในลักษณะดังกล่าวส่วนใหญ่เป็นการเก็งกำไรในตลาดหลักทรัพย์ ประกอบกับ ในช่วงดังกล่าวธนาคารกลางญี่ปุ่นได้ดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย โดยกำหนดให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในระดับต่ำจนใกล้เคียงร้อยละ 0.00 ต่อปี ทำให้นักลงทุนกู้ยืมเงินสกุลเยนเพื่อนำไปลงทุนในเงินสกุลอื่นที่ให้ผลตอบแทนมากกว่าเป็นจำนวนมาก (Yen Carry Trade) และส่งผลให้เงินเยนอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับเงินสกุลหลักอื่นๆ โดยเฉพาะเงินดอลลาร์สหรัฐและเงินยูโร

การศึกษาได้ให้ความสำคัญกับระยะเวลาของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่จะมีผลต่อดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริง โดยมีสมมุติฐานที่ว่า เงินทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ของไตรมาสที่แล้ว หรือ 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมาจะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงในไตรมาสปัจจุบัน จึงได้ใช้สมการกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) เพื่อศึกษาถึงผลกระทบดังกล่าว สมการ 31 และ 32 ใน

ภาคผนวก ข บ่งชี้ว่า แบบจำลอง OLS แสดงความสัมพันธ์ของการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในช่วง 2 ไตรมาสก่อนหน้า (Lagged variables) กับดัชนีค่าเงินเยนในไตรมาสปัจจุบัน โดยหากพิจารณาความเหมาะสมของแบบจำลอง OLS ซึ่งดูจากค่า R-SQUARED พบว่ามีค่าอยู่ในระดับที่สูงที่ 0.87 ซึ่งเป็นการอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระในสมการสามารถอธิบายผลของตัวแปรตามได้ถึงร้อยละ 87 ในขณะเดียวกัน ค่า Durbin-Watson ในกรณี 2 ไตรมาสหลังอยู่ระดับที่ 2.912 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าอาจมีปัญหาคอสมสัมพันธ์ของตัวแปรหรือตัวแปรในแต่ละช่วงเวลาอาจมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันมากกว่าระดับที่ยอมรับได้เล็กน้อย

การศึกษาพบว่า การลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริง ในช่วง 2 ไตรมาสหลังจากที่มีการไหลเข้าของการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 โดยหากการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในช่วง 2 ไตรมาสก่อนหน้า ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้ดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงในไตรมาสปัจจุบัน ปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.014 ต่อไตรมาส (ขจัดผลทางฤดูกาลแล้ว) โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 (ดูสมการ 31 และ 32 ในภาคผนวก ข) นอกจากนี้ ในช่วงปี 2548-2552 เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์กับดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงของประเทศญี่ปุ่นอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนให้เห็นว่าการลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ก่อให้เกิดการอ่อนค่าลงของดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริง

b. การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (FDI ASEAN+3)

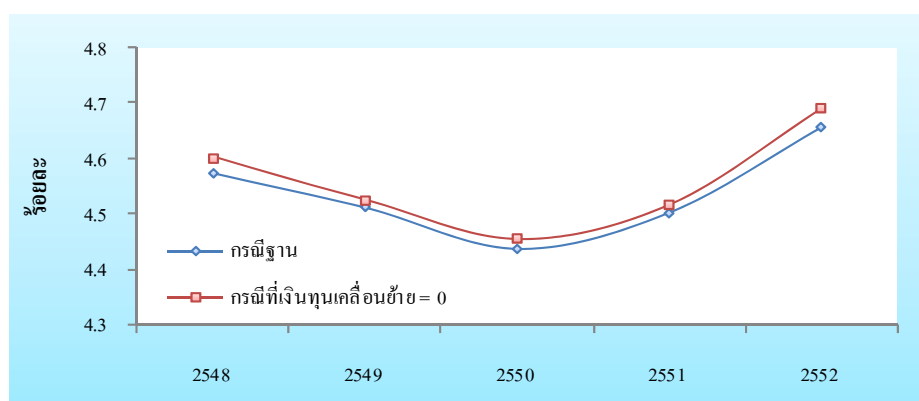
จากสมการด้านบนโดยใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) พบว่า การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงของประเทศญี่ปุ่นในไตรมาสปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม เงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในช่วง 3 ไตรมาสก่อนหน้า มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 โดยตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้ดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงในช่วง 3 ไตรมาสถัดมาแข็งค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.063 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ โดยสามารถอธิบายได้ว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในช่วง 3 ไตรมาสก่อนหน้ามีผลกระทบโดยตรงต่อดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริง เนื่องจากการลงทุนในลักษณะดังกล่าวเป็นการนำเม็ดเงินมาลงทุนเพื่อก่อตั้งบริษัทหรือโรงงานแห่งใหม่ในระยะยาว ดังนั้น ผลกระทบต่อดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงจึงอาจต้องใช้เวลาและล่าช้าออกไปประมาณ 2-3 ไตรมาส หลังจากที่มีเงินทุนไหลเข้ามา

จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ดังนั้น การศึกษาถึงตัวแปรด้านเวลาของเงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปการลงทุนโดยตรงที่จะมีผลกระทบต่อดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงจึงเป็นสิ่งสำคัญ

c. ผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)

จากการศึกษาการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 สู่ประเทศญี่ปุ่น ในช่วงระหว่างปี 2548-2552 พบว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายมีบทบาทไม่มีบทบาทในการส่งเสริมให้ดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงแข็งแกร่ง กล่าวคือ จากแผนภาพที่ 51 เงินทุนเคลื่อนย้ายที่อยู่ระดับ 2-3 ต่อ GDP ในช่วงปี 2548-2552 ไม่มีส่วนช่วยผลักดันดัชนีค่าเงินเยนของญี่ปุ่นแข็งแกร่งขึ้น ทั้งนี้ การศึกษาพบว่าในช่วงปี 2548-2552 เป็นช่วงที่ธนาคารกลางของประเทศญี่ปุ่นดำเนินนโยบายทางการเงินแบบผ่อนคลายจนส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของญี่ปุ่นอยู่ในระดับต่ำมาโดยตลอด โดยช่วงที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากอยู่ในระดับต่ำที่สุดอยู่ที่เพียงร้อยละ 0.01 ต่อปีเท่านั้น ซึ่งเป็นสาเหตุหลักที่ทำให้นักลงทุนกู้ยืมเงินสกุลเยนเพื่อนำไปลงทุนในเงินสกุลอื่นที่ให้ผลตอบแทนมากกว่าเป็นจำนวนมาก ประกอบกับประชาชนไม่พอใจกับผลตอบแทนในการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ในประเทศที่ได้ดอกเบี้ยต่ำ จึงมีการนำเงินไปลงทุนในสินทรัพย์ต่างประเทศที่ให้ผลตอบแทนมากกว่า เช่น ในตลาดพันธบัตร และตลาดหลักทรัพย์ในทวีปยุโรป เอเชีย ลาตินอเมริกา เป็นต้น (Yen Carry Trade) พฤติกรรมนี้นำมาซึ่งความผันผวนของค่าเงินสกุลอื่นๆ อย่างมาก ทำให้ค่าเงินในประเทศที่มีการไหลเข้าของ Yen Carry Trade มีการแข็งค่าขึ้นมาก ขณะที่ค่าเงินเยนกลับอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่องเมื่อเทียบกับเงินสกุลหลักอื่นๆ โดยเฉพาะเงินดอลลาร์สหรัฐและเงินยูโร ทำให้แม้ว่าจะเกิดการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายซึ่งมีสัดส่วนประมาณร้อยละ 2-3 ต่อ GDP แต่ดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงอ่อนค่าลงร้อยละ 0.01-0.03 ต่อปี อย่างไรก็ตาม ผลกระทบในเชิงลบนี้มาจากเงินลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการเก็งกำไรสูงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เป็นหลัก ในขณะที่เงินลงทุนโดยตรงยังมีส่วนน้อยในการสนับสนุนการแข็งค่าของดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริง

แผนภาพที่ 51 ผลกระทบต่อดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์
(Simulation model)



ที่มา คณะผู้วิจัย

5. ผลกระทบต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่น (Market Capitalization of the Japan Stock Exchange : MARKETCAP)

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่น โดยรายละเอียดมีดังนี้

a. การลงทุนในหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 (Portfolio ASEAN+3)

การศึกษาแสดงผลของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 ที่มีต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่น โดยมีสมการหลักดังนี้

สมการมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่น (MARKETCAP)

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{MARKETCAP}) = & 0.660 \cdot \text{Ln}(\text{MARKETCAP})(-1) + 0.062 \cdot \text{FDI_ASEAN3} + 0.015 \cdot \text{PORT_ASEAN3} \\ & [4.62]^{***} \quad [1.63] \quad [2.44]^{**} \\ & - 0.726 \cdot \text{Ln}(\text{LENDING_RATE}) - 0.152 \cdot \text{CRISIS51} + 0.005 \cdot \text{TIME} + 3.183 \\ & [-1.80]^* \quad [-1.94]^* \quad [0.66] \quad [2.79]^{**} \\ \text{R-SQUARED} = & 0.88 \quad \text{D.W.} = 3.177092 \end{aligned}$$

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

* แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10

** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาได้เลือกใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) โดยเมื่อดูจากค่า R-SQUARED พบว่ามีค่าอยู่ในระดับสูงที่ 0.88 ซึ่งเป็นการอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระในสมการสามารถอธิบายผลของตัวแปรตามได้ถึงร้อยละ 88 ในขณะเดียวกัน ค่า Durbin-Watson อยู่ระดับที่ 3.177 ซึ่งบ่งชี้ว่าตัวรบกวนในแต่ละช่วงเวลาอาจมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน (Autocorrelation) มากกว่าระดับที่ยอมรับได้เล็กน้อย จากผลการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) แสดงดังสมการด้านบน พบว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่น (Market Capitalisation) ในทิศทาง

เดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นในช่วงเดียวกันนั้นปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.015 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ โดยสามารถอธิบายได้ว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 มีผลกระทบโดยตรงต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่น เนื่องจากการลงทุนในลักษณะดังกล่าวจะมีการนำเม็ดเงินลงทุนบางส่วนมาลงทุนโดยตรงผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อแสวงหาผลตอบแทนจากเงินปันผลของบริษัทหลักทรัพย์ หรือเงินส่วนต่างจากราคาที่เพิ่มขึ้นของหลักทรัพย์ (Capital Gain) ทำให้อุปสงค์ในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามมา ซึ่งก็จะทำให้มูลค่ารวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้นในที่สุด ทั้งนี้ การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 ส่วนใหญ่จะมาจากประเทศสิงคโปร์ที่มีสัดส่วนมากกว่าร้อยละ 81 ของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 ทั้งหมดในปี 2550 อย่างไรก็ตาม การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 อาจจะต้องใช้เวลาเพื่อให้เกิดผลกระทบต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่น ดังนั้น การศึกษาถึงตัวแปรด้านเวลาของประเภทของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่จะมีผลกระทบต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่น จึงเป็นสิ่งสำคัญ

นอกจากนี้ยังพบว่า จากสมการ 35 ในภาคผนวก ข บ่งชี้ว่า เงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากประเทศนอกกลุ่มอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่น โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากประเทศนอกกลุ่มอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นในช่วงเดียวกันนั้นปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.001 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

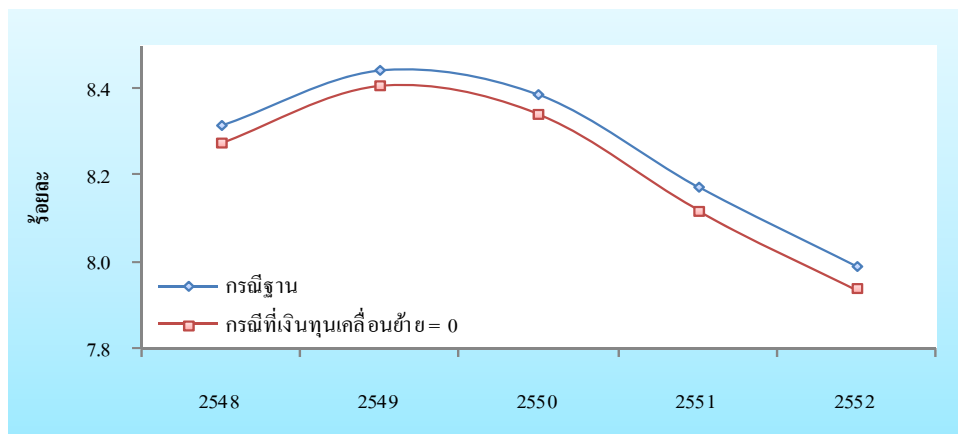
อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 กับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นแต่อย่างใด ซึ่งอาจเป็นผลมาจากการที่สัดส่วนการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในประเทศญี่ปุ่นนั้นมีสัดส่วนที่น้อยเพียงร้อยละ 6.8 ของการลงทุนโดยตรงทั้งหมดในปี 2550 จึงทำให้ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญ

b. ผลกระทบต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)

จากการศึกษาการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 สู่ประเทศญี่ปุ่นในช่วงระหว่างปี 2548-2552 พบว่า ในช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติ เงินทุนเคลื่อนย้ายมีบทบาทในการส่งเสริม

การมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นโดยส่งผลในเชิงบวกกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ กล่าวคือ จากแผนภาพที่ 52 การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อยู่ที่ระดับร้อยละ 4.8 ต่อ GDP ในช่วงปี 2548 ถึง 2550 ได้มีส่วนช่วยผลักดันให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.5 ต่อปี ในปี 2549 ทั้งนี้ การศึกษาได้วัดผลกระทบในช่วงเวลาที่มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงในปี 2550-2552 ซึ่งเป็นช่วงที่เริ่มมีการไหลออกของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากตลาดหลักทรัพย์ โดยพบว่าในปี 2551 มีเงินลงทุนในหลักทรัพย์ไหลออกรวม 10.3 ล้านล้านเยน เป็นผลให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นปรับตัวลดลงร้อยละ 2.5 ต่อปี อย่างไรก็ตาม ผลกระทบในเชิงลบนี้มาจากเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากประเทศนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เป็นหลัก

แผนภาพที่ 52 ผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)



ที่มา คณะผู้วิจัย

6. ผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI Index)

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อดัชนีราคาผู้บริโภคของประเทศญี่ปุ่น โดยรายละเอียดมีดังนี้

a. การลงทุนโดยตรงจากประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (FDI ASEAN+3)

การศึกษาแสดงผลของเงินลงทุนโดยตรงจากประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่มีต่อดัชนีราคาผู้บริโภค โดยมีสมการหลักดังนี้

สมการผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI Index)

$$\text{Ln(CPI)} = 0.397 \cdot \text{Ln(CPI)}(-1) + 0.006 \cdot \text{FDI_ASEAN3}(-2) + 0.000 \cdot \text{PORT_ASEAN3}(-2)$$

$$\begin{array}{ccc} [1.32] & [2.25]** & [0.76] \end{array}$$

$$+ 0.004 \cdot \text{CRISIS51} + 2.776$$

$$\begin{array}{ccc} [0.71] & [2.01]* & \end{array}$$

$$R - \text{SQUARED} = 0.74 \quad D.W. = 1.423156$$

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

* แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10

** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาได้เลือกใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) โดยในกรณีเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีผลในไตรมาสปัจจุบันค่า R-SQUARED อยู่ในระดับที่สูงที่ 0.74 ซึ่งเป็นการอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระในสมการสามารถอธิบายผลของตัวแปรตามได้ถึงร้อยละ 74 บ่งชี้ว่า การใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) เหมาะสมกับข้อมูลที่มีอยู่ในขณะเดียวกัน ค่า Durbin-Watson อยู่ระดับที่ 1.423 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า ปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวรบกวนหรือตัวรบกวนในแต่ละช่วงเวลาอาจมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันมากกว่าระดับที่ยอมรับได้เล็กน้อย

จากผลการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) แสดงจากสมการด้านบน พบว่า โดยตรงจากประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (FDI ASEAN+3) ในช่วง 2 ไตรมาสก่อนหน้ามีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index) ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากการลงทุนโดยตรงจากประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในช่วง 2 ไตรมาสก่อนหน้าปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้ดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index) ของประเทศญี่ปุ่นในช่วงไตรมาสปัจจุบันปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.006 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ โดยสามารถอธิบายได้ว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปการลงทุนโดยตรงจากประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีผลกระทบโดยตรงต่อดัชนีราคาผู้บริโภคของประเทศญี่ปุ่น เนื่องจากการลงทุนโดยตรงจากประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มักจะมีการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจค่อนข้างมาก สะท้อนให้เห็นถึงความมั่นใจของประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่พร้อมจะลงทุนเพื่อมาก่อตั้งบริษัทหรือโรงงานแห่งใหม่เพิ่มขึ้นในช่วงเศรษฐกิจดี ซึ่งการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระดับสูงมักจะ

ทำให้อุปสงค์ต่อสินค้าเพิ่มมากขึ้น และส่งผลให้ดัชนีราคาผู้บริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้นตามมา กล่าวคือหากช่วงใดมีการขยายตัวทางเศรษฐกิจสูง การลงทุนโดยตรงจากประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ก็มักจะอยู่ในระดับสูงเช่นกัน ซึ่งในช่วงที่เศรษฐกิจดี ดัชนีราคาผู้บริโภคก็จะเร่งตัวขึ้นตาม ขณะที่ช่วงใดที่เศรษฐกิจหดตัวลง การลงทุนโดยตรงจากประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ก็จะชะลอตัวลงตาม ซึ่งในช่วงที่เศรษฐกิจหดตัวลง ดัชนีราคาผู้บริโภคก็จะชะลอตัวลงตาม ทั้งนี้ การลงทุนโดยตรงจากประเทศส่วนใหญ่มาจากสหรัฐฯ กลุ่มประเทศยุโรป ตะวันตก และกลุ่มประเทศเอเชีย โดยกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีสัดส่วนลงทุนรวมทั้งร้อยละ 12.7 จากทั้งหมด ซึ่งมีเม็ดเงินลงทุนส่วนใหญ่มาจากประเทศสิงคโปร์ที่ร้อยละ 11.3

b. การลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (PORTFOLIO ASEAN+3)

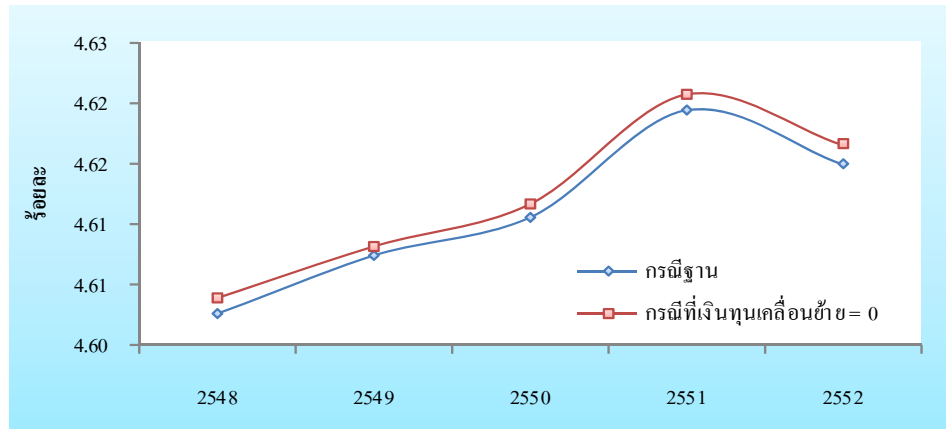
จากผลการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) แสดงจากสมการที่ 36 ในภาคผนวก ก พบว่าการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index) ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ต่อไตรมาส จะทำให้ดัชนีราคาผู้บริโภคในช่วงเดียวกันนั้นปรับตัวลดลงร้อยละ -0.00.1 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ โดยสามารถอธิบายได้ว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีผลกระทบโดยตรงต่อดัชนีราคาผู้บริโภค เนื่องจากการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายในลักษณะดังกล่าวส่วนใหญ่เป็นการเก็งกำไรในตลาดหลักทรัพย์ทำให้มีผลในเชิงลบต่อดัชนีราคาผู้บริโภค สอดคล้องกับผลการศึกษาผลกระทบของการลงทุนในหลักทรัพย์ต่ออัตราการว่างงาน (Unemployment rate) ที่บ่งชี้ว่า เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการว่างงานในกรณีของประเทศญี่ปุ่น การลงทุนในหลักทรัพย์ช่วงปี 2550 ก่อนเกิดวิกฤตการเงินมีเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศเฉลี่ยที่ร้อยละ 4.8 ต่อ GDP โดยเม็ดเงินลงทุนสุทธิส่วนใหญ่ไหลเข้ามาจาก กลุ่มสหภาพยุโรปที่ร้อยละ 85.2 จากทั้งหมด รองลงมาเป็นประเทศสหรัฐฯ ที่ร้อยละ 12.5 จากทั้งหมด ส่วนเม็ดเงินจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ไหลเข้าอยู่ในสัดส่วนที่ต่ำเพียงร้อยละ 2.3 จากทั้งหมด แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ในญี่ปุ่นมีความเชื่อมโยงกับการภาคการเงินในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ค่อนข้างน้อย ซึ่งหากเกิดการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ก็จะส่งผลกระทบโดยตรงต่อดัชนีราคาผู้บริโภคญี่ปุ่นค่อนข้างน้อย

c. ผลกระทบต่อดัชนีราคาผู้บริโภคโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)

จากการศึกษาการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 สู่ประเทศญี่ปุ่น ในช่วงระหว่างปี 2548-2552 พบว่า ในช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติ เงินทุนเคลื่อนย้ายมีบทบาทต่อดัชนีราคา

ผู้บริโภครายละ 2-3 ต่อ GDP ในช่วงปี 2548 ถึง 2552 มีส่วนทำให้ดัชนีราคาผู้บริโภคของญี่ปุ่นลดลงประมาณร้อยละ 0.001-0.002 ต่อปี ทั้งนี้ ผลกระทบนี้มาจากเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่มีการเก็งกำไรสูงเป็นหลัก ในขณะที่เงินลงทุนทางตรงมีส่วนน้อยกว่าในการทำให้ดัชนีราคาผู้บริโภคลดลง

แผนภาพที่ 53 ผลกระทบต่อดัชนีราคาผู้บริโภคโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)



ที่มา คณะผู้วิจัย

6.1.3 ประเทศมาเลเซีย

ในการศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อตัวแปรต่างๆ ของเศรษฐกิจมาเลเซีย คณะผู้วิจัยฯ ได้ใช้ข้อมูลทศวรรษมิกอนุกรมเวลา รายไตรมาสในช่วงไตรมาสที่ 1 ของปี 2543 ถึงไตรมาสที่ 4 ของปี 2551 โดยมีตัวแปรภายนอก (Exogenous Variables) ได้แก่ (1) การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (FDI ASEAN+3) และ (2) การลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (PORTFOLIO ASEAN+3) นอกจากนี้ การศึกษายังได้ใช้เทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model) เพื่อศึกษาผลกระทบของตัวแปรภายนอกทั้ง 2 รายการ

1. ผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ (Real GDP)

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศ มาเลเซีย โดยรายละเอียดมีดังนี้

สมการผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ (Real GDP)

$$\text{Ln(RGDP)} = 0.865 * \text{Ln(RGDP)}(-1) + 0.003 * \text{FDI_ASEAN3} + 0.004 * \text{PORT_ASEAN3}$$

$$[12.11]^{***} \quad [0.70] \quad [3.07]^{***}$$

$$- 0.111 * \text{Ln(RIP/GDP)} - 0.016 * \text{CRISIS51} - 0.016 * \text{TIME} + 0.479$$

$$[-2.62]^{**} \quad [-1.51] \quad [-1.51] \quad [2.13]^{**}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.99 \quad \text{D.W.} = 1.546682$$

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

* แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10

** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาได้เลือกใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) โดยเมื่อดูจากค่า R-SQUARED พบว่ามีค่าอยู่ในระดับสูงที่ 0.99 ซึ่งเป็นการอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระในสมการสามารถอธิบายผลของตัวแปรตามได้ถึงร้อยละ 99 ในขณะเดียวกัน ค่า Durbin-Watson อยู่ระดับที่ 1.547 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวรบกวนหรือตัวรบกวนในแต่ละช่วงเวลาไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันในระดับที่ยอมรับได้ จากผลการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุด (OLS)

a. การลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (PORTFOLIO ASEAN+3)

จากผลการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) แสดงจากสมการด้านบน พบว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์กับผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากการลงทุนในหลักทรัพย์ จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำ

ให้ผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ในช่วงเวลาเดียวกันนั้นปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.004 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาล แล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ ทั้งนี้ การลงทุนในหลักทรัพย์ จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในช่วง 2 และ 3 ไตรมาสก่อนหน้า (Lagged variables) ไม่มีความสัมพันธ์กับผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับ ความสัมพันธ์ระหว่างเงินลงทุนโดยตรงจากอาเซียน+3 (FDI ASEAN+3) กับผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ จากการศึกษารูปแบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) พบว่าเมื่อพิจารณาจากค่า t-statistics พบว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ อีกทั้ง ในภาวะปกติของพม่าและเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ของไตรมาสที่แล้ว หรือ 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมาไม่มีผลต่อการขยายตัวผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ในไตรมาสปัจจุบัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นกัน

เนื่องจาก ในช่วงปี 2547-2550 การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในมาเลเซียส่วนใหญ่จะเป็นลักษณะของทุนเรือนหุ้น (Equity Capital) โดยมีการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศสุทธิเฉลี่ยคิดเป็นจำนวน 5.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อปี (ร้อยละ 3.8 ต่อ GDP) ในขณะเดียวกัน ประเทศมาเลเซียส่งเสริมให้ผู้ประกอบการมาเลเซียมีบทบาททางการค้าและการลงทุนในเวทีโลกเพิ่มขึ้น จึงเปิดโอกาสทั้งบุคคลธรรมดาและนิติบุคคลของมาเลเซียสามารถลงทุนในต่างประเทศได้อย่างเสรีและไม่จำกัดสกุลเงินในการลงทุน จึงทำให้มีปริมาณเงินทุนไหลออกเฉลี่ย 5.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อปี (ร้อยละ 3.6 ต่อ GDP)

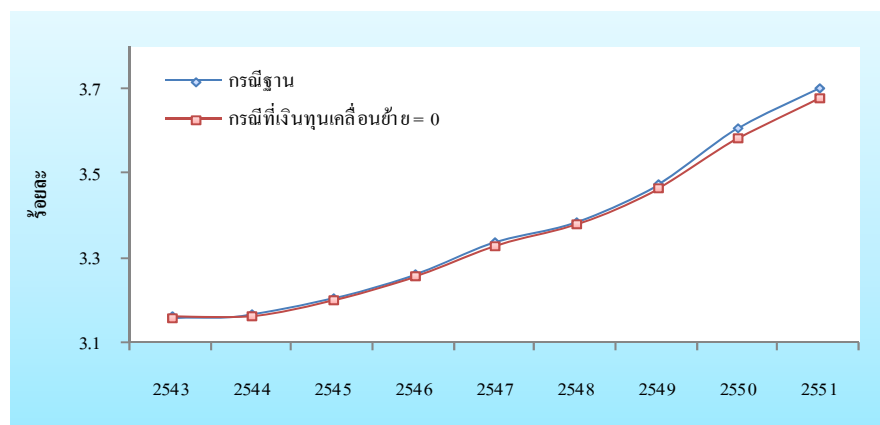
ขณะที่เมื่อพิจารณาการลงทุนในหลักทรัพย์จากประเทศนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 กับผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ พบว่ามีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยหากการลงทุนในหลักทรัพย์จากประเทศนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้ผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ในช่วงเดียวกันนั้นปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.002 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ (ดูภาคผนวก ข สมการที่ 39) โดยเมื่อพิจารณาในรายละเอียดพบว่า การลงทุนจากประเทศอเมริกาและฮ่องกงในหลักทรัพย์มีส่วนสูงสุดในการลงทุนจากประเทศนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3

b. ผลกระทบต่อการผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ โดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)

จากการศึกษาการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ผู้ประเทศมาเลเซียในช่วงระหว่างปี 2543-2551 พบว่า ในช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติ เงินทุนเคลื่อนย้ายอยู่ที่ระดับร้อยละ 2.2-14.0 ต่อ GDP มีบทบาทในเชิงบวกกับการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ กล่าวคือ จาก

แผนภาพที่ 54 เงินทุนเคลื่อนย้ายมีส่วนช่วยผลักดันให้ผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศมาเลเซีย เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.01 ต่อปี ในช่วงปี 2547 ถึง 2549 และในปี 2550-2551 เงินทุนเคลื่อนย้ายมีส่วนผลักดันให้ ผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ เพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 0.02 ต่อปี เนื่องจากในปี 2546 รัฐบาลมาเลเซียส่งเสริม การลงทุนในประเทศ จึงมีการลดหย่อนข้อบังคับและกฎเกณฑ์ในการถือครองหุ้นของบริษัทต่างชาติลง โดย ให้นักลงทุนต่างชาติสามารถถือครองหุ้นได้เต็มจำนวนในอุตสาหกรรมต่าง ๆ เป็นผลทำให้การลงทุน โดยตรงของต่างชาติ (Foreign Direct Investment: Equity) มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องประกอบกับ ในปี 2548 รัฐบาลมาเลเซียมีการประกาศยกเลิกมาตรการควบคุมเงินทุน (Capital control) ประกอบกับปัจจัย เศรษฐกิจพื้นฐานที่แข็งแกร่งของมาเลเซียจึงมีการดึงดูดปริมาณการลงทุนโดยตรงสุทธิเพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 54 ผลกระทบต่อการผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ โดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์
(Simulation model)



ที่มา คณะผู้วิจัย

2. ผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (Real Private Investment)

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ โดยรายละเอียดมี ดังนี้

สมการการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (Real Private Investment)

$$\begin{aligned} \text{Ln(RIP)} = & 0.252 \cdot \text{Ln(RIP)}(-1) - 0.014 \cdot \text{FDI_ASEAN3}(-3) + 0.081 \cdot \text{PORT_ASEAN3}(-3) \\ & [1.39] \quad \quad \quad [-0.34] \quad \quad \quad [4.28]^{***} \\ & - 0.293 \cdot \text{CRISIS51} + 1.282 \\ & [-2.74]^{**} \quad \quad \quad [3.97]^{***} \\ \text{R-SQUARED} = & 0.65 \quad \quad \text{D.W.} = 1.60248 \end{aligned}$$

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

* แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10

** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาได้เลือกใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) โดยเมื่อดูจากค่า R-SQUARED พบว่ามีค่าอยู่ในระดับที่ 0.65 ซึ่งเป็นการอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระในสมการสามารถอธิบายผลของตัวแปรตามได้ถึงร้อยละ 65 ในขณะเดียวกัน ค่า Durbin-Watson อยู่ระดับที่ 1.602 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวแปรถดถอยหรือตัวแปรถดถอยในแต่ละช่วงเวลาไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันในระดับที่ยอมรับได้ จากผลการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุด (OLS)

a. การลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (PORTFOLIO ASEAN+3)

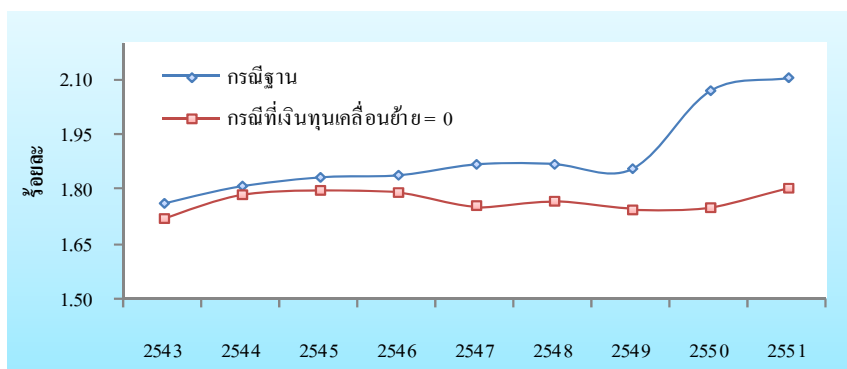
จากผลการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) แสดงจากสมการด้านบน พบว่าการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ไม่มีความสัมพันธ์กับการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ ในช่วงเวลาเดียวกัน ในขณะที่ การลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เมื่อ 3 ไตรมาสที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์กับการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากการลงทุนในหลักทรัพย์ จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ในช่วงเวลาปัจจุบัน ปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.081ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาล แล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ สอดคล้องกับการมีนโยบายส่งเสริมการลงทุนในประเทศ โดยการลดหย่อนข้อบังคับและกฎเกณฑ์ในการถือครองหุ้นของบริษัทต่างชาติลง โดยให้นักลงทุนต่างชาติสามารถถือครองหุ้นได้เต็มจำนวนในอุตสาหกรรมต่าง ๆ

ขณะที่เมื่อพิจารณาการลงทุนในหลักทรัพย์จากประเทศนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 กับการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ พบว่ามีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยหากการลงทุนในหลักทรัพย์จากประเทศนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ในช่วงเดียวกันนั้นปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.017 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ (ดูภาคผนวก ข สมการที่ 42)

b. ผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ โดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)

จากการศึกษาการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 สู่ประเทศมาเลเซียในช่วงระหว่างปี 2543-2551 พบว่า ในช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติ เงินทุนเคลื่อนย้ายที่อยู่ระดับร้อยละ 2.2 ถึง 14.0 ต่อ GDP ได้มีบทบาทในการส่งเสริมการลงทุนภาคเอกชนโดยส่งผลในเชิงบวกกับการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ กล่าวคือ จากแผนภาพที่ 55 เงินทุนเคลื่อนย้ายได้มีส่วนช่วยผลักดันให้การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ของประเทศมาเลเซียเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.03-0.04 ต่อปี ในช่วงปี 2543 ถึง 2546 ในขณะที่ช่วงปี 2547 ถึง 2549 เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.10-0.11 ต่อปี และช่วงปี 2550 ถึง 2551 เพิ่มขึ้นสูงถึงร้อยละ 0.31-0.32 ต่อปี สอดคล้องกับ ในปี 2549 รัฐบาลมาเลเซียกำหนดให้มีวิสัยทัศน์แห่งชาติ โดยมีเป้าหมายให้เป็น “ประเทศที่มีความยืดหยุ่นคงทนและมีความสามารถในการแข่งขัน” ซึ่งหนึ่งในเป้าหมายมีการเน้นส่งเสริมให้ภาคเอกชน เข้ามามีส่วนร่วมลงทุนในสาขาที่สำคัญต่อการพัฒนาประเทศ ในขณะที่ปี 2550 ผลจากวิกฤตการเงินโลกที่เริ่มในอเมริกาและยุโรป ได้ทำให้มีการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศมายังภูมิภาคเอเชีย รวมถึงในมาเลเซีย ซึ่งมีปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง

แผนภาพที่ 55 ผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ โดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)



ที่มา คณะผู้วิจัย

3. ผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (Lending rate)

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (Lending rate) ประเทศมาเลเซีย โดยรายละเอียดมีดังนี้

สมการอัตราดอกเบี้ยเงินกู้

$$\begin{aligned} \text{Ln(LENDING_RATE)} = & 0.741 \cdot \text{Ln(LENDING_RATE)}(-1) - 0.006 \cdot \text{FDI_ASEAN3} \\ & [8.17]^{***} \quad [-1.10] \\ & -0.004 \cdot \text{PORT_ASEAN3} + 0.176 \cdot \text{Ln(REER)} + 0.011 \cdot \text{Ln(FED_FUND)} \\ & [2.03]^{**} \quad [1.71]^* \quad [4.84]^{***} \\ & -0.325 \cdot \text{Ln(CORE)} + 0.016 \cdot \text{CRISIS51} + 0.002 \cdot \text{TIME} + 1.093 \\ & [-0.91] \quad [1.02] \quad [0.69] \quad [0.83] \end{aligned}$$

D.W. = 1.295755 HAUSMAN STATISTIC = 16.63 (0.0199)

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

* แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10

** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาได้เลือกใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) ในบางกรณีที่ผลการทดสอบทางสถิติมีนัยสำคัญ โดยในกรณีเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีผลในไตรมาสปัจจุบัน Hausman Statistics อยู่ในระดับ 16.63 โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.019 บ่งชี้ว่า การใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) เหมาะสมกับข้อมูลที่มีอยู่มากกว่าการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) ในขณะเดียวกันค่า Durbin-Watson อยู่ในระดับที่ 1.296 บ่งชี้ว่าตัวรบกวนในแต่ละช่วงเวลาอาจมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน (Autocorrelation) มากกว่าระดับที่ยอมรับได้เล็กน้อย

a. การลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (PORTFOLIO ASEAN+3)

จากผลการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) แสดงจากสมการด้านบน พบว่าการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (Lending rate) ของประเทศมาเลเซีย ในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (Lending rate) ในช่วงเวลาเดียวกันปรับตัวลดลงร้อยละ 0.004 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ โดยสามารถอธิบายได้ว่า การไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายส่งผลให้ปริมาณเงินในระบบเพิ่มสูงขึ้น มีส่วนทำให้อัตราดอกเบี้ยมี

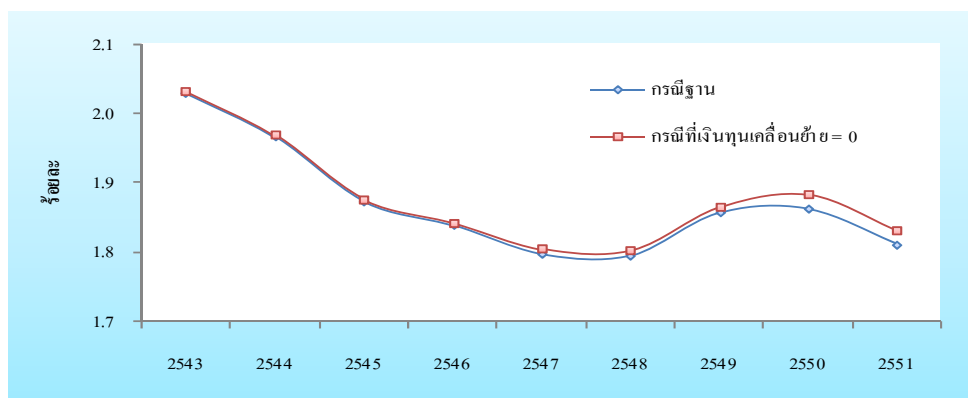
แนวโน้มที่จะลดลง ขณะที่การศึกษาพบว่าเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ของไตรมาสที่แล้ว หรือ 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมาไม่มีผลต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (Lending rate) ในไตรมาสปัจจุบัน

สำหรับ ความสัมพันธ์ระหว่างเงินลงทุนโดยตรงจากอาเซียน+3 (FDI ASEAN+3) กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (Lending rate) จากการศึกษาพบว่าไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และเงินลงทุนในหลักทรัพย์ จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ของไตรมาสที่แล้ว หรือ 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมาไม่มีผลต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (Lending rate) ในไตรมาสปัจจุบันเช่นกัน

b. ผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี โดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)

จากการศึกษาการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 สู่ออสเตรเลียในช่วงระหว่างปี 2543-2551 พบว่า ในช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติ เงินทุนเคลื่อนย้ายที่อยู่ระดับร้อยละ 2.2 ถึง 14.0 ต่อ GDP มีบทบาทต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดีในทิศทางตรงกันข้าม (ดูจากแผนภาพที่ 56) โดยเฉพาะใน ช่วงปี 2547-2551 เงินทุนเคลื่อนย้ายได้มีส่วนช่วยผลักดันให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดีของออสเตรเลียลดลงกว่าร้อยละ 1.87-1.90 ต่อปี ในขณะที่ ช่วงปี 2543-2546 ไม่มีผลต่างอย่างชัดเจน เนื่องจาก กลางปี 2542 -2547 รัฐบาลมาเลเซียประกาศใช้มาตรการควบคุมเงินทุน (Capital control)

แผนภาพที่ 56 ผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (Lending rate)



ที่มา คณะผู้วิจัย

4. ผลกระทบต่อดัชนีค่าเงินริงกิตที่แท้จริง (Real effective exchange rate)

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อดัชนีค่าเงินริงกิตที่แท้จริงของประเทศไทย โดย มีรายละเอียดปรากฏได้ตามนี้

สมการดัชนีค่าเงินริงกิตที่แท้จริง (REER)

$$\begin{aligned} \text{Ln(REER)} = & 1.001 \cdot \text{Ln(REER)}(-1) - 0.010 \cdot \text{FDI_ASEAN3}(-3) + 0.006 \cdot \text{PORT_ASEAN3}(-3) \\ & [12.61]^{***} \quad [-1.57] \quad [1.97]^* \\ & - 0.022 \cdot \text{CRISIS51} - 0.012 \\ & [-1.11] \quad [-0.03] \\ \text{R-SQUARED} = & 0.87 \quad \text{D.W.} = 1.575003 \end{aligned}$$

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

- * แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10
- ** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05
- *** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01
- ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาได้เลือกใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) โดยเมื่อดูจากค่า R-SQUARED พบว่ามีค่าอยู่ในระดับที่ 0.87 ซึ่งเป็นการอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระในสมการสามารถอธิบายผลของตัวแปรตามได้ถึงร้อยละ 87 ในขณะเดียวกัน ค่า Durbin-Watson อยู่ระดับที่ 1.575 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวรบกวนหรือตัวรบกวนในแต่ละช่วงเวลาไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันในระดับที่ยอมรับได้

a. การลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (PORTFOLIO ASEAN+3)

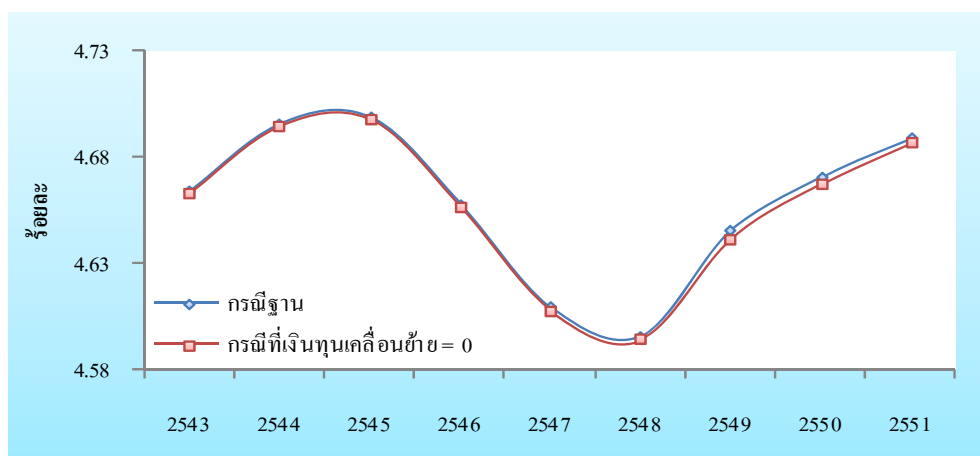
จากแบบจำลองการใช้สมการกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) พบว่าลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เมื่อ 3 ไตรมาสก่อน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีค่าเงินริงกิตที่แท้จริงในปัจจุบัน กล่าวคือ เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในปัจจุบันจะยังไม่มีผลกระทบกับดัชนีค่าเงินริงกิตที่แท้จริง ในช่วงเวลาเดียวกันแต่จะส่งผลต่อการแข็งค่าขึ้นดัชนีค่าเงินริงกิตที่แท้จริงในอีก 3 ไตรมาสข้างหน้า (Lagged variables) โดยหากมีการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะส่งผลให้ดัชนีค่าเงินริงกิตที่แท้จริงแข็งค่าขึ้นที่ร้อยละ 0.006 ต่อไตรมาส เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่และปรับผลทางฤดูกาลแล้วโดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 โดยสามารถอธิบายได้จากการที่เมื่อมีเงินทุนที่ไหลเข้าในรูปเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 จะทำให้มีการแลกเปลี่ยนเงินตราจากสกุลเงินของประเทศ

สมาชิกอาเซียน+3 มาเป็นเงินริงกิตเพื่อเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย ส่งผลทำให้ค่าเงินริงกิตแข็งค่าขึ้น ในขณะที่ความสัมพันธ์ระหว่างเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 กับดัชนีค่าเงินริงกิตที่แท้จริงพบว่า ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งในช่วงเวลาเดียวกันหรือในอีก 2-3 ไตรมาสถัดไป เนื่องจากประเทศมาเลเซียใช้อัตราแลกเปลี่ยนเงินแบบคงที่ (Fixed Exchange Rate) ซึ่งทางรัฐบาลมาเลเซียมีนโยบายตรึงอัตราแลกเปลี่ยนตั้งแต่วันที่ 2 กันยายน 2544 จนถึงวันที่ 21 กรกฎาคม 2548 จากนั้นได้ใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน แบบมีการจัดการ เพื่อให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการเคลื่อนไหวอย่างมีเสถียรภาพ

b. ผลกระทบต่อดัชนีค่าเงินริงกิตที่แท้จริง (REER) โดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)

จากการศึกษาการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 สู่ประเทศมาเลเซียในช่วงระหว่างปี 2543-2551 พบว่า จากแผนภาพที่ 57 ในช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติ เงินทุนเคลื่อนย้ายที่อยู่ระดับร้อยละ 2.2 ถึง 14.0 ต่อ GDP ในช่วงดังกล่าว ได้มีผลเพียงเล็กน้อยต่อค่าเงินริงกิตที่แท้จริง (REER) เนื่องจากประเทศมาเลเซียใช้อัตราแลกเปลี่ยนเงินแบบคงที่ (Fixed Exchange Rate) ควบคู่ไปกับการควบคุมเงินทุนเคลื่อนย้าย โดยทางรัฐบาลมาเลเซียได้ประกาศใช้วิธีการดังกล่าวนับตั้งแต่เดือนกันยายนปี 2541 เป็นต้นมา

แผนภาพที่ 57 ผลกระทบต่อดัชนีค่าเงินริงกิตที่แท้จริง (REER) โดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)



ที่มา คณะผู้วิจัย

5. ผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalisation)

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย โดยมียุทธศาสตร์ดังนี้

สมการผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalisation)

$$\begin{aligned} \text{Ln(MARKETCAP)} = & 0.753 * \text{Ln(MARKETCAP)}(-1) + 0.069 * \text{FDI_ASEAN3} + 0.031 * \text{PORT_ASEAN3} \\ & [9.60]^{***} \qquad \qquad \qquad [2.75]^{***} \qquad \qquad \qquad [2.98]^{***} \\ & - 0.590 * \text{Ln(LENDING_RATE)} - 0.161 * \text{CRISIS51} + 0.597 \\ & [-3.69]^{***} \qquad \qquad \qquad [-3.61]^{***} \qquad \qquad [2.06]^{**} \end{aligned}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.97 \quad \text{D.W.} = 1.952671$$

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

* แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10

** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาได้เลือกใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) โดยเมื่อดูจากค่า R-SQUARED พบว่ามีค่าอยู่ในระดับสูงที่ 0.97 ซึ่งเป็นการอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระในสมการสามารถอธิบายผลของตัวแปรตามได้ถึงร้อยละ 97 ในขณะเดียวกัน ค่า Durbin-Watson อยู่ระดับที่ 1.953 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวแปรถดถอยหรือตัวแปรถดถอยในแต่ละช่วงเวลาไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันในระดับที่ยอมรับได้

a. การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (FDI ASEAN+3)

จากผลการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) แสดงจากสมการด้านบน พบว่าการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalisation) ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากการลงทุนโดยตรง จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalisation) ในช่วงเวลาเดียวกันทันที โดยปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ

0.069 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ โดยสามารถอธิบายได้ว่า เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศมีส่วนทำให้เกิดการลงทุนภาคเอกชนเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้เกิดความเชื่อมั่นต่อนักลงทุนที่จะลงทุนในระยะสั้นผ่านตลาดหลักทรัพย์ มูลค่าหลักทรัพย์จึงมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย อย่างไรก็ตาม ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalisation) อย่างนัยสำคัญทางสถิติกับการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในช่วง 2 และ 3 ไตรมาสก่อนหน้า

b. เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Portfolio ASEAN+3)

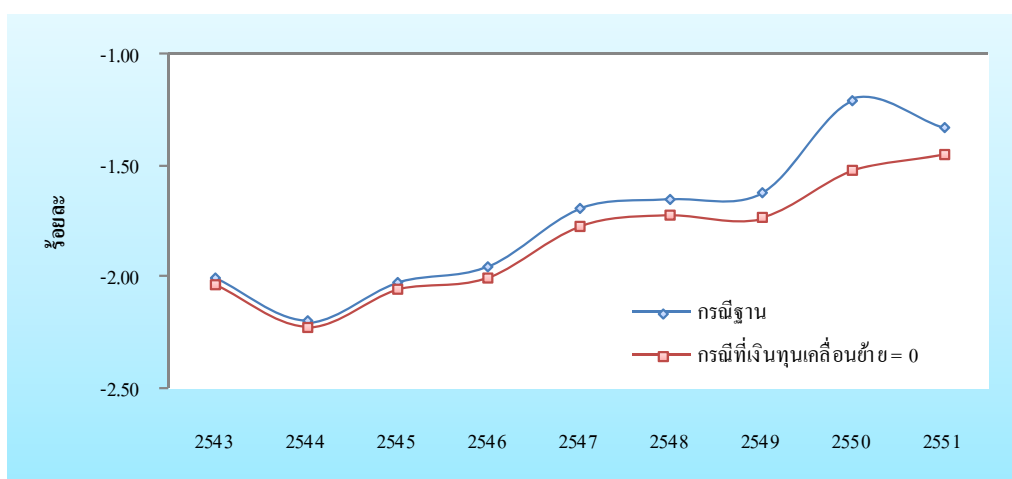
จากผลการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) แสดงจากสมการด้านบน พบว่าการลงทุนในหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalisation) ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากการลงทุนในหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalisation) ในช่วงเดียวกัน ปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.031 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ โดยสามารถอธิบายได้ว่า การที่เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศในรูปเงินลงทุนในหลักทรัพย์ โดยเฉพาะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น มีผลโดยตรงต่อการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ทั้งนี้ การศึกษายังได้ให้ความสำคัญกับระยะเวลาของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่จะมีผลต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalisation) การศึกษาพบว่า จากแบบจำลอง OLS ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalisation) อย่างนัยสำคัญทางสถิติกับการลงทุนในหลักทรัพย์ จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ในช่วง 2 และ 3 ไตรมาสก่อนหน้า

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาพบว่า การลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalisation) ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากการลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalisation) ในช่วงเวลาเดียวกัน ปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.002 ต่อไตรมาส (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ (ดูภาคผนวก ข สมการที่ 49) ทั้งนี้ เงินทุนในหลักทรัพย์ที่มาจากนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีผลกระทบต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ที่น้อยกว่าเงินทุนในหลักทรัพย์ที่มาจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3

c. ผลกระทบต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ โดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)

จากการศึกษาการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 คู่ประเทศมาเลเซียในช่วงระหว่างปี 2543-2551 พบว่า จากแผนภาพที่ 58 ในช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติ เงินทุนเคลื่อนย้ายที่อยู่ระดับร้อยละ 2.2 ถึง 14.0 ต่อ GDP ในช่วงดังกล่าว ได้มีบทบาทเชิงบวกในการส่งเสริมมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซียโดยมีส่วนช่วยผลักดันให้มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซียเพิ่มขึ้นกว่าร้อยละ 0.03-0.12 ต่อปี (โดยเฉพาะในช่วงปี 2549- 2551 มีการเพิ่มขึ้นสูงถึงร้อยละ 0.11-0.12 ต่อปี) ซึ่งผลกระทบในเชิงบวกนี้มาจากทั้ง เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และประเทศนอกกลุ่มสมาชิกอาเซียน+3 (Non-ASEAN+3) เป็นหลัก

แผนภาพที่ 58 ผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalisation)



ที่มา คณะผู้วิจัย

6. ผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI Index)

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อดัชนีราคาผู้บริโภค โดยรายละเอียดมีดังนี้

สมการผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI Index)

$$\begin{aligned} \text{Ln(CPI)} = & 1.124 * \text{Ln(CPI)}(-1) - 0.004 * \text{FDI_ASEAN3} - 0.002 * \text{PORT_ASEAN3} - 0.005 * \text{Ln(REER)} \\ & [46.89]^{***} \quad [-2.76]^{***} \quad [-3.98]^{***} \quad [-0.26] \\ & + 0.01 * \text{Ln(LENDING_RATE)} + 0.013 * \text{CRISIS51} - 0.551 \\ & [0.80] \quad [4.52]^{***} \quad [-4.05]^{***} \\ \text{D.W.} = & 1.696777 \quad \text{HAUSMAN STATISTIC} = 18.86 \quad (0.0044) \end{aligned}$$

โดยค่าในวงเล็บแสดงค่าสถิติ t

* แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.10

** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ns ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาได้เลือกใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) ในบางกรณีที่ผลการทดสอบทางสถิติมีนัยสำคัญ โดยในกรณีเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีผลในไตรมาสปัจจุบัน Hausman Statistics อยู่ที่ระดับ 18.86 โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.0044 บ่งชี้ว่า การใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) เหมาะสมกับข้อมูลที่มีอยู่มากกว่าการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดแบบถดถอย (OLS) ในขณะเดียวกัน ค่า Durbin-Watson อยู่ในระดับที่ 1.6967 บ่งชี้ว่าตัวรบกวนในแต่ละช่วงเวลาอาจมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน (Autocorrelation) มากกว่าระดับที่ยอมรับได้เล็กน้อยสามารถสรุปผล

a. การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (FDI ASEAN+3)

จากผลการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) แสดงจากสมการด้านบน พบว่าการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI Index) ในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากการลงทุนโดยตรงและเงินลงทุนจากหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้ดัชนีราคาผู้บริโภคของผู้บริโภคในช่วงเวลาเดียวกัน ปรับตัวลดลงร้อยละ 0.004 (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่

ทั้งนี้ การศึกษายังได้ให้ความสำคัญกับระยะเวลาของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่จะมีผลต่อดัชนีราคาผู้บริโภค โดยมีสมมติฐานที่ว่า การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ของไตรมาสที่แล้ว หรือ 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมาอาจมีผลต่อดัชนีราคาผู้บริโภค ในไตรมาสปัจจุบันหรือไม่ ซึ่งจากการศึกษาพบว่า การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ของไตรมาสที่แล้ว หรือ 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมา มีผลต่อดัชนีราคาผู้บริโภค ในไตรมาสปัจจุบัน (Lagged variables) ในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากมีการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้ดัชนีราคาผู้บริโภคของผู้บริโภค ในไตรมาสที่ 2-3 ถัด

มา (Lagged variables) ปรับตัวลดลงเท่ากันร้อยละ 0.004 (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ (ดูภาคผนวก ข สมการที่ 52 และ 53 ตามลำดับ)

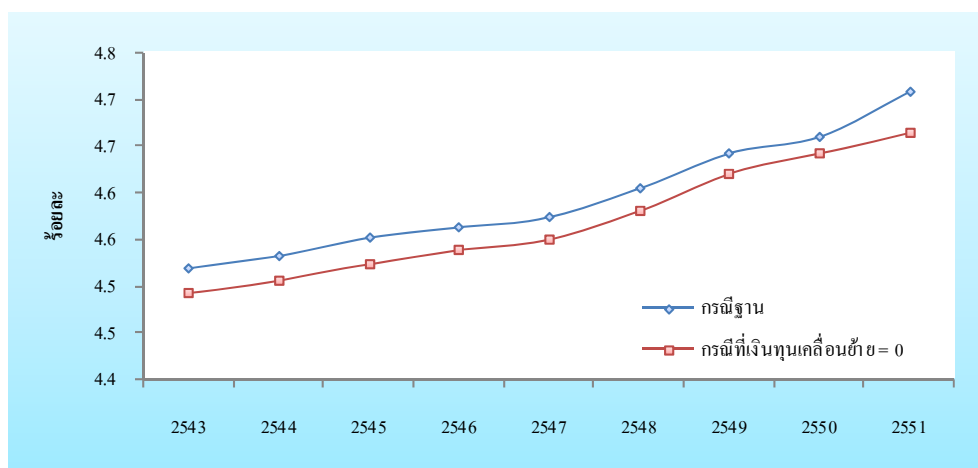
b. การลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (PORTFOLIO ASEAN+3)

จากผลการใช้แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น (2SLS) แสดงจากสมการด้านบน พบว่าการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI Index) ในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยตัวเลขความสัมพันธ์บ่งชี้ว่า หากการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อไตรมาส จะทำให้ดัชนีราคาผู้บริโภคของผู้บริโภค ในช่วงเวลาเดียวกัน ปรับตัวลดลงร้อยละ 0.002 (ปรับผลทางฤดูกาลแล้ว) เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ ทั้งนี้ การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ของไตรมาสที่แล้ว หรือ 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมาอาจมีผลต่อดัชนีราคาผู้บริโภค ในไตรมาสปัจจุบันหรือไม่ ซึ่งจากการศึกษาพบว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

c. ผลกระทบต่อดัชนีราคาผู้บริโภคโดยเทคนิคการจำลองสถานการณ์ (Simulation model)

จากการศึกษาการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ผู้ประเทศมาเลเซียในช่วงระหว่างปี 2543-2551 พบว่า จากแผนภาพที่ 59 ในช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติ เงินทุนเคลื่อนย้ายที่อยู่ระดับร้อยละ 2.2 ถึง 14.0 ต่อ GDP ในช่วงดังกล่าว ได้มีส่วนช่วยทำให้ดัชนีราคาผู้บริโภคของประเทศมาเลเซียลดลงจากกรณีฐานที่ระดับร้อยละ 0.003 ถึง 0.04 ในช่วงปี 2543 ถึง 2551 เนื่องจากผลกระทบนี้มาจากเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่มีการเก็งกำไรสูงเป็นหลัก ดังนั้น เงินลงทุนมีส่วนน้อยกว่าในการทำให้ดัชนีราคาผู้บริโภคเพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 59 ผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI Index)



ที่มา คณะผู้วิจัย

จากการศึกษาโดยใช้แบบจำลองทางเศรษฐมิติพบว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศและเงินลงทุนในหลักทรัพย์มีผลต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกันไปตามประเทศที่ศึกษา โดยสามารถสรุปผลการศึกษได้ในตารางที่ 3 ในภาคผนวก ก

6.2. การศึกษาโดยแบบจำลองของกลุ่มประเทศ

ในการศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อตัวแปรต่างๆ คณะผู้วิจัยฯ ได้ใช้ข้อมูลทฤษฎีอนุกรมตัดขวาง (Cross-country panel data) โดยข้อมูลของประเทศในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ประเทศไทย มาเลเซีย สิงคโปร์ เกาหลีใต้ และญี่ปุ่น ที่มีข้อมูลรายปีแตกต่างกันไป นับจากปี 1997 ถึง 2551 สำหรับประเทศตัวอย่างจากกลุ่มประเทศยุโรป ได้แก่ ประเทศสเปน ฝรั่งเศส และเยอรมัน ที่มีข้อมูลรายปีแตกต่างกัน จากปี 2536 ถึง 2552 ซึ่งการศึกษานี้ ได้ผลการศึกษา ดังนี้²⁶

6.2.1. อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

การศึกษาใช้แบบจำลอง Generalized Method of Moments (GMM) โดยมีตัวแปรตาม (Dependent variables) คือ อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ (Real GDP growth) และตัวแปรภายนอก (Exogenous variables) ได้แก่ (1) สัดส่วนของเงินลงทุนโดยตรงจากภูมิภาคต่อ GDP (2) สัดส่วนของเงินลงทุนโดยตรงจากนอกภูมิภาคต่อ GDP (3) สัดส่วนของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากภูมิภาคต่อ GDP (4) สัดส่วนของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกภูมิภาคต่อ GDP (5) เงินกู้จากต่างประเทศต่อ GDP สำหรับกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และ (6) สัดส่วนการลงทุน ณ ราคาคงที่ต่อ GDP รายละเอียดมีดังนี้

สมการของ ASEAN+3 (5 ประเทศ)

$$\begin{aligned} \text{Ln(RGDP)} = & 0.992 * \text{Ln(RGDP)}(-1) + 0.083 * (\text{FDI_ASEAN3/GDP}) + 0.015 * (\text{FDI_non-ASEAN3/GDP}) \\ & [8.94]^{***} \quad [2.61]^{**} \quad [0.97] \\ & + 0.046 * (\text{PORT_ASEAN3/GDP}) - 0.007 * (\text{PORT_non-ASEAN3/GDP}) - 0.013 * \text{LOAN/GDP} \\ & [1.60] \quad [-1.11] \quad [-0.66] \\ & - 0.059 * \text{Ln(RIP/RGDP)} \end{aligned}$$

²⁶ ข้อมูลของประเทศไทยเริ่มจากปี 2540 ถึง 2551 ประเทศมาเลเซียจากปี 2543 ถึง 2551 ประเทศเกาหลีใต้จากปี 2543 ถึง 2550 และประเทศญี่ปุ่นจากปี 2546 ถึง 2549 สำหรับกลุ่มประเทศยุโรป ข้อมูลของประเทศเยอรมันจากปี 2548 ถึง 2551 ประเทศฝรั่งเศสจากปี 2547 ถึง 2551 และประเทศสเปนจากปี 2536 ถึง 2551

[-0.26]

Arellano-Bond test for AR(1) = -1.32(0.185)

Arellano-Bond test for AR(2) = -1.07(0.283)

Sargan test = 21.27(0.068)

ค่า p-value ในวงเล็บ

สมการของ Europe (3 ประเทศ)

$\text{Ln(RGDP)} = 0.882 \cdot \text{Ln(RGDP)}(-1) - 0.006 \cdot (\text{FDI_EU/GDP}) + 0.024 \cdot (\text{FDI_non-EU/GDP})$

[8.24]***

[-0.53]

[2.26]**

$+ 0.016 \cdot \text{Ln(RIP/RGDP)}$

[1.56]

Arellano-Bond test for AR(1) = -0.08(0.937)

Arellano-Bond test for AR(2) = -3.22(0.001)

Sargan test = 22.99(0.084)

ค่า p-value ในวงเล็บ

จากสมการด้านบน เราสามารถตรวจสอบว่าตัวแปรที่เป็นเครื่องมือ (Instrumental variables) ที่เลือกมาใช้นั้น มีความเหมาะสมหรือไม่ โดยสังเกตจากการทดสอบ Sargan test of overidentifying restriction²⁷ โดยนำค่าความบกพร่อง (Error term) จากสมการถดถอยด้านบน เพื่อหาความสัมพันธ์กับทั้งกลุ่มตัวแปรที่เป็นเครื่องมือและที่ไม่ใช่ตัวแปรเครื่องมือ และตรวจสอบว่าตัวแปรที่เป็นเครื่องมือสามารถอธิบายค่าความบกพร่องอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ จากการใช้แบบจำลอง GMM พบว่า ค่า Sargan statistic มีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 10 ทั้งในกรณีของสมการจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และจากกลุ่มประเทศยุโรป บ่งชี้ว่าตัวแปรที่เป็นเครื่องมือดังกล่าวมีความเหมาะสมดี สำหรับการทดสอบความเหมาะสมของตัวแปรที่เป็นเครื่องมือที่อยู่ในรูปความแตกต่าง (Differenced variables as instruments)²⁸ โดยใช้ค่าสถิติ Arellano-Bond statistics พบว่า ตัวบกพร่องตัวแปรที่เป็นเครื่องมือในรูปค่าความแตกต่างครั้งที่ 1 และ 2 ของสมการ ASEAN+3 มีปัญหาสหสัมพันธ์ บ่งชี้ว่าตัวแปรดังกล่าวเป็นเครื่องมือที่ยังมีความสัมพันธ์กันเล็กน้อย แต่ไม่มีผลอย่างมากต่อค่าสัมประสิทธิ์ สำหรับสมการ Europe พบว่าตัวแปรที่เป็นเครื่องมือในรูปความแตกต่างมีความเหมาะสมอย่างดี เนื่องจากค่าบกพร่องของตัวแปรที่เป็นเครื่องมือมีปัญหาสหสัมพันธ์เชิงลบในระยะสั้น ในขณะที่ไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์ของค่าบกพร่องของตัวแปรเครื่องมือในระยะยาว

²⁷ ภายใต้สมมติฐาน null hypothesis คือ ตัวแปรทั้งหมดทั้งตัวแปรที่เป็นเครื่องมือ (instrumental variables) และตัวแปรหลักอื่นๆ เป็นตัวแปรภายนอกทั้งหมด (Exogenous variables) ซึ่งหมายความว่าตัวแปรที่เป็นเครื่องมือไม่เหมาะสมในการนำไปใช้ในแบบจำลอง

²⁸ แบบจำลอง GMM จะมีความแม่นยำมากขึ้นกรณีที่ตัวบกพร่องตัวแปรที่เป็นเครื่องมือในรูปค่าความแตกต่างครั้งที่ 1 (AR(1)) มีปัญหาสหสัมพันธ์ในเชิงลบ (First order negative correlation) และตัวบกพร่องของตัวแปรที่เป็นเครื่องมือในรูปค่าความแตกต่างครั้งที่ 2 (AR(2)) ไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์

เมื่อพิจารณาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจทั้งในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และในกลุ่มประเทศยุโรป พบว่า ในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Intra-regional FDI) มีผลในเชิงบวกต่ออัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ในขณะที่เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ ไม่มีผลอย่างนัยสำคัญต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ โดยกล่าวได้ว่า การเพิ่มขึ้นของเงินลงทุนโดยตรง ที่ร้อยละ 1.0 ต่อ GDP ส่งผลให้ GDP ขยายตัวเพิ่มขึ้นที่ร้อยละ 0.083 ต่อปี ผลการศึกษานี้สนับสนุนข้อสรุปของ Baharumshah และ Thanoon (2006) ที่กล่าวว่า เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศมีผลต่อทั้งการลงทุน และการสร้างประสิทธิภาพการทำงานด้วย (Domestic productivity) เพื่อนำไปสู่การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจทั้งในระยะสั้นและระยะยาว ในกรณีของกลุ่มประเทศยุโรป การศึกษาพบว่า ทั้งเงินลงทุนโดยตรง และเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศยุโรป (Intra-regional capital flows) ไม่มีผลอย่างนัยสำคัญต่อ GDP อย่างไรก็ตาม เป็นที่น่าสังเกตว่าเงินลงทุนโดยตรงที่มาจากนอกภูมิภาคยุโรปมีผลเชิงบวกต่อเศรษฐกิจ โดยพบว่า เมื่อเงินลงทุนโดยตรง เพิ่มขึ้นร้อยละ 1.0 ต่อ GDP ส่งผลให้ GDP เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.024 ต่อปี

6.2.2. การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่

การศึกษาใช้แบบจำลอง Generalized Method of Moments (GMM) โดยมีตัวแปรตาม (Dependent variables) คือ การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (Real Private Investment) ต่อ GDP และตัวแปรภายนอก (Exogenous variables) ได้แก่ (1) สัดส่วนของเงินลงทุนโดยตรงจากภูมิภาคต่อ GDP (2) สัดส่วนของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากภูมิภาคต่อ GDP (3) สัดส่วนของเงินลงทุนโดยตรงจากนอกภูมิภาคต่อ GDP (4) สัดส่วนของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกภูมิภาคต่อ GDP (5) เงินกู้จากต่างประเทศต่อ GDP สำหรับกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และ (6) ปริมาณเงิน M3 รายละเอียดมีดังนี้

สมการของ กลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (5 ประเทศ)

$$\begin{aligned} \text{Ln(RIP/RGDP)} = & 0.279*\text{Ln(RIP/RGDP)}(-1) + 0.108*(\text{FDI_ASEAN3/GDP}) \\ & [2.19]** \quad [3.85]*** \\ & + 0.006*(\text{FDI_non-ASEAN3/GDP}) - 0.051*(\text{PORT_ASEAN3/GDP}) \\ & [0.49] \quad [-2.08]* \\ & + 0.005*(\text{PORT_non-ASEAN3/GDP}) - 0.003*(\text{LOAN/GDP}) + 1.244*\text{Ln(RGDP)}(-1) \\ & [1.03] \quad [-0.22] \quad [5.08]*** \\ & - 1.129*\text{Ln(M3)} \end{aligned}$$

[-4.28]***

Arellano-Bond test for AR(1) = -1.79(0.074)

Arellano-Bond test for AR(2) = -0.81(0.416)

Sargan test = 24.46(0.040)

ค่า p-value ในวงเล็บ

สมการของ Europe (3 ประเทศ)

$\text{Ln(RIP/RGDP)} = 0.824 \cdot \text{Ln(RIP/RGDP)}(-1) - 0.271 \cdot (\text{FDI_EU/GDP})$

[8.21]***

[-3.21]***

$- 0.184 \cdot (\text{FDI_non-ASEAN3/GDP}) - 1.572 \cdot \text{Ln(RGDP)}(-1) + 0.492 \cdot \text{Ln(M3)}$

[-1.78]*

[-0.93]

[0.51]

Arellano-Bond test for AR(1) = -1.51(0.131)

Arellano-Bond test for AR(2) = -0.36(0.721)

Sargan test = 22.13(0.076)

ค่า p-value ในวงเล็บ

จากสมการด้านบน ค่า Sargan statistic มีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 5 ในกรณีของสมการจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และร้อยละ 10 จากกลุ่มประเทศยุโรป บ่งชี้ว่าตัวแปรที่เป็นเครื่องมือดังกล่าวมีความเหมาะสมดี สำหรับการทดสอบความเหมาะสมของตัวแปรที่เป็นเครื่องมือที่อยู่ในรูปความแตกต่าง (Differenced variables as instruments) โดยใช้ค่าสถิติ Arellano-Bond statistics ของกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีปัญหาสหสัมพันธ์ บ่งชี้ว่าตัวแปรดังกล่าวเป็นเครื่องมือที่มีความสัมพันธ์ในระยะยาว แต่ไม่มีปัญหาในระยะสั้น บ่งชี้ว่าตัวแปรดังกล่าวเป็นเครื่องมือที่ยังมีความสัมพันธ์กัน แต่ไม่มีผลอย่างมากต่อค่าสัมประสิทธิ์ จึงไม่มีผลคลาดเคลื่อน (Biased) ต่อค่าสัมประสิทธิ์หากมีจำนวนข้อมูลมากขึ้น สำหรับสมการ Europe พบว่าตัวแปรที่เป็นเครื่องมือในรูปความแตกต่างทั้งครั้งที่ 1 และ 2 มีปัญหาสหสัมพันธ์ บ่งชี้ว่าตัวแปรดังกล่าวเป็นเครื่องมือที่ยังมีความสัมพันธ์กัน แต่ไม่มีผลอย่างมากต่อค่าสัมประสิทธิ์

เมื่อพิจารณาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ทั้งในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และในกลุ่มประเทศยุโรป พบว่า ในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Intra-regional FDI) มีผลในเชิงบวกต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ในขณะที่เงินลงทุนโดยตรงนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ทั้งนี้ เงินลงทุนในหลักทรัพย์ ทั้งจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อการลงทุนภาคเอกชน สำหรับเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ ไม่มี

ผลอย่างมีนัยสำคัญต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ โดยกล่าวได้ว่า การเพิ่มขึ้นของเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่ร้อยละ 1.0 ต่อ GDP ส่งผลให้ การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ต่อ GDP ขยายตัวที่ร้อยละ 0.108 ต่อปี สะท้อนผลกระทบของเงินลงทุนโดยตรงที่มีส่วนกระตุ้นการลงทุนภาคเอกชน อย่างไรก็ตาม การลงทุนในหลักทรัพย์มีการเก็งกำไรมากกว่าการนำมาลงทุน

ในกรณีของกลุ่มประเทศยุโรป การศึกษาพบว่า เงินลงทุนโดยตรงทั้งจากกลุ่มประเทศยุโรป และนอกกลุ่มประเทศยุโรป มีผลในเชิงลบต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ โดยสามารถอธิบายความแตกต่างของผลการศึกษาจาก 2 กลุ่มประเทศได้ว่า ประเทศในกลุ่มยุโรปเป็นประเทศที่ส่งออกเงินทุนสุทธิ (Net exporter of capital) ดังนั้น การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่กับการไปลงทุนในต่างประเทศ จึงนับเป็นสินค้าทดแทนกัน (Substitution goods) การเพิ่มขึ้นของเงินลงทุนโดยตรง จึงทำให้การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ลดลง

6.2.3. อัตราดอกเบี้ยเงินกู้

การศึกษาใช้แบบจำลอง Generalized Method of Moments (GMM) โดยมีตัวแปรตาม (Dependent variables) คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้านิติ และตัวแปรภายนอก (Exogenous variables) ได้แก่ (1) สัดส่วนของเงินลงทุนโดยตรงจากภูมิภาคต่อ GDP (2) สัดส่วนของเงินลงทุนโดยตรงจากนอกภูมิภาคต่อ GDP (3) สัดส่วนของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากภูมิภาคต่อ GDP (4) สัดส่วนของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกภูมิภาคต่อ GDP (5) เงินกู้จากต่างประเทศต่อ GDP สำหรับกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และ (6) ปริมาณเงิน M3 รายละเอียดมีดังนี้

สมการของ ASEAN+3 (5 ประเทศ)

$$\begin{aligned} \text{Ln(MLR)} = & 0.738 \cdot \text{Ln(MLR)}(-1) + 0.045 \cdot (\text{FDI_ASEAN3/GDP}) - 0.012 \cdot (\text{FDI_non-ASEAN3/GDP}) \\ & [5.40]^{***} \quad [1.07] \quad [-0.58] \\ & + 0.009 \cdot (\text{PORT_ASEAN3/GDP}) + 0.005 \cdot (\text{PORT_non-ASEAN3/GDP}) - 0.026 \cdot \text{LOAN/GDP} \\ & [0.19] \quad [0.62] \quad [-1.02] \\ & + 0.584 \cdot \text{Ln(RGDP)}(-1) + 0.038 \cdot \text{Ln(M3)} \\ & [2.65]^{**} \quad [0.24] \end{aligned}$$

Arellano-Bond test for AR(1) = -3.67(0.000)

Arellano-Bond test for AR(2) = 0.48(0.630)

Sargan test = 16.43(0.630)

ค่า p-value ในวงเล็บ

สมการของ Europe (3 ประเทศ)

$$\begin{aligned} \text{Ln(MLR)} = & 0.737 \cdot \text{Ln(MLR)}(-1) + 0.008 \cdot (\text{FDI_EU/GDP}) + 0.008 \cdot (\text{FDI_non-EU/GDP}) \\ & [3.57]^{***} \quad [0.39] \quad [0.34] \\ & - 0.016 \cdot \text{Ln(RGDP)}(-1) + 0.100 \cdot \text{Ln(M3)} \\ & [-0.45] \quad [0.81] \end{aligned}$$

Arellano-Bond test for AR(1) = -0.99(0.324)

Arellano-Bond test for AR(2) = -0.61(0.543)

Sargan test = 20.66(0.111)

ค่า p-value ในวงเล็บ

จากสมการด้านบน ในกรณีของสมการจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และกลุ่มประเทศยุโรป ค่า Sargan statistic ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติทั้ง 2 กรณี บ่งชี้ว่าตัวแปรที่เป็นเครื่องมือในแบบจำลอง GMM เหมาะสมกับข้อมูลที่มี สำหรับค่าสถิติ Arellano-Bond statistics พบว่า ตัวรบกวนของสมการในรูปค่าความแตกต่างของสมการ ASEAN+3 มีปัญหาสหสัมพันธ์ในระยะยาว สำหรับสมการ Europe พบว่า มีปัญหาสหสัมพันธ์ทั้งระยะสั้นและระยะยาว บ่งชี้ว่าตัวแปรดังกล่าวเป็นเครื่องมือที่ยังมีความสัมพันธ์กัน แต่ไม่มีผลอย่างมากต่อค่าสัมประสิทธิ์ เมื่อพิจารณาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี ทั้งในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และในกลุ่มประเทศยุโรป พบว่าการลงทุนโดยตรงทั้งจากภายในและภายนอกกลุ่มประเทศรวมถึงตัวแปรอื่นๆ ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดีทั้งในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และกลุ่มประเทศยุโรป

6.2.4. ดัชนีค่าเงินภูมิภาคที่แท้จริง

การศึกษาใช้แบบจำลอง Generalized Method of Moments (GMM) โดยมีตัวแปรตาม (Dependent variables) คือ ดัชนีค่าเงินภูมิภาคที่แท้จริง และตัวแปรภายนอก (Exogenous variables) ได้แก่ (1) สัดส่วนของเงินลงทุนโดยตรงจากภูมิภาคต่อ GDP (2) สัดส่วนของเงินลงทุนโดยตรงจากนอกภูมิภาคต่อ GDP (3) สัดส่วนของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากภูมิภาคต่อ GDP (4) สัดส่วนของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกภูมิภาคต่อ GDP (5) เงินกู้จากต่างประเทศต่อ GDP สำหรับกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และ (6) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ รายละเอียดมีดังนี้

สมการของ ASEAN+3 (5 ประเทศ)

$$\begin{aligned} \text{Ln(REER)} = & 0.432 * \text{Ln(REER)}(-1) + 0.081 * (\text{FDI_ASEAN3/GDP}) + 0.011 * (\text{FDI_non-ASEAN3/GDP}) \\ & [2.89]** \quad [4.60]*** \quad [1.36] \\ & + 0.035 * (\text{PORT_ASEAN3/GDP}) - 0.008 * (\text{PORT_non-ASEAN3/GDP}) \\ & [1.84]* \quad [-2.52]** \\ & - 0.002 * \text{LOAN/GDP} + 0.112 * \text{Ln(STOCKINDEX)}(-1) + 0.192 * \text{Ln(LENDING_RATE)} \\ & [-0.17] \quad [3.13]*** \quad [3.18]*** \end{aligned}$$

Arellano-Bond test for AR(1) = -2.48(0.013)

Arellano-Bond test for AR(2) = -0.14(0.889)

Sargan test = 14.46(0.272)

ค่า p-value ในวงเล็บ

สมการของ Europe (3 ประเทศ)

$$\begin{aligned} \text{Ln(REER)} = & 0.802 * \text{Ln(REER)}(-1) - 0.002 * (\text{FDI_EU/GDP}) + 0.01 * (\text{FDI_non-EU/GDP}) \\ & [4.71]*** \quad [-0.59] \quad [1.94]* \\ & + 0.036 * \text{Ln(STOCKINDEX)}(-1) - 0.004 * \text{Ln(LENDING_RATE)} \\ & [1.60] \quad [-0.13] \end{aligned}$$

Arellano-Bond test for AR(1) = -1.05(0.293)

Arellano-Bond test for AR(2) = -2.14(0.032)

Sargan test = 17.55(0.228)

ค่า p-value ในวงเล็บ

จากสมการด้านบน สมการจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และกลุ่มประเทศยุโรป ค่า Sargan statistic ไม่นับสำคัญทางสถิติ บ่งชี้ว่าตัวแปรที่เป็นเครื่องมือ (Instrumental variables) มีความเหมาะสมกับข้อมูลที่มี สำหรับค่าสถิติ Arellano-Bond statistics ค่าความรบกวนของตัวแปรที่เป็นเครื่องมือของสมการกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีปัญหาสหสัมพันธ์ในระยะยาว แต่ไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์ในระยะสั้น บ่งชี้ว่าตัวแปรดังกล่าวเป็นเครื่องมือที่ยังมีความสัมพันธ์กัน แต่ไม่มีผลอย่างมากต่อค่าสัมประสิทธิ์ สำหรับสมการกลุ่มประเทศยุโรป พบว่าตัวแปรที่เป็นเครื่องมือมีปัญหาสหสัมพันธ์ในระยะสั้น แต่ไม่มีปัญหาในระยะยาว บ่งชี้ว่าตัวแปรดังกล่าวเป็นเครื่องมือที่ดี

เมื่อพิจารณาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อดัชนีค่าเงินในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 พบว่าการลงทุนโดยตรงและการลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีค่าเงินที่แท้จริง โดยกล่าวได้ว่า การเพิ่มขึ้นของเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่ร้อยละ 1.0 ต่อ GDP ส่งผลให้ดัชนีค่าเงินที่แท้จริงปรับตัวเพิ่มขึ้นที่ร้อยละ 0.081 ต่อปี สำหรับเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 1.0 ต่อ GDP จะส่งผลให้ดัชนีค่าเงินที่แท้จริงร้อยละ 0.035 ต่อปี บ่งชี้ว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้ามาจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงแข็งค่าขึ้น อย่างไรก็ตามการลงทุนโดยตรงจากนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ การลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ส่งผลในทางลบต่อดัชนีค่าเงินที่แท้จริงอย่างมีนัยสำคัญ โดยการขยายตัวของการลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 1.0 ต่อ GDP จะส่งผลให้ดัชนีค่าเงินที่แท้จริงอ่อนค่าลงร้อยละ 0.008 ต่อปี โดยความสัมพันธ์ในเชิงลบสามารถอธิบายได้จาก เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่มีสัดส่วนน้อยต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายทั้งหมด

ในกรณีของกลุ่มประเทศยุโรป การศึกษาพบว่า การลงทุนโดยตรงจากประเทศในกลุ่มยุโรปไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีค่าเงินที่แท้จริง เนื่องจากใช้ค่าเงินสกุลเดียวกันคือสกุลเงินยูโรในการลงทุน อย่างไรก็ตามการลงทุนโดยตรงจากนอกกลุ่มประเทศยุโรปส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อดัชนีค่าเงินที่แท้จริงอย่างมีนัยสำคัญ โดยกล่าวได้ว่าการปรับตัวเพิ่มขึ้นของการลงทุนโดยตรงจากนอกกลุ่มประเทศยุโรปที่ร้อยละ 1.0 ต่อ GDP ส่งผลให้ดัชนีค่าเงินที่แท้จริงปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.10 ต่อปี โดยพบว่าผลกระทบอยู่ในระดับสูง โดยสามารถอธิบายได้จากที่ธนาคารกลางยุโรปไม่มีนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่ชัดเจน ส่งผลให้เงินทุนเคลื่อนย้ายจากนอกกลุ่มประเทศยุโรปมีส่วนทำให้ค่าเงินแข็งค่าขึ้น

6.2.5. อัตราการว่างงาน

การศึกษาใช้แบบจำลอง Generalized Method of Moments (GMM) โดยมีตัวแปรตาม (Dependent variables) คือ อัตราการว่างงาน และตัวแปรภายนอก (Exogenous variables) ได้แก่ (1) สัดส่วนของเงินลงทุนโดยตรงจากภูมิภาคต่อ GDP (2) สัดส่วนของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากภูมิภาคต่อ GDP สำหรับกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (3) สัดส่วนของเงินลงทุนโดยตรงจากนอกภูมิภาคต่อ GDP (4) สัดส่วนของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกภูมิภาคต่อ GDP สำหรับกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (5) สัดส่วนของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกภูมิภาคต่อ GDP (6) เงินกู้จากต่างประเทศต่อ GDP สำหรับกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และ (7) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ รายละเอียดดังนี้

สมการของ กลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (5 ประเทศ)

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{UN_RATE}) = & 0.571 * \text{Ln}(\text{UN_RATE})(-1) - 0.132 * (\text{FDI_ASEAN3}/\text{GDP}) \\ & [3.55]^{***} \quad [-2.69]^{**} \\ & + 0.011 * (\text{FDI_non-ASEAN3}/\text{GDP}) - 0.073 * (\text{PORT_ASEAN3}/\text{GDP}) \\ & [0.48] \quad [-1.26] \\ & + 0.001 * (\text{PORT_non-ASEAN3}/\text{GDP}) - 0.035 * \text{LOAN}/\text{GDP} - 0.188 * \text{Ln}(\text{RIP}/\text{RGDP}) \\ & [0.09] \quad [-1.08] \quad [-0.65] \\ & + 0.505 * \text{Ln}(\text{LENDING_RATE}) \\ & [2.70]^{**} \end{aligned}$$

Arellano-Bond test for AR(1) = -1.80(0.072)

Arellano-Bond test for AR(2) = -1.15(0.250)

Sargan test = 18.61(0.098)

ค่า p-value ในวงเล็บ

สมการของ Europe (3 ประเทศ)

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{UN_RATE}) = & 0.753 * \text{Ln}(\text{UN_RATE})(-1) + 0.054 * (\text{FDI_EU}/\text{GDP}) + 0.035 * (\text{FDI_non-EU}/\text{GDP}) \\ & [5.46]^{***} \quad [3.56]^{***} \quad [2.12]^* \\ & + 0.356 * \text{Ln}(\text{RIP}/\text{RGDP}) - 0.028 * \text{Ln}(\text{LENDING_RATE}) \\ & [2.39]^{**} \quad [-0.22] \end{aligned}$$

Arellano-Bond test for AR(1) = 0.52(0.605)

Arellano-Bond test for AR(2) = -0.27(0.787)

Sargan test = 37.63(0.001)

ค่า p-value ในวงเล็บ

จากสมการด้านบน ค่า Sargan statistic มีนัยสำคัญทางสถิติทั้งในกรณีของสมการจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และจากกลุ่มประเทศยุโรป บ่งชี้ว่าตัวแปรที่เป็นเครื่องมือดังกล่าวไม่เหมาะสมเท่าที่ควรสำหรับค่าสถิติ Arellano-Bond statistics พบว่า สมการกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีปัญหาสหสัมพันธ์ในระยะยาว แต่ไม่มีปัญหาในระยะสั้น บ่งชี้ว่าตัวแปรดังกล่าวเป็นเครื่องมือที่ยังมีความสัมพันธ์กันในระยะยาว แต่ไม่มีผลอย่างมากต่อค่าสัมประสิทธิ์ สำหรับสมการ Europe พบว่าตัวแปรที่เป็นเครื่องมือในรูปความแตกต่างครั้งที่ 1 และ 2 มีปัญหาสหสัมพันธ์ บ่งชี้ว่าตัวแปรดังกล่าวเป็นเครื่องมือที่ยังมีความสัมพันธ์กัน แต่ไม่มีผลอย่างมากต่อค่าสัมประสิทธิ์

เมื่อพิจารณาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่ออัตราการว่างงาน ณ ราคาคงที่ ทั้งในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และในกลุ่มประเทศยุโรป พบว่า ในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปแบบเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Intra-regional FDI) มีผลลบต่อการว่างงาน ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้มีผลบวกต่อการว่างงาน โดยสามารถอธิบายได้ว่า เงินลงทุนจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Intra-regional FDI) ส่งผลให้มีการลงทุนมากยิ่งขึ้น ทำให้การจ้างงานเพิ่มสูงขึ้น จำนวนผู้ว่างงานจึงลดลงตามลำดับ ในขณะที่เงินลงทุนโดยตรงนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 เงินลงทุนในหลักทรัพย์ ทั้งจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และแหล่งอื่นๆ ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อการว่างงาน โดยกล่าวได้ว่า การเพิ่มขึ้นของเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่ร้อยละ 1.0 ต่อ GDP ส่งผลให้อัตราการว่างงานลดลงที่ร้อยละ 0.132 ต่อกำลังแรงงานรวม ในกรณีของกลุ่มประเทศยุโรป การศึกษาพบว่า เงินลงทุนโดยตรงทั้งจากกลุ่มประเทศยุโรป และนอกกลุ่มประเทศยุโรป มีผลบวกต่อการว่างงาน โดยสามารถอธิบายความแตกต่างของผลการศึกษามาจาก 2 กลุ่มประเทศได้ว่า ประเทศในกลุ่มยุโรปเป็นประเทศที่พัฒนาแล้ว และมีการผลิตที่มีประสิทธิภาพอยู่แล้ว อีกทั้งยังมีเงินทุนเข้มข้น (Capital Intensive) ดังนั้นการลงทุนจากต่างประเทศทำให้เงินทุนรวมในประเทศสูงขึ้น และเข้ามาแทนที่แรงงาน จึงทำให้การว่างงานสูงขึ้น

ทั้งนี้ เงินทุนเคลื่อนย้ายทั้งในรูปแบบเงินลงทุนโดยตรง และเงินลงทุนในหลักทรัพย์ ทั้งที่มาจากในและนอกภูมิภาค (ในประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และในยุโรป) ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราเงินเฟ้อในประเทศ และมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ โดยดูได้จากสมการที่ 57 ถึง 60 ในภาคผนวก ข โดยสามารถอธิบายได้ว่า อัตราเงินเฟ้อในประเทศ โดยเฉพาะประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ขึ้นอยู่กับการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันและเชื้อเพลิง และมูลค่าตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะเปลี่ยนแปลงไปกับเงินลงทุนในหลักทรัพย์ที่มาจากในประเทศ

สรุปผลการศึกษารายประเทศและรวมกลุ่มประเทศ

สำหรับเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ (Real GDP) FDI จากประเทศอาเซียน+3 มีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของไทย และมีผลในเชิงบวกสำหรับในกลุ่มประเทศอาเซียน+3 เช่นเดียวกัน แต่ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการเจริญเติบโตของมาเลเซีย อีกทั้ง FDI จากนอกกลุ่มประเทศยุโรป นั้น มีผลเชิงบวกต่อประเทศในยุโรป ขณะที่เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากประเทศอาเซียน+3 ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของไทย แต่มีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อเศรษฐกิจของมาเลเซียและมีผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาสต่อๆ มา (Lagged effects)

ในการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (Real Private Investment) ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ (Real GDP) โดยคาดว่า เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศจะมีส่วนสนับสนุนการลงทุนภาคเอกชน จากการศึกษาพบว่า FDI จากประเทศอาเซียน+3 มีผลกระทบเชิงบวกต่อการลงทุนภาคเอกชนของไทยและญี่ปุ่นอย่างมีนัยสำคัญ และมีผลกระทบในเชิงบวกต่อประเทศอาเซียน+3 ทั้งนี้ FDI จากทั้งในและนอกกลุ่มประเทศยุโรปมีผลเชิงลบต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ผลมาจากประเทศที่พัฒนาแล้วเป็นประเทศที่ส่งออกสุทธิเงินทุนเคลื่อนย้าย สำหรับเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากประเทศอาเซียน+3 นั้น ไม่มีผลต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ของญี่ปุ่น แต่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อเศรษฐกิจมาเลเซีย

อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม (Lending rate) เป็นตัวแปรด้านการเงินที่สำคัญ และคาดว่าเงินลงทุนเคลื่อนย้าย โดยเฉพาะเงินลงทุนในหลักทรัพย์จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยลดลง เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินในระบบ โดยผลการศึกษาพบว่า เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากประเทศอาเซียน+3 มีผลกระทบในเชิงลบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมสำหรับญี่ปุ่น ในไตรมาสที่ 3 หลังจากมีเงินทุนไหลเข้า สำหรับประเทศมาเลเซียมีผลเช่นเดียวกันนี้ ในขณะที่ FDI จากประเทศอาเซียน+3 ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของญี่ปุ่น สำหรับ FDI จากทั้งในและนอกกลุ่มประเทศอาเซียน+3 ก็ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของกลุ่มประเทศอาเซียน+3 เช่นเดียวกัน และ FDI ทั้งจากในและนอกกลุ่มประเทศยุโรป ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของกลุ่มประเทศยุโรป

การที่เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลเข้าอย่างมาก ซึ่งคาดว่าจะส่งผลให้ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (Real effective exchange rate) ปรับค่าแข็งขึ้น จากการศึกษาพบว่า FDI จากประเทศอาเซียน+3 มีผลในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีค่าเงินที่แท้จริงของมาเลเซียในไตรมาสที่ 3 หลังจากเงินทุนไหลเข้า อย่างไรก็ตาม FDI จากกลุ่มประเทศอาเซียน+3 ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีค่าเงินเยนของญี่ปุ่นในไตรมาส 3 หลังจากเงินทุนไหลเข้า ในขณะที่ FDI จากนอกกลุ่มประเทศยุโรปมีผลในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีค่าเงินที่แท้จริงของภายในภูมิภาค สำหรับผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้าย เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากประเทศอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับดัชนีค่าเงินที่แท้จริงของไทย ญี่ปุ่นและมาเลเซีย ขณะที่เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกกลุ่มประเทศอาเซียน+3 มีผลในเชิงลบต่อดัชนีค่าเงินที่แท้จริงของกลุ่มประเทศอาเซียน+3

ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalisation) และเงินทุนเคลื่อนย้าย ซึ่งคาดว่าจะมีทิศทางในเชิงบวก จากผลการศึกษาพบว่า เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากประเทศอาเซียน+3 มีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย แต่เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากทั้งในและนอกประเทศอาเซียน+3 ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอาเซียน+3 และ

เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากในและนอกกลุ่มประเทศยุโรปก็ไม่ได้มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศยุโรป สำหรับ FDI จากประเทศอาเซียน+3 มีผลในเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของไทยใน 2 ไตรมาสต่อมา และมีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นในช่วงเวลาเดียวกันและในอีก 3 ไตรมาสถัดไป ทั้งนี้ การลงทุนโดยตรงจากในและนอกกลุ่มประเทศอาเซียน+3 ไม่ได้มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอาเซียน+3 และการลงทุนโดยตรงจากในและนอกกลุ่มประเทศยุโรปก็ไม่ได้มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศยุโรป

ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI Index) และ FDI จากประเทศอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับดัชนีราคาผู้บริโภคของญี่ปุ่นในไตรมาสถัดมาอย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับดัชนีราคาผู้บริโภคของไทย และมีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญสำหรับมาเลเซีย และ FDI จากทั้งในและนอกกลุ่มประเทศอาเซียน+3 ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีราคาผู้บริโภค สำหรับเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากทั้งในและนอกกลุ่มประเทศอาเซียน+3 ไม่ได้มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีราคาผู้บริโภคของประเทศอาเซียน+3

เงินลงทุนโดยตรงซึ่งคาดว่าจะมีส่วนในการสนับสนุนการจ้างงาน ทำให้อัตราการว่างงานลดต่ำลงจากการศึกษาพบว่า FDI จากประเทศอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราการว่างงานของไทยใน 2-3 ไตรมาสถัดไปอย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการว่างงานของญี่ปุ่นและมาเลเซีย ขณะที่ FDI จากในประเทศอาเซียน+3 มีผลลบต่ออัตราการว่างงานในประเทศอาเซียน+3 และ FDI จากนอกประเทศอาเซียน+3 ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราการว่างงานในประเทศอาเซียน+3 สำหรับกลุ่มประเทศยุโรป FDI จากทั้งในและนอกกลุ่มประเทศยุโรปมีผลบวกต่ออัตราการว่างงาน เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากทั้งในและนอกกลุ่มประเทศอาเซียน+3 ไม่ได้มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราการว่างงานของประเทศอาเซียน+3

เงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปของ FDI จะมีผลในเชิงบวกต่อเศรษฐกิจและการจ้างงาน ผ่านการลงทุนที่ขยายตัวเพิ่มมากขึ้น โดยเงินทุนเคลื่อนย้ายดังกล่าวจะช่วยสนับสนุนการพัฒนาด้านเทคโนโลยี (Technology transfers) สำหรับเงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปการลงทุนในหลักทรัพย์ จะมีส่วนช่วยให้ต้นทุนเงินทุนลดต่ำลงและการเข้าสู่แหล่งทุนมีความง่ายขึ้น ดังนั้น การเสนอแนะนโยบายเพื่อสนับสนุนการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ และการพัฒนาตลาดการเงินของไทย เป็นสิ่งที่มีความจำเป็นอย่างยิ่งเพื่อสามารถรองรับการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่อาจเพิ่มสูงขึ้นในอนาคต

บทที่ 7

ข้อเสนอเชิงนโยบาย

เงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้ามาสู่ประเทศในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียนมีผลให้เกิดทั้งผลดีและผลเสียต่อเศรษฐกิจ ขึ้นอยู่กับชนิดของเงินทุนเคลื่อนย้ายระยะยาว หรือระยะสั้น อย่างไรก็ตาม เป็นที่รู้กันดีว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายมีส่วนช่วยในการเข้าสู่แหล่งทุนได้ง่ายขึ้น ทำให้ผลตอบแทนต่อปัจจัยทุนเพิ่มมากขึ้น และยังมีส่วนในการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตของประเทศ (Domestic Productivity) การศึกษาส่วนใหญ่เน้นไปที่ความผันผวนของการเคลื่อนย้ายของเงินทุน (Volatility of capital flows) ในกลุ่มประเทศเกิดใหม่และประเทศที่กำลังพัฒนา (Emerging and developing countries) ประเทศเหล่านี้ต้องเผชิญกับความไม่แน่นอนของการไหลเข้าและออกของเงินทุนเคลื่อนย้าย ทำให้ผู้ดำเนินนโยบายการเงินต้องเข้าไปกำกับดูแลอย่างใกล้ชิดเพื่อให้เกิดประโยชน์ต่อประเทศ และสร้างความเสียหายน้อยที่สุด ในระหว่างปี 2541 ถึง 2551 เงินทุนเคลื่อนย้ายจากการลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศ (FDI flows) ในกลุ่มประเทศเกิดใหม่และประเทศกำลังพัฒนามีแนวโน้มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศเอเชียกำลังพัฒนาที่เพิ่มสูงขึ้นจาก 53 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2541 มาอยู่ที่ระดับ 140 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ แสดงให้เห็นถึงความสำคัญของการลงทุนต่างชาติที่มีต่อเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชีย อย่างไรก็ตาม การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio flows) ยังมีความผันผวนอยู่มาก เป็นผลต่อการดำเนินนโยบายด้านการเงินของกลุ่มประเทศดังกล่าว

โครงการวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประยุกต์ (Applied Research) เพื่อใช้ผลการศึกษาเป็นองค์ประกอบในการเสนอแนะนโยบายที่จะรองรับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจที่อาจจะเกิดขึ้นจากทิศทางการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่จะมีสูงขึ้นในอนาคต และนโยบายการเปิดเสรีทางการเงิน โดยเฉพาะการเปิดเสรีบัญชีทุน พร้อมทั้งความร่วมมือทางการเงินและการลงทุนระหว่างประเทศที่จะเกิดขึ้นในภูมิภาค ผลการศึกษาทั้งแยกรายประเทศ และจากการรวมกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 พบว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปการลงทุนโดยตรงซึ่งเป็นการลงทุนในระยะยาว มีผลอย่างมากต่อการลงทุนภาคเอกชน และต่ออัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยจากผลการศึกษาพบว่า หากเงินลงทุนโดยตรงเพิ่มขึ้นที่ร้อยละ 1.0 ต่อ GDP ส่งผลให้ GDP ขยายตัวเพิ่มขึ้นที่ร้อยละ 0.083 ต่อปี และส่งผลให้การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ต่อ GDP ขยายตัวเพิ่มขึ้นที่ร้อยละ 0.108 ต่อปี โดยความสัมพันธ์ดังกล่าวสามารถอธิบายได้ว่าการลงทุนโดยตรงเป็นการนำเม็ดเงินมาลงทุนผ่านบริษัทลูกที่ตั้งอยู่ในประเทศ หรือเป็นการนำเม็ดเงินเพื่อก่อตั้งบริษัทหรือโรงงานแห่งใหม่ โดยการเข้ามาลงทุนของต่างชาติจะช่วยส่งเสริมให้มีการจ้างงานเพิ่มขึ้น และมีการลงทุนในอุตสาหกรรมต้นน้ำและปลายน้ำ รวมถึงมีการผลิตเพื่อการส่งออกมากขึ้น จึงอาจกล่าวได้ว่าการนำเงินลงทุนของต่างชาตินั้นนอกจากจะเป็นการสนับสนุนผลิตภัณฑ์มวลรวมโดยตรงของประเทศไทยแล้วยังเป็นการสนับสนุนการบริโภคภาคเอกชน และการส่งออกซึ่งเป็นองค์ประกอบของผลิตภัณฑ์มวลรวม

ทั้งนี้ โครงการวิจัยฯ ได้มีการศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจต่างๆ และสามารถสรุปข้อเสนอแนะเชิงนโยบายแบ่งออกเป็น 2 ด้าน คือ (1) ข้อเสนอเชิงนโยบายเพื่อสนับสนุนการลงทุนโดยตรง (Foreign Direct Investment) และการลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment) ระหว่างประเทศในภูมิภาคเอเชีย และ (2) ข้อเสนอเชิงนโยบายเพื่อการบริหารจัดการเงินกู้จากต่างประเทศ (External Debt Management) ของภูมิภาคเอเชีย โดยมีรายละเอียดดังนี้

7.1. ข้อเสนอเชิงนโยบายเพื่อสนับสนุนการลงทุนโดยตรง (Foreign Direct Investment) และการลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment) ระหว่างประเทศในภูมิภาคเอเชีย²⁹

จากผลการศึกษาจะเห็นว่า ผลของการลงทุนโดยตรงและการลงทุนในหลักทรัพย์ระหว่างประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ทำให้เศรษฐกิจของประเทศสมาชิกขยายตัวเพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับหากไม่มีการลงทุนดังกล่าว ดังนั้น จึงอาจกล่าวสรุปได้ว่า หากประเทศสมาชิกอาเซียน+3 สามารถดำเนินนโยบายเพื่อสนับสนุนให้เกิดการลงทุนทั้งทางตรงและทางอ้อมระหว่างกันให้เพิ่มมากขึ้นจากที่เป็นอยู่แล้ว ก็จะช่วยส่งผลให้เศรษฐกิจของประเทศ และเศรษฐกิจภายในภูมิภาคขยายตัวได้มากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ การวิจัยฯ ยังพบว่า การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment) มีผลเชิงบวกต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่

ในส่วนนี้ จะได้กล่าวสรุปข้อเสนอเชิงนโยบายใน 2 ระดับกล่าวคือ (1) ข้อเสนอในนโยบายในระดับประเทศสมาชิก และ (2) ข้อเสนอในนโยบายในระดับภูมิภาค (อาเซียน+3) เพื่อสนับสนุนให้เกิดการเพิ่มขึ้นของการลงทุนทั้งทางตรงและทางอ้อมระหว่างประเทศสมาชิกอาเซียน+3 อันจะเป็นปัจจัยสนับสนุนให้เกิดการค้า การลงทุน และการจ้างงานทั้งในระดับประเทศและระดับอาเซียนที่เพิ่มขึ้น โดยมีรายละเอียดดังนี้

7.1.1. ข้อเสนอในนโยบายในระดับประเทศสมาชิกเพื่อสนับสนุนการลงทุนโดยตรง (Foreign Direct Investment) และการลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment)

1. ปรับลดภาษีนำเข้า (Tariffs) และมาตรการที่มีใช่อื่นๆ (Non-Tariff Barriers) ตามพันธกิจที่ประเทศนั้นๆ ได้ตกลงไว้ในกรอบ ASEAN Free Trade Agreement และ/หรือกรอบ World Trade Organization อย่างจริงจังและเป็นรูปธรรม เพื่อเอื้อประโยชน์ในเรื่องการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศสมาชิก

²⁹ อ้างอิงจาก Asian Development Bank (2009), *Study on Intraregional Trade and Investment in South Asia* บทที่ 9

2. ลดขั้นตอนและเงื่อนไขสำหรับการจัดตั้งบริษัทในประเทศของนักลงทุนจากต่างชาติ เพื่อเอื้อประโยชน์ในการเข้ามาลงทุนโดยตรงของประเทศสมาชิกอื่นๆ ในภูมิภาค อันจะเป็นการสนับสนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจและการจ้างงานภายในประเทศ
3. ปรับปรุงระบบขนส่ง โครงสร้างพื้นฐาน สาธารณูปโภค และระบบสื่อสาร เพื่อสนับสนุนการลงทุนของภาคเอกชนทั้งจากภายในประเทศและภายนอกประเทศ และขยายเครือข่ายคมนาคมขนส่งระหว่างประเทศภายในภูมิภาค
4. พิจารณาลดขั้นตอนและเงื่อนไขของการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนในประเทศ เพื่อสนับสนุนการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในประเทศ อันเป็นการสนับสนุนทางเลือกในการระดมทุนให้แก่ภาคเอกชนเพิ่มมากขึ้น อีกทั้งเพิ่มทางเลือกในการลงทุนให้กับนักลงทุนในประเทศที่ต้องลงทุนในประเทศอื่นในภูมิภาค อย่างไรก็ตาม การพิจารณาปรับลดเงื่อนไขการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนนี้ จำเป็นต้องคำนึงถึงความผันผวนของราคามูลค่าหลักทรัพย์ที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต
5. จัดทำ Roadshow ไปยังต่างประเทศเพื่อเผยแพร่ศักยภาพของประเทศในการเป็นแหล่งลงทุนทั้งการลงทุนโดยตรงและความพร้อมในการเป็นแหล่งระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศนั้นๆ
6. เผยแพร่ข้อมูลและจัดทำฐานข้อมูลของหน่วยงานราชการที่เกี่ยวข้องกับการค้าและการลงทุนภายในประเทศ รวมถึงจัดทำฐานข้อมูลรายชื่อของบริษัทในประเทศในสาขาต่างๆ เพื่อเป็นข้อมูลให้แก่ผู้ที่สนใจจะเข้ามาดำเนินธุรกิจในประเทศ
7. จัดตั้งศูนย์ให้บริการครบวงจร (One-stop service) ซึ่งรวบรวมการให้บริการของภาครัฐที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งบริษัท การค้าและการลงทุน และอาจครอบคลุมถึงการสนับสนุนให้เกิดการจดทะเบียนหรือทำธุรกรรมทางธุรกิจผ่านระบบออนไลน์อิเล็กทรอนิกส์ เพื่อความรวดเร็ว และช่วยประหยัดเวลางบประมาณและลดความสับสนให้กับนักลงทุนจากต่างประเทศที่สนใจเข้ามาลงทุนในประเทศ

7.1.2. ข้อเสนอนโยบายในระดับภูมิภาค (อาเซียน+3) เพื่อสนับสนุนการลงทุนโดยตรง (Foreign Direct Investment) และการลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment)

ในที่นี้ ข้อเสนอเชิงนโยบายในระดับภูมิภาค (อาเซียน+3) จะได้กล่าวถึงการใช้ประโยชน์จากกลุ่มเศรษฐกิจอาเซียน+3 ในการเป็นเวทีแลกเปลี่ยนข้อมูลและสร้างความร่วมมือระหว่างประเทศสมาชิก ในด้าน

ต่างๆ เพื่อสนับสนุนให้เกิดการลงทุนทั้งทางตรงและการลงทุนในหลักทรัพย์ระหว่างกัน โดยเสนอให้กลุ่มเศรษฐกิจอาเซียน+3

1. ปรับลดภาษีนำเข้า (Tariffs) และมาตรการที่มีใช้ภาษี (Non-Tariff Barriers) ประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ควรร่วมมือกันเพื่อให้ประเทศสมาชิกทุกประเทศดำเนินการตามพันธกิจภายใต้กรอบ ASEAN Free Trade Agreement และ/หรือ World Trade Organization ในการปรับลดภาษีนำเข้า (Tariffs) และมาตรการที่มีใช้ภาษี (Non-Tariff Barriers) อย่างจริงจังและเป็นรูปธรรม ทั้งนี้ เพื่อเอื้อประโยชน์ในเรื่องการค้าและการลงทุนระหว่างกัน
2. เจรจาระดับทวิภาคีและ/หรือพหุภาคี เพื่อดำเนินโครงการขยายเครือข่ายคมนาคมขนส่งและการสื่อสารระหว่างประเทศภายในภูมิภาค เช่น โครงการสร้างถนนระหว่างชายแดนสองประเทศ เป็นต้น
3. ส่งเสริมให้เกิดการพัฒนาตลาดพันธบัตรในภูมิภาคเอเชีย (Asian Bond Market) ภายใต้มาตรการริเริ่มพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชีย (Asian Bond Markets Initiative: ABMI) เพื่อลดความเสี่ยงจากความเหลื่อมล้ำของระยะเวลาการให้กู้ยืมและระยะเวลาลงทุน (Maturity Mismatch) และความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน โดยสนับสนุนให้มีการนำเงินออม ในภูมิภาคมาลงทุนในระยะยาวภายในภูมิภาคด้วยการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ของภูมิภาคให้มีความแข็งแกร่ง สามารถเป็นทางเลือกในการลงทุนของผู้มีเงินออมและเป็นแหล่งระดมทุน ระยะยาวให้แก่ทั้งภาครัฐและภาคเอกชน
4. สนับสนุนให้เกิดการจัดตั้งกองทุนส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุน (Capital Market Development Fund: CMDF) ในระดับภูมิภาค เพื่อเป็นหน่วยงานกำกับดูแลด้านการพัฒนาตลาดทุนของภูมิภาคในด้านต่าง ๆ รวมทั้งเป็นการเปิดโอกาสให้มีการซื้อ-ขายหลักทรัพย์จดทะเบียนภายในภูมิภาคมากยิ่งขึ้น ซึ่งจะเป็นการเพิ่มสภาพคล่องและสนับสนุนการระดมทุนภายในภูมิภาค รวมถึงลดข้อจำกัดการเติบโตของตลาดทุนประเทศหนึ่งในภูมิภาค
5. จัดทำ Joint-Roadshow ร่วมกับประเทศในภูมิภาคเพื่อเผยแพร่ศักยภาพของประเทศและภูมิภาคเอเชียในการเป็นแหล่งลงทุนทั้งการลงทุนโดยตรงและความพร้อมในการเป็นแหล่งระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์
6. จัดตั้งองค์กร Credit-Rating Agency ระดับภูมิภาค เพื่อวิเคราะห์ความเสี่ยงของประเทศในภูมิภาค โดยพิจารณาจากมุมมองของอาเซียน เพื่อเป็นข้อมูลสนับสนุนการตัดสินใจลงทุนในภูมิภาคของนักลงทุนจากทั่วโลก

7. สนับสนุนให้มีการกำหนดมาตรฐานในการจดทะเบียนบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อใช้ในทุกประเทศสมาชิก (Standardize listing regulation) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสนับสนุนให้เกิดการระดมทุนของบริษัทในประเทศสมาชิกได้ง่ายยิ่งขึ้น ด้วยการสนับสนุนให้เกิดการจดทะเบียนแบบ Cross listing
8. สร้างระบบเตือนภัย (Early Warning System) ของการเคลื่อนย้ายเงินทุน ผ่านการจัดตั้งหน่วยงานอิสระเพื่อสร้างกลไกเตือนภัย หรือสนับสนุนให้เกิดการเปิดเผยข้อมูลเงินทุนเคลื่อนย้าย การค้าและการลงทุนระหว่างประเทศสมาชิก เพื่อเป็นกลไกในการตรวจสอบ ติดตาม และเตือนภัย ในกรณีที่เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนออกจากภูมิภาคอย่างผิดปกติ อันจะเป็นการป้องกันความเสี่ยงของวิกฤตการเงินที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต

7.2 ข้อเสนอเชิงนโยบายเพื่อการบริหารจัดการเงินกู้จากต่างประเทศ (External Debt) ของภูมิภาคเอเชีย

องค์ประกอบหนึ่งของการเคลื่อนย้ายเงินทุนมาจากเงินกู้จากต่างประเทศ (External Borrowing) ซึ่งมีบทบาทสำคัญเป็นแหล่งเงินทุนของทั้งภาครัฐและภาคเอกชนในภูมิภาคเอเชีย โดยเฉพาะในประเทศกำลังพัฒนาที่ต้องพึ่งพาแหล่งเงินกู้จากต่างประเทศมาเพื่อใช้ชดเชยการขาดแคลนเงินทุนภายในประเทศ ทั้งนี้ ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจการเงินปี 2540 ประเทศต่างๆ ในภูมิภาคเอเชียได้มีการกู้เงินจากต่างประเทศเป็นจำนวนมาก ซึ่งเป็นสาเหตุหนึ่งของการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม ภายหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย ประเทศต่างๆ ในภูมิภาคได้ลดการพึ่งพาการกู้เงินจากต่างประเทศ เช่น ในปี 2540 ประเทศไทยมีสัดส่วนหนี้ต่างประเทศต่อ GDP เท่ากับร้อยละ 65.9 และลดลงเหลือร้อยละ 26.8 ของ GDP ในปี 2551 ทั้งนี้ สาเหตุสำคัญของการลดการพึ่งพาการกู้เงินจากต่างประเทศมาจากปัจจัยต่างๆ ดังนี้

1. ภาครัฐและภาคเอกชนได้หันมาพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายในประเทศ (Domestic Financing) เนื่องจากตลาดการเงินมีสภาพคล่องส่วนเกินอยู่มาก (Excess Liquidity) และเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงอันเกิดจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน โดยจากการศึกษาพบว่า เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากในกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 1.0 ต่อ GDP จะส่งผลให้ดัชนีค่าเงินที่แท้จริงร้อยละ 0.035 ต่อปี บ่งชี้ว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้ามาจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงแข็งค่าขึ้น
2. การเกินดุลบัญชีเดินสะพัดของเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชียและการไหลเข้าอย่างต่อเนื่องของเงิน
3. ลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ประกอบกับประเทศในภูมิภาคเอเชียต่างพยายามสะสมเงินทุนสำรองเงินตราต่างประเทศเพื่อลดความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่อง
4. การพัฒนาของตลาดพันธบัตรภายในประเทศ เช่น อินเดีย เกาหลีใต้ และอินโดนีเซีย

ดังนั้น บทเรียนจากวิกฤตเศรษฐกิจการเงินของเอเชียในช่วงปี 2540 ทำให้ประเทศในภูมิภาคเอเชียจำเป็นต้องมีการบริหารจัดการหนี้ต่างประเทศที่เหมาะสม ซึ่งจะมีส่วนช่วยในการป้องกันวิกฤตการเงินที่จะเกิดขึ้นอีกในอนาคต และทำให้สามารถใช้เงินกู้ได้อย่างมีประสิทธิภาพเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ ทั้งนี้ โครงการวิจัยฯ มีข้อเสนอแนะเชิงนโยบายสำหรับการบริหารจัดการหนี้ต่างประเทศ โดยมีรายละเอียดดังนี้

7.2.1. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายในระดับประเทศ (Country-level)

1. การรักษาเสถียรภาพของเศรษฐกิจมหภาค โดยเฉพาะการรักษาวินัยการเงินการคลัง เช่น การไม่ขาดดุลงบประมาณในระดับที่สูงเกินไป ซึ่งจะมีผลทำให้หนี้สาธารณะที่เพิ่มขึ้น และรัฐบาลจำเป็นต้องกู้เงินจากต่างประเทศมากขึ้น สำหรับการดำเนินนโยบายการเงินและอัตราแลกเปลี่ยนจำเป็นต้องสอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจจริง และการรักษาความสมดุลทางเศรษฐกิจ เช่น การกำหนดอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศที่สูงเกินไปเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ อาจเป็นการดึงดูดการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศ โดยเฉพาะเงินกู้จากต่างประเทศ และการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนคงที่อาจก่อให้เกิดปัญหา Moral Hazard ทำให้นักลงทุนและผู้ประกอบการไม่ต้องรับภาระความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนและทำให้มีการกู้เงินต่างประเทศเกินความเหมาะสม
2. การเปิดเสรีทางการเงิน (Financial liberalization) จำเป็นต้องดำเนินการอย่างเป็นระบบ โดยเฉพาะการพัฒนากรอบสถาบันการเงินภายในประเทศให้สามารถบริหารความเสี่ยงซึ่งเกิดขึ้นจากการระดมเงินกู้จากต่างประเทศ (External Debt Financing) การจัดสรรเงินกู้และการใช้เงินกู้ต่างประเทศ (External Debt Allocation and Utilization) และการชำระคืนเงินกู้ต่างประเทศ (External Debt Servicing) นอกจากนี้ จำเป็นต้องกำหนดหลักเกณฑ์กำกับดูแลการกู้เงินจากต่างประเทศให้มีความเหมาะสม เช่น สถานะเงินทุนของสถาบันการเงินที่กู้เงินจากต่างประเทศ ฐานะทางการเงินของบริษัทที่กู้เงินจากต่างประเทศ เป็นต้น
3. การพัฒนาตลาดพันธบัตรภายในประเทศ (Domestic Bond Market Development) ซึ่งจะช่วยให้แหล่งการระดมทุนของภาครัฐกิจ แทนการพึ่งพาการกู้เงินจากสถาบันการเงินและการกู้เงินจากต่างประเทศ อันจะสามารถใช้ประโยชน์จากเงินออมส่วนเกิน (Excess Saving) ของประเทศต่างๆ ในภูมิภาคเอเชีย ทั้งนี้ การพัฒนาตลาดพันธบัตรจำเป็นต้องมีการปฏิรูปโครงสร้างทางการเงินทั้งจากด้านอุปสงค์ (Demand) ผ่านการเพิ่มความต้องการลงทุน การเพิ่มนักลงทุนสถาบัน และจากด้านอุปทาน (Supply) โดยการเพิ่มความหลากหลายของตราสารหนี้ และการปรับปรุงโครงสร้างเชิงสถาบัน (Institutions and

Infrastructure) ทั้งในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือและหลักเกณฑ์การกำกับดูแล การค้าประกันตราสารหนี้ (Credit guarantee) เป็นต้น

4. การพัฒนาระบบธรรมาภิบาล (Corporate Governance) เพื่อแก้ไขปัญหา Asymmetric Information ของการเข้าถึงแหล่งเงินทุนและสร้างความเชื่อมั่น โปร่งใสทางธุรกิจอันจะส่งผลดีต่อเศรษฐกิจ ทั้งในด้านการลดต้นทุนทางการเงิน การลดความเสี่ยงทางเศรษฐกิจ การแก้ไขปัญหา Agency problem ของภาครัฐและภาคเอกชน ซึ่งจะทำให้สามารถพัฒนาได้อย่างยั่งยืน

7.2.2. ข้อเสนอแนะในระดับภูมิภาคและระหว่างประเทศ (Regional and International Level)

1. การพัฒนาความร่วมมือทางการเงินในภูมิภาคโดยเฉพาะ 1) มาตรการริเริ่มเชียงใหม่ (CMIM) ไปสู่ระบบพหุภาคี 2) มาตรการพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชีย (Asian Bond Markets Development) และ 3) การจัดตั้งกองทุน ASEAN Infrastructure Fund (AIF) ซึ่งจะเห็นได้ว่า ภายหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจเอเชียปี 2540 ภูมิภาคเอเชียมีการพัฒนาความร่วมมือทางการเงินในภูมิภาค เพื่อรองรับความผันผวนของเศรษฐกิจโลก โดยมีความร่วมมือทางการเงินในระดับภูมิภาค ดังนี้
 - a. มาตรการริเริ่มเชียงใหม่ไปสู่การเป็นพหุภาคี (Chiang Mai Initiative Multi-lateralization: CMIM) ซึ่งจะเป็นการขยายความร่วมมือเครือข่ายความตกลงแลกเปลี่ยนเงินตราพหุภาคี เป็นพหุภาคี เพื่อช่วยเหลือด้านสภาพคล่องแก่ประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ที่ประสบปัญหาการขาดดุลการชำระเงินระยะสั้นอย่างฉับพลัน ซึ่งจะเป็นส่วนเสริมความช่วยเหลือด้านการเงินที่ได้รับจากองค์กรการเงินระหว่างประเทศ โดยในปัจจุบัน กลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 จะมีการลงเงินกว่า 120 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพื่อดำเนินกองทุน CMIM
 - b. มาตรการริเริ่มพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชีย หรือ Asian Bond Markets Initiative (ABMI) เพื่อสนับสนุนการพัฒนาตลาดพันธบัตรสกุลเงินท้องถิ่นของภูมิภาคเอเชียตะวันออกให้มีความแข็งแกร่งและมีประสิทธิภาพ สามารถเป็นแหล่งระดมเงินทุนและเป็นทางเลือกในการออมของภูมิภาค โดยมาตรการ ABMI มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อ (1) เสริมสร้างและพัฒนาระบบการเงินทั้งในระดับประเทศและในระดับภูมิภาค (2) พัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชียให้มีความแข็งแกร่ง และเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาวให้แก่ภาครัฐและเอกชน (3) สร้างแหล่งเงินทุนระยะยาวที่ช่วยเหลือผู้ให้ภาวการณ์เคลื่อนย้ายทุนภายในภูมิภาคมีเสถียรภาพมากขึ้น และ (4) การเสริมสร้างความร่วมมือทางการเงินระหว่างประเทศในภูมิภาค ซึ่งจะเป็นการระดมเงินกู้ระยะยาว (Long-term Financing) ภายในภูมิภาค
 - c. การจัดตั้งกองทุน ASEAN Infrastructure Fund (AIF) โดยมีการมุ่งเน้นการนำเงินสำรองระหว่างประเทศส่วนเกิน (Excess Foreign Reserves) มาใช้ และมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนสำหรับ

การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศในภูมิภาคอาเซียน ซึ่งจะเป็นการสนับสนุนการพัฒนา ศักยภาพของแต่ละประเทศที่จะสามารถรองรับการขยายตัวทางเศรษฐกิจได้ในอนาคต ซึ่งถือเป็น นโยบายที่สำคัญในการสนับสนุนการพัฒนา ศักยภาพของแต่ละประเทศ นอกจากนี้ ยังเป็นการเพิ่ม จิตความสามารถในการแข่งขันให้แก่ประเทศในภูมิภาคอาเซียนด้วย และลดการพึ่งพาเงินกู้จาก ต่างประเทศอีกทางหนึ่ง ทั้งนี้ ความร่วมมือทางการเงินในระดับภูมิภาคทั้ง 3 ด้านที่กล่าวข้างต้นจะ สนับสนุนให้เศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ในภูมิภาคสามารถเติบโตได้อย่างมั่นคงได้ในอนาคต

2. การพัฒนาระบบระวางภัยทางเศรษฐกิจในระดับภูมิภาค ซึ่งจะต้องมีหน้าที่ติดตามภาวะเศรษฐกิจของ ภูมิภาค การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ให้สอดคล้องกัน จัดทำระบบระวางภัยเศรษฐกิจ (Economic Surveillance System) เพื่อติดตามดัชนีชี้วัดความสามารถในการชำระหนี้ (Solvency) เช่น (1) Interest service ratio: แสดงถึงระดับรายได้ในปัจจุบันที่เพียงพอต่อการชำระหนี้ (2) Debt service ratio: แสดงถึงจำนวนรายได้จากการส่งออกของประเทศที่นำไปชำระหนี้ (3) External debt to export ratio: การเพิ่มขึ้นของภาระเงินกู้ต่างประเทศต่อมูลค่าการส่งออกนั้นแสดงถึงระดับความพร้อมของประเทศที่ จะเผชิญกับการชำระหนี้ได้ในอนาคต (4) External debt to GDP ratio: แสดงถึงจิตความสามารถใน การชำระหนี้เงินกู้จากต่างประเทศ (5) NPV of debt to exports ratio: แสดงถึงมูลค่าปัจจุบันของหนี้ต่อ มูลค่าการส่งออก (6) NPV of debt to fiscal revenue ratio: แสดงถึงมูลค่าปัจจุบันของหนี้ต่อการจัดเก็บ รายได้ของรัฐบาล เป็นต้น และดัชนีชี้วัดสัดส่วนสภาพคล่องที่เหมาะสม (Liquidity) เช่น (1) Reserves to imports ratio: แสดงถึงระดับเงินทุนสำรองเงินตราต่างประเทศที่เหมาะสม (2) Reserves to short-term debt ratio: แสดงถึงความเสี่ยงที่จะเกิดปัญหาขาดสภาพคล่องจากการไหลออกของเงินทุนต่างประเทศ อย่างฉับพลัน (3) Interest payments to reserves ratio: แสดงถึงปริมาณเงินสำรองระหว่างประเทศที่ เพียงพอต่อการชำระดอกเบี้ย และ (4) Short-term debt to total debt ratio: แสดงถึงความเสี่ยงในการเกิด ปัญหาขาดสภาพคล่อง เป็นต้น
3. การรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมเพื่อรักษาความสมดุลทางเศรษฐกิจของ ภูมิภาค และลดการเก็งกำไรอัตราแลกเปลี่ยน ทั้งนี้ ประเทศในภูมิภาคนี้ส่วนใหญ่มีระบบเศรษฐกิจขนาด เล็กแบบเปิด (Small open economy) ที่ต้องพึ่งพาการส่งออกในระดับสูง การประสานนโยบายอัตรา แลกเปลี่ยนจึงมีความจำเป็น เพื่อปกป้องการแข่งขันในนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน (Competitive Devaluation) ของประเทศต่างๆ ในภูมิภาค ทั้งนี้ เมื่อการรวมตัวทางการเงิน (Financial Integration) ประเทศต่างๆ ในภูมิภาคมีมากขึ้นในอนาคต การกำหนดนโยบายการเงินและอัตราแลกเปลี่ยนต้อง คำนึงถึงหลักทฤษฎี Impossible Trinity ที่การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจอาจไม่สามารถดำเนินการให้รักษา เสถียรภาพอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Stability) และความเป็นอิสระของนโยบายการเงิน

(Monetary Policy Independence) ได้พร้อมๆ กัน ซึ่งเป็นประเด็นที่ธนาคารกลางของประเทศต่างๆ ในภูมิภาคต้องร่วมมือเชิงนโยบายกันต่อไป

4. การกำหนดกลไกการปรับโครงสร้างหนี้ในระดับภูมิภาค (Collective Action Clause) ซึ่งที่ผ่านมาจะเห็นได้ในกรณีของประเศกรีซที่กำลังประสบปัญหาวิกฤตหนี้ที่ต้องอาศัยความร่วมมือของประเทศต่างๆ ในยุโรป ซึ่งกลไกการปรับโครงสร้างหนี้ที่มีประสิทธิภาพจะยังมีความสำคัญในอนาคต ในกรณีที่ประเทศในภูมิภาคอาเซียน+3 เกิดประสบปัญหาวิกฤตหนี้ในอนาคต

ภาคผนวก ก

ตารางที่ 1 สรุปนโยบายควบคุมเงินทุนเคลื่อนย้ายใน 5 ประเทศสมาชิกอาเซียน+5

	ไทย	ญี่ปุ่น	เกาหลีใต้	สิงคโปร์	มาเลเซีย
เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI investment)	มีการจำกัดการลงทุนโดยตรงในธุรกิจบางประเภท เช่น หนังสือพิมพ์ สถานีวิทยุ สถานีโทรทัศน์ รวมไปถึงการทำไร่ นา สวน การประมง การค้าและขายทอดตลาดโบราณวัตถุของไทย (Artifacts) และการค้าที่ดิน (real-property transaction)	มีการจำกัดการลงทุนโดยตรงในบางอุตสาหกรรม ได้แก่ เกษตรกรรม ป่าไม้ประมง การขุดเจาะปิโตรเลียม สาธารณูปโภค และการคมนาคมสื่อสาร	มีการจำกัดการลงทุนโดยตรงใน 28 อุตสาหกรรม อาทิเช่น ประมงน้ำตื้น หนังสือพิมพ์และนิตยสารบางรูปแบบ พลังงาน นิวเคลียร์ การคมนาคมขนส่ง ระบบสาธารณูปโภคและการสื่อสาร เป็นต้น	มีการจำกัดการลงทุนโดยตรงในอุตสาหกรรมบางประเภท เช่น สื่อโทรทัศน์และการแพร่ภาพ ภาคการเงินและการธนาคารนั้น บริษัทย่อยระหว่างประเทศสามารถลงทุนได้เต็มจำนวน	การลงทุนโดยตรงของต่างชาติ นั้นมีข้อจำกัดในอุตสาหกรรมบางประเภท เช่น สื่อโทรทัศน์ และการแพร่ภาพ สลากกินแบ่ง เป็นต้น นอกจากนี้รัฐบาลยังให้สิทธิพิเศษกับบริษัทสัญชาติมาเลเซีย หรือกิจการร่วมทุน (joint-venture) เหนือบริษัทต่างชาติอีกด้วย
เงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio investment)	หลักทรัพย์บางบริษัท เช่น True, Advance Info Service และ Thoresen Thai Agency จะมีการซื้อขายเฉพาะในกระดานต่างชาติ ในขณะที่บริษัทที่จดทะเบียนรวมถึงนิติบุคคลอื่น ๆ จะต้องทำการจ่ายภาษีรายได้บริษัทร้อยละ 30 และภาษีเงินปันผลที่ร้อยละ 10 (ถ้าเป็นเงินปันผลจากกองทุนรวมนั้นจะได้รับการยกเว้น) ในส่วนของสถาบันลงทุนต่างชาตินั้น รายได้จากกองทุน	การลงทุนจะต้องแสดงความจำนงล่วงหน้าต่อกระทรวงการคลังซึ่งทางกระทรวงถือสิทธิในการเพิ่มข้อจำกัดในกรณีฉุกเฉิน อาทิ เกิดอัตราแลกเปลี่ยน หรือเงินทุนไหลเข้าหรือออกประเทศอย่างมีนัยสำคัญ	นักลงทุนต่างชาติประสงค์ที่จะเข้าซื้อกรรมสิทธิ์หุ้นที่ต่ำกว่าร้อยละ 10 ของบริษัทในประเทศเกาหลีใต้นั้นจะต้องรายงานกับธนาคารทำการแลกเปลี่ยนเงินที่เกี่ยวข้องด้วย ในกรณีที่มีการแลกเปลี่ยนหุ้น Swap (เฉพาะที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น) ผู้ลงทุนจะต้องแจ้งให้ธนาคารกลางเกาหลีทราบด้วย	ไม่มีการควบคุมสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นต่างชาติ ยกเว้นในบางกลุ่มธุรกิจ เช่น การเงิน การทหาร กลุ่มธุรกิจสื่อสาร และบางกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับภาครัฐ	ชาวต่างชาติที่มีความประสงค์จะทำการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียสามารถทำได้โดยเสรี อย่างไรก็ตาม นับจากเดือนกันยายน 2541 จนถึงปัจจุบันทางการมาเลเซียไม่อนุญาตให้นำเงินสกุลเงินริงกิตมาเลเซีย และเครื่องมือทางการเงินในรูปแบบสกุลเงิน ริงกิตมาเลเซียหมุนเวียนนอกประเทศมาเลเซีย

	ต่างชาติจะต้องถูกหักภาษีร้อยละ 12.5 ของรายได้ ในขณะที่หักลงทุนที่เข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนจะต้องจ่ายภาษีจากรายได้การซื้อขาย (Capital-gain tax)				
เงินกู้ยืมจากต่างประเทศ(Loans)	ธนาคารต่างประเทศที่ปล่อยกู้จะต้องเสียภาษี ณ ที่จ่าย (Withholding Tax) จากดอกเบี้ยเงินกู้ดังกล่าวที่ร้อยละ 10-15 ของรายได้จากดอกเบี้ย อย่างไรก็ตาม ธนาคารต่างชาติสามารถทำการลดหย่อนภาษีดังกล่าวได้ในบริบทของ Double-taxation Agreement	ไม่มีข้อจำกัดด้านการกู้ยืมและชำระดอกเบี้ยต่อทั้งนิติบุคคลและบุคคลธรรมดาทั้งที่มีถิ่นฐานในและนอกประเทศ อย่างไรก็ตาม การกู้ยืมของบุคคลธรรมดาพำนักรอยู่ในประเทศที่มีจำนวนเงินคิดเป็นมูลค่ามากกว่า 5 ล้านบาท นั้น จำเป็นต้องรายงานต่อกระทรวงการคลัง	ไม่มีข้อจำกัดด้านการกู้ยืมและชำระดอกเบี้ยต่อทั้งนิติบุคคลและบุคคลธรรมดาที่มีถิ่นฐานในประเทศและนอกประเทศ อย่างไรก็ตาม สำหรับบริษัทเกาหลีใต้ที่มีความประสงค์ที่จะกู้ยืมเงินจากต่างชาติเป็นมูลค่าสูงกว่า 30 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และบริษัทที่ฐานะทางการเงินไม่มั่นคงและมีความประสงค์ที่จะกู้เงินในระยะสั้นจากต่างประเทศ จำเป็นต้องขออนุญาตจากกระทรวงยุทธศาสตร์และการคลัง	ธนาคารต่างประเทศที่ปล่อยกู้จะต้องเสียภาษี (Withholding Tax) จากดอกเบี้ยเงินกู้ดังกล่าวที่ร้อยละประมาณ 15 ในส่วนของการกู้ยืมเงินของบริษัททางการเงินของผู้ที่มีถิ่นพำนักนอกประเทศ (Non-resident) นั้น ทางกรมสรรพากรอนุญาตให้กู้ยืมได้ไม่เกิน 5 ล้านดอลลาร์สิงคโปร์ ในขณะที่ปัจเจกบุคคลและบริษัทห้างร้านอื่น ๆ ที่ไม่ได้ทำธุรกิจการเงินนั้น ได้รับการอนุญาตให้กู้ยืมได้เกิน 5 ล้านดอลลาร์สิงคโปร์ ซึ่งหากจะนำไปใช้นอกประเทศต้องแลกเปลี่ยนเป็นเงินตราต่างประเทศ	บริษัทในประเทศมาเลเซียสามารถที่จะกู้ยืมเงินในสกุลเงินต่างประเทศในวงเงินไม่เกิน 100 ล้านดอลลาร์มาเลเซีย ในขณะที่การกู้ยืมเงินตราต่างประเทศรายบุคคลในวงเงินไม่เกิน 50 ล้านดอลลาร์มาเลเซีย

ตารางที่ 2 สรุปการวิเคราะห์ข้อมูลโครงสร้างเศรษฐกิจ เงินทุนเคลื่อนย้าย และนโยบายที่เกี่ยวข้อง

	ไทย	ญี่ปุ่น	เกาหลีใต้	สิงคโปร์	มาเลเซีย
อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ (Real GDP growth)	เฉลี่ยร้อยละ 5 ต่อปี (พ.ศ. 2542 - 2551)	เฉลี่ยร้อยละ 1.1 ต่อปี (พ.ศ. 2539 - 2551)	เฉลี่ยร้อยละ 4.4 ต่อปี (พ.ศ. 2544 - 2551)	เฉลี่ยร้อยละ 7.6 ต่อปี (พ.ศ. 2542 - 2551)	เฉลี่ยร้อยละ 5.7 ต่อปี (พ.ศ. 2543 - 2551)
โครงสร้างเศรษฐกิจด้านอุปสงค์	กระจุกตัวอยู่ในภาคการค้าระหว่างประเทศและการบริโภคภาคเอกชน	กระจุกตัวอยู่ในการบริโภคภาครัฐและเอกชน และการลงทุนภาคเอกชน	กระจุกตัวอยู่ในการบริโภคภาคเอกชนและการค้าระหว่างประเทศ	กระจุกตัวอยู่ในภาคการค้าระหว่างประเทศและการบริโภคภาคเอกชน	กระจุกตัวอยู่ในภาคการค้าระหว่างประเทศและการบริโภคภาคเอกชน
โครงสร้างเศรษฐกิจด้านอุปทาน	กระจุกตัวอยู่ในภาคบริการและอุตสาหกรรม	กระจุกตัวอยู่ในภาคอุตสาหกรรมและภาคบริการ	กระจุกตัวอยู่ในภาคอุตสาหกรรมและภาคบริการ	กระจุกตัวอยู่ในภาคบริการและอุตสาหกรรม	กระจุกตัวอยู่ในภาคบริการและอุตสาหกรรม
ดุลการชำระเงิน (Balance of Payment)	เกินดุลอย่างต่อเนื่องจากการเกินดุลในบัญชีเงินทุนที่มากกว่าการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด	เกินดุลมาโดยตลอดจากการเกินดุลบัญชีเดินสะพัด ขณะที่ดุลบัญชีทุนและการเงินขาดดุลเกือบทุกปี	เกินดุลมาโดยตลอดตั้งแต่ปี 2543 จนกระทั่งปี 2550 โดยเป็นการเกินดุลทั้งดุลบัญชีเดินสะพัดและบัญชีทุน	เกินดุลอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2533 อย่างไรก็ตามบัญชีเงินทุนปรับตัวเป็นลบอย่างต่อเนื่อง	เกินดุลมาโดยตลอดในช่วงปี 2543 - 2551 เนื่องจากการเกินดุลบัญชีเดินสะพัด ขณะที่บัญชีทุนขาดดุล
การเคลื่อนย้ายเงินทุน (Capital Flow)	มีการไหลเข้าของเงินทุนในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ (ปี 2540) ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการกู้ยืมจากต่างประเทศ ขณะที่ช่วงหลังวิกฤต เงินทุนเคลื่อนย้ายส่วนใหญ่เป็นการไหลออกในรูปของการชำระหนี้เงินกู้	ในช่วงปี 48 – 52 มีการไหลเข้าของเงินทุนมาตลอดยกเว้นปี 49 ที่เป็นการไหลออก เนื่องจากมีการถอนการลงทุนของบริษัทข้ามชาตินขนาดใหญ่	มีการไหลเข้าของเงินทุนหลังจากยกเลิกข้อบังคับด้านเงินทุนเคลื่อนย้ายและอัตราแลกเปลี่ยนในปี 2521 ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการลงทุนในหลักทรัพย์และพันธบัตร ขณะที่การลงทุนโดยตรงส่วนใหญ่มาจากญี่ปุ่นและสหรัฐฯ	มีการไหลเข้าของเงินทุนเป็นจำนวนมากอย่างต่อเนื่อง หลังจากมีการยกเลิกข้อบังคับเกี่ยวกับเงินทุนเคลื่อนย้ายและอัตราแลกเปลี่ยนในปี 2521	ปี 2547-2550 การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศที่ไหลเข้าและไหลออกมีสัดส่วนใกล้เคียงกัน โดยเงินทุนไหลออกที่เพิ่มขึ้นสอดคล้องกับนโยบายรัฐบาลที่ต้องการให้ผู้ประกอบการมาเลเซียมีบทบาทมากขึ้นในเวทีโลก
การลงทุนโดยตรง (Foreign Direct Investment : FDI)	FDI ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจเนื่องจากค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลงจากการประกาศลอยตัวค่าเงิน	FDI มีสัดส่วนต่อ GDP ก่อนข้งน้อย เนื่องจากต้นทุนค่าแรง วัตถุดิบ ค่าขนส่งอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับประเทศกำลังพัฒนา	FDI มีสัดส่วนต่อ GDP ก่อนข้งน้อย โดยมีข้อจำกัดในเรื่องของต้นทุนที่สูงเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศกำลังพัฒนา	FDI ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2537 ส่วนใหญ่มาจากประเทศที่ไม่ได้อยู่ในอาเซียน+3 โดยเฉพาะสหรัฐฯ และสหราชอาณาจักร	FDI ส่วนใหญ่เป็นลักษณะทุนเรือนหุ้น (Equity Capital) และมาจากประเทศที่ไม่ได้อยู่ในอาเซียน+3 โดยเฉพาะสหรัฐฯ และฮ่องกง
การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Inflows)	มีสัดส่วนต่ำเมื่อเทียบกับ FDI และมีความผันผวนสูง	มีสัดส่วนต่อ GDP สูง เม็ดเงินลงทุนสุทธิส่วนใหญ่มาจากกลุ่มสหภาพ	มีสัดส่วนต่อ GDP สูง อันเป็นผลจากการส่งเสริมการระดมทุนผ่านตลาด	การลงทุนในตลาดทุนจากต่างชาติเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2546	มีสัดส่วนต่อ GDP สูง และเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

		ยุโรป	ทุน		
นโยบายการเงิน ตลาดการเงินและ เงินทุนเคลื่อนย้าย	- ชกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ - ชกเลิกการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Exchange Rate Control) - อนุญาตให้มีการจัดตั้งกิจการวิเทศธนกิจ(BIBF)	ปี 2542 – 2548 ดำเนินนโยบายทางการเงินแบบผ่อนคลายเป็นให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากอยู่ในระดับต่ำ จนกระทั่งในปี 2549 ธนาคารกลางญี่ปุ่นได้ยุติการดำเนินนโยบายทางการเงินแบบผ่อนคลายเป็น โดยปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น	หลังวิกฤตการเงินปี 2541 เกาหลีได้มีนโยบายการเปิดเสรีทางการเงินมากขึ้น รวมถึงการสร้างบรรยากาศการลงทุน โดยมีเป้าหมายในการเปลี่ยนแปลงสภาพเศรษฐกิจของเกาหลีได้ให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น	- ชกเลิกและผ่อนปรนกฎข้อบังคับเกี่ยวกับการเป็นเจ้าของโดยชาวต่างชาติในภาคเศรษฐกิจจริงและตลาดเงินตลาดทุน	ปี 2542 ออกมาตรการควบคุมการไหลเวียนของเงินทุน (Capital control) ควบคู่กับการกำหนดค่าเงินริงกิตให้อยู่ในระดับคงที่ จนกระทั่งปี 2548 จึงได้ยกเลิกมาตรการ Capital control

ตารางที่ 3 สรุปผลกระทบเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจรายประเทศ

	ไทย	ญี่ปุ่น	มาเลเซีย	กลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3	กลุ่มประเทศยุโรป
ผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ (Real GDP)	เงินลงทุนโดยตรงจากประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีผลบวกอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Portfolio ASEAN+3) ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ	การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในช่วงเวลา 1 2 และ 3 ไตรมาสก่อนหน้า (Lagged variables) กับผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศญี่ปุ่นในไตรมาสปัจจุบัน	เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Portfolio ASEAN+3) มีความเกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ในช่วงเวลาเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ เงินลงทุนโดยตรงจากอาเซียน+3 (FDI ASEAN+3) ไม่มีความสัมพันธ์ในช่วงเวลาเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม ณ ราคาคงที่ ของประเทศมาเลเซียในภาวะปกติ	เงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศอาเซียน+3 (Intra-regional FDI) มีผลในเชิงบวกต่ออัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ในขณะที่เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศอาเซียน+3 และเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ ไม่มีผลอย่างนัยสำคัญต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ	เงินลงทุนโดยตรงจากนอกกลุ่มประเทศยุโรป (Intra-regional capital flows) มีผลในเชิงบวกต่อ GDP
การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (Real Private Investment)	การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์กับการลงทุนของภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (Real Private Investment) ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ	การลงทุนโดยตรงจากประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์กับการลงทุนของภาคเอกชนที่แท้จริง (Real Private Investment) ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ เงินลงทุนในหลักทรัพย์ไม่มีผลต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่	เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Portfolio ASEAN+3) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ	เงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศอาเซียน+3 (Intra-regional FDI) มีผลในเชิงบวกต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ในขณะที่เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกกลุ่มประเทศอาเซียน+3 มีผลในเชิงลบต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่	เงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปเงินลงทุนโดยตรงทั้งจากในและนอกกลุ่มประเทศยุโรป มีผลในเชิงลบต่อการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่
อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม (Lending rate)	เงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีผลกระทบในเชิงบวกต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม (Lending rate)	เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 มีผลกระทบในเชิงลบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของประเทศญี่ปุ่น ในช่วง 3 ไตรมาสหลัง ในขณะที่เงิน	เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Portfolio ASEAN+3) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมค่าขึ้น	การลงทุนโดยตรงทั้งจากภายในและภายนอกกลุ่มประเทศรวมถึงตัวแปรอื่นๆ ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมค่าขึ้น	การลงทุนโดยตรงทั้งจากภายในและภายนอกกลุ่มประเทศ ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมค่าขึ้น

	rate๗ โดยเป็นผลมาจาก Crowding-in effect	ลงทุนโดยตรงจากอาเซียน+3 ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ชั้นดีของประเทศญี่ปุ่นอย่างมีนัยสำคัญ	(Lending rate) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ		
ดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (Real effective exchange rate)	การลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสำคัญในทิศทางเดียวกันกับดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง	เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงของประเทศญี่ปุ่นในภาวะปกติและในช่วง 2-3 ไตรมาสก่อนหน้า (Lagged variables) กับดัชนีค่าเงินเยนในไตรมาสปัจจุบัน ขณะที่ การลงทุนโดยตรง ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีค่าเงินเยนที่แท้จริงของประเทศญี่ปุ่นในไตรมาสปัจจุบันแต่ส่งผลในช่วง 3 ไตรมาสถัดไป	การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (FDI ASEAN+3) และลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (PORTFOLIO ASEAN+3) มีผลบวกต่อดัชนีค่าเงินริงกิตที่แท้จริง ในช่วงเวลา 3 ไตรมาสที่ผ่านมา อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ	การลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศอาเซียน+3 มีผลในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีค่าเงินของภูมิภาค ในขณะที่เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีผลในเชิงลบต่อดัชนีค่าเงินที่แท้จริง	การลงทุนโดยตรงจากนอกกลุ่มประเทศยุโรปมีผลในเชิงบวกต่อดัชนีค่าเงินภูมิภาค
มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (MARKET CAPITALISATION)	มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยมีผลกระทบที่มีนัยสำคัญในช่วง 2 ไตรมาสหลังจากที่มีเงินทุนเคลื่อนย้ายจากประเทศ ASEAN+3 และกล่าวได้ว่าเมื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้นำเงินทุนในรูปแบบ FDI จากประเทศสมาชิก ASEAN+3 ไปลงทุนผ่านไปแล้ว 2 ไตรมาส เงินลงทุนโดยตรง	การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่น (CAPMARKET) ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงเวลาเดียวกันและยังส่งผลถึงในช่วง 1 2 และ 3 ไตรมาสถัดไป (Lagged variables) ขณะที่ การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3 ไม่มี	การลงทุนโดยตรงและในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (CAP MARKET) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ	การลงทุนโดยตรงทั้งจากภายในและภายนอกกลุ่มประเทศอาเซียน+3 รวมถึงการลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งจากภายในและภายนอกกลุ่มประเทศอาเซียน+3 ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าในตลาดหลักทรัพย์	การลงทุนโดยตรงทั้งจากภายในและภายนอกกลุ่มประเทศยุโรป รวมถึงการลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งจากภายในและภายนอกกลุ่มประเทศยุโรป ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าในตลาดหลักทรัพย์

	จากต่างประเทศจะทำให้บริษัทมีผลกำไรเพิ่มขึ้นหรือมีมูลค่าทรัพย์สินเพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้เกิดการขยายตัวของมูลค่ารวมของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalization)	ความสัมพันธ์อย่างมีนัยยะสำคัญต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่น ในช่วง 1 2 และ 3 ไตรมาส หลังจากที่มีการไหลเข้าของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากอาเซียน+3			
ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI Index)	การลงทุนโดยตรงจาก ASEAN +3 ไม่มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI Index)	การลงทุนโดยตรงจากประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (FDI ASEAN+3) ในช่วงไตรมาสก่อนหน้ามีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index) ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ	การลงทุนโดยตรงจาก ASEAN +3 มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI Index) ในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ	การลงทุนโดยตรงและการลงทุนในหลักทรัพย์ ไม่ว่าจากภายในและภายนอกกลุ่มประเทศอาเซียน+3 รวมถึงตัวแปรทั้งหมดที่นำมาใช้ในสมการ ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราเงินเฟ้อ	การลงทุนโดยตรงทั้งจากภายในและภายนอกประเทศยุโรปรวมถึงการลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งจากภายในและภายนอกกลุ่มประเทศยุโรป ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าในตลาดหลักทรัพย์
อัตราการว่างงาน	การเคลื่อนย้ายเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ของ 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมา เข้ามาในประเทศแล้วมีระดับนัยสำคัญทางสถิติ โดยกล่าวได้ว่าเมื่อเงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปแบบการลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 มีผลกระทบในเชิงบวกต่อการลงทุนภาคเอกชน ซึ่งส่งผลให้มีการจ้างงานเพิ่มขึ้น และอัตราการว่างงานลดลง	การเคลื่อนย้ายเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการว่างงาน	การเคลื่อนย้ายเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการว่างงาน	เงินทุนเคลื่อนย้ายในรูปแบบเงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศอาเซียน+3 (Intra-regional FDI) มีผลลบต่อการว่างงาน ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้มีผลบวกต่อการว่างงาน ในขณะที่เงินลงทุนโดยตรงนอกกลุ่มประเทศอาเซียน+3 เงินลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งจากกลุ่มประเทศอาเซียน+3 และแหล่งอื่นๆ ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อการว่างงาน	เงินลงทุนโดยตรงทั้งจากกลุ่มประเทศยุโรป และนอกกลุ่มประเทศยุโรป มีผลบวกต่อการว่างงาน

ตารางที่ 4 ตัวแปรอิสระในแบบจำลอง (Exogenous Variables)

ตัวแปร	ความหมาย	สกุลเงิน/ดัชนี/ร้อยละ	หน่วย
Ln(RGDP)	ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ณ ราคาคงที่ (Real Gross Domestic Product)	ดอลลาร์สหรัฐ	Natural logarithm
Ln(REER)	ดัชนีดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (Real Effective Exchange Rate)	INDEX	Natural logarithm
Ln(FED_FUND)	อัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐ (Fed Fund Rate)	ร้อยละ	Natural logarithm
Ln(CPI)	ดัชนีราคาผู้บริโภคภาคเอกชน (Consumer Price Index)	INDEX	Natural logarithm
CRISIS	ไตรมาสที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ไตรมาสที่ 1 ปี 2540 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี 2541 หรือไตรมาสที่ 1-4 ปี 2551		0 หรือ 1
Ln(LENDING_RATE)	อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (Lending rate)	ร้อยละ	Natural logarithm
Ln(MARKETCAP)	มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalisation)	ดอลลาร์สหรัฐ	Natural logarithm
Ln(RIP)	การลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ (Real Private Investment)	ดอลลาร์สหรัฐ	Natural logarithm
Ln(UN_RATE)	อัตราการว่างงาน (Unemployment rate)	ร้อยละ	Natural logarithm
Ln(M3)	ปริมาณเงินในความหมายกว้างในระบบ (Money supply)	ดอลลาร์สหรัฐ	Natural logarithm
Ln(STOCKINDEX)	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (Stock Index)	INDEX	Natural logarithm
FDI_ASEAN3	เงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Foreign Direct Investment from ASEAN+3)	ดอลลาร์สหรัฐ	ดอลลาร์สหรัฐ
PORT_ASEAN3	เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Portfolio Investment from ASEAN+3)	ดอลลาร์สหรัฐ	ดอลลาร์สหรัฐ
FDI_non-ASEAN3	เงินลงทุนโดยตรงจากนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Foreign Direct Investment from non-ASEAN+3)	ดอลลาร์สหรัฐ	ดอลลาร์สหรัฐ
PORT_non-ASEAN3	เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 (Portfolio Investment from non-ASEAN+3)	ดอลลาร์สหรัฐ	ดอลลาร์สหรัฐ
FDI_ASEAN3/GDP	เงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ต่อ GDP (Foreign Direct Investment from ASEAN+3 ต่อ GDP)	ดอลลาร์สหรัฐ	ร้อยละต่อ GDP
PORT_ASEAN3/GDP	เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ต่อ GDP (Portfolio Investment from ASEAN+3 ต่อ GDP)	ดอลลาร์สหรัฐ	ร้อยละต่อ GDP
FDI_non-ASEAN3/GDP	เงินลงทุนโดยตรงจากนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ต่อ GDP (Foreign Direct Investment from non-ASEAN+3 ต่อ GDP)	ดอลลาร์สหรัฐ	ร้อยละต่อ GDP
PORT_non-ASEAN3/GDP	เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกกลุ่มประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ต่อ GDP (Portfolio Investment from non-ASEAN+3 ต่อ GDP)	ดอลลาร์สหรัฐ	ร้อยละต่อ GDP
FDI_EU/GDP	เงินลงทุนโดยตรงจากกลุ่มประเทศยุโรปต่อ GDP (Foreign Direct Investment from Europe ต่อ GDP)	ดอลลาร์สหรัฐ	ร้อยละต่อ GDP
PORT_EU/GDP	เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศยุโรปต่อ GDP (Portfolio Investment from Europe ต่อ GDP)	ดอลลาร์สหรัฐ	ร้อยละต่อ GDP
FDI_non-EU/GDP	เงินลงทุนโดยตรงจากนอกกลุ่มประเทศยุโรปต่อ GDP (Foreign Direct Investment from non-Europe ต่อ GDP)	ดอลลาร์สหรัฐ	ร้อยละต่อ GDP
PORT_non-EU/GDP	เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากนอกกลุ่มประเทศยุโรปต่อ GDP (Portfolio Investment from non-Europe ต่อ GDP)	ดอลลาร์สหรัฐ	ร้อยละต่อ GDP
LOAN/GDP	เงินกู้ยืมจากต่างประเทศต่อ GDP (Loans from Abroad	ดอลลาร์สหรัฐ	ร้อยละต่อ GDP

ตารางที่ 5 สรุปแบบจำลอง

วิธีการศึกษา	แบบจำลองที่ใช้	ประโยชน์ของแบบจำลอง
การศึกษารายประเทศ	Ordinary Least Square (OLS) หรือ 2-Stage Least Square (2-SLS) ขึ้นอยู่กับ	OLS เพื่อใช้ในการศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้าย 2-SLS เพื่อแก้ปัญหา Endogeneity และ Autocorrelation
การศึกษารวมกลุ่มประเทศ	Generalized Method of Moments (GMM)	เพื่อแก้ปัญหา Endogeneity ปัญหา Fixed-effect และ Autocorrelation

ภาคผนวก ข

1. สมการของประเทศไทย

$$\text{Ln(RGDP)} = 0.541 * \text{Ln(RGDP)}(-1) - 0.003 * \text{FDI_ASEAN3} - 0.006 * \text{PORT_ASEAN3} \quad \dots(1)$$

$$\begin{aligned} & [4.25]^{***} \quad [0.11] \quad [-0.23] \\ & + 0.117 * \text{Ln(RIP/GDP)} + 0.094 * \text{CRISIS40} + 0.094 * \text{TIME} + 1.325 \\ & [1.28] \quad [2.09]^{**} \quad [2.09]^{**} \quad [2.99]^{***} \end{aligned}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.91 \quad \text{D.W.} = 2.193031$$

$$\text{Ln(RGDP)} = 0.788 * \text{Ln(RGDP)}(-1) + 0.052 * \text{FDI_ASEAN3}(-3) + 0.002 * \text{PORT_ASEAN3}(-3) \quad \dots(2)$$

$$\begin{aligned} & [7.22]^{***} \quad [1.93]^* \quad [0.08] \\ & + 0.087 * \text{Ln(RIP/GDP)} - 0.020 * \text{CRISIS40} + 0.708 \\ & [0.88] \quad [-0.56] \quad [1.72]^* \end{aligned}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.91 \quad \text{D.W.} = 2.393905$$

$$\text{Ln(RGDP)} = 0.638 * \text{Ln(RGDP)}(-1) + 0.019 * \text{FDI_ASEAN3} * \text{CRISIS40} \quad \dots(3)$$

$$\begin{aligned} & [5.97]^{***} \quad [0.17] \\ & + 0.564 * \text{PORT_ASEAN3} * \text{CRISIS40} + 0.37 * \text{Ln(RIP/GDP)} + 0.133 * \text{CRISIS40} + 1.494 \\ & [4.42]^{***} \quad [3.45]^{***} \quad [2.19]^{**} \quad [3.51]^{***} \end{aligned}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.91 \quad \text{D.W.} = 2.661294$$

สมการการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาจริง (*Real private investment*)

$$\text{Ln(RIP)} = 0.808 * \text{Ln(RIP)}(-1) + 0.083 * \text{FDI_ASEAN3}(-2) - 0.005 * \text{PORT_ASEAN3}(-2) \quad \dots(4)$$

$$\begin{aligned} & [17.63]^{***} \quad [2.72]^{***} \quad [-0.16] \\ & - 0.137 * \text{CRISIS40} + 0.179 \\ & [-3.70]^{***} \quad [3.48]^{***} \end{aligned}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.94 \quad \text{D.W.} = 2.01397$$

$$\text{Ln(RIP)} = 0.798 * \text{Ln(RIP)}(-1) + 0.086 * \text{FDI_ASEAN3}(-3) - 0.004 * \text{PORT_ASEAN3}(-3) \quad \dots(5)$$

$$\begin{aligned} & [14.77]^{***} \quad [2.57]^{**} \quad [-0.12] \\ & - 0.146 * \text{CRISIS40} + 0.192 \\ & [-3.66]^{***} \quad [3.35]^{***} \end{aligned}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.94 \quad \text{D.W.} = 1.669269$$

$$\text{Ln(RIP)} = 0.941 \cdot \text{Ln(RIP)}(-1) - 0.178 \cdot \text{FDI_ASEAN3} \cdot \text{CRISIS40} \quad \dots(6)$$

$$[21.51]^{***} \quad [-1.16]$$

$$- 0.328 \cdot \text{PORT_ASEAN3} \cdot \text{CRISIS40} + 0.014 \cdot \text{CRISIS40} + 0.097$$

$$[-2.14]^{**} [0.19] \quad [1.74]^*$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.94 \quad \text{D.W.} = 2.689088$$

$$\text{Ln(RIP)} = 0.796 \cdot \text{Ln(RIP)}(-1) + 0.020 \cdot \text{FDI_ASEAN3} - 0.031 \cdot \text{PORT_ASEAN3} \quad \dots(7)$$

$$[20.02]^{***} \quad [0.79] \quad [-1.22]$$

$$+ 0.089 \cdot \text{Ln(REER)} - 0.222 \cdot \text{Ln(LENDING_RATE)} + 0.075 \cdot \text{CRISIS40} + 0.004 \cdot \text{TIME} + 0.19$$

$$[1.89]^* \quad [-2.67]^{***} \quad [1.42] \quad [2.20]^{**} \quad [0.96]$$

$$\text{D.W.} = 2.797968 \quad \text{HAUSMAN STATISTIC} = 20.52(0.0045)$$

สมการอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกค้ำชั้นดี (MLR)

$$\text{Ln(MLR)} = 1.001 \cdot \text{Ln(MLR)}(-1) + 0.011 \cdot \text{FDI_ASEAN3}(-2) + 0.041 \cdot \text{PORT_ASEAN3}(-2) \quad \dots(8)$$

$$[18.50]^{***} \quad [0.72] \quad [2.40]^{**}$$

$$- 0.045 \cdot \text{CRISIS40} - 0.018$$

$$[-1.15] \quad [-0.17]$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.97 \quad \text{D.W.} = 0.6326187$$

$$\text{Ln(MLR)} = 0.988 \cdot \text{Ln(MLR)}(-1) + 0.018 \cdot \text{FDI_ASEAN3}(-3) + 0.039 \cdot \text{PORT_ASEAN3}(-3) \quad \dots(9)$$

$$[18.76]^{***} \quad [1.21] \quad [2.29]^{**}$$

$$- 0.045 \cdot \text{CRISIS40} + 0.002$$

$$[-1.19] \quad [0.02]$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.97 \quad \text{D.W.} = 0.6863471$$

$$\text{Ln(MLR)} = 0.958 \cdot \text{Ln(MLR)}(-1) - 0.005 \cdot \text{FDI_ASEAN3} \cdot \text{CRISIS40} \quad \dots(10)$$

$$[16.70]^{***} \quad [-0.05]$$

$$+ 0.250 \cdot \text{PORT_ASEAN3} \cdot \text{CRISIS40} - 0.077 \cdot \text{CRISIS40} + 0.077$$

$$[3.86]^{***} \quad [-1.97]^* \quad [0.70]$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.98 \quad \text{D.W.} = 0.8301315$$

$$\text{Ln(MLR)} = 0.997*\text{Ln(MLR)}(-1) + 0.033*\text{FDI_ASEAN3} + 0.034*\text{PORT_ASEAN3} \quad \dots(11)$$

$$\begin{aligned} & [19.98]^{***} \quad [2.30]^{**} \quad [1.79]^* \\ & - 0.213*\text{Ln(REER)} + 0.009*\text{Ln(FED_FUND)} - 0.182*\text{Ln(CORE)} - 0.042*\text{CRISIS40} \\ & [-3.89]^{***} \quad [2.22]^{**} \quad [-7.43]^{***} \quad [-1.56] \\ & + 0.003*\text{TIME} + 1.636 \\ & [2.39]^{**} \quad [6.73]^{***} \end{aligned}$$

$$\text{D.W.} = 1.691768 \quad \text{HAUSMAN STATISTIC} = -107.76$$

สมการดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (REER)

$$\text{Ln(REER)} = 0.584*\text{Ln(REER)}(-1) + 0.085*\text{FDI_ASEAN3}(-3) - 0.198*\text{PORT_ASEAN3}(-3) \quad \dots(12)$$

$$\begin{aligned} & [5.41]^{***} \quad [1.49] \quad [-3.18]^{***} \\ & + 0.039*\text{CRISIS40} + 1.647 \\ & [0.53] \quad [3.82]^{***} \end{aligned}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.63 \quad \text{D.W.} = 2.141675$$

$$\text{Ln(REER)} = 0.414*\text{Ln(REER)}(-1) - 0.017*\text{FDI_ASEAN3} + 0.135*\text{PORT_ASEAN3} \quad \dots(13)$$

$$\begin{aligned} & [3.43]^{***} \quad [-0.23] \quad [1.85]^* \\ & + 0.314*\text{Ln(LENDING_RATE)} - 0.038*\text{CRISIS40} + 0.011*\text{TIME} + 1.512 \\ & [1.39] \quad [-0.25] \quad [2.29]^{**} \quad [3.00]^{***} \end{aligned}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.55 \quad \text{D.W.} = 1.869283$$

สมการมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalisation)

$$\text{Ln(MARKETCAP)} = 0.862*\text{Ln(MARKETCAP)}(-1) + 0.138*\text{FDI_ASEAN3} \quad \dots(14)$$

$$\begin{aligned} & [13.32]^{***} \quad [1.80]^* \\ & + 0.013*\text{PORT_ASEAN3} - 0.081*\text{CRISIS40} + 0.491 \\ & [0.17] \quad [-0.83] \quad [1.85]^* \end{aligned}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.89 \quad \text{D.W.} = 2.306869$$

$$\text{Ln(MARKETCAP)} = 0.856*\text{Ln(MARKETCAP)}(-1) + 0.137*\text{FDI_ASEAN3}(-2) \quad \dots(15)$$

$$[11.88]^{***} \quad [1.71]^*$$

$$- 0.047*PORT_ASEAN3(-2) - 0.062*CRISIS40 + 0.524$$

$$[-0.62] \quad [-0.63] \quad [1.86]^*$$

R-SQUARED = 0.89 D.W. = 2.352224

$$\text{Ln}(\text{MARKETCAP}) = 0.560*\text{Ln}(\text{MARKETCAP})(-1) + 0.082*\text{FDI_ASEAN3} \quad \dots(16)$$

$$[6.76]^{***} \quad [1.32]$$

$$+ 0.03*PORT_ASEAN3 - 0.549*\text{Ln}(\text{LENDING_RATE}) + 0.512*CRISIS40$$

$$[0.53] \quad [-3.11]^{***} \quad [3.80]^{***}$$

$$+ 0.023*TIME + 2.234$$

$$[3.91]^{***} \quad [5.23]^{***}$$

R-SQUARED = 0.93 D.W. = 2.637672

สมการอัตราเงินเฟ้อ (CPI)

$$\text{Ln}(\text{CPI}) = 0.352*\text{Ln}(\text{CPI})(-1) + 0.369*\text{FDI_ASEAN3}*CRISIS40 \quad \dots(17)$$

$$[5.84]^{***} \quad [3.59]^{***}$$

$$- 1.495*PORT_ASEAN3*CRISIS40 + 0.041*CRISIS40 + 3.239$$

$$[-12.56]^{***} \quad [0.91] \quad [10.74]^{***}$$

R-SQUARED = 0.96 D.W. = 2.995725

$$\text{Ln}(\text{CPI}) = 0.805*\text{Ln}(\text{CPI})(-1) + 0.043*\text{FDI_ASEAN3} - 0.016*PORT_ASEAN3 \quad \dots(18)$$

$$[10.93]^{***} \quad [1.11] \quad [-0.38]$$

$$- 0.037*\text{Ln}(\text{REER}) - 0.317*\text{Ln}(\text{RGDP}) + 0.136*\text{Ln}(\text{M3}) + 0.005*CRISIS40 + 1.23$$

$$[-0.38] \quad [-2.21]^{**} \quad [1.75]^* \quad [0.09] \quad [2.57]^{**}$$

R-SQUARED = 0.83 D.W. = 2.178293

สมการอัตราการว่างงาน (Unemployment rate)

$$\text{Ln}(\text{UN_RATE}) = 0.432*\text{Ln}(\text{UN_RATE})(-1) - 0.235*\text{FDI_ASEAN3}(-1) \quad \dots(19)$$

$$[3.34]^{***} \quad [-2.15]^{**}$$

$$- 0.06*PORT_ASEAN3 (-1) + 0.237*CRISIS40 + 0.608$$

$$[-0.54] \quad [1.71]^* \quad [3.40]^{***}$$

R-SQUARED = 0.53 D.W. = 2.106306

$$\text{Ln}(\text{UN_RATE}) = 0.387 * \text{Ln}(\text{UN_RATE})(-1) - 0.229 * \text{FDI_ASEAN3}(-2) \quad \dots(20)$$

[2.71]***

[-1.95]*

$$- 0.011 * \text{PORT_ASEAN3}(-2) + 0.288 * \text{CRISIS40} + 0.63$$

[-0.10]

[1.98]*

[3.15]***

R-SQUARED = 0.53 D.W. = 1.924122

$$\text{Ln}(\text{UN_RATE}) = - 0.026 * \text{Ln}(\text{UN_RATE})(-1) - 0.018 * \text{FDI_ASEAN3} \quad \dots(21)$$

[-0.20]

[-0.19]

$$+ 0.067 * \text{PORT_ASEAN3} - 0.917 * \text{Ln}(\text{REER}) + 0.212 * \text{Ln}(\text{LENDING_RATE})$$

[0.79]

[-4.78]***

[0.79]

$$+ 0.08 * \text{CRISIS40} - 0.003 * \text{TIME} + 1.535$$

[0.42]

[0.37]

[2.52]**

R-SQUARED = 0.71 D.W. = 2.170746

2. ประเทศญี่ปุ่น

สมการผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ณ ราคาคงที่

$$\begin{aligned} \text{Ln(RGDP)} = & 0.664 * \text{Ln(RGDP)}(-1) + 0.009 * \text{FDI_ASEAN3} - 0.009 * \text{PORT_ASEAN3} \quad \dots(22) \\ & [2.69]** \quad [0.49] \quad [-2.93]** \\ & + 0.079 * \text{Ln(RIP/GDP)} + 0.042 * \text{CRISIS51} + 2.481 \\ & [0.28] \quad [1.34] \quad [1.45] \end{aligned}$$

R-SQUARED = 0.81 D.W. = 2.423718

$$\begin{aligned} \text{Ln(RGDP)} = & 0.359 * \text{Ln(RGDP)}(-1) - 0.004 * \text{FDI_ASEAN3}(-1) \quad \dots(23) \\ & [1.11] \quad [-0.13] \\ & - 0.004 * \text{PORT_ASEAN3}(-1) - 0.081 * \text{Ln(RIP/GDP)} + 0.059 * \text{CRISIS51} + 4.390 \\ & [-1.21] \quad [-0.22] \quad [1.23] \quad [1.87]* \end{aligned}$$

R-SQUARED = 0.69 D.W. = 1.977067

$$\begin{aligned} \text{Ln(RGDP)} = & 0.536 * \text{Ln(RGDP)}(-1) + 0.013 * \text{FDI_ASEAN3}(-2) + 0.006 * \text{PORT_ASEAN3}(-2) \quad \dots(24) \\ & [1.46] \quad [0.52] \quad [1.58] \\ & - 0.134 * \text{Ln(RIP/GDP)} + 0.046 * \text{CRISIS51} + 3.044 \\ & [-0.41] \quad [0.93] \quad [1.19] \end{aligned}$$

R-SQUARED = 0.74 D.W. = 1.904186

$$\begin{aligned} \text{Ln(RGDP)} = & 0.212 * \text{Ln(RGDP)}(-1) + 0.040 * \text{FDI_ASEAN3}(-3) + 0.003 * \text{PORT_ASEAN3}(-3) \quad \dots(25) \\ & [0.38] \quad [1.54] \quad [0.42] \\ & + 0.002 * \text{Ln(RIP/GDP)} + 0.066 * \text{CRISIS51} + 5.509 \\ & [0.00] \quad [0.91] \quad [1.44] \end{aligned}$$

R-SQUARED = 0.73 D.W. = 1.937934

$$\begin{aligned} \text{Ln(RGDP)} = & 0.488 * \text{Ln(RGDP)}(-1) + 0.00 * \text{FDI_non-ASEAN3} - 0.001 * \text{PORT_non-ASEAN3} \quad \dots(26) \\ & [2.00]* \quad [0.21] \quad [-2.65]** \\ & - 0.019 * \text{Ln(RIP/GDP)} + 0.016 * \text{CRISIS51} + 3.586 \\ & [-0.07] \quad [0.48] \quad [2.10]* \end{aligned}$$

R-SQUARED = 0.79 D.W. = 1.60068

สมการการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาจริง (Real private investment)

$$\text{Ln(RIP)} = 0.726 \cdot \text{Ln(RIP)}(-1) + 0.015 \cdot \text{FDI_ASEAN3} - 0.007 \cdot \text{PORT_ASEAN3} \quad \dots(27)$$

$$\begin{matrix} [1.75] & [0.66] & [-1.72] \end{matrix}$$

$$- 0.003 \cdot \text{CRISIS51} + 0.002 \cdot \text{TIME} + 1.508$$

$$\begin{matrix} [-0.03] & [0.53] & [0.65] \end{matrix}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.66 \quad \text{D.W.} = 2.248829$$

$$\text{Ln(RIP)} = 0.168 \cdot \text{Ln(RIP)}(-1) + 0.002 \cdot \text{FDI_ASEAN3} + 0.002 \cdot \text{PORT_ASEAN3} \quad \dots(28)$$

$$\begin{matrix} [1.19] & [0.18] & [1.03] \end{matrix}$$

$$+ 0.076 \cdot \text{Ln(REER)} + 1.645 \cdot \text{Ln(RGDP)} - 0.708 \cdot \text{Ln(M3)} + 0.005 \cdot \text{CRISIS51} - 5.706$$

$$\begin{matrix} [0.76] & [5.90]^{***} & [-2.63]^{**} & [0.25] & [-3.81]^{***} \end{matrix}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.94 \quad \text{D.W.} = 2.586507$$

สมการอัตราดอกเบี้ย (Lending rate)

$$\text{Ln(LENDING_RATE)} = 0.859 \cdot \text{Ln(LENDING_RATE)}(-1) - 0.004 \cdot \text{FDI_ASEAN3} \quad \dots(29)$$

$$\begin{matrix} [8.56]^{***} & [-0.50] \end{matrix}$$

$$- 0.002 \cdot \text{PORT_ASEAN3} - 0.344 \cdot \text{Ln(REER)} - 0.010 \cdot \text{Ln(FED_FUND)}$$

$$\begin{matrix} [-0.70] & [-1.75]^* & [-0.43] \end{matrix}$$

$$+ 0.374 \cdot \text{Ln(CORE)} - 0.012 \cdot \text{CRISIS51} - 0.001 \cdot \text{TIME} - 0.065$$

$$\begin{matrix} [0.26] & [-0.29] & [-0.23] & [-0.01] \end{matrix}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.96 \quad \text{D.W.} = 1.201826$$

สมการดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER)

$$\text{Ln(REER)} = 0.715 \cdot \text{Ln(REER)}(-1) - 0.009 \cdot \text{FDI_ASEAN3} - 0.012 \cdot \text{PORT_ASEAN3} \quad \dots(30)$$

$$\begin{matrix} [4.40]^{***} & [-0.36] & [-2.90]^{**} \end{matrix}$$

$$+ 0.094 \cdot \text{CRISIS51} - 0.004 \cdot \text{TIME} + 1.315$$

$$\begin{matrix} [2.00]^* & [-0.86] & [1.75] \end{matrix}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.82 \quad \text{D.W.} = 2.484933$$

$$\text{Ln(REER)} = 0.727*\text{Ln(REER)}(-1) + 0.011*\text{FDI_ASEAN3}(-2) \quad \dots(31)$$

$$\begin{array}{ccc} [5.73]*** & [0.46] & \\ + 0.014*\text{PORT_ASEAN3}(-2) + 0.072*\text{CRISIS51} + 1.188 & & \\ [4.11]*** & [3.00]** & [2.07]* \end{array}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.87 \quad \text{D.W.} = 2.912393$$

$$\text{Ln(REER)} = 0.609*\text{Ln(REER)}(-1) + 0.063*\text{FDI_ASEAN3}(-3) \quad \dots(32)$$

$$\begin{array}{ccc} [2.79]** & [2.12]* & \\ + 0.002*\text{PORT_ASEAN3}(-3) + 0.033*\text{CRISIS51} + 1.723 & & \\ [0.28] & [0.95] & [1.77] \end{array}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.75 \quad \text{D.W.} = 2.166326$$

$$\text{Ln(REER)} = 0.704*\text{Ln(REER)}(-1) - 0.003*\text{FDI_non-ASEAN3} \quad \dots(33)$$

$$\begin{array}{ccc} [7.26]*** & [-1.64] & \\ - 0.001*\text{PORT_non-ASEAN3} - 0.003*\text{CRISIS51} + 1.364 & & \\ [-4.99]*** & [-0.13] & [3.11]*** \end{array}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.89 \quad \text{D.W.} = 2.556696$$

สมการมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (*Market Capitalisation*)

$$\text{Ln(MARKETCAP)} = 0.581*\text{Ln(MARKETCAP)}(-1) + 0.039*\text{FDI_ASEAN3} \quad \dots(34)$$

$$\begin{array}{cccc} [3.15]*** & [0.80] & & \\ + 0.016*\text{PORT_ASEAN3} - 0.136*\text{CRISIS51} - 0.004*\text{TIME} + 3.506 & & & \\ [1.88]* & [-1.29] & [-0.45] & [2.29]** \end{array}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.85 \quad \text{D.W.} = 2.519806$$

$$\text{Ln(MARKETCAP)} = 0.489*\text{Ln(MARKETCAP)}(-1) + 0.003*\text{FDI_non-ASEAN3} \quad \dots(35)$$

$$\begin{array}{ccc} [2.91]** & [0.91] & \\ + 0.001*\text{PORT_non-ASEAN3} - 0.101*\text{CRISIS51} + 4.225 & & \\ [2.65]** & [-1.59] & [3.01]** \end{array}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.86 \quad \text{D.W.} = 2.057632$$

สมการดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI Index)

$$\text{Ln(CPI)} = 0.293 * \text{Ln(CPI)}(-1) - 0.002 * \text{FDI_ASEAN3} - 0.001 * \text{PORT_ASEAN3} \quad \dots(36)$$

$$\begin{aligned} & [1.55] \quad \quad \quad [-1.10] \quad \quad \quad [-2.67]** \\ & - 0.052 * \text{Ln(REER)} + 0.031 * \text{Ln(LENDING_RATE)} + 0.021 * \text{CRISIS51} \\ & [-4.19]*** \quad \quad [1.72]* \quad \quad \quad [5.63]*** \\ & - 0.001 * \text{TIME} + 3.485 \\ & [-3.74]*** \quad [4.12]*** \end{aligned}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.89 \quad \text{D.W.} = 1.996$$

$$\text{Ln(CPI)} = 0.144 * \text{Ln(CPI)}(-1) - 0.002 * \text{FDI_ASEAN3} + 0.000 * \text{PORT_ASEAN3} \quad \dots(37)$$

$$\begin{aligned} & [0.67] \quad \quad \quad [-1.29] \quad \quad \quad [1.19] \\ & - 0.024 * \text{Ln(REER)} + 0.143 * \text{Ln(RGDP)} - 0.121 * \text{Ln(M3)} + 0.017 * \text{CRISIS51} + 3.322 \\ & [-1.37] \quad \quad [2.49]** \quad \quad [-2.23]** \quad \quad [3.61]*** \quad \quad [3.67]*** \end{aligned}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.86 \quad \text{D.W.} = 2.695$$

สมการอัตราการว่างงาน (Unemployment rate)

$$\text{Ln(UN_RATE)} = 0.377 * \text{Ln(UN_RATE)}(-1) - 0.026 * \text{FDI_ASEAN3} \quad \dots(38)$$

$$\begin{aligned} & [1.63] \quad \quad \quad [-1.11] \\ & + 0.003 * \text{PORT_ASEAN3} + 0.302 * \text{Ln(REER)} - 0.979 * \text{Ln(LENDING_RATE)} \\ & [0.68] \quad \quad \quad [1.17] \quad \quad \quad [-3.14]*** \\ & + 0.016 * \text{CRISIS51} + 0.012 * \text{TIME} - 0.349 \\ & [0.31] \quad \quad [2.62]** \quad \quad [-0.23] \end{aligned}$$

$$\text{R-SQUARED} = 0.83 \quad \text{D.W.} = 2.328408$$

3. ประเทศมาเลเซีย

สมการอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (RGDP)

$$\text{Ln(RGDP)} = 1.005 \cdot \text{Ln(RGDP)}(-1) - 0.007 \cdot \text{FDI_non-ASEAN3} + 0.002 \cdot \text{PORT_non-ASEAN3} \quad \dots(39)$$

$$[39.37]^{***} \quad [-0.62] \quad [2.65]^{**}$$

$$- 0.064 \cdot \text{Ln(RIP/GDP)} - 0.028 \cdot \text{CRISIS51} + 0.029$$

$$[-1.40] \quad [-3.33]^{***} \quad [0.37]$$

$$\text{R- SQUARED} = 0.99 \quad \text{D.W.} = 1.431678$$

สมการการลงทุนภาคเอกชน ณ ราคาจริง (Real private investment)

$$\text{Ln(RIP)} = -0.127 \cdot \text{Ln(RIP)}(-1) - 0.013 \cdot \text{FDI_ASEAN3} + 0.031 \cdot \text{PORT_ASEAN3} \quad \dots(40)$$

$$[-0.58] \quad [-0.34] \quad [2.38]^{**}$$

$$+ 0.011 \cdot \text{CRISIS51} + 0.006 \cdot \text{TIME} + 1.935$$

$$[0.16] \quad [2.51]^{**} \quad [5.02]^{***}$$

$$\text{R- SQUARED} = 0.68 \quad \text{D.W.} = 1.802897$$

$$\text{Ln(RIP)} = 0.272 \cdot \text{Ln(RIP)}(-1) + 0.065 \cdot \text{FDI_ASEAN3}(-2) + 0.036 \cdot \text{PORT_ASEAN3}(-2) \quad \dots(41)$$

$$[1.61] \quad [1.45] \quad [2.80]^{***}$$

$$-0.063 \cdot \text{CRISIS51} + 1.286$$

$$[-0.64] \quad [4.18]^{***}$$

$$\text{R- SQUARED} = 0.64 \quad \text{D.W.} = 2.123331$$

$$\text{Ln(RIP)} = -0.198 \cdot \text{Ln(RIP)}(-1) + 0.065 \cdot \text{FDI_non-ASEAN3} + 0.017 \cdot \text{PORT_non-ASEAN3} \quad \dots(42)$$

$$[-1.03] \quad [0.68] \quad [4.13]^{***}$$

$$+ 0.091 \cdot \text{CRISIS51} + 2.098$$

$$[1.40] \quad [6.24]^{***}$$

$$\text{R- SQUARED} = 0.73 \quad \text{D.W.} = 1.79147$$

$$\text{Ln(RIP)} = -0.275 \cdot \text{Ln(RIP)}(-1) - 0.044 \cdot \text{FDI_ASEAN3} + 0.026 \cdot \text{PORT_ASEAN3} \quad \dots(43)$$

$$[-1.48] \quad [-1.38] \quad [2.44]^{**}$$

$+ 0.252 * \text{Ln}(\text{REER}) + 0.733 * \text{Ln}(\text{LENDING_RATE}) - 0.013 * \text{CRISIS51}$				
[0.63]	[2.47]**	[-0.22]		
$+ 0.014 * \text{TIME} - 0.437$				
[4.36]***	[-0.25]			
R- SQUARED = 0.75 D.W. = 1.945748				
สมการอัตราดอกเบี้ย (Lending rate)				
$\text{Ln}(\text{LENDING_RATE}) = 1.020 * \text{Ln}(\text{LENDING_RATE}) (-1) - 0.008 * \text{FDI_ASEAN3}$				...(44)
[17.94]***	[-1.18]			
$- 0.004 * \text{PORT_ASEAN3} - 0.022 * \text{CRISIS51} + 0.002 * \text{TIME} - 0.067$				
[-1.99]*	[-1.97]*	[2.61]**	[-0.58]	
R- SQUARED = 0.97 D.W. = 1.34555				
$\text{Ln}(\text{LENDING_RATE}) = 0.741 * \text{Ln}(\text{LENDING_RATE}) (-1) - 0.006 * \text{FDI_ASEAN3}$				...(45)
[8.17]***	[-1.10]			
$- 0.004 * \text{PORT_ASEAN3} + 0.176 * \text{Ln}(\text{REER}) + 0.011 * \text{Ln}(\text{FED_FUND})$				
[2.03]**	[1.71]*	[4.84]***		
$- 0.325 * \text{Ln}(\text{CORE}) + 0.016 * \text{CRISIS51} + 0.002 * \text{TIME} + 1.093$				
[-0.91]	[1.02]	[0.69]	[0.83]	
D.W. = 1.295755 HAUSMAN STATISTIC = 16.63 (0.0199)				
$\text{Ln}(\text{LENDING_RATE}) = 0.736 * \text{Ln}(\text{LENDING_RATE}) (-1) - 0.003 * \text{FDI_ASEAN3}$				...(46)
[15.99]***	[-0.60]			
$+ 0.000 * \text{PORT_ASEAN3} + 0.052 * \text{Ln}(\text{REER}) + 0.010 * \text{Ln}(\text{FED_FUND})$				
[0.04]	[0.83]	[5.69]***		
$- 0.043 * \text{Ln}(\text{STOCK_INDEX}) + 0.000 * \text{CRISIS51} + 0.504$				
[-1.80]*	[0.02]	[1.58]		
R- SQUARED = 0.98 D.W. = 1.209175				
สมการดัชนีค่าเงินที่แท้จริง (REER)				
$\text{Ln}(\text{REER}) = 1.001 * \text{Ln}(\text{REER}) (-1) - 0.010 * \text{FDI_ASEAN3} (-3) + 0.006 * \text{PORT_ASEAN3} (-3)$				...(47)
[12.61]***	[-1.57]	[1.97]*		

$$-0.022*CRISIS51 -0.012$$

$$[-1.11] \quad [-0.03]$$

$$R- SQUARED = 0.87 \quad D.W. = 1.575003$$

สมการมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalisation)

$$\ln(MARKETCAP) = 0.853*\ln(MARKETCAP)(-1) + 0.054*FDI_ASEAN3 \quad \dots(48)$$

$$[9.05]^{***} \quad [1.72]^*$$

$$+ 0.027*PORT_ASEAN3 -0.166*CRISIS51 -0.315$$

$$[2.00]^* \quad [-2.90]^{***} \quad [-1.61]$$

$$R- SQUARED = 0.95 \quad D.W. = 1.412196$$

$$\ln(MARKETCAP) = 0.756*\ln(MARKETCAP)(-1) -0.11*FDI_non-ASEAN3 \quad \dots(49)$$

$$[8.75]^{***} \quad [-1.41]$$

$$+ 0.02*PORT_non-ASEAN3 -0.179*CRISIS51 -0.52$$

$$[4.91]^{***} \quad [-3.47]^{***} \quad [-2.84]^{***}$$

$$R- SQUARED = 0.97 \quad D.W. = 1.662888$$

$$\ln(MARKETCAP) = 0.553*\ln(MARKETCAP)(-1) + 0.037*FDI_ASEAN3 \quad \dots(50)$$

$$[5.90]^{***} \quad [1.51]$$

$$+ 0.033*PORT_ASEAN3 -0.127*\ln (LENDING_RATE)$$

$$[3.54]^{***} \quad [-0.63]$$

$$- 0.183*CRISIS51 + 0.01*TIME -0.791$$

$$[-4.59]^{***} \quad [3.16]^{***} \quad [-1.56]$$

$$R- SQUARED = 0.97 \quad D.W. = 1.805222$$

สมการดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI Index)

$$\ln(CPI) = 1.180 *\ln(CPI)(-1) -0.004*FDI_ASEAN3 -0.002*PORT_ASEAN3 \quad \dots(51)$$

$$[15.36]^{***} \quad [-2.49]** \quad [-3.47]^{***}$$

$$+ 0.013*CRISIS51 + 0.000*TIME -0.807$$

$$[3.79]^{***} \quad [0.98] \quad [-2.34]**$$

$$R- SQUARED = 0.99 \quad D.W. = 1.726085$$

$$\text{Ln(CPI)} = 1.007 * \text{Ln(CPI)}(-1) - 0.004 * \text{FDI_ASEAN3}(-2) + 0.002 * \text{PORT_ASEAN3}(-2) \quad \dots(52)$$

[41.24]*** [-1.89]* [2.76]**

$$+ 0.006 * \text{CRISIS51} - 0.03$$

[1.44] [-0.27]

R- SQUARED = 0.99 D.W. = 1.422569

$$\text{Ln (CPI)} = 1.029 * \text{Ln(CPI)}(-1) - 0.004 * \text{FDI_ASEAN3}(-3) + 0.00 * \text{PORT_ASEAN3}(-3) \quad \dots(53)$$

[39.40]*** [-2.31]** [1.07]

$$+ 0.011 * \text{CRISIS51} - 0.128$$

[2.04]* [-1.08]

R- SQUARED = 0.99 D.W. = 1.685991

$$\text{Ln(CPI)} = 1.125 * \text{Ln(CPI)}(-1) + 0.00 * \text{FDI_non-ASEAN3} - 0.001 * \text{PORT_non-ASEAN3} \quad \dots(54)$$

[43.29]*** [0.56] [-3.81]***

$$+ 0.014 * \text{CRISIS51} - 0.564$$

[4.62]*** [-4.78]***

R- SQUARED 0.99 D.W. 1.848229

$$\text{Ln(CPI)} = 1.621 * \text{Ln(CPI)}(-1) - 0.004 * \text{FDI_ASEAN3} + 0.00 * \text{PORT_ASEAN3} \quad \dots(55)$$

[8.17]*** [-2.92]*** [-1.72]*

$$- 0.046 * \text{Ln(REER)} - 0.062 * \text{Ln(LENDING_RATE)} + 0.006 * \text{CRISIS51}$$

[-1.87]* [-2.04]** [1.57]

$$- 0.003 * \text{TIME} - 2.455$$

[-2.53]** [-3.21]***

D.W. = 1.790847 HAUSMAN STATISTIC = 12.17(0.0582)

$$\text{Ln(CPI)} = 0.920 * \text{Ln(CPI)}(-1) - 0.004 * \text{FDI_ASEAN3} - 0.002 * \text{PORT_ASEAN3} \quad \dots(56)$$

[7.98]*** [-2.71]*** [-3.27]***

$$+ 0.020 * \text{Ln(REER)} - 0.101 * \text{Ln(RGDP)} + 0.108 * \text{Ln(M3)} + 0.012 * \text{CRISIS51} + 0.074$$

[1.12] [-2.07]** [3.05]*** [4.09]*** [0.21]

R- SQUARED = 0.99 D.W. = 1.793561

4. ประเทศสมาชิกอาเซียน+3 และยุโรป

สมการมูลค่าหลักทรัพย์

สมการของ ASEAN+3 (5 ประเทศ) ... (57)

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{MARKETCAP}) = & 0.551 * \text{Ln}(\text{MARKETCAP})(-1) + 0.096 * (\text{FDI_ASEAN3/GDP}) \\ & [2.88]^{***} \quad [0.69] \\ & - 0.026 * (\text{FDI_non-ASEAN3/GDP}) + 0.103 * (\text{PORT_ASEAN3/GDP}) \\ & [-0.43] \quad [0.70] \\ & + 0.023 * (\text{PORT_non-ASEAN3/GDP}) + 0.005 * \text{LOAN/GDP} \\ & [0.93] \quad [0.08] \\ & - 1.919 * \text{Ln}(\text{REER}) + 1.393 * \text{Ln}(\text{RIP/RGDP}) \\ & [-1.28] \quad [1.19] \end{aligned}$$

Arellano-Bond test for AR(1) = -3.10(0.002)

Arellano-Bond test for AR(2) = 0.36(0.700)

Sargan test = 21.42(0.256)

ค่า p-value ในวงเล็บ

สมการของ Europe (3 ประเทศ) ... (58)

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{MARKETCAP}) = & 0.072 * \text{Ln}(\text{MARKETCAP})(-1) - 0.046 * (\text{FDI_EU/GDP}) \\ & [0.23] \quad [-0.96] \\ & - 0.071 * (\text{FDI_non-EU/GDP}) + 1.591 * \text{Ln}(\text{REER}) + 0.166 * \text{Ln}(\text{RIP/RGDP}) \\ & [-1.40] \quad [0.79] \quad [1.93]^* \end{aligned}$$

Arellano-Bond test for AR(1) = -0.28*(0.777)

Arellano-Bond test for AR(2) = -1.85*(0.064)

Sargan test = 25.36(0.031)

ค่า p-value ในวงเล็บ

สมการดัชนีราคาผู้บริโภค

สมการของ ASEAN+3 (5 ประเทศ) ... (59)

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{CPI}) = & 0.360 * \text{Ln}(\text{CPI})(-1) + 0.012 * (\text{FDI_ASEAN3/GDP}) + 0.000 * (\text{FDI_non-ASEAN3/GDP}) \\ & [1.51] \quad [1.49] \quad [0.16] \end{aligned}$$

$$+ 0.159 * \text{Ln}(\text{RGDP})(-1) + 0.114 * \text{Ln}(\text{M3})$$

[1.31]
[1.54]

ค่า p-value ในวงเล็บ

[36.38]***	[0.69]	[0.79]
- 0.021*Ln(RGDP)(-1) + 0.024*Ln(M3)		
[-1.09]	[2.18]**	

ค่า p-value ในวงเล็บ

เอกสารอ้างอิง

- เวทาค์ ฟ่วงทรัพย์ พงศ์นคร โกษากรณ์ สุธี เหลืองอร่ามกุล และนนุช ตันติสันติวงศ์. (2549). โครงการพัฒนาระบบประมาณการเศรษฐกิจการคลัง 2549, สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง, กรุงเทพมหานคร
- เวทาค์ ฟ่วงทรัพย์ จักรพงษ์ อุชุปาละนันท์ กฤติกา โพธิ์ไทรย์ สุธี เหลืองอร่ามกุล และกุลวีร์ วรรณพานิช. (2552). โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนและตลาดทุนไทย, สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง, กรุงเทพมหานคร
- Arellano, M., Bond, S.R. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations, *Review of Economic Studies*, Vol. 58: 277-297.
- Barumshah, A., Thonoon, M. (2006). Foreign capital flows and economic growth in East Asian countries, *China Economic Review*, Vol. 17(1): 70-83.
- Blair, H. (2007). Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation, *Journal of Economic Literature*, Vol. XLV: 887-935.
- Bosworth, B., Collins, S.M. (1999). Capital flows to developing economies: implications for saving and investment, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1: 143-169.
- Calvo, G.A., Leiderman, C.M, Reinhart. (1993). Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America, The role of external factors, IMF staff Papers, Vol. 40 (1), March 1993.
- Calvo, G., Leiderman, L., Reinhart, C.M. (1996). Inflows of capital to developing countries in the 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, Vol.10 (2), 123–139.
- Chuhan, P., Classens, S., Mamingi, N. (1993). Equity and bond flows to Latin America and Asia: The role of external and domestic Factors, World Bank PRE Working Paper No. 1160.
- Edison, H., Klein, M., Ricci, L., Sloek, T. (2002). Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis, NBER Working Paper # 9100.
- Edwards, S. (1993). Openness, trade liberalization and growth in developing countries, *Journal of Economic Literature*, Vol. 3(1): 1358-93.
- Edwards, S. (1999). Capital flows to Latin America, Martin Feldstein (Ed) International Capital Flows, NBER.

- Edwards, S. (2001). Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different? NBER Working Paper No. 8076.
- Eichengreen, Barry. (2001). Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us? *World Bank Economic Review*, Vol. 15(3): 341-365.
- Fernandez-Arias, E. (1996). The new wave of private capital inflows: Push or pull? *Journal of Development Economics* 48 (2), 389–418.
- Fernando, G., Santana, R. (2004). New Evidence on the Impact of Capital Account Liberalization on Economic Growth, paper presented at the Econometric Society of Latin America 2004 meetings, Available at: <http://repec.org/esLATM04/up.17946.1081293383.pdf>.
- Fischer, S. (1998). Capital Account Liberalization and the Role of the IMF, Princeton Essays in International Finance, Vol. 207: 1-10.
- Fischer, S. (2003). Globalization and Its Challenges, *American Economic Review*, Vol. 93(2): 1-30.
- Forbes, K. (2006). The Microeconomic Evidence on Capital Controls: No Free Lunch, in Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences, Sebastian Edwards (ed.), University of Chicago Press, Forthcoming.
- Forbes, K. (2007). One Cost of the Chilean Capital Controls: Increased Financial Constraints for Smaller Traded Firms, *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 71(2): 294-323, April.
- Gavin, M., Hausmann, R., Leiderman, L. (1996). The macroeconomics of capital flows to Latin America: experience and policy issues, in R. Hausmann and L. Rojas-Suárez (eds) Volatile capital flows, Taming their impact on Latin America, *Inter-American Development Bank*: 1-40.
- Harrison, A., Love, I., McMillan, M. (2004). Global Capital Flows and Financing Constraints, *Journal of Development Economics*, Vol. 75(1): 269-301.
- Ito, T., Krueger, A, O. (2001). Introduction, in T. Ito and O. Krueger (eds) Regional and global capital flows, Macroeconomic causes and consequences, NBER-East Asia Seminar on Economics, Vol. 10, The University of Chicago Press: 1-10.
- Keynes, John M. (1936). The General Theory of Employment Interest and Money, vol. VII, The Collected Writings of John Maynard Keynes, edited by D.E. Moggridge (London: Macmillan), 1973.
- Klein, M. (2005). Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence, NBER Working Paper 11112, NBER, Cambridge.

- Kraay, A. (1998). In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization, World Bank Working Paper.
- Mody, A., Murshid, A. P. (2005). Growing up with Capital Flows, *Journal of International Economics*, Vol. 65: 249-266.
- Montiel, P., Reinhart, C. M. (2001). The dynamics of capital movements to emerging economies during the 1990s', in S. Griffith-Jones, M. F. Montes and A. Nasution (eds), Short-term capital flows and economic crises, UNU-WIDER Studies in Development Economics, Oxford University Press: 3-28.
- Obstfeld, M. (1998). The Global Capital Market: Benefactor or Menace? *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12(4) (Fall).
- Ocampo, J. A. (2000). Developing countries' anti-cyclical policies in a globalized world, ECLAC United Nations, Temas de Coyuntura Series 13, November.
- Pagano, M. (1993). Financial Markets and Growth: An Overview, *European Economic Review*, Vol. 37 (2-3): 613-622.
- Prasad, Eswar, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, M. Ayhan Kose. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, International Monetary Fund Occasional Paper #220.
- Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S., Kose, M. (2004). Financial globalization, growth and volatility in developing countries. NBER Working Paper No. 10942.
- Quinn, D. (1997). The Correlates of Changes in International Financial Regulation, *American Political Science Review*, Vol. 91 (September): 531-51.
- Renu, K. (2001). Capital flows and their macroeconomic effects in India. IMF working paper.
- Rodrik, D. (1998). Who Needs Capital Account Convertibility? *Princeton Essays in International Finance*, Vol. 207: 55-65.
- Rodrik, D. (2001). The Developing Countries' Hazardous Obsession with Global Integration, Kennedy School of Government, Harvard University.
- Rodrik, D., Velasco, A. (2000). Short-Term Capital Flows, Annual World Bank Conference on Development Economics 1999: 59-90. Washington: World Bank.

- Rogoff, K. (1999). International Institutions for Reducing Global Financial Instability, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13 (4), Fall.
- Solow, Robert M. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. (70): 65-94.
- Stiglitz J.E. (1998). The Role of the Financial System in Development, Presentation at LAC ABCDE, San Salvador, El Salvador, June 29. Speech
- Stiglitz, Joseph. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability, *World Development*, Vol. 28(6): 1075-1086.
- World Economic Outlook. (2009). Sustaining the Recovery, World Economic and Financial Surveys, IMF.